

Research

Polska | Equity Research

Research Department

research@trigon.plwww.trigon.pl

Benefit Systems

Benefit from a generational shift

Kupuj

(Poprzednia: Kupuj 1000 PLN)

Potencjał wzrostu: +37%

Cena docelowa: 1500 PLN

Grupa rozpoczęła rok bardzo mocnym akcentem. Po wzroście liczba kart B2B w 4Q o 174k kw/kw w 1Q baza aktywnych użytkowników urosła o kolejne 150k przekraczając o 15% przedpandemiczny szczyt aktywacji. W otoczeniu słabszego makro dowodzi to mocnemu purchasing power głównego produktu Grupy oraz wzmocnionych po wybuchu pandemii prozdrowotnych trendów w konsumpcji, co kreuje pozytywny strukturalny obraz otoczenia rynkowego dla branży. Po rewizji założeń modelowych (s. 7-8) podnosimy naszą prognozę EPS o 32% w 2023 oraz o 43% w 2024, podwyższamy TP do 1500 PLN i podtrzymujemy rekomendację KUPUJ.

Solidny guidance'23. Zarząd BFT zakłada w tym roku przyrost kart B2B w PL o 180-200k oraz 10% wzrost ARPU (B2B/B2C), co naszym zdaniem jest wyważonym oczekiwaniem mając na uwadze wykonanie po 1Q. Nasz tegoroczny szacunek przyrostu kart B2B w PL podnieśliśmy do +190k utrzymując jednocześnie dotychczasowe założenia ARPU - B2B +9% r/r, B2C +10% r/r). Za granicą liczba kart B2B ma wzrosnąć o 100k r/r (nasz tegoroczny szacunek podnieśliśmy do 97k). Ważnym elementem tegorocznego guidance'u jest również zakładana poprawa rentowności. Nasza prognoza zakłada wzrost marży EBIT skor. o 0,6p.p. r/r do 11,8% (EV/EBITDA'23 6,5x, P/E'23 13x). Ponadto CAGR'23-27 EPS szacujemy na ~20%, co jest poziomem znacznie powyżej konsensusu rynkowego na '23 (+30% vs. konsensus) oraz '24 (+24% vs. konsensus).

Otoczenie wspierające popyt na usługi i pricing power Grupy. Sport&rekreacja jest kategorią wydatków gospodarstw domowych, która nabrała większego znaczenia po wybuchu pandemii. Jednocześnie badania rynkowe potwierdzają, że obecna gorsza sytuacja finansowa, która zmieniła strukturę wydatków gospodarstw domowych, łaskawiej obchodzi się z budżetami przeznaczonymi na sport&rekreację niż z wydatkami na gastronomię czy rozrywkę (NielsenIQ, [LINK](#)). Korzystne dla branży fitness zmiany w strukturze konsumpcji będą jeszcze bardziej widoczne po obniżeniu presji inflacyjnej, która przejściowo zwiększyła wydatki na podstawową konsumpcję. W rezultacie widzimy dużo miejsca do poprawy penetracji fitness (mierzonej liczbą kart sportowych w relacji do populacji), która w Polsce jest o ponad 25% niższa niż w Niemczech. Ponadto korzystne otoczenie rynkowe powinno sprzyjać wykorzystaniu zbudowanego przez Grupę na przestrzeni lat pricing power do dalszej poprawy ARPU, wzrostu rentowności i przepływów do akcjonariuszy.

Młodsze pokolenia bardziej zaangażowane w fitness, co kreuje pozytywny obraz otoczenia rynkowego dla BFT w długim terminie. Z analizy największej sieci fitness w USA Planet Fitness (>25% udziału w rynku) wynika, że młodsze pokolenia (Y oraz Z) cechuje większe zainteresowanie członkostwem w klubach fitness. Ponadto kohorty młodszych pokoleń są silniejsze niż przed pandemią, a jednocześnie partycypacja wśród pokolenia Z wchodzącego na rynek fitness przewyższa pokolenie Y. W kolejnych latach dalej będzie rosło znaczenie pokolenia Z, które w Planet Fitness odpowiada za 25% karnetów (łącznie z pokoleniem Y 2/3 karnetów).

