



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:

- Extinderea agresiva a fost intrerupta destul de brusc, in ultimele 4 luni fiind anuntata o singura achizitie noua. Motivul oficial este intrarea intr-o etapa de consolidare cu caracter ciclic, insa momentul ales sugereaza ca decizia are legatura si cu contextul economic, nefiind indicata expunerea la riscuri suplimentare.
- Evolutia pretului a fost una volatila, cu o scadere ampla urmata de o revenire pe masura.
- Rezultatele financiare au continuat sa se inrautateasca, iar impreuna cu ele si majoritatea indicatorilor importanti ai grupului. Raportul intre datoriile financiare si EBITDA a ajuns aproape de limita peste care va deveni dificila indatorarea suplimentara si e de asteptat sa creasca in continuare. Pe de alta parte, nevoia de indatorare suplimentara e foarte mica in acest moment.
- Conjunctura de pe pietele de capital a facut ca evaluarea prin metoda multiplilor sa aiba ca rezultat o valoare mult mai mare decat in septembrie, concomitent cu o scadere a valorii rezultate din metoda DCF. Apropierea dintre rezultatele celor doua metode ar putea sa nu fie, insa, o situatie care sa persiste.
- Pentru prima data de cand acoperim compania, ambele metode de evaluare au furnizat valori mai mici decat pretul de piata.

Valoare intrinseca
 estimata (lei/actiune)

15,4753

Departamentul Analiza
 +4021.321.40.90
analiza@primet.ro

Date bursiere

Indicator	Valoare
Pret inchidere 27.01.2023	19,4600
Capitalizare	2.585.659.774
Variatie pret YTD	15,15%
➤ Relativ la BET	+10,21%
Variatie pret 1 luna	10,82%
Variatie pret 12 luni*	-15,76%
➤ Relativ la BET*	-9,99%
Maxim 52 saptamani*	23,7000
Minim 52 saptamani*	15,4800
Valoare medie tranzactii 60 zile	723.923 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

Pretul actiunii MedLife a redevenit foarte volatil in perioada analizata, avand mai intai o scadere accelerata, iar apoi o revenire pe masura, in linie cu evolutia pietei de capital locale in ansamblul sau.

Evolutia pretului actiunii nu a avut legatura prea mare cu cea a afacerii, ci a replicat in mare masura evolutia pietei, in special intr-un ritm mai rapid. Amplitudinea cresterilor de la inceputul lui decembrie si inceputul lui

ianuarie poate avea printre motive tocmai ritmul mai mare al scaderii din ultimul an, MedLife avand in 2022 a 5-a cea mai slaba evolutie din indicele BET-BK, compus din 30 de emitenti.

Desi pretul actiunii a reusit sa recupereze o parte din scaderea fata de inceputul anului trecut, rezultatele financiare au continuat sa se inrautateasca, inflatia avand un impact foarte mare asupra costurilor grupului. Trebuie avut in vedere, totusi, si faptul ca sectorul medical privat este unul foarte competitiv, iar principalul concurent al companiei, reseaua Regina Maria, a fost in ultimii ani pe pierdere. Asadar, in termeni relativi rezultatele MedLife nu sunt atat de slabe precum par.



Sursa: BVB

Indice	Pondere
BET	3,57%
BET-XT	3,65%
BET-BK	5,04%
BET Plus	3,31%
BET-TR	3,57%
BET-XT-TR	3,65%
ROTX	5,64%

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	52.428.397	39,46%
Mihail Marcu	19.932.307	15,00%
Mihaela-Gabriela Cristescu	18.660.690	14,04%
Nicolae Marcu	13.835.400	10,41%
Institutionali, dintre care:	57.517.774	43,29%
NN Pensii	17.589.235	13,24%
Allianz Pensii	11.554.800	8,70%
Generali Pensii	6.264.450	4,71%
Metropolitan Life Pensii	4.468.649	3,36%
Aegon Pensii	4.291.585	3,23%
The Vanguard Group, Inc.	2.822.266	2,12%
Fiera Capital Ltd.	2.008.340	1,51%
Free float total	80.442.095	60,54%

Sursa: BVB, EquityRT, raportari fonduri

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

- Campania de achizitii a incetinit vizibil, fiind anuntata o singura tranzactie noua in ultimele 4 luni. Mai exact, la inceputul lui octombrie a fost anuntata achizitia a 51% din actiunile grupului Provita, specializat in

terapia interventionala a durerii. De asemenea, aproape de sfarsitul lui octombrie a fost finalizata tranzactia de preluare a 80% din operatorul de sanatate Medici's, din Timisoara, iar pe 10 ianuarie a fost anuntata finalizarea achizitiei Muntenia Hospital, tranzactii anuntate anterior.

