

## Karta trochę warta - omówienie biznesu oraz wyników Benefit Systems w 3 kw. 2024 roku.

### MODELI BIZNESOWY

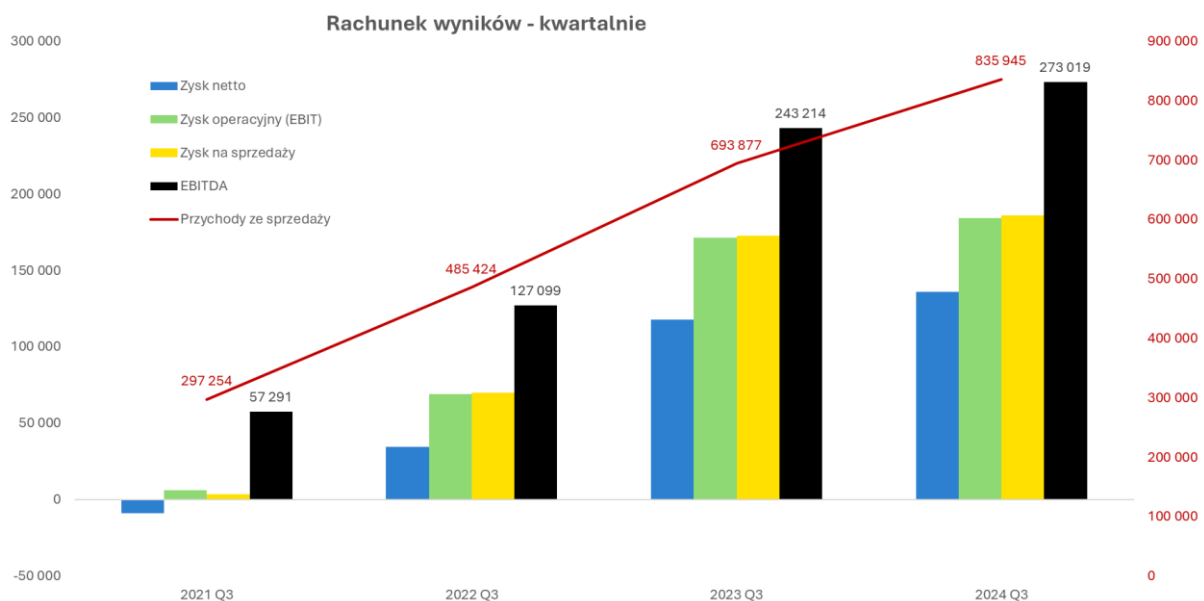
Zakładam, że spora część z Was albo ma pakiet Benefitów (ewentualnie Medcover Sport lub PZU), albo przynajmniej o nich słyszała. Nie będę się skupiał bardzo mocno na modelu biznesowym, ale podam kilka jego podstawowych założeń. Benefit Systems to przede wszystkim karta MultiSport, umożliwiająca korzystanie z sieci obiektów sportowych, w tym także klubów fitness należących do spółek z Grupy. **Jeśli spojrzymy na model biznesowy to spółka jest agregatorem rynku i pośrednikiem między firmami, które chcą swoim pracownikom zaoferować benefity dodatkowe, a dostawcami usług (baseny, siłownie, lodowiska, ścianki wspinaczkowe i wiele innych), które nie mają możliwości, aby negocjować z każdym pracodawcą specjalnych zniżek czy promocji.** Karta sportowa to dość popularny i najczęściej przydatny benefit pracowniczy. Pracownik ma najczęściej spore dofinansowanie karty przez pracodawcę z ZFŚS i samemu płaci kilkadziesiąt zł miesięcznie. W zamian ma dostęp do korzystania z różnego rodzaju obiektów sportowych, bez konieczności ponoszenia wysokich kosztów za poszczególne wizyty. Klientami dla spółki mogą być również osoby indywidualne kupujące karnet lub opłacające jednorazowe wejście do klubów fitness, należących do Grupy. Poza Polską, spółka prowadzi działalność na kilku rynkach zagranicznych: czeskim, bułgarskim, słowackim, chorwackim oraz najnowszym, czyli w Turcji. Patrząc rachunkowo ze strony spółki to po stronie przychodowej Benefit otrzymuje pieniądze za abonamenty od pracodawców (w części to też jest finansowane czasami przez pracowników), a po stronie kosztowej płaci siłowniom czy basenom właśnie za pojedyncze wejścia użytkowników karty. Dostawcy tej usługi otrzymują zapewne część (mówi się od 30 do 60%) normalnej stawki cennikowej, no ale mają dodatkowo promocję jak i możliwość pobierania opłat choćby w wypadku przedłużenia pobytu na basenie czy dodatkowe zajęcia.

W sumie niektórzy mogą stwierdzić, że idealną sytuacją byłaby taka w której firmy podpisujące umowy z Benefitem, „przymuszały” pracowników do uczestniczenia w tym programie, a następnie sami pracownicy w ogóle by nie chodzili na te zajęcia. Wtedy Benefit by dostawał przychody od pracodawców, a koszty byłyby w okolicach zera. Oczywiście to teoria – jeśli taka usługa nie dawałaby wartości pracownikowi (a w dłuższym okresie czasu de facto również pracodawcy) to po co w ogóle by oferować taki produkt? Więc tak naprawdę Benefitowi zależy na tym aby pracownicy chodzili i używali karty. Oczywiście nie za dużo, ponieważ spółka tak naprawdę zarabia na różnicy między kwotami pobieranymi od abonentów a tym co płaci dostawcom usług. Trochę tak to działa jak abonamentowe czytanie ebooków w Legimi – czytacie i przedłużacie abonament, ale nie czytacie przez 24h na dobę 😊. Grupa Benefit Systems rozwija także inne produkty jak chociażby MultiLife, dostępny w formule on-line i skupiający się na dobrostanie pracowników, zwłaszcza w obszarach: psychiki, rozwoju osobistego, zdrowego odżywiania oraz aktywności fizycznej: wsparcie psychologa, konsultacje z dietetykami i trenerami, kreator diety, kurs jogi i wiele innych. W ofercie Grupy znajduje się także internetowa platforma kafeteryjna MyBenefit. Dzięki niej pracownicy klientów biznesowych mają wybór spośród różnorodnych świadczeń pozapłatowych

z listy zatwierdzonej przez pracodawcę. Generalnie MultiLife czy MyBenefit są na etapie inwestycji, czyli po naszymu na razie przynoszą straty. Nie ma co jednak specjalnie krytykować. Spółka poszukuje kolejnych nóg rozwoju, bo w końcu karty Multisport będzie miał prawie każdy a rozwijać się trzeba. Kolejnym przykładem jest inwestycja mniejszościowa w spółkę SmartLunch, która pośredniczy w dostarczaniu posiłków do zakładów pracy.

