



Departamentul Analiza SSIF Prime Transaction SA
 (+40) 21 322 46 14; (+40) 0749 044 044; analiza@primet.ro;

Raport de analiza MedLife SA – initiere acoperire

(revizuit 14.04.2021)

Sumar:

- MedLife este unul dintre cei doi lideri ai pietei serviciilor medicale private, fara sa aiba insa o cota de piata apropiata de definitia clasica a unui lider de piata; de aici rezulta multiple oportunitati de extindere in anii urmatiori.
- Grupul are o gama diversificata de servicii, ceea ce ii ofera atat oportunitati mai mari de dezvoltare, cat si o reducere a riscurilor.
- In ultimii ani a derulat o campanie agresiva de extindere, atat prin investitii proprii, cat si prin achizitia de companii mai mici din domeniu.
- Extinderea a avut ca efecte secundare lipsa dividendelor si, mult mai important, o indatorare peste media sectorului la nivel international. Toate proiectiile pentru viitor trebuie sa ia in calcul acest aspect si posibilitatea ca ratele de dobanda sa creasca in anii urmatiori
- Anul 2020 si pandemia COVID au adus pe de o parte scaderi ale activitatii, iar pe de alta parte cresteri ale veniturilor medii obtinute pe fiecare linie de business.
- Estimarea valorii intrinseci este sensibila la doi factori importanti: evolutia ratelor de dobanda in Romania si capacitatea managementului MedLife de a mentine marjele de profit aproape de nivelul din 2020.

Valoare intrinseca
estimata (lei/actiune)

14,9326

Departamentul Analiza
 +4021.321.40.90
analiza@primet.ro

Date bursiere

Indicator	Valoare
Pret inchidere 25.03.2021	9,9800
Capitalizare	1.326.047.510
Variatie pret YTD	-10,89%
➤ Relativ la BET	-20,20%
Variatie pret 1 luna	-0,70%
Variatie pret 12 luni*	113,86%
➤ Relativ la BET*	48,85%
Maxim 52 saptamani*	12,6000
Minim 52 saptamani*	4,5000
Valoare medie tranzactii 60 zile	887.902 RON

*Valori ajustate cu majorarea de capital

Sursa: EquityRT, Prime Analyzer, BVV

Acest raport nu este o recomandare de investitii. Valoarea estimata nu este un pret tinta pe care ne asteptam sa-l atinga actiunea emitentului, ci doar o valoare intrinseca, dependenta de confirmarea ipotezelor detaliate in raport. Raportul reprezinta o informatie generala si nu se substituie serviciilor de consultanta de investitii.

Prezentarea companiei

MedLife a fost infiintata in anul 1996, fiind la inceput o clinica medicala de mici dimensiuni, cu 4 specializari. In prezent este liderul pietei de servicii medicale private din Romania, impartind aceasta pozitie cu rețeaua Regina Maria. Cele doua grupuri au cifre de afaceri apropiate, in cazul celui de-al doilea datele financiare consolidate nu sunt publice, asa ca e greu de stiut care este in realitate liderul pietei.

Compania a profitat, la fel ca multi dintre competitorii sai, de dezintegrarea treptata a sistemului medical de stat in anii 90 si 2000, extinzandu-se treptat cu specializari noi.

Anul 2004 a avut o dubla semnificatie pentru MedLife, fiind in acelasi timp anul in care a fost deschisa Hyperclinica Grivita, prima de acest fel a companiei, dar si anul in care conducerea afacerii a trecut de la fondatoarea Mihaela Cristescu la fiul sau, Mihai Marcu, actualul presedinte si CEO al grupului.

Schimbarea conducerii a adus o preocupare mai mare pentru extindere accelerata, in 2006 fiind cooptat in actionariat primul investitor institutional, International Finance Corporation (IFC), cu resursele necesare pentru aceasta extindere. Trei ani mai tarziu, in 2009, un fond de investitii detinut de Societe Generale Asset Management (devenit ulterior V4C) a cumparat circa 36% din companie pentru suma de 20 mil. EUR. Ulterior a fost intensificata campania de extindere, atat prin achizitii de companii, cat si prin deschiderea unor unitati noi.



Ajustat cu majorarea de capital social. Sursa: BVB

Indice	Pondere
BET	2,25%
BET-XT	2,19%
BET-BK	5,13%
BET Plus	2,15%
BET-TR	2,25%
BET-XT-TR	2,19%

Prezentare companie	
Adresa	Calea Grivitei, nr. 365, Bucuresti
Web	www.medlife.ro
ISIN	ROMEDLACNOR6
Sectiune bursa	BVB
Segment	Premium
Piata principala	REGS
Data listarii	21.12.2016
Numar actiuni	132.870.492
Valoare nominala	0,25 RON
CAEN principal	8622
Indice VEKTOR	9,00

Sursa: BVB, Prime Analyzer

Actionar	Numar actiuni	Procent
Fondatori, dintre care	54.422.610	41,38%
Mihail Marcu	21.557.520	16,39%
Mihaela-Gabriela Cristescu	18.660.690	14,19%
Nicolae Marcu	14.204.400	10,80%
Institutionali, dintre care:	28.221.338	21,46%
NN Pensii	11.507.220	8,75%
East Capital	5.839.572	4,44%
Norges Bank Inv. Management	3.720.521	2,83%
Fiera Capital Limited	2.522.730	1,92%
NN Investment Partners	2.033.028	1,55%
Conseq Investment Management	1.800.000	1,37%
Free float total	52.793.418	58,62%

Sursa: EquityRT

In decembrie 2016, actiunile MedLife au fost listate pe piata principala a Bursei de Valori Bucuresti, in urma unei oferte publice de vanzare derulata de IFC si fondul de investitii V4C, iesit intre timp din administrarea Societe Generale. Cei doi investitori institutionali au vandut aproape toate actiunile pe care le detineau in acel moment, in anii urmasori avand loc vanzari suplimentare din partea actionarilor majoritari, in asa fel incat in prezent free float-ul emitentului este de aproape 60%.

Conducerea executiva a companiei

In prezent, potrivit datelor disponibile pe site-ul MedLife, grupul are in componenta 14 spitale, 21 de Hyperclinici, 4 maternitati si numeroase alte centre medicale, laboratoare, puncte de recoltare si farmacii, in 15 orase din toate zonele geografice ale tarii. De asemenea, are o prezenta mai redusa si in Ungaria. Potrivit raportului anual pe 2020, la 31 decembrie 2020 grupul colaboreaza cu aproximativ 3000 de medici si 2000 de asistenti calificati si avea alti 1700 de angajati cu norma intreaga in functii de suport si administrativ.

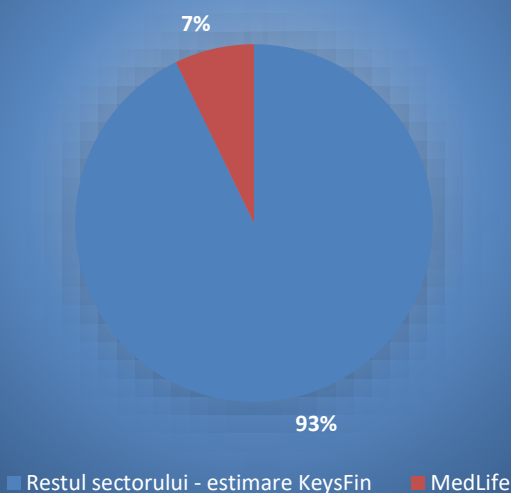
Nume	Functie
Marius-Leonard Gherghina	Independent Director
Ana Maria Mihaescu	Independent Director
Dimitrie Pelinescu-Onciul	Director
Ion Nicolae Scorei	Director
Nicolae Marcu	Chief Healthcare & Operations Officer And Director
Dorin Preda	Chief Finance, Treasury & Director
Mihail Marcu	Chairman & CEO

Sursa: EquityRT

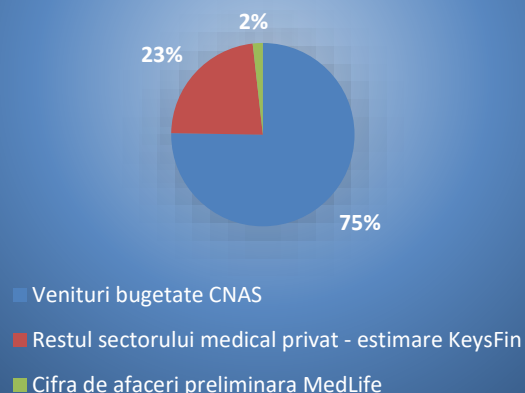
Pozitia pe piata si structura veniturilor

