



Benefit Systems – Komentarz do wyników za 1Q'18

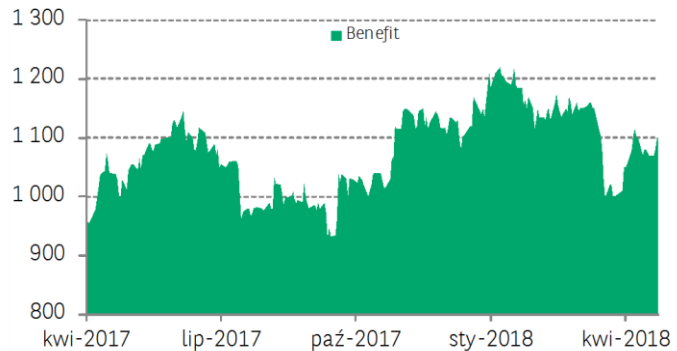
Michał Krajczewski, CFA +48 22 507 52 91, michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl

analitik: Michał Krajczewski, CFA

2018-04-26

Podstawowe dane o spółce

Cena	1100,00
Kapitalizacja (mln zł)	2 942,3
Free float	65,1%
Wartość dzienna obrotów (mln PLN)	1,94
P/E	30,3
EV/EBITDA	19,98



Wyniki 1Q18

mln PLN	1Q'18	1Q'17	r/r	1Q'18	kons.	vkons
Przychody	284,7	222,3	28,1%	284,7	291,5	-2,3%
- karty sportowe	203,7	173,7	17,3%			
- zagranica	42,4	17,3	144,4%			
- fitness	55,5	40,6	36,7%			
- kafeterie	11,4	9,1	25,5%			
EBITDA	38,6	25,5	51,2%	38,6	30,8	25,3%
<i>marża EBITDA</i>	13,6%	11,5%		13,6%	10,6%	
- karty sportowe	37,1	21,3	74,2%			
<i>marża EBITDA</i>	18,2%	12,3%				
- zagranica	-4,7	-3,2	45,3%			
<i>marża EBITDA</i>	-11,1%	0,0%				
- fitness	6,9	8,0	-13,7%			
<i>marża EBITDA</i>	12,4%	19,6%				
- kafeterie	1,2	0,9	28,8%			
<i>marża EBITDA</i>	10,5%	10,3%				
EBIT	28,5	18,4	54,8%	28,5	20,6	38,5%
<i>marża EBIT</i>	10,0%	8,3%		10,0%	7,1%	
Zysk netto	21,6	13,9	55,4%	21,6	15,4	40,5%
<i>marża netto</i>	7,6%	6,3%		7,6%	5,3%	
Cash flow operacyjny	41,2	25,6	60,7%			

Komentarz do wyników

Rezultaty Benefit Systems za 1Q'18 oceniamy pozytywnie. Przekroczyły one rynkowy konsensus na poziomie EBITDA o ponad 25%, przy czym zwracamy uwagę, iż wg PAP konsensus zawierał tylko dwie prognozy. Podkreślamy szybki rozwój wszystkich segmentów pod względem sprzedaży oraz bardzo dobrą rentowność obszaru kart sportowych w Polsce, który odpowiada za większość EBITDA w Grupie. Pozytywnie oceniamy również, iż wyniki zostały poparte solidną poprawą przepływów operacyjnych.

Kontynuacja wzrostu rezultatów, silny cash flow

Karty sportowe: Liczba kart w Polsce wzrosła w 1Q'18 o 16,5 % r/r, co oznacza, iż Benefit utrzymuje wysokie tempo wzrostu z 2017 r. i w dalszym ciągu poprawia uzyskiwaną średnią cenę (+0,6% r/r). Pozytywnie zaskoczyła marża brutto na sprzedaży (+5,7 pkt. proc.), za sprawą większego udziału kart limitowanych, zwiększenia średniej ceny kart (rosnący udział MSP w strukturze sprzedaży), korzystnego układu kalendarza (przesunięcie Świąt Wielkanocy) oraz łagodnej zimy. Dalszy wzrost skali pozytywnie przekłada się na spadek udziału kosztów SG&A w przychodach (-0,17 pkt. proc), w efekcie czego EBITDA zanotowała 74,2% dynamikę wzrostu r/r.

Utrzymanie wysokiego tempa przyrostu liczby kart w Polsce i za granicą

Zagranica: Liczba kart sportowych wyniosła 161,8 tys. (+99% r/r), bardzo mocno zwiększyły się również przychody na użytkownika (+22,6% r/r w przeliczeniu na PLN). Pomimo obserwowanej wysokiej aktywności użytkowników, poprawiona została marża brutto na sprzedaży (+0,6 pkt. proc.). Koszty rozwoju na nowych rynkach powodują jednak



zwiększenie straty notowanej przez segment w 1Q'18.