Sursa: EquityRT

- Pe 19 ianuarie a fost inaugurata hyperclinica din Deva, rezultatul unei investitii de 2,7 mil. EUR, avand o suprafata totala de 1000 mp.
- Pe 14 decembrie a fost majorat si prelungit cel mai mare credit al grupului, acesta ajungand la 228 mil. EUR, in crestere cu 50,7 mil. EUR. Creditorul principal este BCR, iar co-finantatori sunt Raiffeisen Bank, BDR – Groupe Societe Generale, Banca Transilvania, ING si Erste Bank. Fondurile suplimentare vor fi utilizate cel mai probabil in anul 2024 sau mai tarziu, in perioada urmatoare fiind anuntata o consolidare a achizitiilor realizate deja.

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

Analiza rezultatelor financiare preliminare pentru T3 2022 si 9L 2022

Indicator (RON)	T3 2022	T3 2021	Evolutie T3	9L 2022	9L 2021	Evolutie 9L
Cifra de afaceri	463.559.137	365.026.780	26,99%	1.323.955.033	1.042.317.195	27,02%
- Clinici	157.529.554	102.901.174	53,09%	446.170.930	297.145.397	50,15%
- Stomatologie	31.358.420	24.211.477	29,52%	87.420.487	70.473.158	24,05%
- Spitale	94.321.730	80.983.424	16,47%	274.742.758	238.721.769	15,09%
- Laboratoare	45.993.686	58.371.506	-21,21%	153.193.881	200.793.164	-23,71%
- Vanzari corporative	55.953.675	49.495.669	13,05%	163.704.809	152.963.186	7,02%
- Farmacii	24.998.371	18.476.257	35,30%	60.278.085	41.900.018	43,86%
- Altele	53.403.701	30.587.273	74,59%	138.444.083	40.320.503	243,36%
Alte venituri operationale	5.642.601	1.473.569	282,92%	9.901.201	3.835.230	158,16%
Venituri operationale totale	469.201.738	366.500.349	28,02%	1.333.856.234	1.046.152.425	27,50%
Cheltuieli operationale totale	-442.940.324	-323.552.095	36,90%	-1.238.416.926	-900.078.722	37,59%
Rezultat operational	26.261.414	42.948.254	-38,85%	95.439.308	146.073.703	-34,66%
Costul finantarii	-10.240.614	-6.185.454	65,56%	-26.335.478	-18.499.656	42,36%
Alte cheltuieli financiare	-1.150.615	-3.950.716	-70,88%	-1.531.772	-9.511.217	-83,90%
Rezultat financiar net	-11.391.230	-10.136.170	12,38%	-27.867.251	-28.010.873	-0,51%
Profit brut	14.870.184	32.812.084	-54,68%	67.572.057	118.062.830	-42,77%
Impozit pe profit	-3.674.629	-5.708.306	-35,63%	-10.729.535	-19.407.696	-44,72%
Profit net	11.195.555	27.103.778	-58,69%	56.842.522	98.655.134	-42,38%
Atribuibil actionarilor societatii mama	8.627.843	24.527.806	-64,82%	50.246.118	88.921.243	-43,49%

Sursa: raportari companie, calcule Prime Transaction

Rezultatele MedLife au fost din nou unele destul de slabe, cu o scadere mare a profitului net, in ciuda cresterii sustinute a veniturilor.