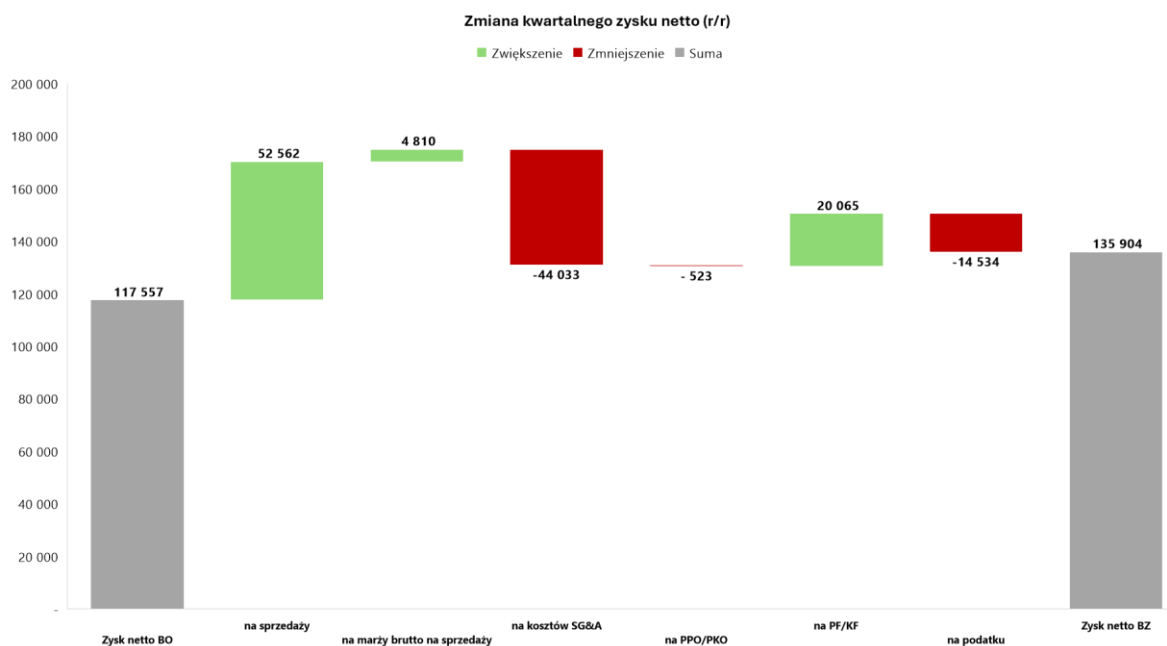
## RACHUNEK WYNIKÓW Q3 2024

**Wyniki trzeciego kwartału Benefit System wpasowały się wręcz idealnie w konsensus rynkowy, bijąc go o 1-2%.** Wydaje się, że jednak wyzwania zarówno ze strony sprzedażowej jak i kosztowej są coraz bardziej widoczne.



W trzecim kwartale bieżącego roku spółka osiągnęła 836 mln zł przychodów, co oznacza wzrost o 20,5% rok do roku. Zysk operacyjny bez uwzględnienia kosztów programu motywacyjnego (PM) wyniósł 199 mln zł, rosnąc o 15,5% rok do roku. Z kolei zaraportowany EBIT wyniósł 184 mln zł, co oznacza wzrost o 7,5 proc. rok do roku. **Obojętnie jak patrząc mamy więc dynamiki przyrostu zysku operacyjnego poniżej dynamiki sprzedażowej.** Dodatkowo zaznaczę, że koszty PM w analizowanym okresie wyniosły 15,1 mln zł (kwartalnie) oraz 68 mln zł narastająco. Najwyższe tempo wzrostu odnotowano w segmencie Polska, gdzie przychody zwiększyły się o 23% dzięki wyższej liczbie kart sportowych oraz wyższemu ARPU. Segment Zagranica zanotował relatywnie słabszy wzrost przychodów na poziomie 14,1 procent. Jest to dynamika oczywiście w ujęciu złotówkowym, po przeliczeniu walutowym. Benefit Systems podał, że dynamika zagranicznego ARPU w walutach lokalnych wyniosła +14 proc., a negatywny wpływ różnic kursowych to aż 8 p.p.

**Na poziomie zysku netto spółka zaraportowała 136 mln zł i mamy rok do roku wzrost o 15,6%, czyli mniej więcej na poziomie dynamiki zysku operacyjnego z wyłączeniem programu motywacyjnego.** Stąd już wskazówka, że coś musiało pomóc wynikom poniżej linii EBIT. Przejdźmy jednak przez standardowego bridge'a, aby zrozumieć zmiany jakie zadziały się w wynikach.