Fitness: Liczba konsolidowanych klubów wyniosła 85 (+31 r/r w Polsce), co przetożyło się na wzrost przychodów. Jednakże większa proporcja mniej dojrzałych klubów w portfelu Spółki oznaczała mocny ubytek marży brutto na sprzedaży (-3,9 pkt. proc.), co przy rosnących kosztach związanych z ekspansją przetożyło się w 1Q'18 na spadek EBITDA o prawie 14%. Spółka poinformowała również o zmianie struktury segmentu – z Fitness do Zagranica przesunięte zostały kluby spoza Polski.

Bardzo dobre
wyniki kafeterii,
segment fitness
pod presją
kosztów rozwoju

Kafeterie: Segment utrzymuje tempo wzrostu z poprzednich kwartałów. Liczba użytkowników była o 21,2% wyższa (305 tys.), a wygenerowane przez nich obroty na platformie kafeteryjnej zwiększyły się o 21,1% r/r do 60,9 mln PLN, co przetożyło się na uzyskanie 11,4 mln PLN przychodów. Spadek marży brutto na sprzedaży wynikał z mniej korzystnej struktury obrotów (więcej bonów towarowych). Rosnąca skala działalności oznacza jednak pozytywną dźwignię operacyjną (-0,26 pkt. proc. udział kosztów SG&A w przychodach), przez co EBITDA została poprawiona o prawie 30% r/r.

Podsumowanie konferencji po wynikach

Najważniejszą informacją przedstawioną na prezentacji wyników było wejście do kolejnego kraju zagranicznego. Benefit System rozpoczął działalność w Grecji – obecnie kończona jest rekrutacja lokalnego zespołu i od czerwca ma on zacząć rozmowy z potencjalnymi partnerami. Sprzedaż kart ma ruszyć na przełomie 2018 i 2019 r..

Grecja nowym
krajem w Grupie

Jeżeli chodzi o sytuację w Chorwacji, wyprzedza ona Grecję o kilka miesięcy. Podpisanych zostało już ponad 30 umów, a od maja rozpocząć mają się negocjacje z klientami i wydawanie kart testowych. Pełna sprzedaż ma mieć miejsce od 4Q'17.

Przedstawiciele Benefit pozytywnie ocenili również sytuację w Czechach i w Bułgarii. Konkurencja ze strony Sodexo w Bułgarii jest silna, natomiast Spółka stopniowo poszerza ofertę klubów (planowane są także otwarcia kolejnych własnych placówek) i notuje bardzo dobre wyniki sprzedaży.

Podtrzymujemy pozytywną opinię o Benefit Systems. Spółka posiada, naszym zdaniem, ciągle duży potencjał do wzrostu biznesu w Polsce, co będzie głównym generatorem wyniku w najbliższych latach. Równocześnie budowana jest baza (segment fitness, zagranica) do kontynuacji szybkiego, długoterminowego wzrostu w dłuższej perspektywie.

Pozytywnie
oceniamy
długoterminowe
perspektywy
Benefit Systems



Zespół ds. Doradztwa Inwestycyjnego	Telefon:	Adres e-mail:
Michał Krajczewski, CFA	22 507 52 91	michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl
Adam Aniol	22 507 52 93	adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl
Adam Maćkowiak	22 507 52 94	adam.mackowiak@bgzbnpparibas.pl
Szymon Nowak	22 507 52 92	szymon.nowak@bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Obsługi Rynku Wtórno	Telefon:	Adres e-mail:
Damian Zemlik	22 507 52 72	damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl
Marcin Rżany	22 507 52 73	marcin.rzany@bgzbnpparibas.pl
Grzegorz Leszek	22 566 97 07	grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl
Monika Dudek	22 566 97 05	monika.dudek@bgzbnpparibas.pl
Artur Sulejewski	22 566 97 04	artur.sulejewski@bgzbnpparibas.pl
Sławomir Orzechowski	22 566 97 06	s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Obsługi Rynku Pierwotnego	Telefon:	Adres e-mail:
Marek Jaczewski	22 329 43 53	marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl

Internetowe serwisy transakcyjne

SIDOMA WEB

- nowy system - wersja dla klientów chcących szybko i wygodnie złożyć zlecenie

SIDOMA PROFESSIONAL

- dotychczasowy system - wersja dla klientów doświadczonych

<https://www.webmakler.pl/>

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV - (enterprise value - wartość ekonomiczna) dług netto + wartość rynkowa

EBIT - (earnings before interest & tax - zysk przed odsetkami i podatkami) - zysk operacyjny

EBITDA - (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

ROE - (return on equity - zwrot na kapitale własnym) - iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu kapitałów własnych

ROA - (return on assets - zwrot na aktywach) - iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu aktywów

NAV - wartość aktywów netto (aktywa - zobowiązania)