Wycena i rekomendacja. Wycenę w 100% opieramy na metodzie DCF. Na bazie rewizji naszych prognoz podnosimy 12M TP dla akcji BFT do 1500 PLN oraz podtrzymujemy zalecenie inwestycyjne KUPUJ. Kluczowymi specyficznymi czynnikami ryzyka dla BFT są: (1) słabsza ścieżka wzrostu kart B2B, (2) niższy zysk brutto per karta B2B (wyższa aktywność i koszty wejść do obiektów partnerów nie zrekompensowane poprawą ARPU), (3) słabsza trajektoria poprawy rentowności klubów fitness, (4) wyższy wsk. CAPEX/przychody (szczególnie większe nakłady odtworzeniowe), (5) potencjalny powrót do wyższego obłożenia podatkami branży w Czechach i na Słowacji.

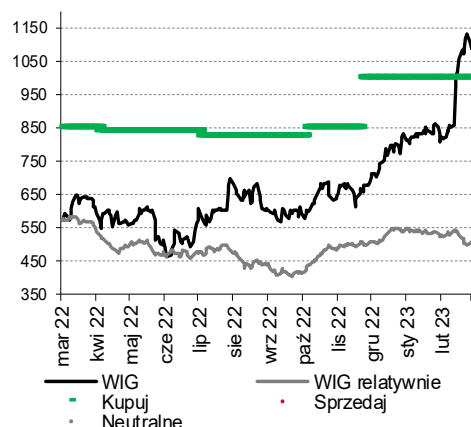
mIn PLN	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	1 034	955	1 918	2 745	3 294	3 749
EBITDA	208	205	445	605	680	767
EBIT	-3	-4	214	340	393	460
Zysk netto	-100	-25	129	245	289	343
EPS (PLN)	-34,1	-8,6	44,1	83,5	98,6	117,0
P/E (x)	-32,1	-127,8	24,8	13,1	11,1	9,4
EV/EBITDA (x)	20,3	20,1	9,2	6,9	6,2	5,5
P/BV (x)	6,1	5,3	4,5	3,9	3,5	3,1
DY (%)	0,0%	0,1%	0,0%	3,1%	5,3%	6,3%

Źródło: dane spółki, Trigon DM

DANE SPÓŁKI

Ticker				BFT
Sektor				Usługi
Kurs (PLN)				1095,0
52 tyg. min/max (PLN)				575,2
Liczba akcji (mln szt.)				2,93
Kapitalizacja (mln PLN)				3 212
Free-float				0,7
Śr. obroty 3M (mln PLN)				1,4
Zmiana kursu	1M	3M	1Y	
	31,6%	59,2%	87,5%	

KURS NA TLE WIG



HISTORIA REKOMENDACJI

	Data	Wycena
Kupuj	12.12.2022	1 000
Kupuj	24.10.2022	850
Kupuj	21.07.2022	825
Kupuj	22.04.2022	840
Kupuj	09.12.2021	850
Trzymaj	21.10.2021	840
Kupuj	20.07.2021	910

AKCJONARIAT

	Share %
James Van Bergh	15,5%
Invesco Ltd	9,8%
OFE Nationale-Nederlanden	9,8%
OFE Drugi Alianz	9,4%
Marek Kamola	8,1%
OFE NNLife	7,5%

WAŻNE DATY

Raport roczny 2022	22.03.2023
Raport kwartalny Q1'23	17.05.2023
Raport półroczny 1H'23	16.08.2023
Raport kwartalny Q3'23	15.11.2023

ANALITYK

Grzegorz Kujawski	+48 (22) 433 83 69
	grzegorz.kujawski@trigon.pl

Trigon Dom Maklerski S.A.

Plac Unii, Budynek B, ul. Puławska 2, 02-566 Warszawa

T: +48 22 330 11 11 | F: +48 22 330 11 12

W: <http://www.trigon.pl> | E: repcja@trigon.pl



EQUITY RESEARCH TEAM

Grzegorz Kujawski, Head of Research

Konsument, Finanse

Maciej Marciniowski, Deputy Head of Research

Strategia, Banki, Finanse

Kacper Koproń

Gaming, TMT

Katarzyna Kosiorek

Biotechnologia

Michał Kozak

Paliwa, Chemia, Energetyka

Dominik Niszczyński

TMT

Łukasz Rudnik

Przemysł, Wydobycie

David Sharma

Budownictwo, Deweloperzy, Materiały budowlane

Piotr Rychlicki

Junior Analyst

Piotr Chodyra

Junior Analyst

SALES & TRADING TEAM

Paweł Szczepański, Head of Sales

Michał Sopiński, Deputy Head of Sales

Paweł Czupryński

Maciej Senderek

Hubert Kwiecień

Disclaimer

Informacje ogólne

Dokument został sporządzony przez Trigon Dom Maklerski S.A. („Dom Maklerski”). Dom Maklerski podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

Dokument adresowany jest pierwotnie do wybranych przez Dom Maklerski Klientów korzystających z usług w zakresie sporządzania analiz i rekomendacji. Dokument począwszy od wskazanego w nim dnia może podlegać dystrybucji do szerokiego kręgu odbiorców (na stronie www Domu Maklerskiego lub poprzez przekazanie go do dyspozycji podmiotom mogącym go w wybranym przez siebie zakresie cytować w mediach, lub też w inny sposób) jako rekomendacja w rozumieniu Rozporządzenia Ministra Finansów w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz.U. Nr 206, poz. 1715, „Rozporządzenie w sprawie rekomendacji”).

