



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:

- A doua jumatate a anului trecut nu a mai fost la fel de spectaculoasa ca prima, profitul operational si cel net fiind sub estimarile noastre revizuite, chiar daca veniturile au crescut mai mult decat asteptarile.
- Ratele de dobanda au inceput sa creasca, un lucru care va afecta rezultatele financiare viitoare si afecteaza deja evaluarea, prin cresterea costului mediu ponderat al capitalului.
- Multiplii de piata ai emitentilor comparabili au avut o tendinta de scadere, opusa celei de la MedLife. Totusi, pretul obtinut prin aceasta metoda este ceva mai mare dupa eliminarea unui multiplu care a ajuns intr-o zona extrema.
- Majoritatea ipotezelor folosite la estimarea rezultatelor viitoare au ramas valabile, insa unele dintre ele ar putea sa fi devenit optimiste in contextul actual.
- Valoarea intrinseca estimata este mai mica si decat cea din raportul anterior, si decat pretul de piata actual al actiunii. Trebuie avuta in vedere, totusi, diferenta destul de mare intre valorile rezultate prin fiecare dintre cele doua metode. Pentru un investitor orientat spre potentialul de crestere ar putea conta mai mult evolutia viitoare a businessului, in timp ce pentru unul mai prudent e posibil ca multiplii mari din prezent sa fie un „deal-breaker”, indiferent de potentialul viitor.

Valoare intrinseca
estimata (lei/actiune)

21,0913

Departamentul Analiza
 +4021.321.40.90
analiza@primet.ro

Date bursiere

Indicator	Valoare
Pret inchidere 24.03.2022	22,7000
Capitalizare	3.016.160.168
Variatie pret YTD	-5,02%
➤ Relativ la BET	-0,52%
Variatie pret 1 luna	6,07%
Variatie pret 12 luni*	125,87%
➤ Relativ la BET*	+96,55%
Maxim 52 saptamani*	25,5000
Minim 52 saptamani*	9,9600
Valoare medie tranzactii 60 zile	3.747.082 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

Ultimele sase luni au adus un „wild ride” pentru pretul actiunii MedLife. Acesta a crescut mai intai cu 51,6% fata de data raportului anterior (17 septembrie), apoi a scazut pana la 8,45% sub nivelul de atunci (-39,6% fata de maximul intraday din ianuarie) dupa invadarea Ucrainei de catre Rusia, pentru ca in cele din urma sa urce pana la un nivel putin mai mare decat cel pe care il avea in zilele dinainte de inceputul invaziei.

Rezultatele financiare au avut o influenta asupra cotationii doar in prima parte a perioadei, inceputul anului 2022 fiind marcat de evenimente non-economice care au dus in planul secund activitatea efectiva a emitentilor.



Sursa: BVB

Acesta nu a fost neaparat un lucru rau pentru cotatia MedLife, care a ramas destul de sus desi rezultatele raportate pentru T3 si T4 au batut pasul pe loc. Toti multiplii de piata luati in calcul de noi au avut cresteri destul de mari din septembrie si pana acum, un semn ca pretul a luat-o inaintea indicatorilor financiari. Profitul, mai ales, a fost afectat in mod semnificativ de inflatie si e de asteptat ca aceasta situatie sa se mentina si in viitorul apropiat.

Printre evenimentele importante din ultimele sase luni s-au mai numarat:

Indice	Pondere
BET	3,51%
BET-XT	3,49%
BET-BK	4,61%
BET Plus	3,27%
BET-TR	3,51%
BET-XT-TR	3,49%
ROTX	4,87%

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	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:	30.637.978	23,29%
NN Pensii	17.011.630	12,93%
Norges Bank Inv. Management	3.720.521	2,83%
East Capital A.M.	2.264.910	1,72%
Fiera Capital Limited	2.133.058	1,62%
NN Asigurari de Viata	1.806.074	1,37%
Conseq Investment Management	1.350.000	1,03%
NN Investment Partners	1.168.636	0,89%
Free float total	78.447.882	58,62%

Sursa: BVB, EquityRT

- Continuarea campaniei de achizitii, fiind realizata cea mai mare tranzactie din 2021, cu 50% din actiunile retelei de centre oncologice Neolife Medical Center Romania, dar si altele mai mici, cu 100% din OncoCard Brasov, 76% din Centrul Medical Irina din Galati. Subsidiara Dent Estet a cumparat la randul sau 10% din Stomestet si 60% din Oradent. De asemenea, au fost crescute cu cate 10% participatiile detinute deja la Genesys si Almina Trading SRL, MedLife ajungand la participatii de 83% si 90% din cele doua companii.

