



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

Raport de analiza MedLife SA – Update

Sumar:

- Campania de achizitii din ultimele sase luni a fost mai agresiva decat in trecut, chiar daca momentul coincide cu inrautatirea atat a conditiilor economice, cat si a celor de finantare.
- Inflatia a avut ca efect o evolutie in directii diferite a veniturilor si profitului, cresterea sustinuta a cifrei de afaceri fiind insotita de o crestere si mai mare a cheltuielilor operationale, avand ca efect final inrautatirea marjelor de profit.
- Scaderea pretului actiunii in paralel cu cea a profitului a facut ca evaluarea prin comparatia multiplilor de piata sa furnizeze un rezultat apropiat de cel din urma cu sase luni.
- Evaluarea prin metoda DCF, pe de alta parte, a avut un rezultat mult mai slab decat in materialul din martie, fiind influentata in sens negativ atat de scaderea profitabilitatii, cat si de cresterea costului mediu ponderat al capitalului.
- Valoarea intrinseca estimata este din nou mai mica atat in raport cu pretul actiunii, cat si in raport cu valoarea din materialul anterior. Si de aceasta data diferenta intre cele doua metode este una mare, insa a mai scazut fata de rapoartele precedente. Trebuie avut in vedere si faptul ca unele ipoteze pe care le-am luat in calcul in evaluarea DCF s-ar putea dovedi optimiste daca economia merge in aceeasi directie ca pana acum.

Valoare intrinseca
 estimata (lei/actiune)

16,1906

Departamentul Analiza
 +4021.321.40.90
analiza@primet.ro

Date bursiere

Indicator	Valoare
Pret inchidere 16.09.2022	19,3600
Capitalizare	2.572.372.725
Variatie pret YTD	-19,00%
➤ Relativ la BET	-9,98%
Variatie pret 1 luna	-1,93%
Variatie pret 12 luni*	13,22%
➤ Relativ la BET*	+18,14%
Maxim 52 saptamani*	26,0000
Minim 52 saptamani*	15,7000
Valoare medie tranzactii 60 zile	626.791 RON

Sursa: EquityRT, Prime Analyzer, BVB

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.

Evolutii semnificative de la ultimul raport

Dupa evolutia foarte volatila a pretului actiunii intre toamna lui 2021 si primavara acestui an, acesta a intrat intr-o zona de consolidare in intervalul 18-20 lei pe actiune, zona in care se afla si in prezent.

Nu se poate spune acelasi lucru si despre rezultatele financiare, care au inceput sa mearga mai mult in jos pe masura ce rata inflatiei a continuat sa creasca. Grupul se afla intr-o pozitie deloc de invidiat in contextul actual, activand pe o piata foarte competitiva, cu posibilitati limitate de a transfera cresterile de costuri catre clienti, si avand ca furnizor principal de servicii o categorie profesionala care isi permite sa transfere mai departe aceste costuri, cea a medicilor.

In ciuda conditiilor economice nefavorabile, strategia de extindere prin achizitii a fost pusa in aplicare in continuare, cu impact pozitiv asupra veniturilor grupului. Finantarea a venit in continuare in principal din credite, riscurile asumate din acest punct de vedere incepand sa devina mai evidente pe masura ce ratele de dobanda cresc, atat la euro, cat si la lei.



Sursa: BVB

Indice	Pondere
BET	3,72%
BET-XT	3,67%
BET-BK	4,84%
BET Plus	3,46%
BET-TR	3,62%
BET-XT-TR	3,57%
ROTX	4,39%

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	9,50

Sursa: BVB, Prime Analyzer

Actionar	Numar actiuni	Procent
Fondatori, dintre care	53.247.397	40,07%
Mihail Marcu	20.552.307	15,63%
Mihaela-Gabriela Cristescu	18.660.690	14,19%
Nicolae Marcu	14.034.400	10,67%
Institutionali, dintre care:	60.249.233	45,34%
NN Pensii	17.016.235	12,81%
Allianz Pensii	11.216.976	8,44%
Generali Pensii	6.264.450	4,71%
Aegon Pensii	4.150.245	3,12%
Metropolitan Life Pensii	3.472.580	2,61%
The Vanguard Group, Inc.	2.807.644	2,13%
BCR Pensii	1.981.324	1,49%
Free float total	79.623.095	59,93%