Expresia "lider de piata" are in sectorul serviciilor medicale private din Romania o insemnatate diferita de cea din alte domenii. Potrivit estimarilor KeysFin (<https://www.keysfin.com/#!/Pages/News/NewsDetails&title=piata-serviciilor-medicale-private-la-maxim-istoric-in-anul-pandemiei>), piata serviciilor medicale private a ajuns in anul 2020 aproape de nivelul de 15 mld. RON, de la 13,9 mld. RON in 2019, fiind luate in calcul firmele cu grupa de coduri CAEN 86 – Activitati referitoare la sanatatea umana. Nu este cel mai precis calcul, insa gradul foarte mare de fragmentare din domeniu face dificila realizarea unor statistici exacte. Luand in considerare aceasta estimare si cifra de afaceri consolidata preliminara a MedLife

Pozitia MedLife in sectorul medical privat



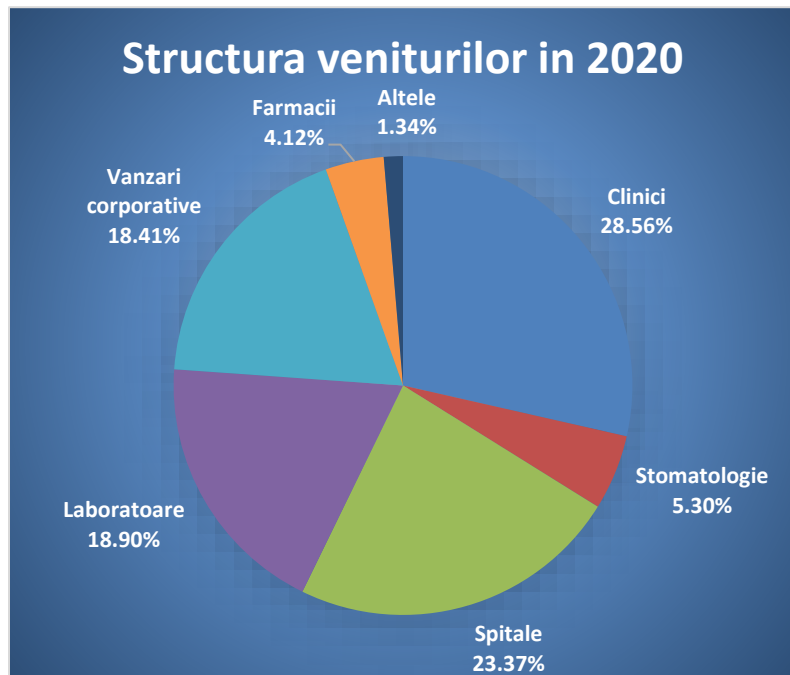
Comparatie venituri Medlife - sistemul de sanatate privat - sistemul de stat



pentru anul 2020, rezulta o cota de circa 7% pentru fiecare dintre cei doi lideri ai pietei (MedLife si Regina Maria). Daca punem la socoteala si sistemul medical de stat, pozitia celor doua companii se diminueaza si mai mult, asa cum se poate vedea in al doilea grafic de mai sus. Veniturile bugetate pentru CNAS in 2020 au fost de 3 ori mai mari decat dimensiunea estimata a pietei private, iar aici nu intra veniturile suplimentare pe care le au unitatile medicale de stat, in afara sumelor decontate de CNAS. E adevarat ca veniturile bugetate nu sunt neaparat atinse in realitate, insa ordinul de marime se pastreaza. In suma trecuta in dreptul CNAS mai exista, de asemenea, si decontari catre sectorul privat, insa nu exista o centralizare a acestora. Cel mai probabil ele nu au o dimensiune semnificativa, cel putin daca ne luam dupa situatia din anii

trecuti.

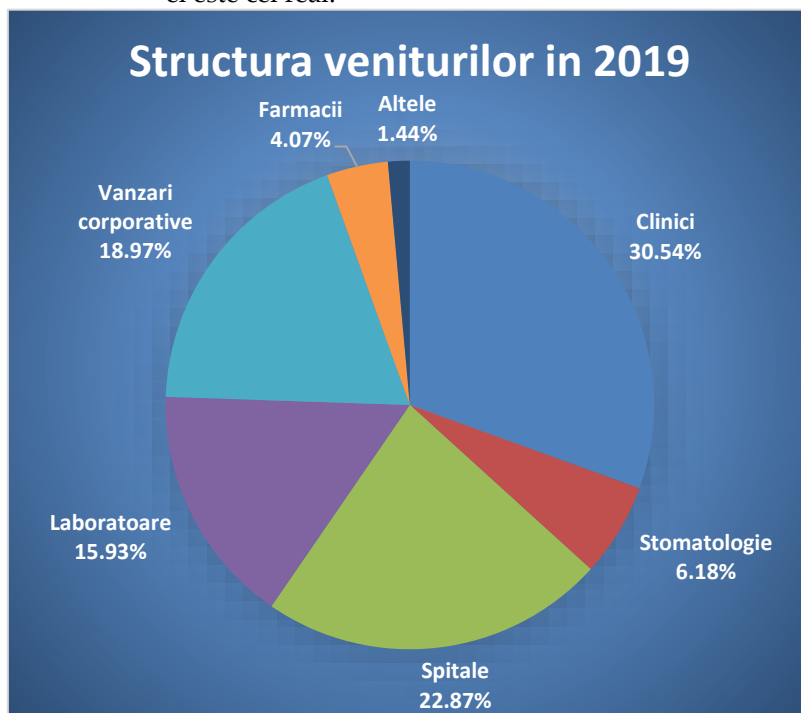
In ceea ce priveste pozitia grupului comparativ cu ceilalti jucatori din domeniu si pozitia de lider al pietei, lucrurile sunt mai neclare, asa cum am precizat si mai sus. In prima parte a lunii martie, CEO-ul retelei Regina Maria a declarat ca grupul pe care il conduce a avut in 2020 o cifra de afaceri de 237 mil. EUR, ceea ce la cursul actual al euro ar fi mai mult decat veniturile MedLife. Nefiind, insa, vorba de niste date publice, e imposibil de verificat ce inseamna aceasta suma, la ce curs al euro este raportata, daca vine in urma consolidarii rezultatelor tuturor firmelor din grup sau e doar suma cifrelor de afaceri separate, asa ca nu putem face o comparatie serioasa intre cele doua cifre. Prin urmare, pe parcursul raportului vom considera ca exista doi lideri de piata, neputand sti cu certitudine care dintre ei este cel real.

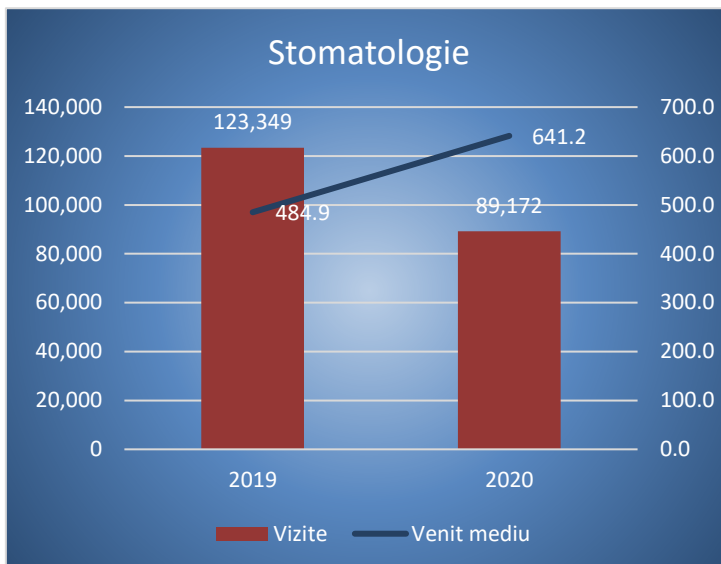
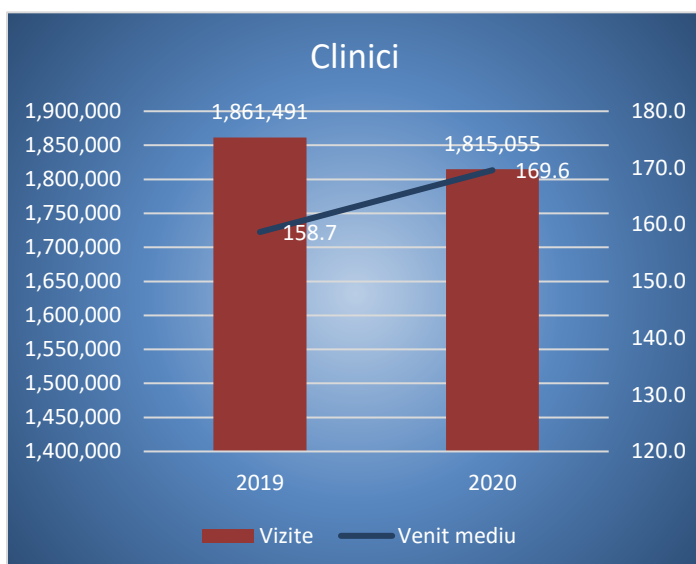


Structura veniturilor

Cifra de afaceri a grupului a inregistrat anul trecut cea mai mica apreciere din perioada pentru care avem date disponibile, 2014-2020. Este vorba de o crestere de 11,46%, dupa 4 ani consecutivi in care depasise 20%, ca urmare a investitiilor, campaniei agresive de achizitii si cresterii generale a nivelului de trai al romanilor. Motivul pentru care cresterea a fost atat de mica este, desigur, pandemia de coronavirus, care a facut ca in prima jumatate a anului veniturile sa ramana aproape neschimbate fata de perioada similara din 2019.

