



KOMENTARZ DO WYNIKÓW

Benefit Systems – 1Q'21

2021-05-31 12:46



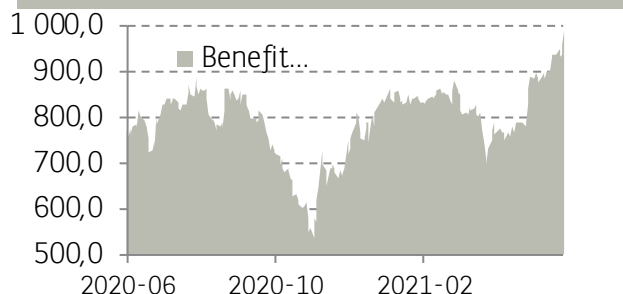
BM

PODSTAWOWE DANE O SPÓŁCE

Podstawowe dane o spółce

| | |
|-----------------------------------|---------|
| Cena | 969,00 |
| Kapitalizacja (mln zł) | 2 804,5 |
| Free float | 39,7% |
| Wartość dzienna obrotów (mln PLN) | 1,0 |
| P/E | -- |
| EV/EBITDA | 34,30 |

Notowania spółki



WYNIKI 1Q21

| mln PLN | 1Q'21 | 1Q'20 | r/r | 1Q'18 | kons. | vkons |
|-----------------------------|--------------|--------------|---------|--------------|--------------|--------|
| Przychody | 98,5 | 386,1 | -74,5% | 98,5 | 97,6 | 0,9% |
| - Polska | 74,6 | 298,6 | -75,0% | | | |
| - zagranica | 14,2 | 80,8 | -82,4% | | | |
| - kafeterie | 9,6 | 6,3 | 51,4% | | | |
| EBITDA | 2,0 | 96,3 | -97,9% | 2,0 | -9,3 | - |
| marża EBITDA | 2,1% | 24,9% | | 2,1% | -9,5% | |
| - Polska | 9,7 | 96,8 | -90,0% | | | |
| marża EBITDA | 13,0% | 32,4% | | | | |
| - zagranica | -11,9 | -1,0 | 1126,2% | | | |
| marża EBITDA | -83,4% | 0,0% | | | | |
| - kafeterie | 3,7 | 1,0 | 263,6% | | | |
| marża EBITDA | 38,4% | 16,0% | | | | |
| EBIT | -49,4 | 42,9 | - | -49,4 | -60,0 | -17,7% |
| marża EBIT | -50,1% | 11,1% | | -50,1% | -61,5% | |
| Zysk netto | -48,9 | 1,4 | - | -48,9 | -58,6 | -16,5% |
| marża netto | -49,7% | 0,4% | | -49,7% | -60,0% | |
| Cash flow operacyjny | 31,9 | 111,9 | -71,5% | | | |

KOMENTARZ DO WYNIKÓW

Wyniki Benefit System oceniamy lekko pozytywnie – strata operacyjna i netto była nieco mniejsza, przy czym nie wiemy czy rynek zakładał otrzymanie wsparcia publicznego (łącznie prawie 9 mln zł). Pomimo bardzo niekorzystnej sytuacji związanej z lockdown w 1Q'21, spółka nadal generowała dodatni *free cash flow* i zdołała obniżyć dług netto. Odbudowa biznesu w 2Q'21 będzie jeszcze niewielka (dopiero wychodzimy z lockdown), jednak w 2H'21 zarząd spodziewa się powrotu do liczby kart sprzed 2 lockdown. Pomimo niepewności związanej z sytuacją epidemiologiczną i mocnym dotknięciem branży fitness, pozytywnie oceniamy długoterminowe perspektywy spółki (zwiększenie świadomości konsumentów w obszarze zdrowotnym, well-being itp.) biorąc pod uwagę udaną obronę pozycji finansowej w minionym roku.

