



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:

- Evolutia rezultatelor financiare a fost una spectaculoasa in primul semestru al anului, atragand dupa ea o crestere pe masura a pretului actiunilor, cu circa 70% in mai putin de jumatate de an.
- Dintre evolutiile importante din aceasta jumatate de an ies in evidenta continuarea programului de achizitii si a celui de indatorare, dar si cresterea ponderii investitorilor institutionali in actionariat. De asemenea, au intrat in vigoare modificari legislative care ar putea aduce venituri suplimentare in viitor.
- Efectul de baza fata de T2 2020 a fost mai mare decat ne asteptam, dupa ce si in primul trimestru al anului rezultatele au fost unele foarte bune.
- Cresterea profitului a facut ca si indicatorii de lichiditate si indatorare sa se imbunatateasca, insa cei din urma ne asteptam sa se schimbe dupa cresterea limitelor de indatorare.
- Rezultatele din S1 ne-au facut sa actualizam estimarile pentru 2021, acest lucru avand ca efect o crestere importanta a valorii intrinseci estimate, de la 14,9326 lei/actiune in martie pana la 21,6705 lei/actiune. Chiar si asa, diferenta fata de pretul de piata este mult mai mica decat atunci. Este de mentionat faptul ca valoarea estimata a crescut in ambele metode de evaluare, comparatie a multiplilor, respectiv DCF.

Valoare intrinseca
 estimata (lei/actiune)

21,6705

Departamentul Analiza
 +4021.321.40.90
analiza@primet.ro

Date bursiere

Indicator	Valoare
Pret inchidere 16.09.2021	17,1000
Capitalizare	2.272.085.413
Variatie pret YTD	52,68%
➤ Relativ la BET	+22,06%
Variatie pret 1 luna	3,64%
Variatie pret 12 luni*	176,60%
➤ Relativ la BET*	+105,96%
Maxim 52 saptamani*	17,8500
Minim 52 saptamani*	6,3000
Valoare medie tranzactii 60 zile	1.115.268 RON

*Valori ajustate cu majorarea de capital din decembrie 2020

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

Desi rezultatul evaluarii din raportul publicat in luna martie (<https://www.primet.ro/Raport-de-analiza-Medlife-raport-analiza-2814>) era destul de departe de pretul de piata al actiunii M din acel moment, evolutia bursiera avea sa depaseasca destul de mult aceasta diferenta, cotatia ajungand la o apreciere de circa 70% in mai putin de jumatate de an.

Aceasta evolutie a fost corelata cu rezultatele financiare, veniturile si profitul companiei avand o traectorie puternic ascendenta. In ciuda cresterii spectaculoase a pretului actiunilor, multiplii de piata P/E si EV/EBITDA, care iau in calcul profitul, au avut scaderi considerabile fata de momentul realizarii raportului precedent. Prin urmare, rezultatele financiare nu doar au sustinut cresterea bursiera, ci chiar au depasit-o.

In afara de rezultatele financiare, au existat si alte evenimente si evolutii importante care au marcat ultima jumatate de an, unele dintre ele justificand la randul lor performantele bursiere excelente:

- Programul de achizitii a continuat, fiind finalizate tranzactiile pentru achizitia Medica Sibiu (raportata pe 7 aprilie), restul de 10% din CM Panduri (7 iunie), unde anterior detinerea era de 90%, restul de 48% din clinica DE 4 Kids Timisoara (8 iunie), de



Ajustat cu majorarea de capital social. Sursa: BVB

Indice	Pondere
BET	2,90%
BET-XT	2,78%
BET-BK	4,82%
BET Plus	2,76%
BET-TR	2,75%
BET-XT-TR	2,86%

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

Sursa: BVB, Prime Analyzer

Actionar	Numar actiuni	Procent
Fondatori, dintre care	53.847.397	40,53%
Mihail Marcu	20.982.307	15,79%
Mihaela-Gabriela Cristescu	18.660.690	14,19%
Nicolae Marcu	14.204.400	10,80%
Institutionali, dintre care:	35.402.294	26,92%
NN Pensii	17.011.630	12,93%
East Capital	5.303.172	4,03%
Norges Bank Inv. Management	3.720.521	2,83%
Fiera Capital Limited	2.133.058	1,62%
ING Asigurari de Viata	1.806.074	1,37%
Erste Asset Management	1.567.422	1,19%
Conseq Investment Management	1.350.000	1,03%
Free float total	79.023.095	59,47%

Sursa: BVB, EquityRT

la 52% anterior, CED Pharma (16 iunie) si 75% din Pharmachem Distributie. Ultima dintre ele este si cea mai mare dintre achizitiile din acest an, avand o cifra de afaceri de 83,4 mil. RON in 2019. Comparativ, Medica Sibiu a avut afaceri de doar 3,7 mil. RON in 2020.