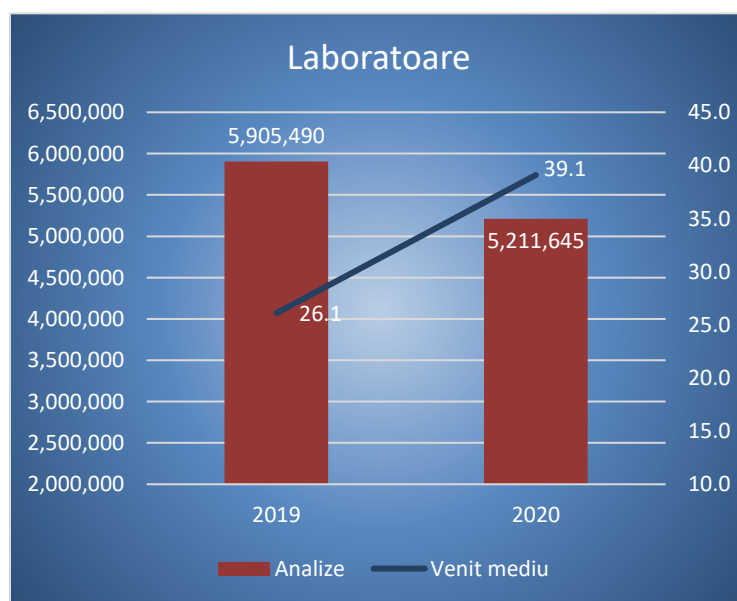
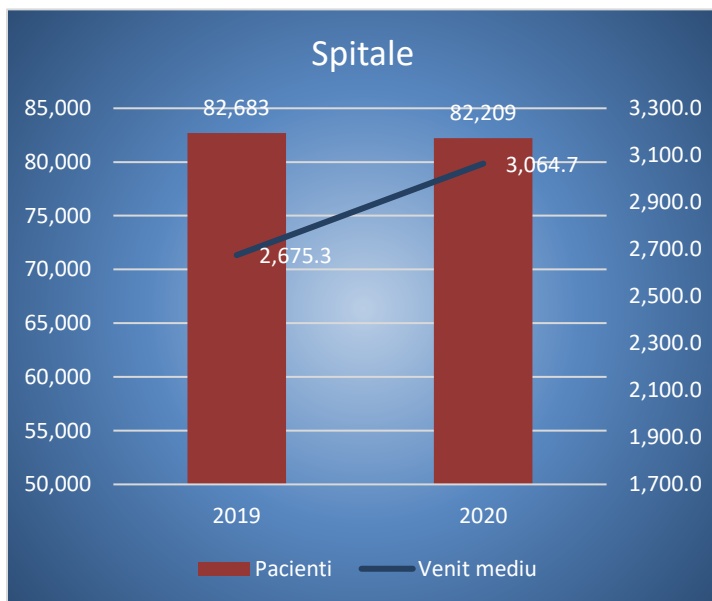
In ceea ce priveste structura veniturilor, se poate observa din cele doua grafice alaturate ca a avut loc o usoara rebalansare, laboratoarele avand cea mai mare

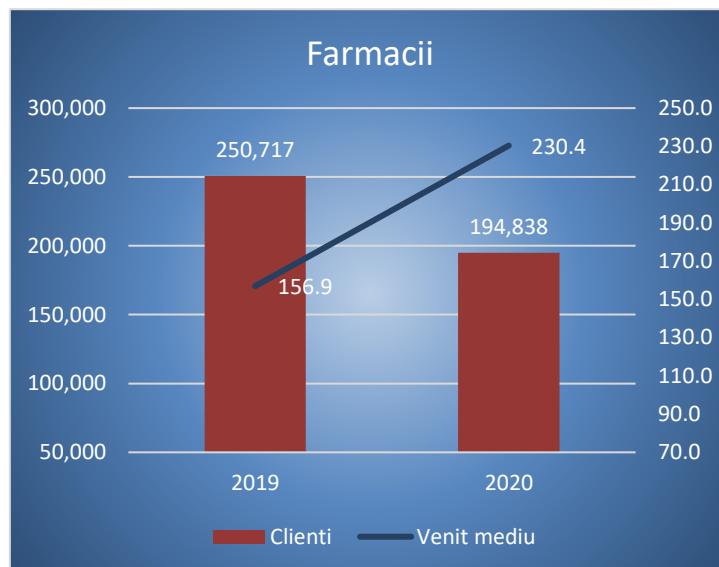
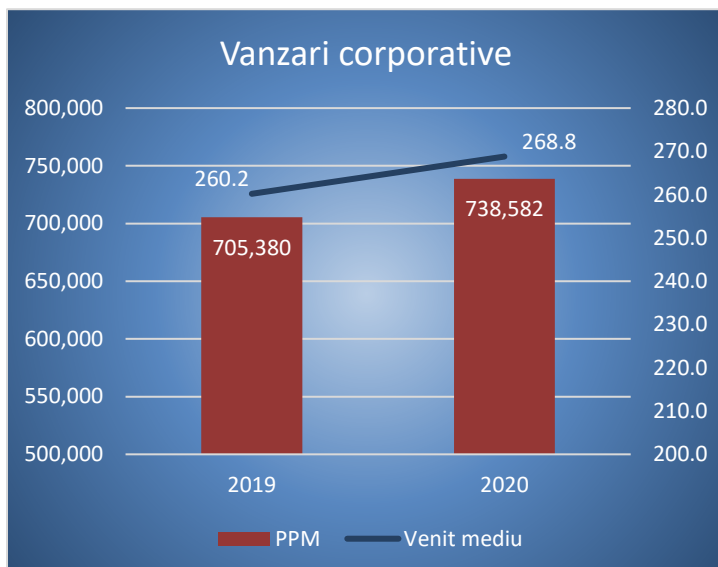




creștere a ponderii în cifra de afaceri totală, cu circa 3%, de la 15,93% în 2019 la 18,9% în 2020. Pe de altă parte, clinicile și stomatologia au pierdut cel mai mult, în total aproape 3%, corespunzător creșterii din segmentul de laboratoare. Toată această evoluție are legătura cu pandemia, care a ținut închise o parte din an atât clinicile, cât și cabinetele stomatologice, și a adus un business suplimentar laboratoarelor de analize, care au început să facă teste pentru depistarea COVID. Atât spitalele, cât și vânzările corporative, celelalte două linii de business importante ale grupului, au avut ponderi asemănătoare de la un an la altul.

În următoarele șase tabele este prezentată evoluția fiecărei linii de business în parte, cu factorii de influență proprii. Iese în evidență evoluția asemănătoare a veniturilor medii, toate fiind în creștere de la un an la altul, chiar dacă ritmul creșterii este diferit. Cele mai mari creșteri ale venitului mediu au fost cele de la analizele de laborator și farmacii, în primul caz fiind vorba în principal de adăugarea testelor RT-PCR pentru depistarea COVID, ale căror preturi sunt mult peste cele ale analizelor obișnuite.





Un alt lucru care iese in evidenta este ca la majoritatea liniilor de business vedem scaderi ale indicatorului principal. A scazut numarul de vizite in clinici si cabinetele stomatologice, numarul de pacienti in cazul spitalelor, numarul de clienti in farmacii si chiar numarul de analize medicale efectuate. Din nou, motivul principal este pandemia, iar aici nu e vorba doar de restrictiile din perioada starii de urgenta din primavara. In T4 au fost inregistrate de asemenea scaderi pentru majoritatea liniilor de business, compensate in aproape toate cazurile de veniturile medii mai mari. O explicatie ar fi restrictiile si carantinele zonale care au fost instituite spre finalul anului, insa aproape sigur putem adauga si teama clientilor de a mai apela la unele dintre serviciile medicale in contextul pandemiei.