Sursa: BVB, EquityRT, raportari fonduri

Printre evenimentele importante de la ultimul raport s-au mai numarat:

- Continuarea si chiar accelerarea campaniei de achizitii: au fost achizitionate 80% din actiunile grupului Medici's din Timisoara, 100% din actiunile Life Med, care opereaza doua clinici in Bucuresti, 60% din Pro Life Clinics, cu o clinica in Iasi, 80% din centrul Profilaxis din Timisoara (toate trei fiind integrate in brandul „Sfanta Maria”, orientat catre serviciile medicale finantate prin CAS), 100% din Centrul Medical de Diagnostic si Imagistica Tomorad din Sfantu Gheorghe, 60% din Centrul Medical de Gastroenterologie din Targu Mures, 100% din grupul Medicris Oradea (prin intermediul Genesys Arad), pachetul majoritar al companiei care opereaza salile de fitness Sweat Concept (nu a fost publicat procentul exact), 99,76% din Muntenia Medical Competences, operatorul Muntenia Hospital din Pitesti, 60% din clinica de oftalmologie Opticristal din Brasov si pachetul majoritar in cadrul platformei digitale SanoPass (nici in acest caz nu se stie despre ce procent e vorba). De asemenea, in luna mai a fost aprobata de catre Consiliul Concurentei achizitia integrala a OncoCard Brasov, tranzactie realizata in prima parte a anului. A fost de departe cea mai intensa perioada din acest punct de vedere de cand acoperim acest emitent, o perioada care se suprapune peste cresterea iminenta a costurilor de finantare si scaderea puterii de cumparare a clasei de mijloc, erodata de inflatie. Din pacate, informatiile furnizate de companie se rezuma la numele companiei achizitionate si procentul de actiuni (uneori nici acesta), fara sa existe detalii referitoare la valoarea tranzactiei sau la rezultatele financiare ale acestor companii. Pentru unele dintre ele exista date publice, insa in cazul grupurilor e imposibil de stiut ce a cumparat de fapt MedLife.
- Pe partea de dezvoltare organica a fost inaugurata Hyperclinica din Targu Mures, cu o suprafata de 1.000 mo, in urma unei investitii de 2 mil. EUR.

Conducerea companiei

Nume	Functie
Ovidiu Fer	Independent Director
Voicu Cheta	Independent Director
Ana Maria Mihaescu	Independent Director
Dimitrie Pelinescu-Onciul	Director
Nicolae Marcu	Chief Healthcare & Operations Officer And Director
Dorin Preda	Chief Finance, Treasury & Director
Mihail Marcu	Chairman & CEO

Sursa: EquityRT

Analiza rezultatelor financiare preliminare pentru T2 2022 si S1 2022

Indicator (RON)	T2 2022	T2 2021	Evolutie T2	S1 2022	S1 2021	Evolutie anuala
Cifra de afaceri	441.534.858	339.526.743	30,04%	860.395.896	677.290.415	27,04%
- Clinici	155.127.955	98.918.933	56,82%	288.641.376	194.244.223	48,60%
- Stomatologie	30.531.702	24.246.121	25,92%	56.062.067	46.261.681	21,18%
- Spitale	94.771.417	79.460.553	19,27%	180.421.028	157.738.345	14,38%
- Laboratoare	51.227.768	66.286.389	-22,72%	107.200.195	142.421.658	-24,73%
- Vanzari corporative	56.334.388	52.779.540	6,74%	107.751.134	103.467.517	4,14%
- Farmacii	16.552.974	12.131.654	36,44%	35.279.714	23.423.761	50,62%
- Altele	36.988.654	5.703.553	548,52%	85.040.382	9.733.230	773,71%
Alte venituri operationale	2.210.811	1.316.620	67,92%	4.258.600	2.361.661	80,32%
Venituri operationale totale	443.745.669	340.843.363	30,19%	864.654.496	679.652.076	27,22%