Wyniki lekko powyżej oczekiwań

Utrzymujemy długoterminową pozytywną ocenę spółki



BNP PARIBAS
BIURO MAKLESKIE

Autor: Michał Krajczewski, CFA

Biuro Maklerskie BNP Paribas Bank Polska S.A.
ul. Twarda 18, 00-105 Warszawa, tel. +48 22 566 97 00
e-mail: doradcy.inwestycjni@bnpparibas.pl
www.bnpparibas.pl



W I kwartale przychody Benefit Systems pozostawały pod negatywnym wpływem pandemii COVID-19 i lockdown (zamknięcie branży fitness) na wszystkich rynkach działalności. W Polsce program MultiSport był zawieszony od 1 do 17 stycznia (brak przychodów) a wszystkie kluby własne były zamknięte w 1Q'21. Za granicą: w styczniu zamknięte były wszystkie rynki, w lutym otwarta była Bułgaria i Chorwacja (od 14.02), w marcu cały miesiąc otwarta była Chorwacja a Bułgaria od 22.03. W efekcie przychody w 1Q'21 były o 74,5% r/r niższe i wyniosły 98,5 mln zł.

Lockdown i zamknięcia klubów przez większą część 1Q'21 przyczyną spadku przychodów i wygenerowania straty netto w 1Q'21

Pomimo niższych kosztów bezpośrednich klubów oraz kosztów płatności do klubów zewnętrznych, efekt dźwigni oznaczał odnotowanie 17,8 mln zł straty na poziomie brutto ze sprzedaży. Spółka o ponad 26% ograniczyła również koszty sprzedaży i ogólnego zarządu – choć wystarczyło to do odnotowania minimalnie pozytywnego wyniku EBITDA, to na poziomie EBIT i zysku netto strata wyniosła prawie 50 mln zł (dodatni wynik w 1Q'20 – ostatni okres przed pandemią).

Z drugiej strony pomimo słabych wyników (zarówno r/r jak i q/q), spółka odnotowała dodanie przepływy pieniężne z działalności operacyjnej (także lepsze q/q) oraz były one wyższe względem nakładów inwestycyjnych, a więc Benefit utrzymał dodatni *free cash flow*. Dług netto (z wyłączeniem leasingu) wyniósł 34 mln zł (vs 38 mln zł w 4Q'20 i 76 mln przed rokiem)

Pomimo straty, spółka generuje gotówkę

W podziale na segmenty:

Polska: lockdown i zamknięcia klubów oznaczały niższą liczbę kart na koniec kwartału o 63% r/r (436,5 tys.) co przelożyło się z kolei na 75% spadek przychodów r/r (71% z kart i 97% z klubów). Pomimo niższych kosztów bezpośrednich klubów (-38 mln zł) i spadku kosztów SG&A o 23% r/r, zysk EBITDA spadł o 90% r/r (z wyłączeniem MSSF16 to strata 19 mln zł), a EBIT był ujemny i wyniósł -32,2 mln zł (51,9 mln zł przed rokiem). Spółka podała także, że uzyskała 5,7 mln zł z tytułu pomocy publicznej w 1Q'21.

Gorsze wyniki w obszarze kart i fitness, lepsze w przypadku platformy kafejeterijnej

Zagranica: segment odnotował analogiczne tendencje jak w Polsce, przy czym dynamika przychodów była gorsza z uwagi na zamknięcie przez cały kwartał głównych rynków w Czechach i Słowacji. Liczba kart spadła o 75% r/r do 92,2 tys., a przychody o -82% r/r do 14,2 mln zł (82% w kartach i 87% w klubach). W efekcie pomimo niższych kosztów bezpośrednich klubów o 4,9 mln zł i 30% niższych kosztów SG&A, strata EBITDA to -11,9 mln zł (-16,7 mln zł z wyłączeniem MSSF16), a EBIT był ujemny i wyniósł -20,1 mln zł (-9,6 mln zł przed rokiem). Spółka podała także, że uzyskała 3,0 mln zł z tytułu pomocy publicznej w 1Q'21.

Kafeteria: Przy stabilnej r/r i q/q liczbie użytkowników, pomimo niższych obrotów (-10% r/r, wpływ sprzedaży kart sportowych), działania związane z rozszerzeniem pozostałej oferty skutkowały wyższymi o 21% r/r przychodami i poprawą rentowności. Przy stabilnych kosztach SG&A spółka uzyskała o ponad 260% wyższy wynik EBITDA oraz 2,1 mln zł EBIT (-0,3 mln zł przed rokiem).