- Investitiile nu au fost directionate doar catre cumpararea de noi companii, ci si catre consolidarea celor existente deja, cea mai importanta de acest fel fiind deschiderea celei mai mari clinici medicale din Sibiu, pentru care au fost cheltuiti 2,5 mil. EUR.

Conducerea executiva a companiei

Nume	Funcție
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

- Integrarea Pharmachem Distributie in grup, aceasta aducand o contributie importanta la cifra de afaceri, dar si o scadere a marjei de profit.
- Limita de credit a celei mai importante facilitati de finantare a grupului a crescut cu 50 mil. EUR (pana la circa 185 mil. EUR), propunerea fiind deja publicata la momentul raportului din septembrie. Adunarea Generala a Actionarilor din 29 septembrie a aprobat aceasta crestere, iar la inceputul lui decembrie a fost semnat si contractul cu bancile finantatoare. Ar putea fi una dintre ultimele runde de indatorare (daca nu chiar ultima) din urmatorii ani, dobanzile fiind deja in crestere si avand inca de recuperat un ecart semnificativ fata de rata inflatiei.
- In ianuarie a inceput programul de rascumparare de actiuni aprobat in AGA din 29 septembrie, acesta avand o limita maxima de circa 4,12% din actiunile emitentului. Actiunile rascumparate vor fi folosite in principal pentru schimburi de actiuni cu actionarii minoritari de la o parte din subsidiare, fiind deja utilizate in acest fel in cazul Genesys si Almina Trading.

Analiza rezultatelor financiare preliminare pentru T4 2021 si 2021

Indicator (RON)	T4 2021	T4 2020	Evolutie T4	2021	2020	Evolutie anuala
Cifra de afaceri	389.709.950	306.639.311	27,09%	1.432.027.145	1.077.448.351	32,91%
- Clinici	110.296.305	82.578.005	33,57%	407.441.702	307.919.487	32,32%
- Stomatologie	22.731.373	19.533.733	16,37%	93.204.531	61.363.524	51,89%
- Spitale	78.583.553	69.749.358	12,67%	317.305.322	251.943.388	25,94%
- Laboratoare	59.176.839	66.728.879	-11,32%	259.970.003	198.519.202	30,95%
- Vanzari corporative	53.149.781	54.896.166	-3,18%	206.112.967	198.530.858	3,82%
- Farmacii	18.049.402	11.194.879	61,23%	59.949.420	44.405.803	35,00%
- Altele	47.722.697	1.958.291	2336,96%	88.043.200	14.766.089	496,25%
Alte venituri operationale	6.508.840	5.866.273	10,95%	10.344.070	9.274.762	11,53%
Venituri operationale totale	396.218.790	312.505.584	26,79%	1.442.371.215	1.086.723.113	32,73%
Cheltuieli operationale totale	-365.943.453	-279.900.331	30,74%	-1.266.022.175	-977.611.985	29,50%
Rezultat operational	30.275.337	32.605.253	-7,15%	176.349.040	109.111.128	61,62%

Costul finantarii	-7.821.800	-7.942.950	-1,53%	-26.321.456	-23.252.552	13,20%
Alte cheltuieli financiare	600.247	-46.789	-1382,88%	-8.910.970	-7.307.417	21,94%
Rezultat financiar net	-7.221.552	-7.989.739	-9,61%	-35.232.425	-30.559.969	15,29%
Profit brut	23.053.785	24.615.515	-6,34%	141.116.615	78.551.159	79,65%
Impozit pe profit	-4.185.044	-4.844.173	-13,61%	-23.592.740	-14.787.475	59,55%
Profit net	18.868.741	19.771.341	-4,57%	117.523.875	63.763.684	84,31%
Atribuibil actionarilor societatii mama	17.870.264	17.844.863	0,14%	106.791.507	56.702.860	88,34%