- In paralel cu programul de achizitii a continuat si programul de indatorare, fiind crescuta mai intai limita de credit a celei mai importante facilitati de creditare contractata de grup cu 40 mil. EUR, apoi propusa spre aprobare catre AGEA din 29 septembrie aprobarea unei noi extinderi cu 50 mil. EUR. Pana la 30 iunie nu s-au vazut in raportarile financiare aceste operatiuni, datoriile financiare ramanand la un nivel asemanator cu cel de la inceputul anului, inasa e de asteptat ca in S2 2021 si in 2022 sa se vada impactul lor. Obiectivele principale urmarite cu aceasta crestere a indatorarii sunt dezvoltarea spitalelor regionale existente, finantarea programului de achizitii si extinderea in zona de cercetare.

Conducerea executiva a companiei

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

Sursa: EquityRT

- A continuat, de asemenea, programul de rascumparare a actiunilor proprii, iar pentru AGEA din 29 septembrie a fost propus un nou program de rascumparare pentru maximum 5,47 milioane de actiuni (4,12% din numarul total de actiuni), acestea urmand sa fie distribuite ulterior conducerii si angajatilor.
- Ponderea actionarilor institutionali a crescut destul de mult, de la 21,46% in martie pana la 26,92% in prezent. Cifra exacta e aproape sigur mai mare, neexistand o centralizare care sa includa toti investitorii institutionali cu activitate la BVB. Fiind vorba, inasa, de date luate din aceeasi sursa, consideram ca ele sunt relevante si arata o tendinta de consolidare a pozitiei investitorilor institutionali in actionariatul MedLife. In acelasi timp, ponderea totala a actionarilor fondatori a scazut usor, dupa vanzarile actionarului principal, Mihail Marcu.
- La 1 iulie au intrat in vigoare modificarile legislative care clarifica modul in care sunt acoperite cheltuielile in cazul internarii in spitalele private, cu o parte suportata de CNAS si o parte suportata de pacienti, sub forma unei asanumite „contributii private”. Nu este vorba de niste schimbari revolutionare ale sistemului, inasa ele ar putea atrage mai multi clienti catre medicina privata, in conditiile in care acestia vor avea de la inceput in fata sumele exacte pe care ar urma sa le plateasca din buzunar. In 2022 ar putea intra in vigoare aceleasi schimbari si pentru analizele medicale, un domeniu in care pot aduce beneficii mult mai mari pe termen scurt operatorilor medicali privati. In prezent, analizele medicale se fac in proportie covarsitoare in laboratoare private, iar decontarea lor partiala de catre CNAS ar aduce niste venituri sigure. Trebuie avut in vedere, inasa, ca presedintele CNAS care a declarat ca se intentioneaza acest lucru a fost demis in urma scandalului politic recent, iar urmasul sau in functie ar putea sa nu fie la fel de dispus sa sustina aceasta masura, care ar priva Statul de niste bani.

Analiza rezultatelor financiare pentru T2 2021 si S1 2021

Indicator (RON)	T2 2021	T2 2020	Evolutie T2	S1 2021	S1 2020	Evolutie S1
Cifra de afaceri	339.526.743	205.366.041	65,33%	677.290.415	469.530.819	44,25%
- Clinici	98.918.933	58.245.998	69,83%	194.244.223	142.177.693	36,62%
- Stomatologie	24.246.121	10.054.891	141,14%	46.261.681	25.486.852	81,51%
- Spitale	79.460.553	47.490.627	67,32%	157.738.345	104.535.623	50,89%
- Laboratoare	66.286.389	31.016.915	113,71%	142.421.658	74.421.693	91,37%
- Vanzari corporative	52.779.540	45.700.212	15,49%	103.467.517	93.717.326	10,40%
- Farmacii	12.131.654	10.002.860	21,28%	23.423.761	22.635.468	3,48%
- Altele	5.703.553	2.854.538	99,81%	9.733.230	6.556.164	48,46%
Alte venituri operationale	1.316.620	822.887	60,00%	2.361.661	1.703.993	38,60%
Venituri operationale totale	340.843.363	206.188.928	65,31%	679.652.076	471.234.812	44,23%
Cheltuieli operationale totale	-291.327.013	-193.625.025	50,46%	-576.526.627	-440.347.856	30,93%
Rezultat operational	49.516.350	12.563.903	294,12%	103.125.449	30.886.956	233,88%
Costul finantarii	-6.404.621	-5.045.046	26,95%	-12.314.202	-10.067.299	22,32%
Alte cheltuieli financiare	-863.597	-1.162.243	-25,70%	-5.560.501	-5.008.809	11,01%
Rezultat financiar net	-7.268.218	-6.207.288	17,09%	-17.874.703	-15.076.107	18,56%
Profit brut	42.248.132	6.356.613	564,63%	85.250.746	15.810.848	439,19%
Impozit pe profit	-6.799.666	-1.845.933	268,36%	-13.699.390	-4.874.911	181,02%
Profit net	35.448.466	4.510.680	685,88%	71.551.356	10.935.937	554,28%
Atribuibil actionarilor societatii mama	32.410.715	3.622.210	794,78%	64.393.437	9.052.569	611,33%