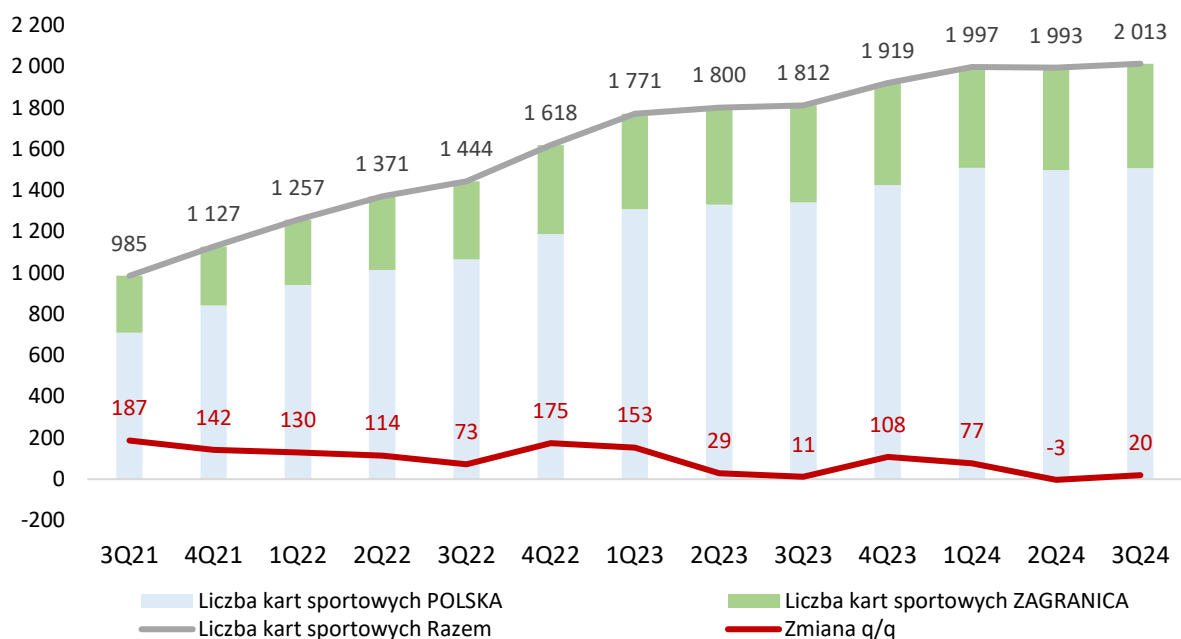
Wolumenowe wzrosty sprzedaży dodały 52,6 mln zł, a do tego dołożyła się lekko wyższa rentowność brutto na sprzedaży, który wyniosła 37,6%, czyli o 0,6 p.p. więcej r/r. Marża brutto na sprzedaży była więc wyższa o 57 mln zł, ale w sporej części zostało to **skompensowane wyższymi kosztami sprzedaży i ogólnozakładowymi (SG&A)**. Zabrały one z wyniku aż 44 mln zł i wyniosły 128 mln zł. Część z tej zmiany można wytłumaczyć kosztami PM, które r/r wzrosły o 13,9 mln zł. Jednak nawet wyłączając ten efekt mamy wzrost na tej pozycji r/r o 36%, co oznacza istotny wzrost powyżej dynamiki sprzedaży. Już teraz sygnalizuję, że to przede wszystkim efekt inwestycji i budowy struktur na rynkach zagranicznych, za którymi (jeszcze?) nie poszły przychody.

Idąc dalej mamy dość mocną poprawę na saldzie z działalności finansowej, co przede wszystkim zawdzięczamy różnicom kursowym z przeliczenia leasingów (czyt. czynszów). Rok temu we wrześniu kurs UER/PLN na koniec września istotnie wzrósł w porównaniu z czerwcem (niespodziewanie wysokie obniżenie stóp procentowych przez NBP), a teraz było mniej więcej płasko. **W efekcie w Q3 2024 mamy +1 mln zł różnic kursowych, a rok temu było -23 mln zł.** Z kolei na podatku jest ponad 14 mln zł więcej. I tutaj znowu dwie przyczyny. Po pierwsze mamy rok do roku wyższy zysk przed opodatkowaniem, więc i sam podatek nominalnie powinien być wyższy. Po drugie mamy wysoką efektywną stopę podatkową 23,5% w porównaniu do 18,8% rok wcześniej. To jednak głównie efekt rozpoznania w kosztach PM, który nie jest kosztem uzyskania przychodu. Gdyby jednak wyłączyć tę kwestię to efektywna stopa spadłaby do poziomu 21,7 proc. To wciąż wyżej niż w 2023 więc dla części spółek (zwłaszcza segment pozostałe i zagraniczne) które przynoszą straty i nie są tam tworzone aktywa podatkowe z tego tytułu.

## SEGMENTY ORAZ KEY PERFORMANCE INDICATORS

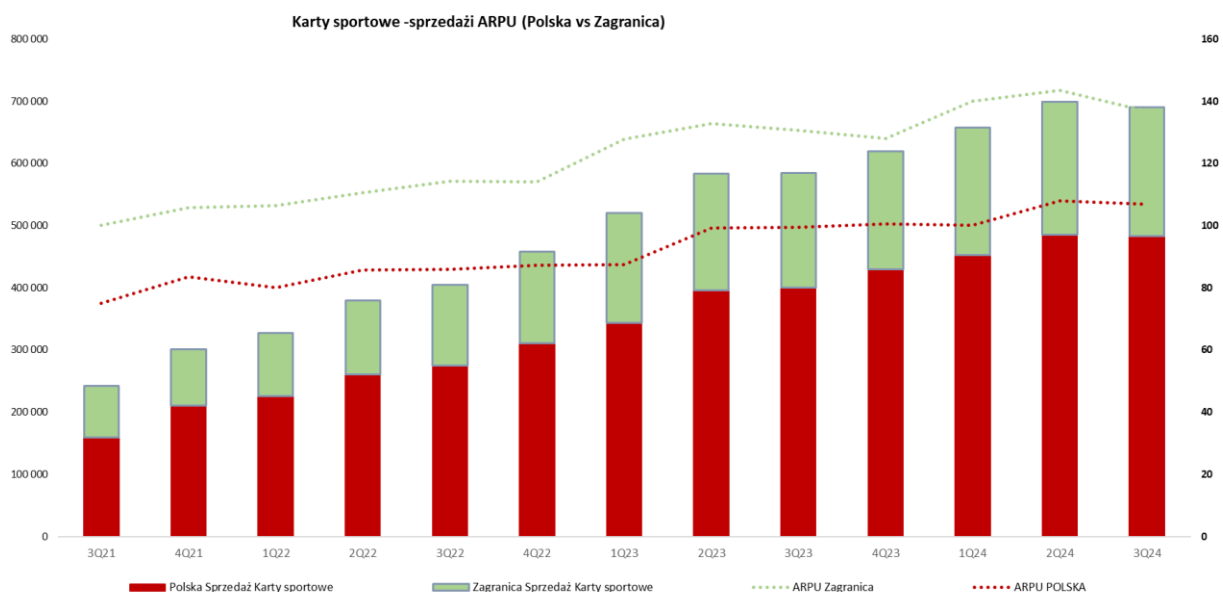
Spółka opiera swoją siłę przede wszystkim na ofercie Multisport.