Poniżej przedstawiamy najważniejsze informacje przedstawione w trakcie konferencji wynikowej:

- 2Q Polska: otwarcie branży nastąpiło od 28 maja (spółka otworzyła 122 kluby własne, otwarte jest ok. 3 800 klubów partnerskich vs ok. 1600 w kwietniu i niecałe 2000 w maju), przy czym utrzymywany jest reżim 1 os na 15m2. Liczba kart w maju szacunkowo spadła do ok. 399 tys.
- 2Q zagranica: otwarcie klubów w Czechach od 17 maja i na Słowacji o 26 kwietnia, przy czym w bardzo ostrych reżimach sanitarnych (np. wymagany test COVID w Czechach), które to mają być jednak stopniowo luzowane. Bułgaria otwarta od 1.04, Chorwacja od marca. Szacowana liczba kart na koniec maja to ok. 217,8 tys.
- Odbudowa liczby kart: oczekiwany powrót do 800 tys. aktywnych kart w Polsce w październiku (wg zarządu ambitny scenariusz: pomimo wcześniejszego zakończenia r/r lockdownu: koniec maja vs połowa czerwca w 2020 r. i programu szczepień, obecny lockdown trwał 8 miesięcy vs 2,5 miesiąca w 2020 r., co może wpływać na tempo odbudowy bazy użytkowników). Za granicą celem jest w tym okresie powrót do poziomu 300 tys. kart
- Koszty i CAPEX: w 2H planowane oszczędności o 8 mln zł kosztów klubów w Polsce, spadek SG&A o 10% vs 2019; w segmencie zagranica SG&A niższe vs 2H'19. Podtrzymany plan 70 mln zł CAPEX w br. (widoczne przyspieszenie nakładów od 2Q'21), główny nacisk

Stopniowe otwarcie klubów w 2Q

Oczekiwana odbudowa liczby kart w 2H, przy utrzymaniu dyscypliny kosztowej



na infrastrukturę IT i rozwój organiczny klubów, choć nie wykluczone przejęcia pojedynczych placówek

- Turcja: rynek perspektywiczny pod kątem niskiego nasycenia usługami fitness oraz liczby ludności w miastach. Planowany jest pilotaż trwający 18-24 miesiące, głównie w największych miastach czyli Stambuł i Ankara. Dopiero po tym okresie spółka będzie podejmować decyzje o ew. skalowaniu projektu. Budżet pierwszej fazy projektu to ok. 2 mln EUR.
- Nowe inicjatywy:
 - od 5 maja start programu Zdrofit Zdrowe Miejsce (usługi fizjoprofilaktyki i kinezyterapii dla posiadaczy kart MultiSport i karnetów Zdrofit) – pilotażowo w 10 klubach w Warszawie
 - Multilife: obecnie w trakcie analizy rozwiązań produktowych i optymalnej infrastruktury IT, niewykluczone niewielkie inwestycje kapitałowe np. poprzez przejęcia start-upów

Ogłoszenie wejścia na nowy rynek w Turcji

KONTAKT

| Zespół Doradztwa Inwestycyjnego | Telefon: | Adres e-mail: |
|---------------------------------|--------------|--|
| Michał Krajczewski, CFA | 22 507 52 91 | michal.krajczewski@bnpparibas.pl |
| Adam Anioł, CFA | 22 507 52 93 | adam.aniol1@bnpparibas.pl |
| Szymon Nowak, CFA | 22 507 52 92 | szymon.nowak@bnpparibas.pl |
| Lukas Cinikas | 22 507 52 94 | lukas.cinikas@bnpparibas.pl |