Sursa: raportari companie, calcule Prime Transaction

In lipsa efectului de baza fata de 2020, manifestat in prima jumatate a anului, rezultatele operatorului medical privat nu au mai fost la fel de spectaculoase, ramanand in zona in care erau in urma cu un an. Asa cum am observat si in analiza rezultatelor la noua luni, cresterea cheltuielilor cu forta de munca inghite intr-o proportie tot mai mare avansul inregistrat pe partea de venituri.

Asa cum ne-a obisnuit in ultimii ani, cifra de afaceri a continuat sa creasca sustinut, unul dintre factorii cei mai importanti ai acestei cresteri fiind achizitia si inglobarea de companii. In trimestrul analizat, cel mai mare impact l-a avut achizitia Pharmachem Distributie, ale carei rezultate sunt consolidate in cele ale grupului din august 2021, fiind incluse momentan la venituri la categoria „Altele”. Aceasta categorie de venituri a avut o contributie de 45,76 mil. RON la cresterea veniturilor totale ale grupului, 55% din cresterea totala trimestriala de 83,07 mil. RON (de la 306,64 mil. RON in T4 2020 la 389,71 mil. RON in T4 2021). Integrarea companiei de distributie de medicamente va continua sa influenteze veniturile MedLife si in trimestrele urmatoare.

In afara de integrarea businessului de distributie, cea mai mare influenta asupra cresterii totale a veniturilor a avut-o segmentul de clinici, cu o crestere de 33,57 (+27,72 mil. RON), urmat la distanta mai mare de spitale, cu un plus de 12,67% (+8,83 mil. RON) si farmacii, cu 61,23%, insa o contributie mai mica, de 6,85 mil. RON. La polul opus, veniturile din laboratoare au avut cea mai slaba evolutie, scazand cu 11,32%, sau 7,55 mil. RON, in conditiile in care testele RT-PCR pentru depistarea SARS-COV2 nu au mai avut la fel de mare cautare ca in trecut.

Mare parte din cresterea de venituri adusa de integrarea Pharmachem Distributie a fost compensata de cresterea cheltuielilor cu marfurile, activitatea de distributie fiind in general caracterizata de marje mici de profit. Cheltuielile cu marfurile au crescut cu 41,82 mil. RON, de la 8,93 mil. RON la 50,75 mil. RON. Nu exista o defalcare a cheltuielilor cu marfurile sau a veniturilor din categoria „Altele” in functie de cele care tin de Pharmachem si cele care nu au legatura cu aceasta, inasa ne putem astepta ca ponderea firmei de distributie sa fie una foarte mare in total.

In afara de cresterea cheltuielilor cu marfurile, cele mai mari crestere au fost cele ale cheltuielilor cu tertii, inclusiv contractele cu medicii, cu 32,47 mil. RON (+45,08%) si cele ale cheltuielilor cu salariile, cu 16,68 mil. RON (+22,88%). Contractele cu medicii au o pondere foarte mare in cheltuielile totale cu tertii, in jur de 88%, prin urmare putem spune ca vorbim despre o crestere generala a cheltuielilor cu resursele umane. In afara de acestea si de cresterea cheltuielilor cu marfurile, amortizarea a fost singura care a mai avut o crestere semnificativa, cu 33,32%, sau 7,97 mil. RON la nivel trimestrial.

Costul finantarii, o componenta importanta a rezultatelor MedLife, a avut o crestere usoara, de doar 1,53% trimestrial, nefiind afectat inca de cresterea dobanzilor. In anii urmatori ne putem astepta, totusi, ca el sa puna presiune mai mare pe rezultatele grupului.