## Liczba kart sportowych Benefit System w tys.



Liczba kart rok do roku wzrosła do 2 013 tys. (+201 tys. oraz +11,1%), z czego 1 507 tys. aktywnych kart jest w Polsce. Niska ale dwucyfrowa dynamika liczby kart w ujęciu rok do roku wygląda bardzo fajnie, ale jednak jest zasługą Q4 zeszłego roku i pierwszego kwartału bieżącego roku. Oczywiście są to kwartały, w których sezonowo pozyskuje się klientów, w drugim jest walka, aby nie stracić, a w trzecim powinna już być widoczna poprawa w stosunku do drugiego. W zasadzie tak jest, choć z wykresu jasno widać, że rok temu przyrosty abonenckie były bardziej widoczne. Na szczęście sam trzeci kwartał wypadł pozytywnie i dostarczył +20 tys. nowych abonentów, w porównaniu do +11 tys. rok wcześniej oraz – 3 tys. w poprzednim kwartale. **W swoich planach na rok 2024 spółka zakładała pozyskanie 150 tys. kart w Polsce oraz do 80 tys. za granicą. W chwili obecnej mamy +165 tys. w Polsce oraz +36 tys. poza granicami naszego kraju.** Słowo „do” przy planie pozysku zagranicznego powoduje, że zapewne Benefit cel zrealizuje. Wydaje się jednak, że i spółka i akcjonariusze w wypadku zagranicy liczyli na więcej. Plany na rok 2025 obejmują przyrost liczby kart o 130 tys. i aż o 150 tys. za granicą, w tym 50 tys. w Turcji. Jeśli udałoby się to zrealizować to dynamika wolumenowa mogłaby wynieść w okolicach 14%. Do planów jeszcze wrócę na końcu analizy przy omawianiu świeżo zaprezentowanej strategii Benefit do roku 2027.

Liczba kart to jedno, ale drugim tak samo istotnym parametrem jest średnia miesięczna cena, czyli ARPU. Obydwa te parametry są podstawą do tego jak zachowują się przychody.

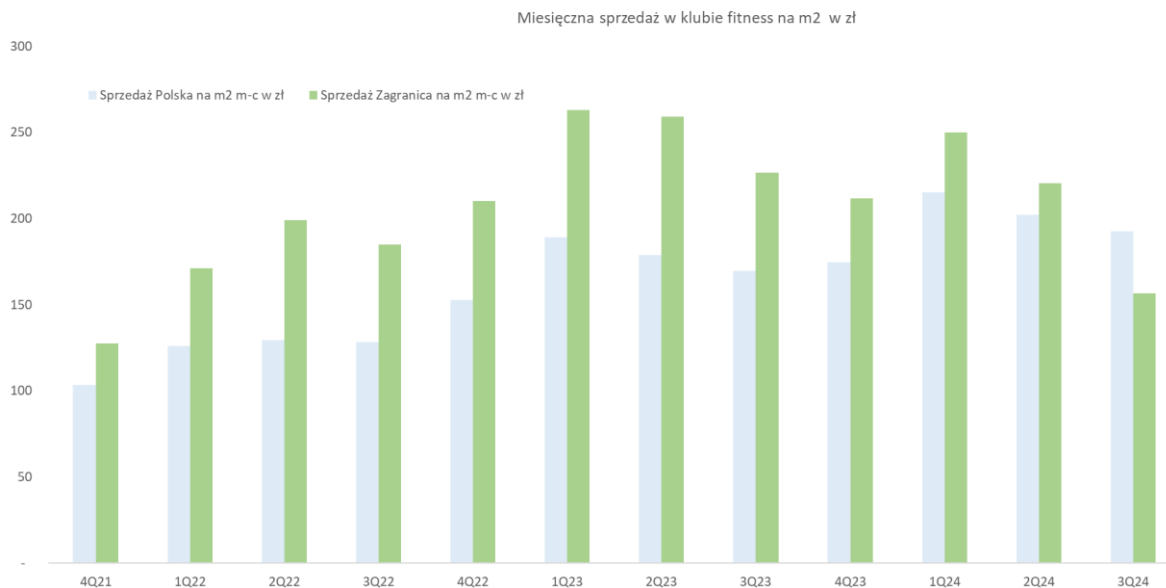


Wykres jasno pokazuje, że podwyżki cen w Polsce (czerwień na wykresie) efektywnie weszły od drugiego kwartału 2023 oraz 2024 roku. **W analizowanym kwartale ARPU w Polsce r/r wzrosło o 7%, a za granicą według danych spółki o 2%.** Gdybyśmy jednak uwzględnili efekt umocnienia złotego to wzrost w walucie lokalnej byłby sporo bardziej widoczny i wyniósłby +9%. Tutaj tylko zwrócę uwagę, że np. złoty w stosunku do czeskiej korony r/r zyskał aż 8,8%, a do bułgarskiego lewa niecałe 5%.

**Wychodząc w przód to spółka zakłada niskie jednocyfrowy wzrost ARPU na rok 2025 i wydaje się, że na więcej liczyć nie można.** W praktyce więc nie będziemy mowy o fali podwyżek, a raczej punktowych negocjacjach. Inflacja w Europie wszędzie mniej lub bardziej spada, a konsument nie jest specjalnie skory do wydawania pieniędzy więc przestrzeń do podwyżek jest ograniczona. Podsumowując spodziewaną dynamikę liczby kart (+14%) oraz średniego przychody (2-3%?) mamy oczekiwania co do wzrostu przychodów w 2025 w części „kartowej” na poziomie wysokich kilkunastu procent.

## KLUBY FITNESS TO INWESTYCJA

Karty Multisport to oczywiście kura znosząca złote jajka, ale jest jeszcze sieć klubów fitness. Ta część biznesu radziła sobie coraz lepiej, ale mamy hamowanie, miejmy nadzieję, że chwilowe.



Na wykresie powyżej widać szacunkową sprzedaż miesięczną z w własnych klubach fitness, w podziale na sprzedaż krajową i zagraniczną. W trzecim kwartale 2024 roku segment Polska odnotował silny wzrost przychodów związanych z prowadzeniem klubów fitness, które wzrosły o 34,3% r/r do 194 mln zł, dzięki zwiększeniu powierzchni (i liczby oczywiście) klubów o 18,2 proc. jak i wzroście sprzedaży na m<sup>2</sup> o 13,6 proc. r/r. Dwa silniki wzrostu na krajowym rynku klubów sportowych działają i to na pewno akcjonariuszy i zarząd cieszy. W szczególności, że otrzymaliśmy informację o **wzroście sprzedaży LFL (bez M&A i nowych otwarć) na poziomie 19% - to naprawdę bardzo dobry wynik.**

Analizując z trochę innej strony można też zwrócić uwagę na istotny wzrost liczby kart B2C (karnety sprzedawane we własnych siłowniach klientom indywidualnym) o 21% r/r do 256 tys. oraz wzrost przychodów z odwiedzin posiadaczy kart MultiSport. Nie ma co popadać w hurraoptymizm z tymi kartami B2C, ponieważ porównując dane do czerwca czy marca to mamy w zasadzie stagnację. Ogólnie pamiętajmy, że w wypadku klubów sportowych to Benefit rozwija się mocno nie tylko przez nowe otwarcia własnych lokali, ale również przez ekspansję. W trzecim kwartale w Polsce tak doszły tylko dwa kluby, ale w czwartym mamy już zaanonsowane przejęcie Organic Fitness (8 klubów działających + dwa w budowie) operujące m. in. w Poznaniu.