Cheltuieli operationale totale	-415.423.660	-291.327.013	42,60%	-795.476.602	-576.526.627	37,98%
Rezultat operational	28.322.009	49.516.350	-42,80%	69.177.894	103.125.449	-32,92%
Costul finantarii	-9.042.265	-6.404.621	41,18%	-16.094.864	-12.314.202	30,70%
Alte cheltuieli financiare	-108.101	-863.597	-87,48%	-381.157	-5.560.501	-93,15%
Rezultat financiar net	-9.150.366	-7.268.218	25,90%	-16.476.021	-17.874.703	-7,82%
Profit brut	19.171.644	42.248.132	-54,62%	52.701.873	85.250.746	-38,18%
Impozit pe profit	-3.078.708	-6.799.666	-54,72%	-7.054.906	-13.699.390	-48,50%
Profit net	16.092.936	35.448.466	-54,60%	45.646.967	71.551.356	-36,20%
Atribuibil actionarilor societatii mama	14.326.965	32.410.715	-55,80%	41.618.275	64.393.437	-35,37%

Sursa: raportari companie, calcule Prime Transaction

Veniturile si profitul MedLife au continuat sa mearga in directii opuse, o tendinta inceputa inca de la jumatatea anului trecut.

Politica de dezvoltare prin achizitii si cresterea generalizata a preturilor au dus cifra de afaceri cu 30,04% mai sus, de la 339,53 mil. RON in T2 2021 la 441,53 mil. RON in T2 2022. Comparativ, in primele trei luni ale anului cifra de afaceri a crescut cu 24,01%.

Mai mult de jumatate din aceasta crestere a venit de la segmentul de clinici, veniturile aduse de acesta crescand cu 56,82%, sau 56,21 mil. RON. Cresterea a venit atat de la numarul mai mare de vizite (+30,65%), cat si de la venitul mediu generat de fiecare vizita in parte (+20,04%). A doua sursa importanta de crestere a veniturilor a fost segmentul „Altele”, reprezentat in proportie covarsitoare de distributia de medicamente. In mod surprinzator, segmentul de distributie nu este inca prezentat separat in rezultatele financiare, desi aduce venituri mai mari decat cele de stomatologie si farmacii si se apropie de segmentele de laboratoare si vanzari corporative.

Spitalele au adus de asemenea o crestere importanta de venituri, 15,31 mil. RON trimestrial (+19,27%), de la 79,46 mil. RON la 94,77 mil. RON, in timp ce laboratoarele au fost, la fel ca si in T1, singurele pentru care veniturile au scazut, motivul cel mai probabil fiind efectul de baza fata de T2 2021, atunci inca se realizau multe teste pentru depistarea SARS-COV2. Mai exact, veniturile din laboratoare au scazut cu 22,72%, sau 15,06 mil. RON. Spre deosebire de trimestrele anterioare, inasa, scaderea a venit in principal de la numarul mai mic de analize (-28,86%), in timp ce venitul mediu pe analiza a crescut cu 8,64%.

Cresterea de 102,9 mil. RON a veniturilor operationale totale nu a fost de ajuns pentru a putea fi transferata catre profit, cheltuielile operationale inregistrand o crestere chiar mai mare, de 124,1 mil. RON (+42,6%). La fel ca si in cazul veniturilor, cheltuielile au fost trase in sus de consolidarea rezultatelor Pharmachem Distributie, acestea contribuind la o crestere de 389,09% a cheltuielilor cu marfurile (+38,76 mil. RON).