Objaśnienia używanej terminologii fachowej:

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej i liczby akcji spółki
 free float (%) - udział liczby akcji znajdujących się w rękach akcjonariuszy posiadających poniżej 5 proc. ogólnej liczbie głosów z akcji, pomniejszony o akcje własne należące do spółki
 min/max 52 tyg. – minimum/maksimum kursu rynkowego akcji z ostatnich 52 tygodni
 średni wolumen - średni wolumen obrotu akcjami w ostatnim miesiącu

EBIT - zysk operacyjny
 EBITDA - zysk operacyjny powiększony o amortyzację
 zysk skorygowany – zysk netto skorygowany o transakcje o charakterze jednorazowym
 CF – cash flow, przepływy pieniężne
 CAPEX – suma wydatków inwestycyjnych przeznaczonych na aktywa trwałe
 OCF – środki pieniężne wygenerowane poprzez operacyjną działalność przedsiębiorstwa
 FCF – gotówka wygenerowana przez przedsiębiorstwo po uwzględnieniu wypływów na wsparcie działalności oraz utrzymanie kapitałów

ROA - stopa zwrotu z aktywów ogółem
 ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych
 ROIC - zwrot na zainwestowanym kapitale
 NWC – kapitał obrotowy netto
 Cykl konwersji gotówki – okres od momentu wydatkowania środków pieniężnych za zakup czynników produkcji do momentu uzyskania przychodów pieniężnych ze sprzedaży wyrobów lub usług wyprodukowanych.

Marża Brutto na Sprzedaży (MBnS) - iloraz zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży
 rentowność EBITDA - iloraz sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży
 rentowność EBIT - iloraz zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży
 rentowność netto - iloraz zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

EPS - zysk netto na 1 akcję
 DPS - dywidenda na 1 akcję
 P/E - iloraz ceny rynkowej do zysku netto na 1 akcję
 P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji do wartości księgowej jednej akcji
 EV/EBITDA - iloraz EV do EBITDA spółki
 EV - suma bieżącej kapitalizacji i długu netto spółki
 DY – stopa dywidendy, relacja wypłaconej dywidendy do kursu akcji

RFR - stopa wolna od ryzyka
 WACC - średni ważony koszt kapitału

Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski

Emitent – Benefit Systems S.A.

KUPUJ – w ocenie Domu Maklerskiego potencjał wzrostu instrumentu finansowego wynosi co najmniej 10%

TRZYMAJ - w ocenie Domu Maklerskiego spodziewane są względnie stabilne notowania instrumentu finansowego, ewentualnie wzrostu nie większego niż 10%

SPRZEDAJ - w ocenie Domu Maklerskiego istnieje potencjał spadku instrumentu finansowego wynoszący więcej niż -0%.

Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski traktowane są jako obowiązujące w okresie 12 miesięcy od daty udostępnienia (data wskazana na wstępie dokumentu) lub do chwili realizacji docelowego kursu instrumentu finansowego.

Dom Maklerski może w każdym czasie zaktualizować rekomendację, w zależności od aktualnych uwarunkowań rynkowych, lub oceny powziętej przez osoby sporządzające rekomendację.

Rekomendacje krótkookresowe (w tym oznaczone szczególnie jako spekulacyjne) mogą być oznaczone krótszym okresem obowiązywania. Rekomendacje krótkookresowe oznaczane jako spekulacyjne związane są z podwyższonym ryzykiem inwestycyjnym.

Dokument sporządził: Grzegorz Kujawski

Stosowane metody wyceny

Dom Maklerski stosuje zwykle dwie metody wyceny: model DCF - zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz metodę wskaźnikową, a więc zestawienie podstawowych wskaźników rynkowych spółki ze wskaźnikami dla spółek porównywalnych. Opcjonalnie może być wykorzystywany model zdyskontowanych dywidend.