Analiza SWOT

PUNCTE TARI (+)

- Lider de piata
- Diversificare pe mai multe tipuri de activitati
- Brand cunoscut la nivel national

PUNCTE SLABE (-)

- Grad de indatorare mare
- Marja de profit mica
- Actionariat cu putere financiara redusa
- Prezenta mai slaba in zona online fata de principalul competitor

OPORTUNITATI (+)

- Colapsul sistemului de stat poate aduce clienti mai multi
- Este cea mai atractiva tinta de preluare pentru investitorii internationali
- Potential mare de extindere dat de fragmentarea pietei
- Pandemia va genera noi tipuri de servicii medicale
- Digitalizarea duce clientii micilor cabinete catre companiile mari

AMENINTARI (-)

- Cresterea dobanzilor in anii urmatori
- Expansiunea agresiva creste riscul de a ingloba companii de slaba calitate
- Piata atrage constant competitori importanti

Politica de investitii, politica de dividende si situatia datoriilor

In cazul MedLife, politica de investitii o influenteaza in mod semnificativ pe cea de dividende. Inca de la intrarea primului investitor institutional in actionariat, si chiar inainte de acel moment, toti banii disponibili au mers spre deschiderea de unitati medicale noi si achizitia de companii mai mici. In aceste conditii, dividendele nu au intrat in calcul si e probabil sa nu fie luate in considerare multi ani de acum inainte. Asa cum am spus si mai sus, piata serviciilor medicale private este una extrem de fragmentata si ofera o abundenta de oportunitati de achizitii, iar situatia se va mentine la fel si in anii urmatori.

Nu exista un program de investitii oficial, si de altfel ar fi destul de greu sa existe unul, daca avem in vedere ca mare parte a investitiilor sunt in achizitia de companii. Cel mai important proiect investitional asumat de MedLife in acest moment este centrul MedLife Medical Park, cel mai mare proiect medical din Romania, potrivit companiei, care urmeaza sa fie construit in vecinatatea spitalului MedLife Memorial. Proiectul a fost anuntat in ianuarie 2020, insa de atunci nu au mai aparut noutati legate de el.

Politica de a nu acorda dividende a fost „indulcita” de curand prin acordarea de actiuni gratuite din profitul nerepartizat al anilor trecuti, cu un raport de 5 actiuni noi la fiecare actiune detinuta. Desi nu aduce in mod direct bani in conturile investitorilor, iar situatia financiara a companiei ramane neschimbata, acordarea de actiuni gratuite a fost de-a lungul

timpului pe placul investitorilor. Ea semnalizeaza intentia actionarilor majoritari si a conducerii de a pastra acei bani in companie pe termen lung si, in acelasi timp, faptul ca exista un plan clar pentru utilizarea lor. Dimpotriva, acumularea unor sume uriase la pozitiiile „profit reportat” si „alte rezerve” din bilant arata lipsa de hotarare si lasa actionarilor mari o usa deschisa pentru a schimba peste noapte strategia.

Politica de dividende nu este singura influentata de politica agresiva de investitii a grupului. Neavand in spate actionari cu sume foarte mari pe care sa le poata investi, MedLife se bazeaza puternic pe imprumuturile de la banci, avand un grad de indatorare ridicat atat comparativ cu alti emitenti de la BVB, cat si cu companiile similare din alte tari. Este o situatie asemanatoare cu cea de la DIGI, o alta companie antreprenoriala romaneasca, insa la o scara mai mica. Datoriile mari ale MedLife influenteaza si evaluarea emitentului. Momentan in bine, pentru ca dobanzile sunt foarte mici, insa in viitor trebuie urmarita cu atentie evolutia acestora, orice crestere putand avea efecte importante.

Situatia detaliata a datoriilor financiare

Indicator (RON)	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Portiune curenta datorii pe termen lung	17.907.388	19.127.593	36.642.740	23.162.490	24.802.015	51.209.903
Descoperire de cont	15.513.594	1.267.442	2.013.469	30.911.018	29.011.944	27.127.907
Portiune curenta leasing	7.032.056	7.031.122	3.177.961	8.949.472	49.435.191	46.135.009
Datorii financiare pe termen lung	143.524.638	202.761.616	242.797.699	287.013.365	345.952.241	411.354.238
Leasing termen lung	12.294.667	10.382.639	10.111.452	26.525.231	132.634.338	139.538.281
Total datorii financiare	196.272.343	240.570.412	294.743.321	376.561.576	581.835.729	675.365.338
Procent din activele totale	51,02%	51,61%	48,85%	49,94%	55,05%	57,06%
Procent din capitalul propriu	225,09%	258,63%	175,80%	210,52%	279,60%	251,76%
Datorii financiare/EBITDA		4,32	3,78	3,95	3,94	3,18
Datorii financiare nete	190.390.847	240.570.412	215.515.555	342.355.417	542.949.511	592.365.596
Datorii financiare nete/EBITDA	3,42	3,95	2,77	3,59	3,67	2,79

Sursa: EquityRT, raportarile companiei, calcule Prime Transaction

In tabelul de mai sus este prezentata situatia datoriilor financiare ale grupului, fara sa fie incluse datoriile comerciale sau alte tipuri de datorii nepurtatoare de dobanda. Per total, la finalul anului 2020 ele aveau o pondere de 57% in activele totale si erau de 2,5 ori mai mari decat capitalul propriu. In ceea ce priveste ponderea in activele totale este vorba de un maxim pe ultimii 6 ani si foarte posibil un maxim istoric, in timp ce raportul fata de capitalul propriu este sub cel inregistrat in 2016 si 2019.

Cea mai mare pondere o au datoriile pe termen lung, in principal cele catre banci, dar si cele din contracte de leasing financiar. E o situatie normala si in acelasi timp preferabila, pentru ca scadenta mai indepartata a datoriilor ofera marja de manevra in cazul unor miscari nefavorabile pe piata monetara.

Raportul dintre datoriile financiare nete si EBITDA este aproape de minimul ultimilor ani, la 2,79, dupa ce a atins un maxim de 3,95 in 2016. Este un indicator important si un benchmark utilizat de banci pentru a evalua capacitatea de indatorare suplimentara a unei companii. Nivelul mai mic inregistrat in 2020 vine in mare masura de la profitul considerabil mai mare comparativ cu cel din anii trecuti, chiar daca datoriile au crescut pe parcursul anului. O eventuala revenire la valorile EBITDA din anii trecuti ar duce indicatorul aproape de 4 sau chiar peste acest nivel.

Gradul de indatorare este peste cel al companiilor comparabile din Europa, mediana sectorului pentru raportul intre totalul datoriilor si totalul activelor fiind de 51,32% (fata de 77,33% in cazul MedLife), iar cea pentru raportul intre datoriile financiare nete si EBITDA de 1,38 (fata de 2,79 in cazul MedLife). Asta nu inseamna insa ca e vorba de un caz singular. Centrul Medical Unirea SRL, compania principala a celui mai mare competitor al grupului, reseaua Regina Maria, avea la finalul lui 2019 un raport intre datoriile totale si activele totale de 81%, cu cateva procente peste cel al MedLife.

Trebuie precizat ca rata de indatorare financiara a companiei mama, MedLife SA, este de aproape 70%, destul de mult peste cea a grupului in ansamblul sau. Asta inseamna ca, in eventualitatea unor probleme cu rambursarea datoriilor, actionarii companiei mama ar avea cel mai mult de suferit.

Tip datorie	Debitor	Creditor	Sold (RON)
Facilitate de credit	Med Life SA (impreama cu 8 co-debitori din grup)	BCR, Raiffeisen, BRD, Banca Transilvania	431.325.762
Overdraft	Med Life SA	Garanti Bank	9.738.800
Overdraft	Prima Medical SRL	Unicredit Tiriac	800.000
Imprumut garantat (x2)	Anima Specialty Medical Services SRL	Garanti Bank	4.871.368
Imprumut garantat	Med Life Occupational SRL	Bancpost	255.567
Imprumut garantat	Ghencea Medical Center	Banca Transilvania	631.181
Imprumut + Overdraft garantat	Clinica Polissano SRL	CEC Bank	32.946.065
Overdraft garantat	Onco Team Diagnostic SA	Banca Transilvania	456.254
Imprumut garantat	Micromedica Roman SRL	Banca Transilvania	1.892.368
Imprumut garantat	Centrul Medical Micromedica SRL	Banca Transilvania	2.191.232
Overdraft garantat	RMC Ungaria	CIB Bank	10.104
Imprumut garantat	Labor Maricor	Libra Bank	7.333

Sursa: raportarile companiei

Cea mai mare parte a datoriilor este concentrata intr-o facilitate de credit de la un grup de banci locale, alaturi de MedLife SA existand inca 8 co-debitori din grup. La mare distanta urmeaza creditele contractate de clinica Polissano din Sibiu de la CEC Bank, apoi descoperirea de cont a companiei mama la Garanti Bank. In tabel nu sunt incluse datoriile de leasing financiar, pentru care nu exista o defalcare in raportarile financiare.