Exceptand efectul generat de integrarea afacerii de distributie de medicamente, cresterea cheltuielilor a venit din nou in principal de la costurile cu resursa umana. Cheltuielile cu salariile au urcat cu 30,77%, de la 83,03 mil. RON la 108,58 mil. RON, iar cele cu tertii, care contin in principal contracte cu medicii, cu 21,59%, de la 94,7 mil. RON la 115,14 mil. RON. Cresterile sunt apropiate de cele din primul trimestru al anului. Cheltuielile cu consumabilele si materialele de reparatii au avut si ele o crestere importanta, cu 31,4%, sau 17,97 mil. RON, dupa ce in primele trei luni fusesera aproape neschimbate fata de perioada similara din 2021.

Cresterea mare a cheltuielilor a facut ca profitul operational sa scada cu 42,80%, de la 49,52 mil. RON in T2 2021 la 28,32 mil. RON. Desi compania este una dintre cele mai indatorate de la BVB, rezultatul financiar nu a avut o influenta semnificativa,

contribuind cu doar 1,88 mil. RON la inrautatarea rezultatului net. Per total, profitul net a scazut cu ceva mai mult de jumatate, de la 35,45 mil. RON la 16,09 mil. RON (-54,60%). Este o scadere mult mai mare decat cea de 18,14% din T1, ducand profitul de pe primele sase luni la -36,2% fata de perioada similara din 2021.

Cresterea ratei inflatiei e de asteptat sa afecteze in continuare rezultatele MedLife, ea influentand in mod negativ profitul din trei directii: in primul rand prin cresterea cheltuielilor cu resursele umane, in al doilea rand prin reducerea potentialului de a creste baza de clienti, ca urmare a scaderii puterii de cumparare a acestora, si in al treilea rand prin cresterea costurilor de finantare.

Indicatori importanti

Indicator (RON)	2017	2018	2019	2020	2021	S1 2022 TTM
Risc financiar						
Datorii financiare nete/EBITDA	2,77	5,13	3,68	2,80	2,07	3,20
Numerar/Active	13,13%	3,74%	3,57%	6,93%	9,58%	6,10%
Datorii totale/Active	72,21%	78,31%	78,56%	77,28%	73,10%	75,44%
Rezultate financiare						
EBITDA (mil. RON)	77,94	95,38	147,82	212,01	285,61	265,43
Lichiditate						
Rata rapida	0,82	0,44	0,43	0,65	0,67	0,58
Rata curenta	1,02	0,64	0,66	0,89	0,92	0,87
Rata numerarului	0,47	0,13	0,12	0,26	0,33	0,21
Efect de levier	2,87	4,43	4,50	3,79	3,06	3,50
Capital de lucru/Venituri	-4,97	-3,44	-2,73	-0,90	1,41	0,51
Rentabilitate						
Rentabilitatea activelor (ROA)	0,84%	1,86%	1,48%	5,19%	7,92%	5,36%
Rentabilitatea capitalului propriu (ROE)	4,50%	8,53%	8,10%	27,23%	34,57%	23,26%
Eficienta operationala						
Rata de rotatie a activelor	1,19	1,11	1,06	0,99	1,10	1,08
Rata de rotatie a capitalului propriu	6,40	5,07	5,80	5,17	4,81	4,70
Profitabilitate						
Marja operationala	5,59%	4,83%	16,40%	16,67%	17,26%	14,36%
Marja neta	0,70%	1,68%	1,40%	5,26%	7,19%	4,95%
Marja EBITDA	12,51%	12,00%	15,16%	19,68%	20,01%	16,46%
Rata efectiva de impozitare	38,84%	29,58%	33,19%	18,83%	16,62%	15,42%

Sursa: EquityRT, calcule Prime Transaction

Asa cum era de asteptat, scaderea profitului a dus majoritatea indicatorilor grupului intr-o directie negativa. In combinatie cu cresterea gradului de indatorare, acest lucru a facut ca si indicatorii de lichiditate si risc financiar sa aiba evolutii negative fata de finalul anului trecut.

Raportul dintre datoriile financiare nete si EBITDA, unul dintre indicatorii importanti luati in calcul de banci in acordarea de credite catre companii, a ajuns la cel mai mare nivel de dupa 2019, avand in continuare spatiu de crestere daca profitabilitatea va continua sa se inrautateasca. La randul lor, indicatorii de lichiditate au avut cu totii valori mai slabe decat la finalul lui 2021, in conditiile in care si numerarul a scazut fata de acel moment.