Cifra de afaceri a grupului a crescut intr-un ritm foarte apropiat de cel din primul semestru, cu 26,99% in T3, de la 365,03 mil. RON in 2021 pana la 463,56 mil. RON in 2022, dupa o crestere de 27,04% in S1. La fel ca si in primele sase luni ale anului, cea mai mare parte a cresterii a venit de la segmentul Clinici, cu o apreciere de 53,09%, sau 54,63 mil. RON. Acest segment are si cea mai mare pondere in totalul veniturilor, 33,7% in primele noua luni din 2022, in crestere de la 28,51% in perioada similara a anului trecut. A doua contributie ca volum al cresterii veniturilor a venit de la segmentul „Altele”, dominat in prezent de compania de distributie de medicamente Pharmachem, care nu era integrata in raportarile financiare in T3 2021, cu o crestere de 22,82 mil. RON, sau 74,59%. Cresteri mai mici au avut veniturile din segmentele Spitale (+13,34 mil. RON, sau 16,47%), al doilea ca marime din grup, Stomatologie (+7,15 mil. RON, sau 29,52%), Farmacii (+6,52 mil. RON, sau 35,3%) si Vanzari Corporative (+6,46 mil. RON, sau 13,05%). De altfel, singurul segment de activitate cu scadere de venit trimestriala a fost cel de Laboratoare, cu un minus de 12,38 mil. RON, sau 21,21%, cauzat de efectul de baza negativ fata de anul trecut, cand erau realizate teste RT-PCR pentru depistarea SARS-COV2.

Cheltuielile au mers in aceeasi directie, insa intr-un ritm mai rapid, inflatia afectand MedLife intr-o masura mai mare decat pe alti emitenti. Cheltuielile cu resursele umane au fost din nou cele care au cantarit cel mai mult, ele avand de altfel si cea mai mare pondere in cheltuielile totale. Cheltuielile cu salariile au crescut cu 37,91%, sau 32,21 mil. RON, iar cele cu serviciile prestate de terti, care acopera in principal contractele cu medicii, cu 22,08%, sau 20,94 mil. RON. Fiind vorba in principal de o resursa umana calificata si greu de gasit, cresterea procentuala este mai mare decat la emitentii din alte domenii, un lucru care cel mai probabil se va mentine si in viitor.

Cheltuielile cu consumabilele si materialele de reparatii au avut o crestere procentuala chiar mai mare, de 52,21% trimestrial (sau 29,24 mil. RON), fiind al doilea trimestru consecutiv in care acestea inregistreaza crestere mari, dupa ce in T1 fusesera aproape la acelasi nivel ca in anul anterior. La cresterea cheltuielilor cu consumabilele s-au adaugat alte crestere ale unor cheltuieli cu ponderi ceva mai mici, cum ar fi cele cu utilitatile (+50,11%, sau 1,81 mil. RON), intretinerea si reparatiile (+50,49%, sau 1,89 mil. RON) si alte cheltuieli administrative si de exploatare (+43,15%, sau 1,59 mil. RON), toate fiind afectate de criza energetica prin care trecem.

La fel ca in primele doua trimestre ale anului, cheltuielile cu marfurile au avut o crestere importanta, de data aceasta cu 17,05 mil. RON (+45,84%), ca urmare a integrarii Pharmachem in rezultatele financiare. Rezultatele companiei de distributie au fost consolidate incepand cu august 2021, asa ca din T4 va disparea acest efect de baza. O alta categorie de cheltuieli influentate de politica expansionista a grupului sunt cele cu amortizarea, care au crescut in T3 cu 36,47%, sau 9,66 mil. RON, o crestere ceva mai mare decat cea de 26,08% din primele sase luni ale anului.

O tendinta pe care am observat-o si in primul semestru si pe care, mai nou, o vedem si alte domenii, asa cum este cel bancar, este cea de crestere a cheltuielilor cu publicitatea. In T3 acestea au urcat cu 106,26%, sau 4,09 mil. RON, dupa ce in S1 crescusera chiar mai rapid, cu 138,31%. Este si in acest caz un semn de optimism in legatura perspectivele economiei, oarecum in contratimp cu semnalele de ingrijorare pe care le-au transmis in acest an pietele financiare.

Profitul operational a fost tras in jos din nou de cheltuielile mari, scazand cu 38,85% la nivel trimestrial, de la 42,95 mil. RON la 26,26 mil. RON, dupa ce in S1 scazuse cu 32,92%. In ciuda ponderii mari a datoriilor financiare in active, rezultatul financiar

net a crescut cu doar 12,38%, sau 1,26 mil. RON, inasa motivul principal pentru acest lucru este scaderea pozitiei „Alte cheltuieli financiare” cu 70,88%, sau 2,8 mil. RON. Componenta acesteia nu este specificata in raportarile financiare, inasa e posibil ca evolutia sa aiba legatura in principal cu diferentele de curs valutar. Costul finantarii a crescut cu 65,56%, sau 4,05 mil. RON, o crestere mult mai mare decat in primele sase luni ale anului (30,7%).