Analiza rezultatelor financiare

Rezultatele preliminare pentru anul 2020 si cele pentru T4 2020

Indicator (RON)	T4 2020	T4 2019	Evolutie T4	2020	2019	Evolutie anuala
Cifra de afaceri	307.464.505	256.337.800	19,95%	1.078.273.545	967.380.307	11,46%
- Clinici	82.578.005	80.318.084	2,81%	307.919.487	295.465.223	4,22%
- Stomatologie	15.347.286	15.677.030	-2,10%	57.177.077	59.817.358	-4,41%
- Spitale	69.749.358	59.331.627	17,56%	251.943.388	221.198.932	13,90%
- Laboratoare	72.024.557	40.202.096	79,16%	203.814.880	154.135.274	32,23%
- Vanzari corporative	54.896.166	46.738.142	17,45%	198.530.858	183.514.802	8,18%
- Farmacii	11.194.879	10.615.921	5,45%	44.405.803	39.341.136	12,87%

- Altele	1.674.253	3.454.791	-51,54%	14.482.051	13.907.472	4,13%
Alte venituri operationale	5.866.273	2.835.132	106,91%	9.274.762	7.648.949	21,26%
Venituri operationale totale	313.330.778	259.172.932	20,90%	1.087.548.307	975.029.256	11,54%
Cheltuieli operationale totale	-280.323.529	-246.067.205	13,92%	-978.035.183	-918.104.283	6,53%
Rezultat operational	33.007.249	13.105.727	151,85%	109.513.124	56.924.973	92,38%
Costul finantarii	-7.954.021	-6.323.943	25,78%	-23.263.623	-20.649.295	12,66%
Alte cheltuieli financiare	-175.774	-4.159.915	-95,77%	-7.436.402	-9.130.774	-18,56%
Rezultat financiar net	-8.129.794	-10.483.858	-22,45%	-30.700.024	-29.780.069	3,09%
Impozit pe profit	-6.686.429	-4.037.794	65,60%	-16.629.731	-9.164.677	81,45%
Profit net	18.191.026	-1.415.925	-1384,75%	62.183.369	17.980.227	245,84%
Atribuibil actionarilor societatii mama	15.764.596	-1.565.627	-1106,92%	54.622.593	14.686.653	271,92%

Sursa: raportarile companiei, calcule Prime Transaction

Grupul MedLife a reusit un final de an foarte bun,

trecand pe profit in ultimul trimestru, 18,2 mil. RON, fata de o pierdere de 1,4 mil. RON in T4 2019. Pe tot anul 2020, profitul net al grupului a crescut cu 245,84%, de la 17,98 mil. RON la 62,2 mil. RON, dupa ce la 9 luni cresterea era de 126,81%. Rezultatele foarte bune ale MedLife au venit exclusiv in a doua jumatate a anului, la 6 luni profitul avand o crestere modesta, de doar 4,41%, iar cifra de afaceri una de 0,26% comparativ cu prima jumatate a lui 2019.

Cresterea de profit a fost determinata de veniturile considerabil mai mari, dar si de marja de profit in crestere. Cifra de afaceri a crescut in T4 2020 cu 19,95% fata de perioada similara din 2019, de la 256,3 mil. RON la 307,5 mil. RON, in acelasi timp cheltuielile avand o crestere de doar 13,92%, de la 246 mi. RON pana la 280,3 mil. RON. In aceste conditii, profitul operational a avut o crestere consistenta, de 151,85%, de la 13,1 mil. RON in T4 2019 la 33 mil. RON in T4 2020. Cresterea cifrei de afaceri a facut ca aceasta sa depaseasca pentru prima data pragul de 1 miliard de lei, dupa ce si in 2019 fusese aproape de acest lucru.

Dintre liniile de business, cea mai mare contributie la cresterea veniturilor au avut-o laboratoarele, cu un plus de 31,8 mil. RON in T4 (+79,16%), urmate de spitale, cu un plus de 10,4 mil. RON (+17,56%) si vanzari corporative, cu o crestere de 8,16 mil. RON (+17,45%). Stomatologia a fost singura care a avut o scadere de venituri, atat trimestrial, cat si anual, insa nu a fost vorba de o scadere semnificativa, mai ales daca tinem cont de contextul legat de pandemie. Rezultatul atat de bun al laboratoarelor are legatura cel mai probabil cu testele RT-PCR realizate pentru depistarea COVID, mai ales daca avem in vedere cresterea mare a veniturii mediu pe analiza.

Pe toate liniile de business s-a manifestat o tendinta clara de crestere a veniturii mediu, combinata la aproape toate cu o scadere a numarului de clienti. In cazul laboratoarelor, venitul mediu pe analiza a crescut cu 91,54% in T4 2020 si cu 49,81% pe intregul an (de la 26,1 RON la 39,1 RON), numarul de analize fiind in scadere cu 6,46% trimestrial si cu 11,75% anual (de la 5,9 milioane la 5,2 milioane). Venitul mediu pe client in cazul farmaciilor a crescut si el cu 43,24% trimestrial si cu 46,85% anual (de la 156,9 la 230,4 RON), in conditiile in care si numarul de clienti a scazut cu 26,38%, respectiv 22,29%. O alta crestere mare a veniturii mediu a fost in cazul stomatologiei, +32,23% trimestrial si +31,33% anual (de la 484,9 RON la 641,2 RON), insa in acest caz scaderea a fost si ea destul de mare, -27,5% trimestrial si -27,71% anual (de la 123 mii la 89 mii de vizite). Evolutia se explica in acest caz prin faptul ca in perioada de lockdown din primavara cabinetele stomatologice au fost inchise, iar ulterior cererea mare a determinat o crestere a preturilor, fara sa poata fi crescut insa si numarul de vizite.

Singura linie de business pentru care numarul de clienti a crescut in 2020 este cea a vanzarilor corporative, +4,71%, insotita si de o crestere de 3,31% a veniturii mediu. Fiind vorba insa de abonamente, comparatia cu celelalte linii de business nu este atat de relevanta. In rest, cele mai mici scaderi anuale au fost in cazul spitalelor, -0,57% (de la 82,7 mii la 82,2 mii de pacienti),

si clinicilor, -2,49% (de la 1,86 la 1,81 milioane de vizite). Spitalele au fost de altfel singurele care au avut mai multi pacienti in T4 comparativ cu perioada similara din 2019, +4,22%.

La capitolul cheltuieli, cele mai mari cresteri au fost in cazul celor cu consumabilele si materialele pentru reparatii, + 16,6 mil. RON (+38,56%) trimestrial, urmate de pozitia „Alte cheltuieli administrative si de exploatare”, +15,5 mil. RON. In primul caz motivul e destul de clar, fiind vorba de cheltuieli legate direct de nivelul de activitate. In al doilea caz e imposibil de intuit despre ce e vorba, componenta acestei categorii de cheltuieli nefiind precizata nici macar in raportul anual pe 2019. Un aspect care merita scos in evidenta este scaderea cheltuielilor cu salariile cu 4,46% la nivel trimestrial si 4,93% anual, insotita de o crestere mica, de doar 1,5% trimestrial si 6,84% anual, a cheltuielilor cu tertii, care includ si contractele cu medicii contractati ca furnizori independenti de servicii. Desi veniturile grupului au crescut destul de mult in a doua jumatate a anului, iar domeniul este unul cu potential in contextul actual, nu a existat aceeasi exuberanta pe care am vazut-o la alti emitenti, inclusiv la cativa care au avut scaderi semnificative de venituri si profit in 2020. Este un punct pozitiv si semnaleaza o doza de precautie si responsabilitate, cu atat mai mult cu cat este impotriva tendintei generale.

Perspectivile pentru viitorul apropiat sunt favorabile, iar prima jumatate a lui 2021 ar trebui sa fie una foarte buna, beneficiind de un efect de baza dupa perioada similara din 2020. Ramane de vazut care din cresterile de venit mediu vor ramane de actualitate si care dintre ele au fost doar temporare, pe masura ce pandemia va mai scadea in intensitate.