Indicatorii de rentabilitate si profitabilitate au scazut si ei fara exceptie, ramanand totusi la valori considerabil mai mari decat cele dinainte de 2020. Contextul favorabil a facut ca anii 2020 si 2021 sa aduca profituri mult peste cele cu care ne obisnuise compania anterior, iar revenirea mai aproape de potentialul real pare acum o evolutie negativa.

Un amanunt pozitiv care ar putea fi trecut cu vederea este evolutia ratei de rotatie a activelor. Aceasta a ramas in aceeasi zona intre 2017 si 2022, ceea ce inseamna ca activele suplimentare adaugate (majoritatea prin achizitii) au putut fi integrate in grup cu aceeasi eficienta ca si cele detinute anterior, cel putin din punctul de vedere al veniturilor generate. In ceea ce priveste profitul evolutia a fost chiar mai buna, rentabilitatea activelor crescand considerabil de la sub 2% intre 2017 si 2019 pana la peste 5% in prezent. Acest lucru s-a datorat, inasa, si contextului favorabil din ultimii doi ani. Pentru viitor e greu de spus daca noile achizitii vor aduce si profituri in crestere, chiar daca vor putea fi integrate cu aceeasi eficienta operationala ca si cele dinaintea lor.

Situatia datoriilor financiare

Indicator (RON)	2017	2018	2019	2020	2021	S1 2022 TTM
Portiune curenta datorii pe termen lung	36.642.740	23.162.490	24.802.015	46.436.217	58.455.422	67.934.026
Descoperire de cont	2.013.469	30.911.018	29.011.944	27.127.907	25.493.223	32.136.239
Portiune curenta leasing	3.177.961	8.949.472	49.435.191	41.166.069	52.586.827	61.514.483
Imprumuturi pe termen lung	242.797.699	287.013.365	345.952.241	414.696.592	440.840.484	612.901.821
Leasing termen lung	10.111.452	26.525.231	132.634.338	147.097.180	149.685.246	182.927.880
Total datorii financiare	294.743.321	376.561.576	581.835.729	676.523.965	727.061.202	957.414.449
Procent din activele totale	48,85%	49,94%	55,05%	57,16%	51,29%	54,40%
Procent din capitalul propriu	175,80%	210,52%	279,60%	251,58%	190,63%	221,49%
Datorii financiare/EBITDA	3,78	3,95	3,94	3,19	2,55	3,61
Datorii financiare nete	215.515.555	342.355.417	542.949.511	594.553.568	591.202.314	850.008.383
Datorii financiare nete/EBITDA	2,77	3,59	3,67	2,8	2,07	3,20

Sursa: EquifyRT, raportarile companiei, calcule Prime Transaction

Asa cum am observat in raportul din luna martie, diferenta intre cresterea mare a limitei de credit si evolutia mult mai calma a datoriilor financiare din bilant insemna ca grupul are la dispozitie resurse financiare mari pentru achizitii, ceea ce s-a concretizat in campania agresiva de achizitii din cele sase luni scurse intre timp. In aceasta perioada, datoriile financiare totale au crescut cu peste 200 mil. RON, avand de data aceasta cea mai mare crestere de la o perioada la alta. Nu trebuie sa ometem faptul ca vorbim despre doar o jumătate de an, in care datoriile au crescut mai mult decat in oricare dintre anii anteriori luati in intregime.

Evident, indicatorii de indatorare au crescut si ei, inasa trebuie scos in evidenta faptul ca niciunul nu este mai slab decat era la finalul lui 2019, inaintea pandemiei COVID. Chiar si asa, riscurile sunt mai mari acum decat atunci, din cauza dobanzilor mult mai mari si a tendintei de crestere pe care acestea o manifesta in prezent.