Patrząc na wykres trzeba stwierdzić, że **segment Zagranica w trzecim kwartale 2024 roku zawiódł.** Sprzedaż na m<sup>2</sup> spadła z 227 do 157 zł. Ale tutaj trzeba dać gwiazdkę, ponieważ dane te nie są w pełni poprawne. W trzecim kwartale Benefit przejął 2 kluby w Pradze oraz 15 w Sofii, które jednak nie operowały przez cały okres (licznik) a jako kluby liczą się na koniec kwartału (mianownik). 17 przejętych klubów odpowiadało 80% przyrostu netto klubów własnych Benefit System w trzecim kwartale poza granicami kraju. Druga sprawa to różnice kursowe, o których wspominałem i które z pewnością także zabrały wysokie kilka punktów procentowych.

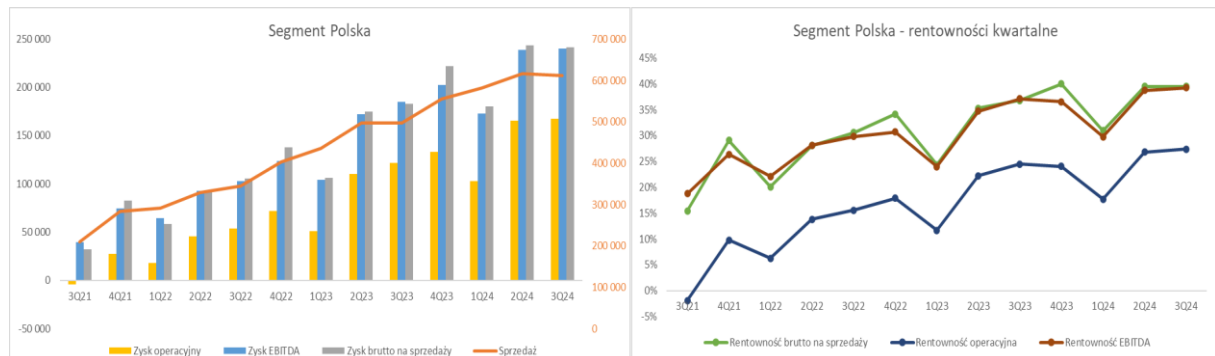
Podsumowując kluby za granicę odnotowały sprzedaż w kwocie 36,5 mln zł, czyli o 31% wyższą niż rok wcześniej. Biorąc pod uwagę przejęcia z trzeciego kwartału jak i z wcześniejszych trzech trudno tak naprawdę ocenić tę dynamikę. Dopytałem o to w trakcie konferencji dostałem informację, że

wzrosty LFL były na poziomie niskich dwucyfrowych wartości (przyjmuję 10-12%), a reszta to M&A i otwarcia.

Skoro KPI mamy już omówione to przejdźmy teraz do konkretnych wyników segmentowych, które nam powiedzą całkiem sporo.

## POLSKA ROŚNIE, ZAGRANICA INWESTUJE

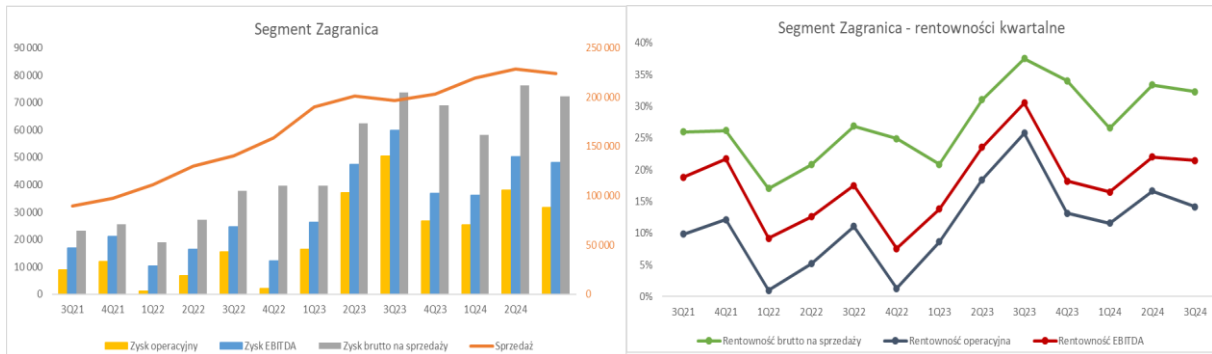
Spółka wyróżnia obecnie trzy segmenty operacyjne: Polska, Zagranica oraz Grupa.



Rozpoczynając od segmentu polskiego widzimy obrót na poziomie 612 mln zł i wzrost r/r o 23 proc. Przed informacją na temat zyskowności przypomnę, że rentowność linii biznesowej kart sportowych (a trochę także klubów własnych) z jednej strony zależy od ich ceny, a z drugiej od aktywności użytkowników. Im więcej bowiem dana osoba korzysta z karty tym mniejszy zysk Benefitu, który musi opłacać koszty wejść do klubów. Rentowność brutto na sprzedaż w trzecim kwartale wyniosła 39,5 proc. i r/r była wyższa o 2,7 p.p. W ujęciu wartościowym marża wyniosła 242 mln zł, co oznacza wzrost r/r o 32,1%. Zarówno karty jak i kluby fitness działały bardzo prężnie i są w ujęciu rok do roku bardziej zyskowne (w zł) jak i rentowne (w %) także na poziomie operacyjnym. Rentowność operacyjna segmentu w Q3 2024 wyniosła 27,4%, co oznacza wzrost o 2,9 p.p. Tutaj nie ma się czego czepiać, kluby oraz karty w Polsce po prostu działają prężnie. Na tyle prężnie, że udaje się tutaj bezproblemowo pokryć efekty nowej linii biznesowej „pozostałe”, które również znajdują się w tym segmencie. Pisałem o niej na początku (MultiLife, kafeteria, etc.). Trzeba przyznać, że trzeci kwartał był dla nich całkiem przyzwoity. Odnotowano wzrost sprzedaży o 23% do poziomu 25,6 mln zł i stratę tylko w kwocie -0,9 mln zł, czyli o 3 mln zł mniej niż rok wcześniej. Przyczyn należy szukać w odrobinę niższych inwestycjach w MultiLife w Q3 r/r jak i istotnej poprawie wyników w części cafeteria.