Wadą metod opartych na zdyskontowanych przepływach jest wysoka wrażliwość na przyjęte założenia. Zaletą tych metod jest brak zależności z bieżącą wyceną rynkową spółki. Z kolei wadą metody wskaźnikowej jest ryzyko, że w danej chwili wycena rynkowa porównywalnych spółek może nie odzwierciedlać prawidłowo ich rzeczywistej wartości. Jej zaletą jest to, że pokazuje ona wycenę rynkową spółki uzyskaną w oparciu o rynkowe wyceny spółek porównywalnych.

Jako podstawy wyceny lub metody oraz przyjętych założeń stosowanych do oceny instrumentu finansowego lub emitenta bądź do wyznaczenia ceny docelowej instrumentu finansowego przyjęto model DCF.

Wycena, metodyka wyceny lub przyjęte założenia nie ulegały zmianie od daty sporządzenia i pierwszego rozpowszechnienia Dokumentu.

Dokument nie został przedstawiony emitentowi a następnie zmieniony. Dokument nie ulegał zmianom od dnia jego sporządzenia i pierwszego rozpowszechnienia.

Szczegółowe informacje na temat wyceny lub metodyki i przyjętych założeń, jak również informacje odnośnie wcześniejszych rekomendacji dotyczących instrumentów finansowych Emitenta, opublikowanych w okresie ostatnich 12 miesięcy przed datą niniejszej rekomendacji, zamieszczono na stronie internetowej Domu Maklerskiego www.trigon.pl.

Zastrzeżenia prawne, zastrzeżenia dotyczące ryzyka

W ocenie Domu Maklerskiego Dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności oraz z wykluczeniem wpływu ewentualnego konfliktu interesów. Ewentualne powstałe pomimo tego niezgodności informacji podanych w Dokumencie ze stanem faktycznym lub błędne oceny Domu Maklerskiego nie stanowią podstawy odpowiedzialności

Domu Maklerskiego. W szczególności Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w Dokumentcie.

Dokument nie uwzględnia indywidualnych potrzeb i sytuacji danego inwestora, ani też nie jest wskazaniem, iż jakiegokolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji danego inwestora, wobec czego wnioski wynikające z Dokumentu mogą okazać się nieodpowiednie dla danego inwestora.

Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za sposób, w jaki informacje podane w Dokumentcie zostaną wykorzystane. Przedstawiane dane historyczne odnoszą się do przeszłości, a wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji ich osiągnięcia w przyszłości. Przedstawione dane odnoszące się do przyszłości mogą okazać się błędne, stanowią wyraz ocen osób wypowiadających się w imieniu podmiotu, którego dotyczy raport lub wynik oceny własnej Domu Maklerskiego.

Posługując się informacjami lub wnioskami podanymi w Dokumentcie nie należy rezygnować z: przeprowadzenia niezależnej oceny podawanych informacji i uwzględnienia informacji innych niż przedstawione; weryfikacji we własnym zakresie podawanych danych oraz oceny ryzyka związanego z podejmowaniem decyzji na podstawie Dokumentu; rozważenia skorzystania z usług niezależnego analityka, doradcy inwestycyjnego lub innych osób posiadających specjalistyczną wiedzę.

O ile Dokument nie wskazuje inaczej, informacji w nim zawartych nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez podmiot, którego dotyczy, a wnioski i opinie w nim zawarte są wyłącznie opiniami i wnioskami Domu Maklerskiego.

Pomiędzy Domem Maklerskim i/lub biorącymi udział w sporządzaniu Dokumentu lub mającymi dostęp do Dokumentu przed jego publikacją; pracownikami, wykonawcami usług i innymi osobami powiązanymi a Emitentem nie występuje konflikt interesów. Na datę sporządzenia Dokumentu Dom Maklerski nie posiada akcji Emitenta. Wśród osób, które brały udział w sporządzeniu rekomendacji, jak również tych, które nie uczestniczyły w jej przygotowaniu, ale miały lub mogły mieć do niej dostęp, nie istnieją osoby, które posiadają akcje Emitenta w liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego lub instrumenty finansowe, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. Dom Maklerski w ciągu ostatnich 12 miesięcy nie otrzymał od Emitenta dywidendy. Członkowie władz Emitenta ani osoby im bliskie nie są członkami władz Trigon Domu Maklerskiego S.A. Żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu nie pełni funkcji w organach Emitenta, nie zajmuje stanowiska kierowniczego, ani nie jest osobą bliską dla członków władz Emitenta oraz żadna z tych osób, jak również ich bliscy nie są stroną jakiegokolwiek umowy z Emitentem, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest Emitent i konsumenci.