Evaluare

Evaluare pe baza multiplilor de piata

Companie	Tara	P/BV	P/E	P/S	EV/Sales	EV/EBITDA
Medical Park Saglik Hizmetleri	Turcia	7,76	10,14	0,86	0,98	4,20
Enel-Med Sa	Polonia	2,33		0,83	1,16	10,58
Mediclin Ag	Germania	0,72	6,51		0,61	3,03
Medicover	Suedia	3,73	28,19	1,17	1,68	9,75
Athens Medical C.S.A.	Grecia	1,08	6,99	0,47	0,88	4,46
Pihljalinna Oyj	Finlanda	1,79	10,72		0,86	4,92
Garofalo Health Care Spa	Italia	1,22	15,80	1,04	1,47	7,42
Spire Healthcare Group Plc	U.K.	1,26	116,87	0,72	1,57	2,96
Medie (fara valori extreme)		1,73	11,19	0,85	1,15	4,50
Mediana pe intregul sector		1,89	13,81	2,12	2,13	9,30
MedLife (M)	Romania	6,73	29,90	1,47	1,99	8,94
Pret curent MedLife			19,3600 RON			
Valoare estimata cu media multiplilor companiilor similare		4,9819	7,2479	11,1585	11,2270	9,7389
Medie neajustata valoare estimata			8,8709 RON			
Medie ajustata valoare estimata			9,8431 RON			
Valoare estimata cu mediana multiplilor intregului sector		5,4361	8,9433	27,9552	20,7524	20,1346
Medie valoare estimata			16,6443 RON			

Sursa: EquityRT, calcule Prime Transaction

Evaluarea pe baza multiplilor de piata a fost realizata cu aceiasi emitenti ca si in cele doua rapoarte de anul trecut, criteriile dupa care ei au fost alesi fiind pozitionarea geografica, dimensiunea si modelul de business cat mai apropiat. Si de aceasta data am folosit ca indicator principal media fara extreme a multiplilor pentru companiile incluse in comparatie, separat fiind si un calcul cu mediana pentru intregul sector din care face parte MedLife (Servicii Medicale – Medical Care Facilities). De asemenea, la fel ca la raportul anterior, a fost exclus din calcul multiplul P/BV, care distorsioneaza rezultatul final prin valoarea sa extrema in cazul emitentului, ca rezultat al modelului de finantare bazat preponderent pe credite.

Nici de data aceasta diferentele intre valorile rezultate din comparatia cu fiecare multiplu in parte nu sunt unele mari, insa putem observa ca s-a inversat ordinea, valorile fiind mai mari pentru multiplii raportati la cifra de afaceri (P/S si EV/Sales), dupa ce data trecuta aveam valori mai mari in cazul celor raportati la profit (P/E si EV/EBITDA). E o situatie cauzata de evolutia in sensuri opuse a cifrei de afaceri si profitului, ceea ce a dus primii doi multipli mai jos si pe ceilalti doi mai sus pentru MedLife, fara ca acest lucru sa se intample si pentru mediile multiplilor emitentilor similari.

Valoarea medie ajustata este apropiata de cea din raportul anterior, fiind cu doar 2,12% mai mica decat atunci. Pentru toti cei 5 multipli, media emitentilor similari a scazut intre martie si septembrie. Spre deosebire de perioada anterioara, de data aceasta si multiplii MedLife au avut o tendinta generala de scadere, exceptia fiind P/E, care a urcat de la 26,15 la 29,90 din cauza scaderii profitului net. Scaderea pretului actiunii a facut ca diferenta dintre el si valoarea estimata prin comparatia multiplilor sa fie mai mica decat in trecut, insa ea ramane destul de mare, pretul actiunii fiind dublu fata de valoarea estimata.