Sursa: raportarile companiei, calcule Prime Transaction

Asa cum am anticipat inca de la publicarea raportarilor pentru primul trimestru al anului (<https://www.primet.ro/Raport-de-analiza-rezultate-financiare-T1-2021-raport-analiza-2820>), al doilea trimestru a fost la randul sau unul foarte bun, beneficiind de un efect de baza important fata de T2 2020, atunci cand o parte a activitatilor medicale au fost ingreunate, iar altele, cum este cazul stomatologiei, interzise complet din cauza pandemiei COVID.

Veniturile totale ale grupului au crescut cu 65,33%, de la 205,37 mil. RON in T2 2020 la 339,53 mil. RON in T2 2021, cele mai mari cresteri in termeni absoluti venind de la clinici, 40,67 mil. RON (+69,83%), laboratoare, 35,27 mil. RON (+113,71%) si spitale, 31,97 mil. RON (+67,32%). Cele trei ocupa, de altfel, si primele locuri ca pondere in veniturile totale, impreuna aducand 73% din veniturile MedLife in primele sase luni ale anului. In termeni relativi, cea mai mare crestere a fost cea a veniturilor din stomatologie, +141,14%, un lucru previzibil in contextul expus mai sus. Pe primele sase luni ale anului, cresterea veniturilor totale a ajuns la 44,25%, de la 27,86% in primele trei luni.

In ceea ce priveste cresterea veniturilor trebuie luat in calcul, pe langa efectul de baza fata de T2 2020, si cel al extinderii prin achizitia de companii mai mici, acestea fiind integrate treptat in grup si acoperind o parte din cresterea trimestriala si semestriala a veniturilor.

Veniturile mai mari au fost insotite si de cheltuieli in crestere accelerata, cel mai mare impact avandu-l cele trei categorii de cheltuieli care au si cele mai mari ponderi in total la nivelul grupului. Este vorba in primul rand de cheltuielile cu tertii, care includ si contractele cu medicii, in crestere cu 40,36 mil. RON (+74,29%), urmate de cheltuielile cu salariile, in crestere cu

24,83 mil. RON (+42,68%) si cele cu consumabilele si materialele de reparatii, cu 23,37 mil. RON mai mari (+69,07%). In cazul primei categorii de cheltuieli e greu de spus cat din crestere vine de la efectul de baza fata de T2 2020, atunci cand o parte din medici nu au avut cum sa profeseze, cat vine din cresterea numarului de medici sau de ore lucrate si cat din cresterea veniturilor medii, in conditiile competitiei acerbe de pe piata fortei de munca. Oricare ar fi situatia, cel putin prima si a treia categorie, partial si a doua, sunt legate in mod direct de activitatea economica, urcand atunci cand activitatea se intensifica.

Majoritatea celorlalte cheltuieli au crescut, insa intr-un ritm mult mai lent, niste cresteri cat de cat mai mari venind doar de la amortizare, +3,6 mil. RON si Alte cheltuieli operationale, +4,66 mil. RON. Singura categorie de cheltuieli pe minus a fost cea a cheltuielilor cu reclamele, o explicatie posibila fiind ca acestea nu au mai fost atat de necesare intr-o perioada in care cererea este mai mare decat oferta.