Kończąc omówienie segmentu krajowego jeszcze jedna ogólna dygresja. Proszę pamiętać o suficie rozumianym jako potencjał całego docelowego rynku w zakresie kart Multisport w Polsce. W chwili obecnej liczba kart MultiSport w Polsce to 1,5 mln szt., a Benefit cały rynek docelowy szacuje na 2,5-2,8 mln i nie zapominajmy oczywiście o konkurencji w postaci Medicover Sport czy PZU Sport. W każdym razie kolejny rok czy dwa to nie problem, ale później już tak wcale kolorowo być nie musi.

Zresztą sam zarząd w trakcie konferencji wyników mniej lub bardziej wyraźnie sugeruje, że focus na rozwój grupy Benefit powoli przestawiać się będzie w kierunku zagranicy. Zerknijmy więc na wyniki tego segmentu.

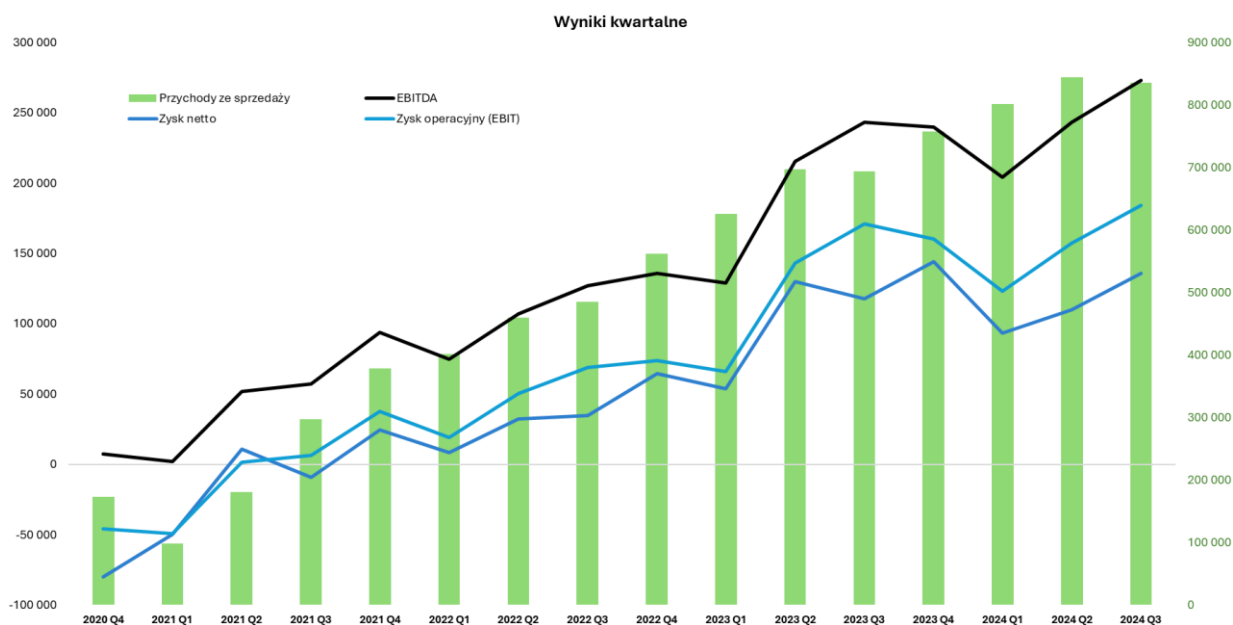


Sprzedaż w segmencie zagranicy zanotowała wzrost o 14 proc. r/r do wartości 224 mln zł. Porównując z dynamiką w Polsce (+23%) to jednak rozczarowujące. Ok dodajemy efekt kursowy (przyjmijmy nawet 9%) i wychodzimy na tę samą dynamikę co na dojrzałym polskim rynku. Chyba jednak oczekujemy więcej, nieprawdaż? Spółka ma swoje problemy w Czechach (jej największy rynek zagraniczny) gdzie liczba kart wynosi 237 tys. i jest niższa r/r o 3%. Ogólnie to liczba kart za granicą wzrosła tylko 36 tys. r/r, więc do obiecanych 80 tys. w 2024 sporo brakuje - uwaga \* „do 80 tys.”.

Sprzedaż to jedno, ale na marży brutto na sprzedaży w segmencie Zagranica też mogą się pojawić znaki zapytania. Wyniosła ona 72,3 mln zł, co oznacza spadek wartościowy (-1,3 mln zł) jak i rentowności procentowej o 5.2 p.p do 32.3%. To dość duży spadek i nieco wyższa aktywność r/r nie tłumaczy, moim zdaniem, aż takiego spadku. Być może po prostu nowo przejęte kluby i własne otwarcia mają jednak gorszą strukturę kosztową niż średnia. Jeśli spojrzymy na **rentowność operacyjną to mamy 36,7 mln zł, czyli o 37,3% i 18,8 mln zł mniej. To przede wszystkim efekt wzrostu kosztów SG&A o 17,1 mln zł do 40,7 mln zł.** Podstawowe przyczyny to: wyższe koszty w Turcji (5,1 mln zł r/r), wyższe koszty w klubach fitness (+7,2 mln zł). Pozostająca część (ok. 6 mln zł) to efekt wyższych kosztów SG&A w części kart (bez Turcji). Ogólnie mamy więc po prostu bardzo wysokie koszty sprzedaży i zarządu, tłumaczone jako przyspieszenie ekspansji. Jeśli faktycznie w kolejnym roku uda się pozyskać 150 tys. kart za granicą to zapewne będzie warto. Ale na pewno w chwili obecnej spółka ponosi koszty rozwoju i na tym cierpi rentowność. Ponieważ jednak jej model do tej pory się sprawdzał, to trudno to potępiać w czambuł - aby się rozwijać trzeba po prostu inwestować.