Desi pierderea financiara neta nu a fost cu mult mai mare, a fost suficient pentru ca profitul net sa scada mai mult decat cel operational, cu 58,69%, de la 27,1 mil. RON in T3 2021 la 11,2 mil. RON in T3 2022. In primele noua luni profitul net a ajuns la 56,84 mil. RON (-42,38%), iar pe ultimele 12 luni la 71,1 mil. RON, cu 37,03% sub nivelul din 2021. Chiar daca vorbim despre scaderi destul de mari ale profitului fata de anul trecut, nivelul la care acesta a ajuns este in continuare cu mult peste cele cu care ne obisnuise MedLife inainte de pandemia COVID. In 2019 profitul net al grupului a fost de 20,15 mil. RON, in 2019 16,78 mil. RON, iar inainte de asta chiar mai putin, culminand cu o pierdere in 2016. Profitul net TTM este in acest moment mai mare decat cel din anul 2020, deci nu putem vorbi despre rezultate foarte proaste, ci doar despre o scadere fata de nivelul foarte bun din 2021.

Inflatia va continua sa puna presiune pe sectorul medical si in viitorul apropiat, iar in cazul MedLife ea va creste si costurile de finantare. In comunicatul care insoteste rezultatele financiare la noua luni apare un citat important: „Urmeaza o perioada de consolidare si de integrare a business-urilor achizitionate”. Se pare ca acesta este semnalul finalului perioadei de extindere agresiva prin achizitii si al concentrarii pe diminuarea riscurilor aduse de contextul economic actual. In comunicat se precizeaza ca este vorba de o perioada de asezare si consolidare „pe termen scurt”, inasa ne asteptam ca o eventuala repornire a campaniei de achizitii (exceptand oportunitati punctuale considerate a fi prea bune pentru a fi ratate) sa aiba loc doar atunci cand inflatia, si implicit dobanzile, vor ajunge intr-o zona convenabila.

Situatia datoriilor financiare

Indicator (RON)	2017	2018	2019	2020	2021	9L 2022 TTM
Portiune curenta datorii pe termen lung	36.642.740	23.162.490	24.802.015	46.436.217	58.455.422	84.442.545
Descoperire de cont	2.013.469	30.911.018	29.011.944	27.127.907	25.493.223	38.097.040
Portiune curenta leasing	3.177.961	8.949.472	49.435.191	41.166.069	52.586.827	59.772.218
Imprumuturi pe termen lung	242.797.699	287.013.365	345.952.241	414.696.592	440.840.484	701.582.244
Leasing termen lung	10.111.452	26.525.231	132.634.338	147.097.180	149.685.246	177.124.141
Total datorii financiare	294.743.321	376.561.576	581.835.729	676.523.965	727.061.202	1.061.018.188
Procent din activele totale	48,85%	49,94%	55,05%	57,16%	51,29%	56,37%
Procent din capitalul propriu	175,80%	210,52%	279,60%	251,58%	190,63%	239,01%
Datorii financiare/EBITDA	3,78	3,95	3,94	3,19	2,55	4,11
Datorii financiare nete	215.515.555	342.355.417	542.949.511	594.553.568	591.202.314	948.588.574
Datorii financiare nete/EBITDA	2,77	3,59	3,67	2,8	2,07	3,67

Sursa: EquityRT, raportarile companiei, calcule Prime Transaction

Datoriile financiare totale ale grupului au crescut cu ceva mai mult de 100 mil. RON in T3 2022, depasind pentru prima data pragul de 1 mld. RON, cea mai mare parte a cresterii venind de la imprumuturile pe termen lung. In aceste conditii, toti indicatorii care au legatura cu ele s-au inrautatit, o situatie accentuata de evolutia descendenta a profitului.

Raportul dintre datoriile financiare si EBITDA a trecut de 4, iar cel dintre datoriile financiare nete si EBITDA se apropie de acelasi nivel, ceea ce scade destul de mult capacitatea de indatorare suplimentara. Lucrurile par sa mearga in continuare in

aceeasi directie, fiind putin probabil ca in trimestrele urmatoare sa vedem o scadere a datoriilor sau o crestere a profitului. Primul dintre cei doi indicatori mentionati mai sus a ajuns peste nivelul dinaintea pandemiei, in timp ce al doilea a egalat valoarea de la finalul anului 2019, dupa ce in perioada pandemiei COVID rezultatele au cunoscut o imbunatatire importanta, insa conjuncturala.