Dom Maklerski nie wykonuje na rzecz Emitenta usług dotyczących instrumentów finansowych objętych Dokumentem: i) oferowania instrumentów finansowych w obrocie pierwotnym lub w pierwszej ofercie publicznej w okresie 12 miesięcy poprzedzających opublikowanie Dokumentu, ii) nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego, iii) nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjną lub usługową. Dom Maklerski pełni dla instrumentów finansowych Emitenta funkcję animatora emitenta. Wynagrodzenie osób biorących udział w sporządzeniu Dokumentu nie jest uzależnione od wyników finansowych uzyskiwanych przez Dom Maklerski z transakcji dotyczących instrumentów finansowych Emitenta, dokonywanych przez Dom Maklerski. Nie występują inne okoliczności w zakresie potencjalnego konfliktu interesów podlegające ujawnieniu na podstawie Rozporządzenia w sprawie rekomendacji.

Ponadto Dom Maklerski może w każdym czasie złożyć Emitentowi ofertę świadczenia usług lub podjąć świadczenie takich usług. Dom Maklerski lub podmioty z nim powiązane mogą uczestniczyć w transakcjach związanych z finansowaniem Emitenta, oraz świadczyć usługi na rzecz Emitenta lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta, jak również mieć możliwość realizacji lub realizować transakcje instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta lub podmioty z nim powiązane, również zanim Dokument zostanie przedstawiony odbiorcom.

Dom Maklerski zarządza aktualnymi lub potencjalnymi konfliktami interesów poprzez podejmowanie środków przewidzianych w Rozporządzeniu w sprawie rekomendacji oraz realizację ogólnej polityki zarządzania konfliktami interesów Domu Maklerskiego. W ocenie Domu Maklerskiego Dokument został sporządzony z wykluczeniem wpływu ewentualnego konfliktu interesów.

Dom Maklerski zwraca szczególną uwagę na liczne czynniki ryzyka związane z inwestycją w instrumenty finansowe. Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z wysokim ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków.

Data podana na pierwszej stronie niniejszego dokumentu jest datą jego sporządzenia i przekazania do wiadomości odbiorców. Znaki towarowe, oznaczenia usług i logo zawarte w niniejszym Dokumentcie są znakami towarowymi, oznaczeniami usług, oraz logo Trigon Domu Maklerskiego S.A. Prawa autorskie do Dokumentu oraz zamieszczonych w nim treści przysługują Domowi Maklerskiemu. Publikowanie, rozpowszechnianie, kopiowanie, wykorzystywanie lub udostępnianie osobom trzecim w jakikolwiek inny sposób Dokumentu (lub jego części) poza dozwolonym prawem użyciem wymaga zgody Domu Maklerskiego.

Z uwagi na ograniczenia formalne wynikające z przepisów prawa Dokument nie może zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazany, udostępniony lub wydany w jurysdykcjach, gdzie jego rozpowszechnianie może podlegać lokalnym ograniczeniom prawnym. Osoby udostępniające lub rozpowszechniające Dokument są obowiązane znać powyższe ograniczenia i ich przestrzegać.

Przyjmuję się, że każda osoba (jednostka organizacyjna), która niniejszy dokument pobiera, przyjmuje lub wyraża zgodę na przekazanie jej niniejszego dokumentu, tym samym:

- wyraża zgodę na treść wszelkich powyższych zastrzeżeń;

- potwierdza, że zapoznała się z Regulaminem świadczenia usług w zakresie sporządzania Analiz i Rekomendacji obowiązującym w Trigon Domu Maklerskim S.A. (dostępnego na stronie internetowej: www.doakcji.trigon.pl, www.trigon.pl; zwanego dalej „Regulaminem”) oraz akceptuje postanowienia Regulaminu;

- wyraża zgodę na jednorazowe (w zakresie Dokumentu) świadczenie przez Dom Maklerski usługi w zakresie przekazywania analiz i rekomendacji poprzez udostępnienie Dokumentu. Na zasadach określonych w Regulaminie oraz z uwzględnieniem zastrzeżeń zawartych w Dokumentcie oraz zastrzeżeń opublikowanych wraz z Dokumentem, przy czym: (1) przedmiot usługi ograniczony jest do nieodpłatnego udostępnienia Dokumentu oraz korzystania z niego przez adresata, (2) umowa o świadczenie tej usługi wiąże strony wyłącznie w okresie korzystania przez adresata z Dokumentu.

Dokument nie stanowi: oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego ani podstawy do zawarcia innej umowy lub powstania innego zobowiązania.

Data sporządzenia: 22 marca 2023r.

Data pierwszego rozpowszechnienia: 2023 r. godz.: [08:15]