



Raport oferta publica MedLife

Incepand de maine, 7 decembrie, si pana pe 15 decembrie, se deruleaza unul dintre cele mai importante evenimentele ale sfarsitului de an pe piata de capital, si anume listarea la Bursa de Valori Bucuresti a celui mai mare furnizor privat de servicii de sanatate din Romania, MedLife.

Mai jos am realizat o centralizare a caracteristicilor ofertei si a celor mai importante aspecte legate de companie. Fara a putea realiza o analiza detaliata (prospectul a fost publicat cu doar o zi inainte de inceperea ofertei), in baza datelor disponibile in acest moment, consideram ca actiunile MedLife reprezinta o oportunitate buna de investitie pe termen scurt, investitorii putand profita de discountul oferit in primele patru zile de subscriere si de posibilele operatiuni de stabilizare a pretului din primele 30 de zile dupa listare. In ceea ce priveste oportunitatea de investitie pe termen lung nu putem formula in acest moment o opinie argumentata, neavand acces la suficiente date legate de companie si de planurile de viitor ale acesteia.

Motivale care stau la baza acestei concluzii sunt prezentate in continuare.

Caracteristicile ofertei

Oferta va fi una secundara, cu vanzarea a 44% din actiunile societatii de catre doi dintre actionarii actuali. Este vorba de fondul de private equity V4C Eastern Europe Holding V Limited, administrat de polonezii de la Value4Capital, si de International Finance Corporation (IFC), membra a Grupului Bancii Mondiale. IFC va pastra o detinere de aproximativ 4% din capitalul emitentului dupa listare. V4C urmeaza sa vanda pana la 7.283.360 actiuni, iar IFC pana la 1.557.120 actiuni.

Din totalul de 8.840.480 actiuni, 15% sunt alocate catre investitorii de retail, iar 85% catre investitorii institutionali. La finalul ofertei, in functie de subscrierea de pe fiecare transa, se vor putea face si realocari de la o transa catre cealalta.

In cazul investitorilor de retail, subscrierea minima este de 100 de actiuni pentru fiecare ordin. La plasarea mai multor ordine de subscriere, fiecare dintre acestea trebuie sa fie de minimum 100 de actiuni, chiar daca anterior acelasi investitor a mai

Departamentul Analiza

+4021.321.40.90

analiza@primet.ro

Analist Financiar: Marius Pandelescu

marius.pandele@primet.ro

plasat alte ordine. Dintre cele 1.326.072 actiuni alocate pe transa investitorilor de retail, pana la 350.000 sunt disponibile pe piata POFA, pentru care alocarea este garantata in proportie de 100% in limita a 200 de actiuni de investitor, pe principiul "primul venit, primul servit". Pentru subscrierile mai mari de 200 de actiuni, alocarea se va face pro-rata, in functie de rata finala de alocare pe transa investitorilor de retail stabilita la finalul ofertei. Nu exista o limita maxima de subscriere pe transa investitorilor de retail.

Pretul maxim al ofertei este de 35 de lei pe actiune, pretul final urmand sa fie stabilit in functie de subscrierile de pe transa investitorilor institutionali. Acestea se vor putea face la orice pret, decizia finala privind pretul si numarul de actiuni vandute apartinand celor doi vanzatori. Subscrierile de pe transa investitorilor de retail se vor face doar la pretul maxim al ofertei, diferenta fata de pretul final, in cazul in care acesta va fi mai mic, urmand sa fie returnata in contul de tranzactionare.

Un aspect important este discountul de 5% aplicat investitorilor de retail care subscriu actiunile in primele patru zile ale ofertei, mai exact pana la 12 decembrie, ora 17:00. Pentru acestia, pretul final va fi cu 5% mai mic decat cel stabilit pe baza subscrierilor de pe transa investitorilor institutionali. Asadar, pentru subscrieri realizate in primele patru zile de investitorii de retail (indiferent de volumul acestora), pretul maxim posibil al ofertei nu este de 35 de lei pe actiune, ci de 33,25. Evident, la un pret final mai mic, pretul cu discount coboara la randul sau.