Indicatori importanti

Indicator (RON)	2017	2018	2019	2020	2021	9L 2022 TTM
Risc financiar						
Datorii financiare nete/EBITDA	2,77	5,13	3,68	2,80	2,07	3,67
Numerar/Active	13,13%	3,74%	3,57%	6,93%	9,58%	5,97%
Datorii totale/Active	72,21%	78,31%	78,56%	77,28%	73,10%	76,41%
Rezultate financiare						
EBITDA (mil. RON)	77,94	95,38	147,82	212,01	285,61	258,39
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	0,89
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	3,71
Capital de lucru/Venituri	-4,97	-3,44	-2,73	-0,90	1,41	0,16
Rentabilitate						
Rentabilitatea activelor (ROA)	0,84%	1,86%	1,48%	5,19%	7,92%	3,97%
Rentabilitatea capitalului propriu (ROE)	4,50%	8,53%	8,10%	27,23%	34,57%	17,77%
Eficienta operationala						
Rata de rotatie a activelor	1,19	1,11	1,06	0,99	1,10	1,06
Rata de rotatie a capitalului propriu	6,40	5,07	5,80	5,17	4,81	4,77
Profitabilitate						
Marja operationala	5,59%	4,83%	16,40%	16,67%	17,26%	7,09%
Marja neta	0,70%	1,68%	1,40%	5,26%	7,19%	3,73%
Marja EBITDA	12,51%	12,00%	15,16%	19,68%	20,01%	15,07%
Rata efectiva de impozitare	38,84%	29,58%	33,19%	18,83%	16,62%	16,28%

Sursa: EquityRT, calcule Prime Transaction

Indicatorii principali al MedLife au continuat sa se inrautateasca, in linie cu rezultatele financiare inregistrate in al treilea trimestru al anului trecut.

Indicatorii de risc financiar, despre care am vorbit si mai sus, au fost afectati de cresterea pana la un maxim istoric a datoriilor financiare si de scaderea profitului sub nivelul din perioada pandemica, insa se mentin sub nivelul la care ar putea fi considerati problematici. E probabil ca in trimestrele urmatoare sa ajunga intr-o zona mai proasta, insa momentan e prematur sa estimam daca se vor si mentine acolo.

Indicatorii de lichiditate si cei de eficienta operationala sunt singurii care au ramas aproape neschimbati, nefiind afectati de scaderea profitului. Oricum, perioada de doar trei luni fata de momentul inclus in raportul anterior este prea scurta pentru a vedea o evolutie mai ampla in aceste doua categorii.

Indicatorii de profitabilitate si cei de rentabilitate au scazut destul de mult, un lucru normal avand in vedere evolutia rezultatelor financiare. Chiar si asa, majoritatea se mentin peste nivelul pre-pandemic, profitul fiind inca destul de mare raportat la cel din trecut. Daca vom vedea, intr-adevar, consolidarea si eficientizarea despre care vorbeste conducerea companiei, lucrurile ar trebui sa se mentina in aceasta zona sau chiar sa se imbunatateasca.

Evaluare

Evaluare pe baza multiplilor de piata

Companie	Tara	P/BV	P/E	P/S	EV/Sales	EV/EBITDA
Medical Park Saglik Hizmetleri	Turcia	11,00	11,42	1,51	1,65	7,32
Enel-Med Sa	Polonia	3,41		0,92	1,27	16,69
Mediclin Ag	Germania	0,86	14,34		0,59	3,24
Medicover	Suedia	5,59	61,35	1,61	2,13	13,04
Athens Medical C.S.A.	Grecia	0,75	10,75			4,83
Pihlajalinn Oyj	Finlanda	1,83	14,17	0,31	0,85	4,90
Garofalo Health Care Spa	Italia	1,37	14,93	1,08	1,40	7,01
Spire Healthcare Group Plc	U.K.	1,39	128,48	0,79	1,64	3,10
Medie (fara valori extreme)		2,17	18,14	1,18	1,36	6,20
Mediana pe intregul sector		1,99	16,46	1,59	1,99	8,98
MedLife (M)	Romania	7,50	41,66	1,53	2,06	7,66
Pret curent MedLife	19,4600 RON					
Valoare estimata cu media multiplilor companiilor similare		5,6363	8,4726	14,9839	12,8339	15,7522
Medie neajustata valoare estimata	11,5358 RON					
Medie ajustata valoare estimata	13,0106 RON					
Valoare estimata cu mediana multiplilor intregului sector		5,1653	7,6890	20,1728	18,7570	22,8014
Medie valoare estimata	14,9171 RON					

Sursa: EquityRT, calcule Prime Transaction

Evaluarea pe baza multiplilor de piata a fost realizata cu aceiasi emitenti ca in materialul din septembrie 2022, 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). Multiplul P/BV, care distorsioneaza rezultatul final prin valoarea sa extrema in cazul emitentului, ca rezultat al modelului de finantare bazat preponderent pe credite, a fost scos si de aceasta data din calcul.