| Zespół Obsługi Rynku Wtórznego | Telefon: | Adres e-mail: |
|--------------------------------|--------------|--|
| Sławomir Orzechowski | 22 566 97 06 | s.orzechowski@bnpparibas.pl |
| Marcin Rżany | 22 507 52 73 | marcin.rzanv@bnpparibas.pl |
| Monika Dudek | 22 566 97 05 | monika.dudek@bnpparibas.pl |
| Artur Sulejewski | 22 566 97 04 | artur.sulejewski@bnpparibas.pl |
| Karolina Marczuk | 22 566 97 38 | karolina.marczuk@bnpparibas.pl |
| Łukasz Zukowski | 22 578 57 70 | lukasz.zukowski1@bnpparibas.pl |
| Adrian Cieślak | 22 578 57 69 | adrian.cieslak@bnpparibas.pl |

| Zespół Projektów | Telefon: | Adres e-mail: |
|------------------------|--------------|--|
| Marek Jaczewski | 22 329 43 53 | marek.jaczewski@bnpparibas.pl |
| Paulina Sołdaj | 22 566 97 32 | paulina.soldai@bnpparibas.pl |
| Ewa Drózdź | 22 368 92 50 | ewa.drozdz@bnpparibas.pl |
| Damian Sienko | -- | damian.sienko@bnpparibas.pl |
| Beata Skórka-Bydgowska | -- | beata.skora-bydgowska@bnpparibas.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 CZ) – (price earnings ratio – wsk. cena / zysk) – iloraz ceny oraz rocznego zysku netto przypadającego na jedną akcję
P/BV (lub C/WK) – (cena/wartość księgową) – 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
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 tytułu dostaw i usług – zobowiązania krótkoterminowe z tytułu dostaw i usług

NOTA PRAWNA

Biuro Maklerskie Banku BNP Paribas S.A. z siedzibą w Warszawie przy ulicy Twardej 18 (dalej: BM) prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego. Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów BM.

Raport jest udostępniany klientom bezpłatnie, 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 za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. Przedstawione prognozy (w szczególności dotyczące cen akcji, wyników finansowych przedsiębiorstw, wskaźników finansowych) są o partę wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BM i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nie trafne. BM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. BM 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 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 w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM jest ważny w okresie 12 miesięcy od dnia jego sporządzenia 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, jest zabronione.

BM przyjęło następującą metodologię w zakresie oczekiwania 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 (0%; + 10%);

Sprzedaj – oczekiwana jest strata z inwestycji.

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 zmiany. 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 odniesienie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Po między BM a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w art. 5 i 6 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 roku.

O 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 BNP Paribas Bank Polska S.A.

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

W celu zapobiegania konfliktom w interesach dotyczącym sporządzania rekomendacji, BM stosuje rozwiązania organizacyjne, administracyjne oraz bariery informacyjne polegające na fizycznym wydzieleniu pomieszczeń BM od pozostałych pomieszczeń Banku oraz kontrolowaniu dostępu do pomieszczeń, w których sporządzane są rekomendacje. Analityków sporządzających rekomendacje obowiązuje dochowanie tajemnicy zawodowej oraz nieujawnianie informacji poufnych. Spółka nie posiada akcji BNP Paribas Bank Polska S.A. w wysokości przekraczającej 5% wyemitowanego kapitału podstawowego ogółem oraz na jej rzecz nie są świadczone usługi inwestycyjne, a podmioty powiązane z BNP Paribas Bank Polska S.A. nie posiadają akcji Spółki. Niniejsza rekomendacja/analiza/opracowanie nie zostały udostępnione emitentowi przed datą pierwszego ich udostępnienia do dystrybucji.

Rekomendacja nie podlega ograniczeniom w zakresie rozpowszechniania, jest przekazywana klientom BM poprzez pocztę elektroniczną oraz jest zamieszczona na stronie internetowej BNP Paribas Bank Polska SA. Wykaz rekomendacji/analiz/opracowań/komentarzy sporządzanych przez BM, wraz z informacją dotyczącą proporcji udzielanych rekomendacji „kupuj”, „sprzedaj”, „neutralnie” jest dostępny na stronie:

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

Autor: Michał Krajczewski, CFA





„Nota prawna na temat sporządzania i rozpowszechniania rekomendacji inwestycyjnych” jest dostępna na stronie: https://www.bnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static_informations_wersja_PL.pdf