Un alt aspect important este existenta unei optiuni "Greenshoe", prin care intermediarii ofertei au la dispozitie echivalentul unui numar de 803.680 de actiuni cu care pot realiza o stabilizare a pretului dupa listarea la BVB. Aceste actiuni vor fi imprumutate de intermediari de la vanzatori, vandute in cadrul ofertei iar banii rezultati vor putea fi folositi pentru cumpararea de actiuni din piata in cazul in care pretul scade sub pretul final de oferta. Operatiunea a mai fost realizata in anul 2014, la listarea Electrica, atunci cand pretul scazuse sub 11 lei pe actiune la putin timp dupa inceperea tranzactionarii.

Informatii despre companie

MedLife a fost infiintata in anul 1996, iar in prezent este printre cele mai mari retele private de sanatate din Romania, avand 17 hiperclinici, 8 spitale, 13 centre medicale, 18 laboratoare de analiza si 3 spitale de maternitate. La acestea se adauga 140 de clinici private cu care MedLife are incheiate parteneriate. Societatea mama are nu mai putin de 18 subsidiare, ceea ce face ca rezultatele financiare consolidate sa fie relevante pentru situatia de ansamblu a afacerii.

Actionarii sunt Familia Marcu, cea care a fondat compania, cu o detinere cumulata de 51% (Mihail Marcu, 21%, Nicolae Marcu, 15% si Mihaela Gabriela Cristescu, 15%), fondul de investitii V4C Eastern Europe Holding V Limited, cu 36,25% si International Finance Corporation, cu 12,75%.

Modelul de business al MedLife este unul bazat pe rate mari de crestere a cifrei de afaceri de la un an la altul, sustinute de un grad de indatorare ridicat, care permite realizarea de investitii si achizitia de noi subsidiare. In anul 2016 au fost achizitionate pachete majoritare de actiuni la patru societati: 100% din Prima Medical si Diamed Center, respectiv 60% din Stem Cells Bank si Dent Estet.

Bilant

mil. RON	2013	2014	2015	9 luni 2016
Active imobilizate	278,78	290,79	318,30	355,94
Active circulante	53,38	59,38	61,91	74,45
din care creante	35,32	39,90	41,80	47,67
Total active	335,74	354,22	384,73	438,05
Capitaluri proprii	66,75	76,82	87,20	91,26
Datorii curente	101,57	105,66	126,91	136,23
Datorii pe termen lung	152,11	156,69	155,82	196,60
Total datorii	167,42	171,75	170,63	346,79

Sursa: prospectul de oferta

Datoriile totale purtatoare de dobanda erau la 30 septembrie 2016 de 201,7 mil. RON, dintre care 184,8 mil. RON erau pe termen lung, iar 16,9 mil. RON pe termen scurt. Cea mai mare parte din datorii este reprezentata de un credit sindicalizat acordat de BCR, BRD, ING si Raiffeisen, in suma maxima de 48,7 mil. EUR si 27 mil. RON, scadent in noiembrie 2023, rambursat partial. Alte doua credite au fost luate de la IFC, unul dintre vanzatorii din oferta, totalizand circa 13 mil. EUR, iar alte contracte de credit mai mici au fost incheiate de subsidiare ale MedLife. La toate acestea se adauga datorii de 18,3 mil. RON privind leasingul financiar. Capitalul propriu al grupului era la 30 septembrie de 91,3 mil. RON, mai putin de jumatate din datoriile purtatoare de dobanda.

Toate creditele sunt garantate, iar destinatia banilor are de a face in aproape toate cazurile cu dezvoltarea grupului, prin investitii in cladiri si echipamente, achizitia de subsidiare si finantarea capitalului de lucru suplimentar.

Modelul de business este reflectat si in activele totale ale grupului, acestea crescand in mod constant. Pe parcursul acestui an, activele totale au crescut cu 13,9%, de la 384,7 mil. RON pana la 438 mil. RON. Cea mai mare crestere a fost cea a activelor circulante, +20% fata de finalul anului trecut.

Cont de profit si pierdere

mil. RON	2013	2014	2015	9 luni 2015	9 luni 2016
Cifra de afaceri	296,19	332,60	390,98	285,35	361,49
Var. %		+12,29%	+17,55%		+26,68%
Cheltuieli operationale	285,70	310,91	366,58	269,17	350,68
Profit operational	20,08	26,31	28,99	19,09	11,44
Costul finantarii	12,79	12,67	11,27	8,47	10,57
Rezultat financiar	-22,18	-16,35	-15,99	-8,10	-10,01
Rezultat brut	-2,11	9,96	12,99	10,99	1,43
Rezultat net	-4,32	7,66	9,90	9,14	0,04

Sursa: prospectul de oferta

Rezultatele financiare au reflectat la randul lor orientarea spre crestere sustinuta. Cifra de afaceri la nivel consolidat a crescut cu 12,3% in 2014 si cu 17,6% in 2015, iar in primele sase luni ale acestui an cresterea a urcat pana la 26,7% ca urmare a achizitiilor facute intre timp. Acest lucru si-a pus insa amprenta pe profitabilitate, rezultatul net ajungand la un profit de

doar 43 mii RON in primele noua luni din 2016 si la o pierdere de circa 700 mii RON pe ultimele 12 luni (intre 30.09.2015 si 30.09.2016).