Cresterile asemanatoare ale veniturilor si cheltuielilor au dus in final la o mentinere a profitului net in aceeași zona ca in T4 2020, cu o scadere de doar 4,57%, de la 19,77 mil. RON la 18,87 mil. RON. Pe intregul an profitul net a ramas cu o crestere consistenta, +84,31%, de la 63,73 mil. RON in 2020 la 117,52 mil. RON in 2021. Este de departe cel mai mare profit net din istoria grupului, marja neta urcand si ea de la 5,92% in 2020 pana la 8,21% in 2021. E de asteptat ca marja sa scada, totusi, dupa integrarea segmentului de distributie de medicamente.

Indicatori importanti

Indicator (RON)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Risc financiar						
Datorii financiare nete/EBITDA	3,95	2,77	5,13	3,68	2,80	1,60
Numerar/Active	4,44%	13,13%	3,74%	3,57%	6,93%	9,11%
Datorii totale/Active	80,04%	72,21%	78,31%	78,56%	77,28%	72,85%
Rezultate financiare						
EBITDA (mil. RON)	55,65	77,94	95,38	147,85	212,01	287,47
Lichiditate						
Rata rapida	0,44	0,82	0,44	0,43	0,65	0,71
Rata curenta	0,58	1,02	0,64	0,66	0,89	0,95
Rata numerarului	0,14	0,47	0,13	0,12	0,26	0,32
Efect de levier	4,58	2,87	4,43	4,50	3,79	3,03
Capital de lucru/Venituri	-5,71%	-4,97%	-3,44%	-2,73%	-0,89%	1,67%
Rentabilitate						
Rentabilitatea activelor (ROA)	-1,19%	0,84%	1,86%	1,48%	5,19%	8,23%
Rentabilitatea capitalului propriu (ROE)	-6,33%	4,50%	8,53%	8,10%	27,23%	35,88%
Eficienta operationala						
Rata de rotatie a activelor	1,18	1,19	1,11	1,06	0,99	1,11
Rata de rotatie a capitalului propriu	6,30	6,40	5,07	5,80	5,22	4,85
Profitabilitate						
Marja operationala	3,85%	5,59%	4,83%	16,40%	17,39%	18,11%
Marja neta	-1,00%	0,70%	1,68%	1,40%	5,22%	7,40%
Marja EBITDA	10,94%	12,51%	12,00%	25,68%	26,85%	25,81%
Rata efectiva de impozitare	206,23%	38,84%	29,58%	33,19%	18,83%	16,72%

Sursa: EquityRT, calcule Prime Transaction

Daca intre martie si septembrie 2021 toti indicatorii s-au imbunatatit ca efect al rezultatelor financiare foarte bune, de data aceasta majoritatea indicatorilor au fost in aceeași zona ca si in urma cu sase luni, unii dintre ei avand chiar valori mai slabe.

Indicatorii de rentabilitate si profitabilitate, mai ales, au avut valori mai mici decat cele de la jumatatea anului trecut, la aceasta situatie contribuind mai multi factori, cum ar fi scaderea usoara a profitului spre finalul anului si decorelarea intre acesta si cifra de afaceri. La randul sau, decorelarea dintre profit si venituri a avut ca motive principale costurile in crestere

determinate de contextul inflationist actual si integrarea unui business cu marja de profit mai mica, asa cum este cel de distributie de medicamente.

In mod oarecum surprinzator, indicatorii de indatorare au avut o evolutie pozitiva, chiar daca in perioada analizata a fost crescuta limita celui mai important credit contractat de grup. Cel mai probabil aceasta crestere se va vedea in acest an, pe masura ce vor fi utilizate resursele suplimentare atrase prin acest credit.