P/CE - iloraz kapitalizacji oraz zysku wraz z amortyzacją

EBIT/EV - iloraz zysku operacyjnego oraz wartości ekonomicznej

P/E (lub C/Z) - (price earnings ratio - wsk. cena / zysk) - iloraz ceny oraz rocznego zysku netto przypadającego na jedną akcję

P/BV (lub C/WK) - (cena/wartość księgowa) - iloraz ceny oraz wartości księgowej przypadającej na jedną akcję

EPS - (earnings per share - wsk. zysku na jedną akcję) - iloraz zysku netto oraz liczby akcji

DPS - (dividend per share - wsk. stopy dywidendy) - iloraz dywidendy na jedną akcję oraz ceny rynkowej jednej akcji

BVPS - (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) - iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji

BVPS - (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) - iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji

Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ich ekwiwalenty

Marża EBITDA - EBITDA / przychody ze sprzedaży

Yield - w przypadku nieruchomości: stosunek przychodów z najmu do wartości nieruchomości

NOI - (net operating income) - różnica pomiędzy przychodami a kosztami operacyjnymi nieruchomości komercyjnej

NWC - (net working capital) = zapasy + należności krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług - zobowiązania krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług



Nota prawna

Biuro Maklerskie Banku BGZ BNP Paribas S.A. prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego). Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGZ BNP Paribas S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku BGZ BNP Paribas S.A. (dalej: BM Banku BGZ BNP Paribas S.A.)

Raport jest udostępniany klientom wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinien być wykorzystywany w charakterze lub traktowany jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Dokument ten został przygotowany przez BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. z zastosowaniem metodologicznej poprawności, zachowaniem należytej staranności i obiektywizmu. Korzystając z tego dokumentu, nie należy go traktować jako substytutu do przeprowadzenia własnej niezależnej oceny. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. jest ważny w okresie 12 miesięcy od dnia sporządzenia go i nie jest planowana jego aktualizacja, o ile nie nastąpią zmiany lub nie pojawią się nowe istotne informacje i okoliczności, będące podstawą wydania danej rekomendacji. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. jest zabronione.

BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. przyjęło następującą metodologię w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji w instrument finansowy będący przedmiotem Raportu w okresie 12 miesięcy od dnia wydania raportu:

Kupuj – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wynosi co najmniej 10%;

Neutralnie – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji znajduje się w przedziale (-10%; + 10%);

Sprzedaj – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wyniesie poniżej 0%.

Metody wyceny zastosowane w prezentowanym dokumencie opierają się na metodach i modelach opisanych i powszechnie wykorzystywanych w literaturze fachowej. Używanie ich wymaga szacowania dużej liczby parametrów, m.in. takich jak: stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i wiele innych. Parametry te są zmienne w czasie, subiektywne i w rzeczywistości mogą różnić się od tych przyjętych do wyceny. Każda wycena zależy od wartości wprowadzonych parametrów i jest wrażliwa na ich zmianę. Wycena DCF: Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Jej mocne strony to uwzględnienie przyszłych zmian w wolnych przepływach pieniężnych oraz kosztu pieniądza w czasie. Słabe strony to duża liczba parametrów, które należy oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów. Wycena metodą porównawczą: Wycena ta opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mniejsza, w porównaniu z metodą DCF, liczba parametrów wyceny oraz relatywne odnośnienie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w §9 i §10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

Osoby sporządzające niniejszą rekomendację/analizę/opracowanie:

- pobierają stałe wynagrodzenie niezależne od wydanego zalecenia, ceny docelowej, czy trafności rekomendacji i nie jest ono zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej Banku BGZ BNP Paribas S.A.

- nie pełnią funkcji kierowniczych i nie zajmują stanowisk w organach nadzorczych Spółki i nie są z nią powiązane żadną umową.

Spółka nie posiada akcji Banku BGZ BNP Paribas S.A., a podmioty powiązane z Bankiem BGZ BNP Paribas S.A. nie posiadają akcji Spółki. Niniejsza rekomendacja/analiza/opracowanie nie została udostępniona emitentowi przed datą pierwszego ich udostępnienia do dystrybucji.

Wykaz rekomendacji/analiz/opracowań/komentarzy sporządzanych przez BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. wraz z informacją dotyczącą proporcji udzielanych rekomendacji „kupuj”, „sprzedaj”, „neutralnie” jest dostępny na stronie :

<https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/raporty-biura-maklerskiego.asp>

"Nota prawna na temat sporządzania i rozpowszechniania rekomendacji inwestycyjnych" jest dostępna na stronie:

https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static_informations_wersja_PL.pdf

Autorzy: **Michał Krajczewski**
nr ewidencyjny: **KW/2018/04/26/BFT/02**
Data sporządzenia: **2018-04-26**