Cele mai mari vanzari ale MedLife pe primele noua luni ale anului au fost inregistrate pe segmentele de Vanzari Corporative (93,8 mil. RON), Clinici (91,2 mil. RON), Spitale (78 mil. RON) si Laboratoare (70,8 mil. RON). Trei dintre acestea au avut o dinamica buna a vanzarilor, circa 27-28% fata de perioada similara din 2015, Vanzarile Corporative fiind cele mai slabe din acest punct de vedere, cu o crestere de doar 14,7%. O crestere puternica de venit a venit din zona de Stomatologie, de la 1,3 mil. RON la 9,6 mil. RON, cel mai probabil ca urmare a achizitiei Dent Estet.

Cheltuielile operationale la noua luni au crescut mai rapid decat veniturile, ducand la un profit operational in scadere cu 40%, de la 19,1 mil. RON in 2015 pana la 11,4 mil. RON in 2016. Cea mai mare crestere in termeni procentuali a fost cea de la alte cheltuieli administrative si de exploatare, +138,8%, de la 9,1 mil. RON pana la 19,3 mil. RON. Alte cresteri importante de cheltuieli au fost cele cu salariile (+37,2%, de la 72,8 mil. RON la 99,9 mil. RON), cheltuielile cu tertii, care includ si contractele cu medicii (+17%, de la 77,7 mil. RON la 91,4 mil. RON), consumabilele si materialele de reparatii (+22,6%, de la 49,6 mil. RON la 60,9 mil. RON), chiriile (+54%, de la 12,7 mil. RON la 19,6 mil. RON) si amortizarea (+29,4%, de la 27,4 mil. RON la 21,2 mil. RON).

Sursele cresterilor de cheltuieli dau un semnal mai degraba negativ, fiind vorba in principal de cheltuieli suplimentare cu resursa umana. Acestea sunt de altfel identificate si in prospectul de listare ca fiind unul dintre riscurile intampinate de companie, avand in vedere competitia de pe piata medicala si cresterile salariale propuse de stat pentru acest domeniu.

Asa cum era de asteptat, cheltuielile cu dobanzile au crescut la randul lor, de la 8,5 mil. RON in primele noua luni ale anului 2015 pana la 10,6 mil. RON in aceeasi perioada a acestui an, ca urmare a cresterii datoriilor. Deocamdata, ele sunt inasa temperate de scaderea ratelor de dobanda la nivelul pietei monetare.

Trebuie avut in vedere faptul ca rezultatele financiare inglobeaza cu intarziere noile achizitii, iar in cazul MedLife acest lucru face ca rezultatele sa nu reflecte deocamdata suficient de fidel situatia financiara a grupului. In prospectul intocmit de intermediarii ofertei exista o sectiune in care sunt prezentate si rezultatele financiare pro forma, mai exact rezultatele pe care le-ar fi avut grupul MedLife daca subsidiarele ar fi fost achizitionate la 1 ianuarie 2015, iar cheltuielile considerate neoperationale si/sau nerecurente ar fi eliminate. Acestea arata un profit net de 9,75 mil. RON pe primele noua luni ale anului 2016, fata de doar 43 mii RON in situatiile financiare reale, si o cifra de afaceri de 378,5 mil. RON, fata de doar 361,5 mil. RON. Profitul operational ar fi fost la randul sau aproape dublu, 22,6 mil. RON fata de 11,4 mil. RON.

In afara de includerea tuturor subsidiarelor in situatiile financiare (unele au fost cumparate chiar la jumatatea acestui an), din situatiile pro forma sunt excluse cateva elemente importante de cheltuieli care explica marjele mici de profit obtinute pana acum de companie. Printre ele, costurile ocazionate de achizitia societatilor (inclusiv costuri pentru achizitii care in cele din urma nu au mai avut loc sau care urmeaza sa aiba loc in viitor), cheltuieli cu servicii de consultanta de la International Finance Corporation si cu consultanti externi, precum si un provizion pentru o creanta fata de Casa Nationala de Asigurari de Sanatate, pentru care MedLife se judeca in instanta.