Situatia datoriilor financiare

Indicator (RON)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Portiune curenta datorii pe termen lung	19.127.593	36.642.740	23.162.490	24.802.015	46.436.217	58.482.734
Descoperire de cont	1.267.442	2.013.469	30.911.018	29.011.944	27.127.907	25.493.223
Portiune curenta leasing	7.031.122	3.177.961	8.949.472	49.435.191	41.166.069	41.693.149
Datorii financiare pe termen lung	202.761.616	242.797.699	287.013.365	345.952.241	414.696.592	441.086.294
Leasing termen lung	10.382.639	10.111.452	26.525.231	132.634.338	147.097.180	158.786.846
Total datorii financiare	240.570.412	294.743.321	376.561.576	581.835.729	676.523.965	725.542.246
Procent din activele totale	51,61%	48,85%	49,94%	55,05%	57,16%	51,03%
Procent din capitalul propriu	258,63%	175,80%	210,52%	279,60%	251,58%	187,95%
Datorii financiare/EBITDA	4,32	3,78	3,95	3,94	3,19	2,52
Datorii financiare nete	240.570.412	215.515.555	342.355.417	542.949.511	594.553.568	596.002.933
Datorii financiare nete/EBITDA	3,95	2,77	3,59	3,67	2,80	2,07

Sursa: EquityRT, raportarile companiei, calcule Prime Transaction

Datoriile financiare totale au avut in 2021 cea mai mica apreciere din perioada inclusa in tabel, desi pe parcursul anului limita de credit la care am facut referire si mai sus a fost crescuta de doua ori. Asta inseamna ca grupul are in acest moment la dispozitie resurse mari pentru a realiza achizitii, interne sau internationale. Poate inseamna, pe de alta parte, si ca aceste resurse isi gasesc mai greu destinatia, din moment ce nu au fost utilizate pana acum.

Cresterea mai mica a datoriilor financiare totale a facut ca raportul intre acestea si activele totale sau capitalul propriu sa scada atat fata de finalul lui 2020, cat si fata de jumatatea lui 2021. In ceea ce priveste raportul fata de EBITDA cifrele sunt ceva mai mari decat la jumatatea anului, inasa aici este inclus si efectul unei modificari de calcul pentru EBITDA, acesta fiind ceva mai mic decat ar fi rezultat prin metoda folosita anterior.

Evaluare

Evaluare pe baza multiplilor de piata

Companie	Tara	P/BV	P/E	P/S	EV/Sales	EV/EBITDA
Medical Park Saglik Hizmetleri	Turcia	10,38	12,86	0,64	0,88	3,78
Enel-Med Sa	Polonia	4,39	-	0,96	1,43	10,34
Mediclin Ag	Germania	0,86	-	0,22	0,73	4,51
Medicover	Suedia	5,41	27,96	1,98	2,33	11,62
Athens Medical C.S.A.	Grecia	1,40	10,42	0,58	1,02	5,68
Pihlajalinn Oyj	Finlanda	2,21	12,79	0,44	0,82	4,30

Garofalo Health Care Spa	Italia	1,60	20,02	1,54	2,06	10,49
Spire Healthcare Group Plc	U.K.	1,37	-	0,86	1,80	3,38
Medie (fara valori extreme)		2,46	16,81	1,00	1,38	6,76
Mediana pe intregul sector		2,45	20,91	1,95	2,76	9,14
MedLife (M)	Romania	8,57	26,15	1,94	2,36	9,14
Pret curent MedLife	22,7000 RON					
Valoare estimata cu media multiplilor companiilor similare		6,5210	14,5916	11,7266	13,3116	16,8005
Medie neajustata valoare estimata	12,5903 RON					
Medie ajustata valoare estimata	14,1074 RON					
Valoare estimata cu mediana multiplilor intregului sector		6,4925	18,1499	22,8610	26,5620	22,7052
Medie valoare estimata	19,3541 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 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).

Diferenta majora fata de calculele anterioare este ca de data aceasta am decis sa nu mai luam in calcul multiplul P/BV, in conditiile in care acesta a ajuns intr-o zona extrema, la mai mult de 8. Este un efect al modelului de business bazat pe expansiune finantata prin credite, iar includerea valorii rezultate din comparatia acestui multiplu cu cei ai emitentilor similari da o pondere mai mare decat este cazul structurii de finantare, in defavoarea afacerii propriu-zise.