Cresterea mare a veniturilor s-a concretizat intr-o crestere procentuala si mai mare a profitului operational si a celui net, o situatie de asteptat pentru un business cu marje de profit destul de mici in mod traditional. Profitul operational a crescut cu 294,12%, de la 12,56 mil. RON in T2 2020 la 49,52 mil. RON in T2 2021, iar cel net cu nu mai putin de 685,88%, de la 4,51 mil. RON in T2 2020 pana la 35,45 mil. RON in T2 2021.

Fata de primul trimestru din 2021 evolutia nu a fost la fel de spectaculoasa, profitul operational fiind in scadere de la 53,6 mil. RON in T1, iar cel net in scadere mai mica, de la 36,1 mil. RON. Prin urmare, putem spune ca efectul de baza a fost principalul „arhitect” al evolutiei spectaculoase a rezultatelor financiare in T2.

Chiar daca evolutia profitului a venit in mare parte din efectul de baza, dimensiunea sa este una realista, aratand cat de multi bani poate obtine grupul in conditii economice normale. Al doilea semestru al anului pastreaza un potential de crestere fata de S2 2020, chiar daca este mult mai mic decat cel din T2. Un lucru la care va trebui sa ne uitam cu atentie este evolutia veniturilor din laboratoare, crescute temporar de testele pentru depistarea COVID. Aceste teste sunt inca de actualitate, mai ales ca intram intr-un nou val pandemic, insa la un moment dat nu va mai fi nevoie de ele, iar veniturile de pe acest segment de business se vor ajusta la randul lor.

Indicatori importanti

Indicator (RON)	2016	2017	2018	2019	2020	S1 2021 TTM
Risc financiar						
Datorii financiare nete/EBITDA	3,95	2,77	3,59	3,67	2,80	1,90
Numerar/Active	4,44%	13,13%	4,54%	3,68%	6,93%	10,27%
Datorii totale/Active	80,04%	72,21%	76,28%	80,31%	77,28%	73,27%
Rezultate financiare						
EBITDA (mil. RON)	55,65	77,94	95,38	147,85	212,01	287,69
Lichiditate						
Rata rapida	0,44	0,82	0,46	0,41	0,65	0,77
Rata curenta	0,58	1,02	0,67	0,61	0,89	0,98
Rata numerarului	0,14	0,47	0,14	0,11	0,26	0,37
Efect de levier	4,58	2,87	3,61	4,58	3,79	3,05
Capital de lucru/Venituri	5,71%	4,97%	3,67%	3,07%	0,89%	-0,72%
Rentabilitate						

Rentabilitatea activelor (ROA)	-1,19%	0,84%	1,94%	1,65%	5,19%	9,60%
Rentabilitatea capitalului propriu (ROE)	-6,33%	4,50%	8,53%	8,73%	27,23%	45,11%
Eficienta operationala						
Rata de rotatie a activelor	1,18	1,19	1,15	1,09	0,99	1,11
Rata de rotatie a capitalului propriu	6,30	6,40	5,07	5,80	5,22	5,21
Profitabilitate						
Marja operationala	3,85%	5,59%	4,83%	5,84%	20,67%	23,41%
Marja neta	-1,00%	0,70%	1,68%	1,51%	5,22%	8,65%
Marja EBITDA	10,94%	12,51%	12,00%	15,16%	19,51%	22,21%
Rata efectiva de impozitare	206,23%	38,84%	29,58%	33,76%	18,83%	15,95%

Sursa: EquityRT, calcule Prime Transaction

Majoritatea indicatorilor din tabel s-au imbunatatit

comparativ cu raportul precedent, grupul avand cresteri semnificative ale indicatorilor de profitabilitate si scaderi ale ratelor de indatorare.

Desi indicatorii de lichiditate se mentin la un nivel mai mic decat cel la care ar fi normal sa fie sau la care sunt emitentii similari din Europa, ei au cunoscut la randul lor o imbunatatire fata de inceputul anului, mai ales dupa ce numerarul si echivalentele de numerar au crescut cu peste 50%, de la 83 mil. RON pana la 130,1 mil. RON, ponderea acestuia in activele totale crescand la randul sau.

Ratele de indatorare au inregistrat scaderi importante, raportul intre datoriile totale si activele totale ajungand aproape de cel mai mic nivel din ultimii ani, atins la finalul lui 2017. Raportul intre datoriile financiare nete si EBITDA este chiar la cel mai mic nivel din perioada recenta, in conditiile in care datoriile financiare au ramas aproape de nivelul de la 31 decembrie 2020, iar EBITDA a avut o crestere considerabila.