Evaluare pe baza fluxurilor de numerar viitoare (DCF)

Proiectia rezultatelor financiare viitoare

Indicator (mil. RON)	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Venituri totale	1.442,37	1802,96	2163,56	2488,09	2736,90	3010,59
Evolutie	32,91%	25,00%	20,00%	15,00%	10,00%	10,00%
Cheltuieli operationale	-1.266,02	-1645,83	-1974,99	-2251,49	-2454,13	-2675,00
Evolutie	29,50%	30,00%	20,00%	14,00%	9,00%	9,00%
Profit operational	176,35	157,14	188,56	236,60	282,77	335,59
Evolutie	61,62%	-10,90%	20,00%	25,47%	19,52%	18,68%
Marja operationala	12,23%	8,72%	8,72%	9,51%	10,33%	11,15%
Costul finantarii	-26,32	-31,59	-39,48	-51,33	-69,29	-90,08
Evolutie	13,20%	20,00%	25,00%	30,00%	35,00%	30,00%
Profit net	117,52	101,75	120,59	149,60	171,19	195,65
Evolutie	84,31%	-13,42%	18,51%	24,06%	14,43%	14,29%
Marja neta	8,15%	5,64%	5,57%	6,01%	6,25%	6,50%

Sursa: estimari Prime Transaction

Principalele diferente intre estimarile noastre si rezultatele efective au fost veniturile mai mari si marja de profit mai mica in realitate decat in estimari. De asemenea, cheltuielile de capital si amortizarea au fost sub nivelul estimat, fara ca diferentele sa fie, insa, unele mari.

Drept urmare, am actualizat cateva dintre ipotezele anterioare, asa cum aratam mai jos. Trebuie precizat ca nu am inclus in calcule achizitiile recente anuntate de companie, din cauza informatiilor foarte sumare disponibile. Ele vor fi incluse in estimari pe masura ce vor fi integrate in rezultatele financiare.

- Crestere a veniturilor mai mare decat in estimarea anterioara pentru anii 2022 si 2023. Corespunzator, cheltuielile urmeaza sa creasca si ele intr-un ritm mai rapid decat in ipoteza anterioara. In acest moment putem spune ca avem mai degraba o ipoteza optimista, deoarece ritmul de crestere inregistrat de cheltuieli a fost in mod constant mai mare decat in cazul veniturilor in ultimele trimestre, ceea ce nu se reflecta in calculele noastre decat pentru anul curent. Daca lucrurile continua in aceeasi directie va fi nevoie de o reajustare.
- Marja operationala in scadere fata de estimarea anterioara (cu circa 2 puncte procentuale pentru 2022 si circa jumatate de punct procentual pentru anii urmatori), insa in continuare la un nivel destul de ridicat fata de valorile istorice. Daca ritmul de crestere a cheltuielilor ramane superior celui al veniturilor, reajustarea despre care vorbeam mai sus va afecta si estimarea privind marja operationala.
- Ritm de crestere mai mic pentru amortizare si cheltuielile de capital, dupa ce estimarile anterioare s-au dovedit a fi prea exuberante.
- Costul mediu ponderat al capitalului (WACC) in crestere cu mai mult de un punct procentual, de la 8,22% la 9,39%, atat costul capitalului propriu, cat si cel al datoriilor financiare fiind mai mari decat cele estimate in martie. In cazul costului datoriilor am luat in calcul o rata de dobanda sub rata fara risc din Romania, explicatia fiind ca datoria cea mai importanta este, dupa cum reiese din raportarile financiare, denominata in euro, pentru care deobanzile sunt mai mici. Nici la euro nu ne putem astepta ca dobandile sa ramana la nivelul de acum, EURIBOR crescand cu aproape 2 puncte procentuale in ultimele 6 luni si avand potential mare de crestere in continuare.

Ipotezele principale pe care ne-am bazat pana acum si care raman valabile sunt urmatoarele:

- Cresterea accelerata a veniturilor, grupul avand posibilitatea sa continue campania de extindere in anii urmatori. Am luat in calcul o varianta destul de prudenta din acest punct de vedere, cu cresteri de pana la 20%, sub cele inregistrate in trecut. Asa cum spuneam si mai sus, nu includem efectul achizitiilor recente, pentru care informatiile disponibile sunt limitate.
- Marja neta in scadere fata de 2021, dar mult peste valorile inregistrate pana in 2019 inclusiv.
- Costul finantarii estimat sa inregistreze cresteri mai mari de la un an la altul.