Toti multiplii au avut medii mai mari decat in septembrie, ducand in final la o valoare estimata mult mai mare si pentru MedLife, ai carei multipli au crescut, insa intr-un ritm mult mai lent. Diferenta vine in principal de la evolutia bursiera, cativa dintre emitentii inclusi in comparatie avand cresteri bursiere de aproape 50% intre septembrie si momentul actual, in timp ce pretul actiunilor MedLife a ramas aproape pe loc.

In aceste conditii, valoarea medie ajustata a crescut destul de mult, fiind cu 32,18% mai mare decat cea din raportul anterior. Pretul mediu a crescut pentru fiecare dintre cei 5 multipli, in unele cazuri cresterile fiind chiar destul de mari. In mod surprinzator, valoarea medie estimata cu multiplii intregului sector de activitate a scazut fata de materialul anterior, cel mai probabil pentru ca acestia sunt mai puternic influentati de evolutia generala a pietei, in timp ce esantionul mai mic de companii cu model de afaceri apropiat este influentat si de particularitatile lor si ale activitatii desfasurate.

Evaluare pe baza fluxurilor de numerar viitoare (DCF)

Proiectia rezultatelor financiare viitoare

Indicator (mil. RON)	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Venituri totale	1.782,60	2.139,12	2.459,99	2.705,99	2.976,59	3.274,25
Evolutie	24,00%	20,00%	15,00%	10,00%	10,00%	10,00%
Cheltuieli operationale	-1.670,76	-1.988,21	-2.246,67	-2.426,41	-2.644,79	-2.882,82
Evolutie	32,00%	19,00%	13,00%	8,00%	9,00%	9,00%
Profit operational	111,84	150,91	213,31	279,58	331,80	391,43
Evolutie	-34,92%	34,94%	41,35%	31,06%	18,68%	17,97%
Marja operationala	6,27%	7,05%	8,67%	10,33%	11,15%	11,95%
Costul finantarii	-40	-50	-65	-88	-114	-137
Evolutie	10,00%	25,00%	30,00%	35,00%	30,00%	20,00%
Profit net	60,28	84,69	124,48	161,00	182,71	213,60
Evolutie	-46,61%	40,49%	46,99%	29,33%	13,49%	16,90%
Marja neta	3,38%	3,96%	5,06%	5,95%	6,14%	6,52%

Sursa: estimari Prime Transaction

Desi in materialul precedent am ajustat in jos estimarile de profitabilitate, rezultatele financiare au continuat sa fie mai slabe chiar si decat estimarile ajustate. Inflatia continua sa puna presiune pe cheltuielile operationale, iar veniturile nu mai au o crestere atat de mare incat sa compenseze acest lucru.

Mai jos sunt principalele modificari pe care le-am luat in calcul comparativ cu update-ul din luna septembrie:

- Crestere a veniturilor putin mai mica in 2022 decat cea din estimarea anterioara. In primele noua luni ale anului cresterea veniturilor a fost influentata puternic de integrarea in rezultatele financiare a Pharmachem Distributie, mai exact de efectul de baza fata de perioada similara din 2021. In T4 acest efect de baza nu va mai exista, asa ca ritmul de crestere e de asteptat sa fie mai mic. Avand in vedere ritmul de crestere a venitului din prima parte a anului, consideram ca estimarea initiala a fost una usor optimista.
- Crestere mai mare a cheltuielilor operationale in 2022, justificata de rata mare a inflatiei si de evolutia peste asteptari a costurilor in primele noua luni ale anului.
- Un ritm mai mic de crestere pentru cheltuielile operationale in perioada 2023-2025, ca urmare a renuntarii pentru moment la campania agresiva de achizitii si a concentrarii pe eficientizare.
- Crestere ceva mai mare a cheltuielilor de capital in 2023, acestea urmand sa compenseze partial lipsa achizitiilor de companii.