Rezultatele istorice

Contul de profit si pierdere

Indicator (RON)	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Venituri operationale totale	395.570.723,00	508.455.380	623.219.949	794.562.861	975.029.256	1.087.548.307
Cifra de afaceri	390.978.897	502.986.790	623.219.949	794.562.861	967.380.307	1.078.273.545
<i>Evolutie</i>	17,55%	28,65%	23,90%	27,49%	21,75%	11,46%
Alte venituri operationale	4.591.826	5.468.590	0	0	7.648.949,00	9.274.762
Alte venituri si cheltuieli	0	0	7.496.681	9.844.865	0	0
Cheltuieli operationale	-366.579.247	-488.901.027	-595.857.844	-766.014.417	-918.104.283	-978.035.183,00
<i>Evolutie</i>	17,90%	33,37%	21,88%	28,56%	19,85%	6,53%
Profit operational (EBIT)	28.991.476	19.554.353	34.858.786	38.393.309	56.924.973	109.513.124
<i>Evolutie</i>	10,18%	-32,55%	78,27%	10,14%	48,27%	92,38%
Rezultat financiar	-15.992.713	-18.385.241	-20.582.241	-14.559.427	-29.780.069	-30.700.024
Costul finantarii	-11.270.696	-13.336.592	-14.201.686,00	-17.567.816	-20.649.295	-23.263.623
<i>Evolutie</i>	-11,08%	18,33%	6,49%	23,70%	17,54%	12,66%
Alte venituri si cheltuieli financiare	-4.722.017	-5.048.649	-6.380.555,00	3.008.389	-9.130.774	-7.436.402
Alte cheltuieli financiare	-4.722.017	-5.048.649	-6.380.555,00	0	-9.130.774	-7.436.402
Rezultat brut	12.998.763	1.169.112	14.276.545	23.833.882	27.144.904	78.813.099
Impozit pe profit	-3.093.994	-2.411.102	-5.544.920	-7.051.245	-9.164.677	-16.629.731
Rezultat net	9.904.769	-1.241.990	8.731.625	16.782.637	17.980.227	62.183.369
<i>Evolutie</i>	29,37%	-112,54%	-803,04%	92,21%	7,14%	245,84%

Atribuibil actionarilor companiei-mama	8.580.871	-5.109.958	4.382.702	13.370.348	14.686.653	54.622.593
<i>Evolutie</i>	<i>31,07%</i>	<i>-159,55%</i>	<i>-185,77%</i>	<i>205,07%</i>	<i>9,84%</i>	<i>271,92%</i>

Rezultatele financiare ale grupului au reflectat interesul pentru o crestere accelerata, cifra de afaceri urcand de 2,78

Sursa: EquityRT, calcule Prime Transaction

de ori intre 2015 si 2020. In aceeasi perioada, cheltuielile operationale au crescut de 2,67 de ori, o crestere mai mica decat cea a veniturilor, ceea ce a ajutat la accelerarea cresterii profitului operational.

Trebuie facuta distinctia intre perioada 2015-2019 si anul 2020. In prima perioada cresterea cifrei de afaceri a fost una foarte rapida, inasa cea a profitului nu a reusit sa tina pasul, in timp ce in anul 2020 situatia s-a inversat, cu o crestere mai mica a veniturilor si una mult mai mare a profitului, atat operational cat si net. Inversarea tendintei in 2020 a avut de a face cu pandemia COVID si ramane de vazut in ce masura marjele mai mari de profit se vor mentine dupa ce lucrurile se vor mai linisti din acest punct de vedere.

Un aspect pozitiv este cresterea moderata a costului finantarii, sub cea a cifrei de afaceri si a profitului, motivul principal pentru acest lucru fiind reducerea ratelor de dobanda. Compania a mizat in mod inspirat pana acum pe utilizarea imprumuturilor pentru extindere, costurile fiind mai mici decat beneficiile. Deocamdata e greu de spus cand se va incheia perioada banilor ieftini si cat de abrupta va fi cresterea dobandzilor atunci cand ea va incepe. La fel de greu este sa anticipam daca pana atunci MedLife va incheia campania de extindere si va trece la o strategie mai prudenta in ceea ce priveste datoriile.

Bilantul

Indicator (RON)	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Active totale	384.732.965	466.119.460	603.345.487	754.094.206	1.056.954.761	1.183.586.716
Active circulante	66.434.604	83.637.054	171.002.820	163.919.759	210.976.471	284.352.646
Numerar si echivalente	5.881.496	0	79.227.766	34.206.159	38.886.218	82.999.742
Creante comerciale	41.799.756	43.203.974	58.450.406	78.957.879	100.323.815	121.924.912
Alte creante	256.414	2.357.689	5.549.527	13.117.114	20.770.400	17.810.863
Stocuri	13.969.838	17.373.541	20.325.330	31.070.480	43.390.267	53.058.509
Cheltuieli in avans	4.145.435	0	7.068.126	6.186.462	7.224.106	8.558.620
Active imobilizate	318.298.361	375.364.713	432.342.667	590.174.447	845.978.290	899.234.070
Imobilizari corporale	280.210.741	304.857.393	325.845.288	458.033.010	491.151.660	535.863.318
Drept de folosinta	0	0	0	0	135.769.712	145.828.459
Imobilizari necorporale	13.811.734	26.512.923	34.299.738	39.647.014	43.275.568	46.755.678
Fond comercial	24.275.015	43.993.237	66.035.963	82.378.647	96.007.730	146.164.116
Alte active financiare	871	1.160	6.161.678	10.115.776	79.773.620	24.622.499
Datorii pe termen scurt	126.908.059	145.300.339	167.577.743	245.246.366	343.634.518	339.030.068
Portiune curenta datorii pe termen lung	17.907.388	19.127.593	36.642.740	23.162.490	24.802.015	51.209.903
Descoperire de cont	15.513.594	1.267.442	2.013.469	30.911.018	29.011.944	27.127.907
Portiune curenta leasing financiar	7.032.056	7.031.122	3.177.961	8.949.472	49.435.191	46.135.009
Datorii comerciale	73.170.998	98.432.380	103.839.523	140.970.528	172.829.534	158.041.723
Datorii pe termen lung	170.628.414	213.144.255	252.909.151	313.538.596	485.236.579	554.217.519
Datorii financiare termen lung	143.524.638	202.761.616	242.797.699	287.013.365	345.952.241	411.354.238

Leasing termen lung	12.294.667	10.382.639	10.111.452	26.525.231	132.634.338	139.538.281
Datorii totale	297.536.473	373.100.576	435.683.528	575.221.304	848.861.418	915.326.384
Capital propriu	87.196.492	93.018.884	167.661.959	178.872.902	208.093.343	268.260.333
Atribuibil actionarilor companiei-mama	81.296.848	81.546.473	152.036.571	159.350.814	185.223.860	241.395.742

Sursa: EquityRT, calcule Prime Transaction

Activele totale au avut o evolutie apropiata de cea a veniturilor, ba chiar s-au mentinut aproape de acestea si in valoare absoluta. Cea mai mare parte a lor este concentrata in zona de imobilizari corporale, impartite in ultimii doi ani intre imobilizari corporale propriu-zise si drepturi de folosinta. Totusi, procentul lor in totalul activelor a scazut de la circa 70% in anii trecuti pana la 57,6% in 2020, concomitent cu o crestere a ponderii activelor circulante si a fondului comercial rezultat din achizitia de noi companii.

In ceea ce priveste pasivele, raportul intre datoriile totale si capitalul propriu a avut o stabilitate remarcabila in ultimii ani, mentinandu-se in zona de 80% datorii si 20% capital propriu, cu mici variatii intr-o directie sau in cealalta. Pe de alta parte, ponderea datoriilor financiare, incluzandu-le si pe cele de leasing, in activele totale, a crescut de la circa 50% sau chiar mai putin pana la 57%, cresterea fiind mai pronuntata in 2019 si 2020. Campania de achizitii de noi companii a facut ca ponderea capitalului aferent actionarilor companiei mama in totalul capitalului propriu al grupului sa scada de la aproape 100% in 2013 pana la 90% in 2020, dupa ce in 2016 ajunsese chiar la un minim de 87,7%.

Indicatori importanti

Indicator (RON)	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Risc financiar						
Datorii financiare nete/EBITDA	3,42	3,95	2,77	3,59	3,67	2,79
Numerar/Active	1,53%	4,44%	13,13%	4,54%	3,68%	7,01%
Datorii totale/Active	77,34%	80,04%	72,21%	76,28%	80,31%	77,33%
Rezultate financiare						
EBITDA (mil. RON)	55,74	55,65	77,94	95,38	147,85	212,57
Lichiditate						
Rata rapida	0,38	0,44	0,82	0,46	0,41	0,60
Rata curenta	0,52	0,58	1,02	0,67	0,61	0,84
Rata numerarului	0,05	0,14	0,47	0,14	0,11	0,24
Efect de levier	3,66	4,58	2,87	3,61	4,58	3,79
Capital de lucru/Venituri	4,01%	5,71%	4,97%	3,67%	3,07%	1,13%
Rentabilitate						
Rentabilitatea activelor (ROA)	2,32%	-1,19%	0,84%	1,94%	1,65%	5,00%
Rentabilitatea capitalului propriu (ROE)	11,12%	-6,33%	4,50%	8,53%	8,73%	26,20%
Eficienta operationala						
Rata de rotatie a activelor	1,07	1,18	1,19	1,15	1,09	0,99
Rata de rotatie capital propriu	5,13	6,30	6,40	5,07	5,80	5,22

Profitabilitate						
Marja operationala	7,33%	3,85%	5,59%	4,83%	5,84%	10,07%
Marja neta	2,17%	-1,00%	0,70%	1,68%	1,51%	5,02%
Marja EBITDA	14,09%	10,94%	12,51%	12,00%	15,16%	19,55%
Rata efectiva de impozitare	23,80%	206,23%	38,84%	29,58%	33,76%	21,10%

Sursa: EquityRT, calcule Prime Transaction

In tabelul de mai sus sunt cativa dintre indicatorii cei mai importanti calculati din rezultatele financiare ale grupului, precum si evolutia lor de-a lungul ultimilor 6 ani. O parte dintre ei, cum ar fi Datoria financiara neta/EBITDA sau Datoriile totale/Activele totale au fost prezentati si mai sus in contextul situatiei datoriilor grupului. Celalalt indicator de risc financiar, Numerar/Active totale, era la finalul anului 2020 peste nivelul din majoritatea anilor precedenti, cu exceptia celui din 2017, un aspect pozitiv, desigur. Totusi, indicatorul trebuie corelat cu altii complementari, pentru ca numerarul poate avea variatii mari pe termen scurt, in functie de varfurile de plata sau de incasari care pot aparea in activitatea companiei.