Spójrzmy na rachunku zysków i strat z pewnej perspektywy.





Przyznaję, że powyższy wykres jest lekką manipulacją ponieważ na początku wykresu mamy okres covidowy, gdzie jak wiadomo sprzedaży prawie nie było, za to straty jak najbardziej. Powyższe dane nie są oczyszczone o efekt PM (15 mln zł w Q3 i 68 mln zł narastająco) więc tym bardziej trzeba docenić ładny wzrostowy trend. Jednak analiza wyników trzeciego kwartału wskazuje na to, że łatwo już było. Wzrost przychodów przez czynnik ceny (ARPU) będzie wyzwaniem, więc pozostaje praca na wolumenach. A tam z kolei mamy konkurencję oraz jednak już dość dominującą pozycję Benefit. Rozwijać się trzeba za granicą, ale jak wiemy to bardzo mocno osłabiło rentowność w trzecim kwartale i zapewne podobnie może być w kolejnych. Tutaj kluczem wydaje się zwiększaniem sprzedaży, co powinno rozładnia koszty stałe i koszty ekspansji.

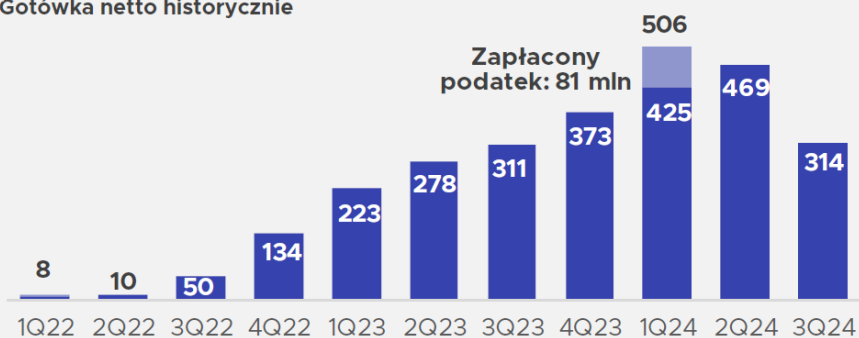
## MNIEJSZY CASH COW

Benefit wciąż nie ma problemów z generowaniem gotówki operacyjnej, aczkolwiek patrząc na samą gotówkę netto (314 mln zł) to w zasadzie mamy identyczny poziom jak rok wcześniej. Trzeba pamiętać, że powyższa wartość oparta jest na podejściu taki, jak przed wprowadzeniem MSSF 16 (gotówka netto = zadłużenie bankowo-kredytowo-pożyczkowe minus gotówka). Gdyby uwzględnić zobowiązania leasingowe z MSSF 16 to dług netto by się jednak pojawił, a wskaźnik DB/EBITDA wyniósłby 1,8, czyli o 0,1 więcej niż rok wcześniej. Zbliżony poziom gotówki netto (rozumując „po staremu”) wynika tak naprawdę z dwóch przyczyn: dywidenda oraz Capex.

## 314 mln gotówki netto na koniec 3Q24

| CASH FLOW (mln PLN)              | 3Q23         | 3Q24         | 9M23         | 9M24         |
|----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Cash flow operacyjny             | 234,1        | 243,2        | 577,8        | 644,3        |
| Cash flow inwestycyjny           | -28,2        | -125,9       | -124,9       | -304,0       |
| Cash flow finansowy              | -177,1       | -276,8       | -294,8       | -412,7       |
| Zmiana stanu środków pieniężnych | 28,8         | -159,6       | 158,1        | -72,4        |
| <b>Gotówka netto</b>             | <b>311,2</b> | <b>314,4</b> | <b>311,2</b> | <b>314,4</b> |

Gotówka netto historycznie



Benefit wypracował w trzecim kwartale wypracował 243 mln zł środków pieniężnych (897 w ostatnich 12 miesiącach), które częściowo zostały przeznaczone na inwestycje w aktywa trwałe i przejęcia siłowni (126 mln zł w kwartale i 441 mln zł roczne). Dodatkowo widzimy w działalności finansowej w trzecim kwartale wypłatę pierwszej części dywidendy (200 mln zł, czyli o 80 mln zł więcej r/r). Druga część dywidendy w tej samej kwocie zostanie wypłacona pod koniec bieżącego miesiąca.

### PODSUMOWANIE I STRATEGIA

**Benefit System nadal generuje bardzo dobre wyniki operacyjne jak i netto, nawet po uwzględnieniu programu motywacyjnego. Tym niemniej dynamiki zysków są poniżej dynamik sprzedaży, co oznacza spadek rentowności procentowej.** Nie jest to coś co uwielbiają inwestorzy. W końcu skoro spółka rośnie to powinna działać dźwignia operacyjna. No ale życie jest trochę bardziej skomplikowane niż prosty arkusz kalkulacyjny.

Na chwilę obecną (17/11/2024) kapitalizacja Benefit Systems wynosi ok. 7,3 mld zł, natomiast wartość przedsiębiorstwa 8,2 mld zł. Mnożnik C/Z oparty na danych historycznych kształtuje się w okolicach 15, a EV/EBITDA 8,5. Gdybyśmy bazowali na danych skorygowanych (nie uwzględniających kosztów PM) to wynosiłyby one odpowiednio 13 i 8. Co do perspektywy długoterminowych biznesu no nadal wyglądają one bardzo dobrze.