Valorile rezultate cu cei patru multipli ramasi sunt destul de apropiate intre ele, cu un plus pentru cele obtinute in cazul multiplilor care au la baza profitul, P/E si EBITDA. Practic, asta inseamna ca marjele de profit ale MedLife, desi sunt destul de mici dupa standarde mai generale, sunt peste cele ale emitentilor comparabili.

Media ajustata este cu 2,55% mai mare decat media neajustata din septembrie 2021 si cu 10,94% mai mica decat media valorilor rezultate cu aceiasi patru multipli la momentul respectiv. Dintre cei cinci multipli, doar pentru unul, EV/EBITDA, media a crescut intre septembrie 2021 si momentul actual, in timp ce toti multiplii MedLife au crescut in aceasta perioada, motivele fiind explicate mai sus. Prin urmare, emitentul este in acest moment mai supraevaluat decat era in urma cu sase luni, cel putin din punct de vedere al comparatiei cu emitentii similari. Diferenta fata de pretul de piata a ajuns sa fie una semnificativa, acesta fiind cu 60,9% mai mare.

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	1.730,85	1.990,47	2.289,04	2.517,95	2.769,74
Evolutie	32,91%	20,00%	15,00%	15,00%	10,00%	10,00%
Cheltuieli operationale	-1.266,02	-1.544,55	-1.807,12	-2.060,12	-2.245,53	-2.447,62
Evolutie	29,50%	22,00%	17,00%	14,00%	9,00%	9,00%
Profit operational	176,35	186,30	183,35	228,93	272,42	322,12

Evolutie	61,62%	5,64%	-1,58%	24,86%	19,00%	18,24%
Marja operationala	12,23%	10,76%	9,21%	10,00%	10,82%	11,63%
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	120,98	109,62	134,59	150,92	169,30
Evolutie	84,31%	-10,30%	-9,38%	22,77%	12,14%	12,17%
Marja neta	8,15%	6,99%	5,51%	5,88%	5,99%	6,11%

Sursa: estimari Prime Transaction

Daca primul semestru din 2021 a fost unul mult peste asteptari, atragand dupa el si o revizuire semnificativa a estimarilor pentru intregul an, al doilea semestru a adus rezultate ceva mai slabe decat estimarile revizuite. Pentru anii urmatori nu am modificat ipotezele de la care pornisem in materialul anterior, deoarece intre timp nu a intervenit nimic important care sa le infirme.

Mai jos sunt cele mai importante diferente intre estimarile noastre anterioare si cele actuale, respectiv rezultatele publicate efectiv:

- Venituri mult mai mari decat estimarile, determinate in principal de includerea in rezultatele financiare consolidate a Pharmachem Distributie. Cresterea anuala a veniturilor a fost de aproape 33%, mult peste estimarea noastra de 11,38%. Am specificat de atunci ca e posibil sa fie o estimare conservatoare, insa realitatea a depasit cu mult asteptarile.
- In ciuda cresterii peste asteptari a veniturilor, profitul operational si cel net au fost mai mici decat cele estimate in septembrie. Profitul operational a fost cu 10,59% mai mic decat cel estimat, in timp ce profitul net a fost cu 12,86% mai mic.
- Desigur, marjele de profit au fost considerabil mai mici decat cele estimate, marja operationala fiind de 12,23%, fata de o estimare de 14,29%, iar cea neta de 8,15%, fata de 9,77% estimat.
- Si de aceasta data amortizarea a avut o crestere mai mica decat cea estimata, aceeasi situatie fiind valabila si in cazul cheltuielilor de capital.
- Costul mediu ponderat al capitalului (WACC) a crescut din nou, de data aceasta cu mai mult de un punct procentual, ca urmare a cresterii generale a dobanzilor. E posibil ca estimarile sa fie chiar unele optimiste din acest punct de vedere, rata inflatiei ramanand la un nivel ridicat si cu o tendinta de crestere determinata, mai nou, si de razboiul din Ucraina.