Indicatorii de lichiditate sunt sub nivelul considerat confortabil pentru majoritatea companiilor, atat rata curenta de lichiditate, calculata ca raport intre activele circulante si datoriile pe termen scurt, cat si cea rapida, care scoate din calcul stocurile si cheltuielile in avans, fiind subunitare. Mediana emitentilor europeni din acelasi sector de activitate este de 1,42 pentru rata curenta si 0,97 pentru cea rapida, cu peste 50% mai sus decat in cazul MedLife.

Daca in privinta altor indicatori exista o stabilitate mai mare in timp, ratele de rentabilitate si cele de profitabilitate se impart in doua: cele pre-2020 si cele din 2020. Anul trecut a adus o crestere substantiala pentru profitul operational si pentru cel net, iar impreuna cu ele au crescut si toti indicatorii referitori la profit. Anterior evolutia era una destul de lina, cu indicatorii aflati in mod constant la un nivel mic.

Evaluare

Evaluare pe baza multiplilor de piata

Companie	Tara	P/BV	P/E	P/S	EV/Sales	EV/EBITDA
Medical Park Saglik Hizmetleri	Turcia	18,05	74,23	1,20	1,70	7,24
Enel-Med Sa	Polonia	3,86	91,08	0,97	1,50	8,67
Mediclin Ag	Germania	1,20	-	0,34	0,97	5,64
Medicover	Suedia	3,00	98,45	1,49	1,86	12,15
Athens Medical C.S.A.	Grecia	1,79	-	0,75	1,31	11,18
Pihlajalinn Oyj	Finlanda	2,45	30,21	0,54	0,98	5,80
Garofalo Health Care Spa	Italia	2,50	89,17	2,52	2,97	16,32
Spire Healthcare Group Plc	U.K.	0,96	-	0,78	2,01	3,37
Medie (fara valori extreme)		2,25	71,17	1,08	1,66	8,80
Mediana pe intregul sector		3,80	29,72	2,82	3,21	12,14
MedLife (M)	Romania	5,27	24,89	1,25	1,86	9,51
Pret curent MedLife		9,9800 RON				
Valoare estimata cu media multiplilor companiilor similare		4,2615	28,5379	8,5834	8,9185	9,2307
Medie valoare estimata		11,9064 RON				

Valoare estimata cu mediana multiplilor intregului sector		7,1962	11,9167	22,5149	17,2235	12,7400
Medie valoare estimata		14,3183 RON				

Sursa: EquityRT, calcule Prime Transaction

Pentru evaluarea pe baza multiplilor de piata am avut in vedere emitentii europeni cu activitati similare, luand in calcul si cifra de afaceri, pentru care am considerat ca intervalul 100 mil. USD – 1,5 mld. USD este unul relevant. In acest fel am ajuns la o selectie de 8 emitenti din tari diferite, toti cu activitati in zona serviciilor medicale pe care le presteaza si MedLife. De la caz la caz, exista diferente mai mici sau mai mari fata de modelul de business al MedLife, fara sa fie vorba insa de niste diferente radicale. Cele mai mari astfel de diferente sunt in cazul Medical Park Saglik Hizmetleri, din Turcia, care opereaza doar spitale, si Mediclin AG, din Germania, care are si centre de dezintoxicare si camine de batrani.

Fiind vorba de un numar mic de emitenti, nu am folosit mediana valorilor indicatorilor, ci media, din care am exclus valorile considerate extreme. Un caz particular este cel al multiplului P/E (Pret/Profit pe actiune), unde avem mai multe valori ridicate, in final fiind eliminata doar cea mai mare dintre ele, cea a Medicover, din Suedia.

Per total se observa ca rezultatele mai bune au fost obtinute cu multiplii care includ profitul, in timp ce la polul opus este indicatorul P/BV (Pret/Capital propriu pe actiune), influentat de gradul ridicat de indatorare. Trebuie avut in vedere pe de o parte faptul ca profitabilitatea MedLife in anul 2020 a fost mult mai mare decat in anii precedenti, si pe de alta parte faptul ca multiplii P/E ai celorlalti emitenti analizati sunt peste intervalul obisnuit intalnit pe pietele de capital. Am ales, totusi, sa nu scoatem din calcul indicatorul P/E, pentru ca el face parte din contextul general, fiind compensat de valorile mici ale multiplilor raportati la cifra de afaceri, P/S si EV/Sales. Acest lucru se poate vedea usor urmarind mediana multiplilor pe intregul sector de servicii medicale (pentru emitentii din Europa). Daca in cazul P/E valoarea este mult mai mica, fiind mai jos de 30, P/S si EV/Sales sunt cel putin duble fata de media celor 8 emitenti cu care am facut comparatia. Motivul este diferenta dintre marjele de profit, mai mici pe activitatea specifica a MedLife si mai mari pe intregul sector de servicii medicale. O situatie asemanatoare putem vedea si pe piata de servicii medicale din Romania, estimarea KeysFin pentru 2019 aratand un profit net total al pietei de 2,6 mld. RON la afacerile de 13,9 mld. RON, corespunzator unei marje nete de aproape 19%. Este mult peste nivelul obtinut de MedLife si cu atat mai mult peste Regina Maria, care era pe pierdere in 2019.

Chiar daca valoarea intrinseca obtinuta pare distorsionata de valoarea obtinuta cu multiplul P/E, ea este mai mica decat cea care ar fi rezultat facand comparatia cu mediana multiplilor pentru intregul sector. In aceste conditii, consideram ca valoarea este una relevanta, P/E facand si el parte, asa cum spuneam, din ecuatie generala.

Evaluare pe baza fluxurilor de numerar viitoare (DCF)

Proiectia rezultatelor financiare viitoare

Indicator (mil. RON)	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Venituri totale	1.087,55	1.250,68	1.500,82	1.725,94	1.984,83	2.183,31
Evolutie	11,46%	15,00%	20,00%	15,00%	15,00%	10,00%
Cheltuieli operationale	-978,04	-1.134,52	-1.384,12	-1.619,42	-1.846,13	-2.012,29
Evolutie	6,53%	16,00%	22,00%	17,00%	14,00%	9,00%
Profit operational	109,51	116,16	116,70	106,52	138,70	171,03
Evolutie	92,38%	6,07%	0,47%	-8,72%	30,20%	23,31%

Marja operationala	10,07%	9,29%	7,78%	6,17%	6,99%	7,83%
Costul finantarii	-23,26	-26,75	-32,10	-40,13	-52,17	-70,43
Evolutie	12,66%	15,00%	20,00%	25,00%	30,00%	35,00%
Profit net	62,18	75,10	71,06	55,77	72,68	84,50
Evolutie	245,84%	20,77%	-5,38%	-21,52%	30,32%	16,26%
Marja neta	5,72%	6,00%	4,73%	3,23%	3,66%	3,87%

Sursa: estimari Prime Transaction

In estimarea valorii companiei pe baza fluxurilor de numerar viitoare am luat in calcul cateva ipoteze principale, expuse mai jos. Atragem atentia ca nu e vorba de o estimare propriu-zisa a rezultatelor financiare, ci de un scenariu pe care il consideram plauzibil pentru perioada urmatoare.