## Outlook

2025:

• ZAKŁADAMY DALSZĄ POPRAWĘ WYNIKÓW:

- Wolumeny: +130 tys. kart w Polsce; +150 tys. na rynkach zagranicznych, w tym 50 tys. w Turcji
- Wzrost ARPU oczekiwany na poziomie niskich kilku procent w Polsce i za granicą.
- W Polsce oczekujemy porównywalnej lub minimalnie niższej rentowności vs 2024
- Oczekiwana presja na marżę Segmentu Zagranica z uwagi na inwestycje w Turcji oraz w rozwój sieci fitness

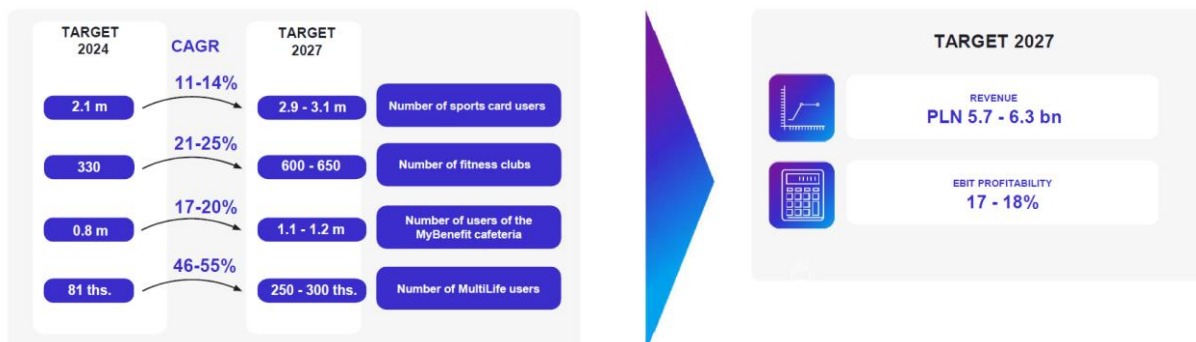
• ZWIĘKSZENIE NAKŁADÓW INWESTYCYJNYCH:

- Oczekujemy ok. 20 otwarć w Polsce oraz 45+ na rynkach zagranicznych
- Kontynuacja wydatków na rozwój produktów oraz IT
- Niezmiennie analizujemy rynek pod kątem możliwości inwestycyjnych w Polsce i za granicą.



Jednak w horyzoncie kilku kwartałów inwestycja w rozwój rynków zagranicznych zapewne zauważalnie ograniczą tam zyskowność, a śrubowanie rentowności w segmencie polskim też wydaje się być bliskie końca. Zresztą to samo de facto mówi zarząd patrząc powyżej na slajd z bieżącej prezentacji wynikowej. I tutaj zaczynami mieć pewien znak zapytania. Jak wiemy inwestorzy nie lubią spótek, które nie poprawiają wyników. Benefit jest handlowany na mnożniku „naście” co by sugerowało oczekiwanie poprawy zysku operacyjnego czy netto w przedziale 10-20 proc. w przyszłym roku. O ile dla przychodów może to być realne (przy założeniu realizacji wolumenów), o tyle prze rentowności już jednak niekoniecznie. Chyba, że mocno sprzedażowo ruszy Turcja, pomogą trochę kursy (osłabienie PLN) i wtedy będzie szansa na rozwodnienie kosztów stałych przy szybciej rosnącej sprzedaży.

W trakcie konferencji wynikowej (18/11/2024) za trzeci kwartał 2024 roku spółka zaprezentowała swoją strategię do roku 2024. I trzeba przyznać, że wygląda ona nieźle. Nie będę jej całej omawiał i odsyłam Was do strony spółki (<https://biuropasowe.benefitsystems.pl/365784-strategia-grupy-benefit-systems-do-2027-roku>). Ja prezentuję tutaj tylko jeden slajd.



Spółka za 3 lata chce mieć ok. 6 mld zł sprzedaży przy dzisiejszym poziomie 3,2 mld zł. Jej założenia, o ile uda się je zrealizować, mogą się przełożyć na następujące wyniki.

|                            | 2021    | 2022      | 2023      | 2024 12M  | 2027 A    | 2027 B    | CAGR A | CAGR B |
|----------------------------|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|--------|--------|
| Sprzedaż                   | 954 938 | 1 909 120 | 2 774 145 | 3 239 297 | 5 700 000 | 6 300 000 | 20.7%  | 24.8%  |
| EBIT bez PM                | -4 010  | 212 751   | 546 378   | 692 168   | 969 000   | 1 134 000 | 11.9%  | 17.9%  |
| Rentowność EBIT bez PM w % | -0.4%   | 11.1%     | 19.7%     | 21.4%     | 17.0%     | 18.0%     |        |        |

Sprzedazowo wygląda to bardzo dobrze, ponieważ CAGR (w zależności od wariantu A – ostrożnego, B – optymistycznego) rósłby w przedziale 21-25%. Jeśli chodzi o zysk operacyjny to jednak średnioroczny wzrost spada do 12-18%. Oczywiście to wciąż dwucyfrowe wzrosty, ale jednak niższe niż sprzedaż. To zaś oznacza, że spółka sama zakłada, że rentowności z 2023-2024 były jednak trochę ekstraordynaryjne i napędzane inflacją. Konkludując wydaje się, moim zdaniem, że obecna wycena wskaźnikowa oddaje potencjał spółki, a wskaźnik PEG zapewne oscyluje wokół jedności. Jeśli uda jej się zrealizować te plany kurs w ciągu trzech lat powinien zanotować zauważalny przyrost, choć raczej ze względu na zwiększenie skali działalności niż przez re-rating wskaźnikowy. Jednocześnie wyniki 2025 mogą być pod lekką presją. Nie zakładam tutaj spadków w ujęciu wartościowym, aczkolwiek trudno liczyć na duże wzrosty przy dużych inwestycjach na rynkach zagranicznych, zwłaszcza w Turcji,

## **ZASTRZEŻENIA**

Przy tworzeniu niniejszej analizy starałem się dochować maksymalnej staranności, wierzę, że analiza nie zawiera żadnych błędów, choć nie mogę dać takiej gwarancji. Za wykonaną analizę nie otrzymałem i nie otrzymam wynagrodzenia ze strony spółki. Autor analizy może posiadać relatywnie niewielki pakiet akcji spółki.

Niniejszy dokument nie stanowi ani oferty, ani zaproszenia do subskrypcji lub zakupu dowolnych instrumentów finansowych i nie powinien być traktowany jako oferta sprzedaży lub zakupu papierów wartościowych. Ten dokument został przygotowany i zaprezentowany wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowany lub dalej dystrybuowany jakimkolwiek osobom trzecim.

Treść Analizy jest tylko i wyłącznie wyrazem osobistych poglądów jej Autora, nie uwzględnia indywidualnej sytuacji i potrzeb Czytelnika oraz nie stanowi rekomendacji w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 roku. Niniejsza analiza nie powinna być wykorzystywana w charakterze lub traktowana jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji instrumentów finansowych.

Autor Analizy nie ponosi jakiegokolwiek odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podejmowane na jej podstawie.

Prawa autorskie i własności intelektualnej – zastrzeżone. Wykorzystanie w publikacjach w całości lub fragmentach bez zgody Autora jest zabronione.