Concluzii

Toate particularitatile expuse mai sus fac ca evaluarea companiei sa fie foarte dificil de facut. Aparent, pretul de 35 de lei pe actiune este unul mare, fiind echivalent cu un indicator P/BV (pret raportat la activul net pe actiune) de 7,7, mult peste media pietei de capital locale. Indicatorul P/E (pretul raportat la profitul pe actiune) ar fi de 71 daca luam in calcul profitul net raportat la 31 decembrie 2015 si de 57,5 cu profitul pro forma la 31 decembrie 2015. Indicatorul P/E la 30 septembrie 2016 nu poate fi calculat, deoarece pe ultimele 12 luni rezultatul net este negativ. La fel ca si in cazul P/BV, valorile inregistrate de MedLife sunt cu mult peste cele ale altor companii listate la BVB.

Totusi, trebuie sa avem in vedere cateva aspecte importante. In primul rand, pretul nu este cel final, ci doar pretul maxim care ar putea fi atins in oferta publica. La final, e posibil ca acest pret sa fie mai mic, iar multiplii de piata sa fie la randul lor mai mici. In al doilea rand, compania este intr-o perioada de dezvoltare, in care sacrifica in mod constient profitul in favoarea cotei de piata. Tot in mod constient, dezvoltarea este finantata in proportie covarsitoare prin credite si intr-o masura mai mica prin capitaluri proprii. O astfel de strategie presupune riscuri mai mari, dar si un potential mai mare de crestere, in cazul in care este implementata cu succes. Daca profitul creste, creste si capitalul propriu, iar multiplii de piata scad. In al treilea rand, multiplii mari nu sunt in sine un lucru negativ. Un exemplu in acest sens este vanzarea recenta a Profi catre un fond de investitii, la un indicator P/BV de aproape 11, mai mare decat in cazul MedLife. In al patrulea rand, investitia in actiuni poate aduce profit chiar si cumparand la un pret mare. Avand in vedere ca pe transa de retail exista un discount de 5%, iar intermediarul ofertei poate realiza operatiuni de stabilizare a pretului post-listare, pe termen scurt se poate realiza un profit mic, dar cu riscuri la randul lor destul de mici.

In aceste conditii, consideram ca oportunitatea investitionala reprezentata de oferta publica a MedLife poate fi vazuta din doua perspective diferite. Pe termen scurt, ea este o oportunitate buna de investitie, cu un raport risc-randament bun raportat la alternativele existente in piata. Pe termen lung, datele disponibile sunt prea putine pentru a ne putea contura o opinie bine argumentata. Dupa listare, in functie de evolutia rezultatelor financiare si de felul in care compania si conducerea sa vor interactiona cu piata de capital vom putea avea o idee mai clara daca MedLife se poate indrepta spre modelul Albalact sau spre cel al Flamingo.

Cum te ajuta Prime Analyzer?

Starea pietei, luni, in jur de ora 14:30

Vrei sa stii recomandarile noastre pentru fiecare emitent si la ce ne asteptam in aceasta saptamana?

Ideile de tranzactionare, in cursul saptamanii, dimineata

Vrei sa stii ce societati sunt interesante atat fundamental cat si tehnic in perioada urmatoare?

Raportul saptamanal, sambata, in jur de ora 14:00

Ce s-a intamplat saptamana aceasta pe bursa, ce stiri au miscat preturile, ce actiuni au cumparat institutionalii, ce a crescut si ce a scazut, cum au evoluat actiunile pe sectoare si nu numai?

Intra in Prime Analyzer apasand pe „Prime Analyzer” dupa ce te autentifici si informeaza-te in fiecare zi!

Descopera in Prime Analyzer: Graficele intraday pentru toti emitentii, Comparatia Rapida, Rezultatele financiare, Stirile sortate pe emitent, Tranzactiile persoanelor initiale, Detinerile SSIF-urilor si FP, CV-urile membrilor conducerii, Bugetele de venituri si cheltuieli, si multe altele...