- Cresterea veniturilor ne asteptam sa fie in continuare una accelerata, grupul avand posibilitatea sa continue campania de extindere in anii urmatori. Momentan nu se intrevad cresteri iminente ale ratelor de dobanda, iar dupa ce aceste cresteri vor incepe sa aiba loc, va mai dura o perioada pana cand vor face neatractiva indatorarea suplimentara. Am luat in calcul o varianta destul de prudenta din acest punct de vedere, cu cresteri de pana la 20%, sub cele inregistrate in intervalul 2016-2019. Cresterea de 15% din 2021 este egala cu cea estimata si de conducerea MedLife in Bugetul de Venituri si Cheltuieli (BVC) publicat pentru acest an. Este o varianta destul de prudenta, daca luam in considerare ca in primul semestru al anului vom avea si un efect de baza fata de 2020, atunci cand mai multe dintre unitatile MedLife au fost inchise pentru o perioada.
- Marja neta ar urma sa ramana in 2021 la un nivel ridicat comparativ cu valorile istorice, contextul fiind unul foarte apropiat de cel din a doua jumatate a lui 2020. Ulterior ne asteptam ca ea sa mai scada, mai ales in conditiile continuarii campaniei de extindere, insa nu pana la valorile atinse in mod obisnuit inainte de 2020. Pe masura ce cresterea accelerata va fi inlocuita de consolidare, marja neta ar trebui sa creasca din nou spre valori apropiate de cele din prezent. Perioada de consolidare este plasata la finalul celor 5 ani din tabel, insa ea poate veni mai devreme sau mai tarziu, in functie de conditiile de pe piata monetara.
- Profitul net pentru 2021 este mai mic decat cel estimat in BVC (81,3 mld. RON), am preferat sa fim prudenti din acest punct de vedere, fiind vorba oricum de o marja neta mult peste cele din trecut. In privinta marjelor nete si marjelor operationale din anii urmatori, lucrurile sunt mai nuanstate. Pe de o parte putem vorbi de prudenta, mergand pe ipoteza scaderii lor fata de nivelul actual. Pe de alta parte, valorile minime din tabel sunt in zona maximelor inregistrate inainte de 2020. In final va fi foarte important contextul post-pandemie, combinat cu abilitatea managementului de a mentine profitabilitatea cat mai aproape de nivelul de acum sau, de ce nu, chiar mai sus.
- Costul finantarii este estimat sa inregistreze cresteri mai mari de la un an la altul. Dobanzile sunt in prezent la valori foarte mici si e foarte greu sa mai scada, iar datoriile grupului sunt pe un trend crescator. Acest trend, combinat cu o crestere foarte probabila a ratelor de dobanda, fundamenteaza ipoteza pe care am mers.

Calculul valorii intrinseci

Indicator (mil. RON)	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
EBIT*(1-T)	97,57	98,03	89,48	116,51	143,66
+ Amortizare	133,98	174,17	217,71	272,14	326,57
- Variatie capital de lucru	-32,10	-3,21	4,81	14,44	57,78
- Cheltuieli de capital	112,19	145,85	182,32	227,90	273,47
FCFF	151,46	129,56	120,06	146,31	138,98

WACC	6,84%				
Factor actualizare	1,0684	1,1415	1,2196	1,3030	1,3921
FCFF actualizat	141,76	113,50	98,45	112,29	99,84
Rata de crestere in perpetuitate (g)					3,00%
Terminal Value					3.727,84
Terminal Value actualizat	2.677,85				
Enterprise Value	3.243,68				
+ Numerar	83,00				
- Datorii	675,37				
Equity Value	2.651,32				
Valoare actionari compania mama	2.386,18				
Numar actiuni	132.870.492				
Valoare estimata pe actiune	17,9587				

Sursa: estimari Prime Transaction

In afara de ipotezele expuse mai sus, pentru estimarea valorii actualizate a fluxurilor de numerar viitoare am mai luat in calcul:

- Cresterea accelerata a cheltuielilor de capital si a amortizarii si deprecierii, in linie cu ipoteza principala a cresterii accelerate a afacerii in anii urmatiori.

Indicator	Valoare
Costul capitalului propriu (CAPM)	12,30%
➤ Rata fara risc	3,35%
➤ Prima de risc a pietei	14,92%
○ Randamentul pietei (medie BET-TR 5 ani)	18,87%
○ Randament mediu titluri de stat 10 ani	3,95%
➤ Beta (2 ani)	0,6
Costul datoriilor	4,5%
Pondere capital propriu	30%
Pondere datorii	70%
WACC	6,84%

Sursa: estimari Prime Transaction

- Inversarea treptata a tendintei actuale de scadere a capitalului de lucru, pe masura ce afacerea se va consolida.
- Costul mediu ponderat al capitalului (WACC) de 6,84%, influentat de:
 - Costul capitalului propriu, calculat prin metoda CAPM (Capital Asset Pricing Model) de 12,3%, influentat la randul sau de:
 - Rata fara risc de 3,35%, egala cu randamentul actual al titlurilor de stat romanesti la 10 ani
 - Prima de risc a pietei de 14,92%, calculata ca diferenta intre randamentul mediu anual obtinut in ultimii 5 ani de indicele BET-TR si media randamentelor titlurilor de stat la 10 ani pe aceeaasi perioada
 - Indicatorul Beta, care masoara volatilitatea emitentului raportat la intreaga piata, de 0,6, calculat pentru ultimii 2 ani.
 - Costul datoriilor de 4,5%. Este o cifra mai mare decat media dobanzilor platite in acest moment de grup, insa mai mica decat valorile inregistrate pana in 2018 inclusiv. In viitor ne asteptam ca dobanzile sa revina la un nivel mai ridicat decat acum, insa e greu de spus in ce ritm se va intampla acest lucru.
 - Pondere capitalului propriu de 30% si a datoriilor de 70% in mixul de finantare. Procentele sunt apropiate de cele inregistrate in ultimii ani.

Rezultatul final este o valoare intrinseca estimata de 17,9587 lei/actiune obtinuta prin metoda DCF. Luand in calcul ambele tipuri de evaluare, rezulta o valoare medie de 14,9326 lei/actiune, cu 49,62% mai mare decat pretul de 9,98 lei/actiune inregistrat la finalul sedintei de tranzactionare din 25 martie. Nu este o recomandare de investitii, ci doar o valoare intrinseca pe care o estimam pentru afacere, in conditiile detaliate mai sus. Ea este dependenta de confirmarea sau nu a ipotezelor luate in calcul, cele mai importante dintre ele fiind cele referitoare la mentinerea marjei de profit peste nivelul dinainte de 2020 si la evolutia pietei monetare. Pretul de piata este influentat de mai multi factori decat valoarea intrinseca a emitentului, asa ca nici confirmarea tuturor ipotezelor nu inseamna neaparat o convergenta a pretului de piata spre valoarea intrinseca.

Departament analiza,

Marius Pandele

*. Primești informație optimizată și relevantă pentru tine!
Cum?*

Raportul săptămânal

Ce s-a întâmplat săptămâna aceasta pe bursă, ce știri au mișcat prețurile, ce acțiuni au fost cele mai tranzacționate, ce a crescut și ce a scăzut, cum au evoluat acțiunile pe sectoare și nu numai.

Editoriale

Opinii ale specialiștilor Prime Transaction privind evenimente bursiere, trenduri economice sau orice alte evoluții cu impact asupra pietelor bursiere.

Intra în Prime Analyzer apăsând pe „Prime Analyzer” după ce te autentifici și informează-te în fiecare zi!

Descopera în Prime Analyzer: Graficele pentru toți emitenții, Comparatia Rapida, Rezultatele financiare, Calendar Financiar, Stirile sortate pe emitent, Indicatori financiari, Fise de emitent și multe altele...

Newsletter Prime Transaction

Fii conectat cu piața bursieră, primind informații relevante. Dacă dorești să primești știri importante, analize de piață, opinii ale specialiștilor noștri și multe alte resurse pentru a înțelege piața bursieră sau pentru a creiona strategii de investiții [inscrie-te](#) la newsletter-ul nostru



București, Sector 3, str. Caloian Județul 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.

SSIF Prime Transaction SA avertizeaza clientul asupra riscurilor inerente tranzactiilor cu instrumente financiare, incluzand, fara ca enumerarea sa fie limitativa, fluctuatia preturilor pietei, incertitudinea dividendelor, a randamentelor si/sau a profiturilor, fluctuatia cursului de schimb. 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. SSIF Prime Transaction SA avertizeaza clientul ca performantele anterioare nu reprezinta garantii ale performantelor viitoare.

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. Investitorii sunt avertizati ca orice strategii, grafic, metodologii 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.

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.

Acest raport a fost intocmit in contextul derularii de catre BVB a unui Program de promovare cu scopul imbunatatirii vizibilitatii societatilor listate la bursa si accesul investitorilor la informatii fundamentale de calitate. Prime Transaction declara ca acest raport nu a fost comunicat pentru consultarea emitentului la care se refera in mod direct sau indirect.

Analistul/analistii care au pregatit acest raport si persoanele in legatura cu acesta/acestia, prin prezenta certifica ca:

1. nu au nici un interes financiar in instrumentele financiare care ar include compania/companiile mentionate in prezentul raport.
2. nici o parte a compensatiei analistului/analistilor care au pregatit acest raport nu este sau nu va fi direct sau indirect legata de recomandarile sau opiniile specifice exprimate in acest raport.

Istoricul rapoartelor publicate si a recomandarilor formulate de SSIF Prime Transaction SA se gaseste pe site-ul www.primet.ro, la sectiunea „Informatii piata”/”Materiale analiza”. 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.

Autoritatea cu atributii de supraveghere a SSIF Prime Transaction SA este Autoritatea de Supraveghere Financiara, <http://www.asfromania.ro>.



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