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. Deja au inceput sa creasca dobanzile, iar runda de finantare de la finalul anului trecut ar putea sa nu fie urmata de altele prea curand, asa ca estimarea de crestere pare acum mai degraba una realista decat una conservatoare, asa cum parea in lunile trecute.
- Marja neta in scadere fata de nivelul neobisnuit de mare din 2021, insa cu valori peste cele din anii pre-pandemie. E posibil ca estimarea sa fie una optimista, avand in vedere ca va disparea efectul testelor RT-PCR pentru depistarea COVID, businessul de distributie de medicamente va trage in jos marjele, iar costurile financiare e de asteptat sa urce.

- Costul finantarii este estimat sa inregistreze cresteri mai mari de la un an la altul. Dobanzile au inceput deja sa creasca, datoriile vor creste la randul lor, asa ca ar fi greu ca directia sa fie alta.

Calculul valorii intrinseci

Indicator (mil. RON)	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
EBIT*(1-T)	156,49	154,02	192,30	228,83	270,58
+ Amortizare	144,46	180,57	225,71	270,86	325,03
- Variatie capital de lucru	-1,86	2,79	8,37	33,48	40,18
- Cheltuieli de capital	120,30	150,38	187,97	225,57	270,68
FCFF	182,50	181,42	221,67	240,64	284,75
WACC	8,22%				
Factor actualizare	1,0617	1,1489	1,2434	1,3456	1,4562
FCFF actualizat	171,91	157,90	178,28	178,84	195,55
Rata de crestere in perpetuitate (g)					3%
Terminal Value					5.618,47
Terminal Value actualizat	3.858,37				
Enterprise Value	4.740,85				
+ Numerar	129,54				
- Datorii	725,54				
Equity Value	4.144,85				
Valoare actionari compania mama	3.730,36				
Numar actiuni	132.870.492				
Valoare estimata pe actiune	28,0752				

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 urmatori.

- 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 8,22%, influentat de:

- Costul capitalului propriu, calculat prin metoda CAPM (Capital Asset Pricing Model) de 15,73%, influentat la randul sau de:
 - Rata fara risc de 5,88%, egala cu randamentul actual al titlurilor de stat romanesti la 5 ani (cu mai mult de doua puncte procentuale peste nivelul din septembrie.

Indicator	Valoare
Costul capitalului propriu (CAPM)	15,73%
➤ Rata fara risc	5,88%
➤ Prima de risc a pietei	11,87%
○ Randamentul pietei (medie BET-TR 5 ani)	17,75%
○ Rata fara risc	5,88%
➤ Beta (2 ani)	0,83
Costul datoriilor	5,00%
Pondere capital propriu	30%
Pondere datorii	70%
WACC	8,22%

Sursa: estimari Prime Transaction

- Prima de risc a pietei de 11,87%, 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 0,83, calculat pentru ultimii 2 ani.
- Costul datoriilor de 5,0%. Este un nivel mai mare decat cel din raportul anterior, insa nu cu mult. E posibil ca si aceasta estimare sa fie una optimista, avand in vedere ca dobanda la titlurile de stat este deja cu aproape 1% mai sus. E greu de spus, insa, cum vor evolua lucrurile pe termen mai lung, iar despre creditele actuale nu avem informatii referitoare la termenii contractuali. In functie de evolutia costurilor cu dobanda in raportarile financiare viitoare vom putea ajusta in mod corespunzator estimarea.
- Ponderea 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 28,0752 lei/actiune obtinuta prin metoda DCF. Este o valoare cu 5,1% mai mica decat cea din materialul anterior, motivele acestei diferente fiind profitul sub asteptari din a doua jumatate a anului si cresterea costului mediu ponderat al capitalului, determinata de dobandzile mai mari. Luand in calcul ambele tipuri de evaluare rezulta o valoare medie de 21,0913 lei/actiune, cu 7,09% mai mic decat pretul de 22,70 lei/actiune inregistrat la finalul sedintei de tranzactionare din 24 martie si cu 2,67% mai mic decat cel din raportul anterior.

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 Pandelescu

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

Raportul săptămânal

Ce s-a întâmplat săptămâna aceasta pe bursa, 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, tenduri 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 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.

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