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

- Cresterea accelerata a veniturilor, dar in scadere pe masura ce afacerea se consolideaza, iar oportunitatile de extindere prin achizitii se imputineaza.
- Marja operationala si neta peste cele dinaintea pandemiei, in crestere usoara de la un an la altul, insa sub nivelul exceptional inregistrat in 2021.
- Costul finantarii estimat sa inregistreze cresteri mai mari de la un an la altul.

Indicator (mil. RON)	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
EBIT*(1-T)	126,77	179,18	234,85	278,71	328,80
+ Amortizare	160,01	192,01	230,42	276,50	331,80
- Variatie capital de lucru	2,66	7,98	31,93	38,31	45,98
- Cheltuieli de capital	132,62	159,15	190,98	229,17	263,55
FCFF	151,49	204,07	242,36	287,73	351,08
WACC	10,92%				
Factor actualizare	1,1092	1,2304	1,3648	1,5139	1,6792
FCFF actualizat	136,58	165,86	177,58	190,06	209,07
Rata de crestere in perpetuitate (g)					3,00%
Terminal Value					4.564,10
Terminal Value actualizat	2.718,00				
Enterprise Value	3.597,15				
+ Numerar	112,43				
- Datorii	1.061,02				
Equity Value	2.648,56				
Valoare actionari compania mama	2.383,70				
Numar actiuni	132.870.492				
Valoare estimata pe actiune	17,9401				

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 deprecierei.
- 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 10,92%, influentat de:

- Costul capitalului propriu, calculat prin metoda CAPM (Capital Asset Pricing Model) de 17,74%, influentat la randul sau de:
 - Rata fara risc de 7,32%, egala cu randamentul actual al titlurilor de stat romanesti la 5 ani (in scadere fata de septembrie).

Indicator	Valoare
Costul capitalului propriu (CAPM)	17,74%
➤ Rata fara risc	7,32%
➤ Prima de risc a pietei	8,62%
○ Randamentul pietei (medie BET-TR 5 ani)	15,93%
○ Rata fara risc	7,32%
➤ Beta (2 ani)	1,21
Costul datoriilor	8,00%
Pondere capital propriu	30%
Pondere datorii	70%
WACC	10,92%

Sursa: estimari Prime Transaction

- Prima de risc a pietei de 8,62%, 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 1,21, calculat pentru ultimii 2 ani.
- Costul datoriilor de 8,0%, in crestere cu doua puncte procentuale fata de raportul anterior.
- Ponderea capitalului propriu de 30% si a datoriilor de 70% in mixul de finantare.

Rezultatul final este o valoare intrinseca estimata de 17,9401 lei/actiune obtinuta prin metoda DCF. Este o valoare cu 20,40% mai mica decat cea din materialul anterior, justificata in principal de inrautatirea rezultatelor financiare. Luand in calcul ambele tipuri de evaluare rezulta o valoare medie de 15,4753 lei/actiune, cu 4,42% mai mica decat cea din raportul anterior si cu 20,48% mai mica decat pretul de 19,46 lei/actiune inregistrat la finalul sedintei de tranzactionare din 27 ianuarie 2023. Diferenta dintre rezultatele celor doua metode de evaluare s-a redus considerabil, insa in cazul evaluarii pe baza multiplilor e posibil sa fie vorba de o situatie conjuncturala. Spre deosebire de rapoartele anterioare, de data aceasta ambele metode de evaluare au avut ca rezultat o valoare mai mica decat pretul de piata.

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 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...



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

Política SSIF Prime Transaction SA privind recomandările pentru investiții în 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 avertizează clientul asupra riscurilor inerente tranzacțiilor cu instrumente financiare, incluzând, fără ca enumerarea să fie limitativă, fluctuația prețurilor pieței, incertitudinea dividendelor, a randamentelor și/sau a profiturilor, fluctuația cursului de schimb. Materialele ce conțin recomandări de investiții realizate de către SSIF Prime Transaction SA au un scop informativ, SSIF Prime Transaction SA nu își asumă responsabilitatea pentru tranzacțiile efectuate pe baza acestor informații. SSIF Prime Transaction SA avertizează clientul că performanțele anterioare nu reprezintă garanții ale performanțelor 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.

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

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

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

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

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

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

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

Aceste informatii sunt prezentate in conformitate cu Regulamentul delegata (UE) 565/2017 si Directiva 2014/65/UE.



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