Politica SSIF Prime Transaction SA privind recomandarile pentru investitii in instrumente financiare



Bucuresti, Sector 3, str. Caloian Judetul nr.22, 031114

+4021 321 40 88; +4 0749 044 045

E-mail: office@primet.ro; fax: +4021 321 40 90

Decizie CNVM Nr. 1841/17.06.2003

WWW.PRIMET.RO

Politica SSIF Prime Transaction SA privind recomandarile pentru investitii in instrumente financiare

Materialele ce contin recomandari de investitii realizate de catre SSIF Prime Transaction SA au un scop informativ, SSIF Prime Transaction SA nu isi asuma responsabilitatea pentru tranzactiile efectuate pe baza acestor informatii. Datele utilizate pentru redactarea materialului au fost obtinute din surse considerate de noi a fi de incredere, insa nu putem garanta corectitudinea si completitudinea lor. SSIF Prime Transaction SA si autorii acestui material ar putea detine in diferite momente valori mobiliare la care se face referire in aceste materiale sau ar putea actiona ca formator de piata pentru acestea. Materialele pot include date si informatii publicate de societatea emitenta prin diferite mijloace (rapoarte, comunicate, presa, hotarari AGA/AGEA etc.) precum si date de pe diverse pagini web.

Informatiile cuprinse in acest raport exprima anumite opinii legate de o clasa de valori mobiliare. Decizia finala de cumparare sau vanzare a acestora trebuie luata in mod independent de fiecare investitor in parte, pe baza unui numar cat mai mare de opinii si analize.

SSIF Prime Transaction SA si realizatorii acestui raport nu isi asuma niciun fel de obligatie pentru eventuale pierderi suferite in urma folosirii acestor informatii. De asemenea nu sunt raspunzatori pentru veridicitatea si calitatea informatiilor obtinute din surse publice sau direct de la emitenti. Daca prezentul raport include recomandari, acestea se refera la investitii in actiuni pe termen mediu si lung. SSIF Prime Transaction SA avertizeaza clientul ca performantele anterioare nu reprezinta garantii ale performantelor viitoare.

Istoricul rapoartelor publicate si a recomandarilor formulate de SSIF Prime Transaction SA se gaseste pe site-ul www.primet.ro, la sectiunea „Info piata”/”Materiale analiza”. Rapoartele sunt realizate de angajatii SSIF Prime Transaction SA, dupa cum sunt identificati in continutul acestora si avand functiile descrise in acest site la rubrica *echipa*. Raportul privind structura recomandarilor pentru investitii ale SSIF Prime Transaction SA, precum si lista cu potentiale conflicte de interese referitoare la activitatea de cercetare pentru investitii si recomandare a SSIF Prime Transaction SA pot fi consultate [aici](#).

Rapoartele se pot actualiza/modifica pe parcurs, la momentul la care SSIF Prime Transaction SA considera necesar. Data la care se publica/modifica un raport este identificata in continutul acestuia si/sau in canalul de distributie folosit.

Continutul acestui raport este proprietatea SSIF Prime Transaction SA. Comunicarea publica, redistribuirea, reproducerea, difuzarea, transmiterea, transferarea acestui material sunt interzise fara acordul scris in prealabil al SSIF Prime Transaction SA.

SSIF Prime Transaction SA aplica masuri de ordin administrativ si organizatoric pentru prevenirea si evitarea conflictelor de interese in ceea ce priveste recomandarile, inclusiv modalitati de protectie a informatiilor, prin separarea activitatilor de analiza si research de alte activitati ale companiei, prezentarea tuturor informatiilor relevante despre potentiale conflicte de interese in cadrul rapoartelor, pastrarea unei obiectivitati permanente in rapoartele si recomandarile prezentate.

Investitorii sunt avertizati ca orice strategie, grafic, metodologie sau model sunt mai degraba forme de estimare si nu pot garanta un profit cert. Investitia in valori mobiliare este caracterizata prin riscuri, inclusiv riscul unor pierderi pentru investitori.

Autoritatea cu atributii de supraveghere a SSIF Prime Transaction SA este Comisia Nationala a Valorilor Mobiliare, <http://www.cnvmr.ro>

Aceste informatii sunt prezentate in conformitate cu Regulamentul CNVM 15/2006 privind recomandarile pentru investitii in instrumente financiare.



Bucuresti, Sector 3, str. Caloian Judetul nr.22, 031114

+4021 321 40 88; +4 0749 044 045

E-mail: office@primet.ro; fax: +4021 321 40 90

Decizie CNVM Nr. 1841/17.06.2003

WWW.PRIMET.RO