Calculul valorii intrinseci

Indicator (mil. RON)	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
EBIT*(1-T)	131,99	158,39	198,74	237,53	281,90
+ Amortizare	133,34	160,01	192,02	230,42	276,50
- Variatie capital de lucru	-1,86	2,79	8,37	33,48	40,18
- Cheltuieli de capital	106,42	122,38	146,86	176,23	211,48
FCFF	160,78	193,23	235,53	258,23	306,74
WACC	9,39%				
Factor actualizare	1,0235	1,1196	1,2248	1,3399	1,4657
FCFF actualizat	39,27	172,58	192,30	192,73	209,28
Rata de crestere in perpetuitate (g)					3%
Terminal Value					4.941,33
Terminal Value actualizat	3.371,25				
Enterprise Value	4.177,41				
+ Numerar	107,41				
- Datorii	957,41				
Equity Value	3.327,40				
Valoare actionari compania mama	2.994,66				
Numar actiuni	132.870.492				
Valoare estimata pe actiune	22,5382				

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 depreciarii (intr-un ritm mai lent, inasa, decat estimam anterior)

Indicator	Valoare
Costul capitalului propriu (CAPM)	17,31%
➤ Rata fara risc	8,11%
➤ Prima de risc a pietei	8,44%
○ Randamentul pietei (medie BET-TR 5 ani)	16,55%
○ Rata fara risc	8,11%
➤ Beta (2 ani)	1,09
Costul datoriilor	6,00%
Pondere capital propriu	30%
Pondere datorii	70%
WACC	9,39%

- 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 9,39%, influentat de:
- Costul capitalului propriu, calculat prin metoda CAPM (Capital Asset Pricing Model) de 17,31%, influentat la randul sau de:
 - Rata fara risc de 8,11%, egala cu randamentul actual al titlurilor de stat romanesti la 5 ani (cu mai mult de doua puncte procentuale peste nivelul din septembrie si cu circa 5 puncte procentuale peste nivelul din urma cu un an).
 - Prima de risc a pietei de 8,44%, calculata ca diferenta intre randamentul mediu anual obtinut in ultimii 5 ani de indicele BET-TR si rata fara risc.
 - Indicatorul Beta, care masoara volatilitatea emitentului raportat la intreaga piata, de 1,09, calculat pentru ultimii 2 ani.
 - Costul datoriilor de 6,0%, in crestere cu un punct procentual fata de raportul anterior. Cresterea mai mica decat cea a dobanzilor din piata interbancara este explicabila prin creditele contractate in principal in euro.
 - Ponderea capitalului propriu de 30% si a datoriilor de 70% in mixul de finantare. Procentele sunt apropiate de cele inregistrate in ultimii ani.

Sursa: estimari Prime Transaction

Rezultatul final este o valoare intrinseca estimata de 22,5382 lei/actiune obtinuta prin metoda DCF. Este o valoare cu 19,72% mai mica decat cea din materialul anterior, motivele fiind si de aceasta data evolutia negativa a profitabilitatii si cresterea costurilor de finantare. Luand in calcul ambele tipuri de evaluare rezulta o valoare medie de 16,1906 lei/actiune, cu 16,37% mai mic decat pretul de 19,36 lei/actiune inregistrat la finalul sedintei de tranzactionare din 16 septembrie 2022 si cu 23,24% mai mic decat cel din raportul anterior. Diferenta este in continuare una foarte mare intre cele doua metode de evaluare, daca luam in calcul doar evaluarea prin metoda DCF fiind vorba de o valoare pe actiune mai mare decat pretul de piata, in timp ce in cazul comparatiei multiplilor de piata aceasta este la jumătate fata de cotația actiunii.

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. 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 Pandeles

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

Raportul săptămânal

Ce s-a întâmplat săptămâna aceasta pe bursa, ce știri au mișcat preturile, 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...



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