Indicatorii de rentabilitate si cei de profitabilitate au avut cresteri mari, grupul operand cu marje de profit mult peste cele din anii trecuti. Deocamdata e greu de spus daca a atins un potential pe care il avea dinainte sau doar beneficiaza de un context favorabil generat de pandemia COVID, care a gonit un numar mare de pacienti de la spitalele si policlinicile de stat catre mediul privat. E posibil sa fie vorba de o combinatie intre cele doua, iar contextul favorabil sa aduca de fapt niste clienti pe termen lung.

Situatia datoriilor financiare

Indicator (RON)	2016	2017	2018	2019	2020	S1 2021
Portiune curenta datorii pe termen lung	19.127.593	36.642.740	23.162.490	24.802.015	46.436.217	75.333.848
Descoperire de cont	1.267.442	2.013.469	30.911.018	29.011.944	27.127.907	24.198.621
Portiune curenta leasing	7.031.122	3.177.961	8.949.472	49.435.191	41.166.069	39.383.702
Datorii financiare pe termen lung	202.761.616	242.797.699	287.013.365	345.952.241	414.696.592	406.867.109
Leasing termen lung	10.382.639	10.111.452	26.525.231	132.634.338	147.097.180	131.770.055

Total datorii financiare	240.570.412	294.743.321	376.561.576	581.835.729	676.523.965	677.553.335
Procent din activele totale	51,61%	48,85%	49,94%	55,05%	57,16%	53,48%
Procent din capitalul propriu	258,63%	175,80%	210,52%	279,60%	251,58%	200,11%
Datorii financiare/EBITDA	4,32	3,78	3,95	3,94	3,19	2,36
Datorii financiare nete	240.570.412	215.515.555	342.355.417	542.949.511	594.553.568	547.460.873
Datorii financiare nete/EBITDA	3,95	2,77	3,59	3,67	2,80	1,90

Am ales sa prezentam si de aceasta data separat situatia datoriilor financiare, pentru ca ele reprezinta un element important in modelul de business al MedLife si trebuie urmarite constant. Desi datoriile in sine nu au scazut, raportul dintre ele si indicatorii relevanti s-a diminuat considerabil. Datoriile financiare ajunsesera la 30 iunie la 53,48% din activele totale si 200,11% din capitalul propriu, in scadere destul de mare fata de inceputul anului. In al doilea caz vorbim despre cea mai mica valoare dupa cea din 2017, profitul obtinut in primele sase luni ale anului avand, evident, un impact mai mare asupra capitalului propriu decat asupra activelor totale.

Sursa: EquityRT, raportarile companiei, calcule Prime Transaction

Indicatorii raportati la EBITDA au ajuns la cele mai mici valori din perioada analizata in tabel, un lucru util pentru o companie care urmareste cresterea gradului de indatorare fata de banci. Dupa deciziile recente de a creste limita de credit, e de asteptat ca toti acesti indicatori sa creasca din nou in trimestrele urmatoare. Este de urmarit daca EBITDA se poate mentine la acelasi nivel, in caz contrar putand vedea o crestere a raportului intre datoriile financiare si acest indicator pana la un nivel nesustenabil din perspectiva bancilor.

Evaluare

Evaluare pe baza multiplilor de piata

Companie	Tara	P/BV	P/E	P/S	EV/Sales	EV/EBITDA
Medical Park Saglik Hizmetleri	Turcia	13,63	27,86	1,05	1,45	6,11
Enel-Med Sa	Polonia	4,24	101,01	1,01	1,54	8,98
Mediclin Ag	Germania	1,09	-	0,28	0,83	5,23
Medicover	Suedia	3,62	20,28	1,48	1,82	8,83
Athens Medical C.S.A.	Grecia	1,82	39,07	0,83	1,40	9,28
Pihljalinna Oyj	Finlanda	2,36	15,82	0,49	0,88	4,71
Garofalo Health Care Spa	Italia	2,16	41,83	2,48	2,75	15,14
Spire Healthcare Group Plc	U.K.	1,40	-	0,92	1,93	3,43
Medie (fara valori extreme)		2,38	28,97	1,07	1,57	6,65
Mediana pe intregul sector		2,26	24,07	0,97	1,49	7,47
MedLife (M)	Romania	7,52	20,37	1,75	2,20	6,96
Pret curent MedLife			17,1000 RON			
Valoare estimata cu media multiplilor companiilor similare		5,4198	24,3277	10,4276	12,2575	16,3481
Medie valoare estimata			13,7561 RON			
Valoare estimata cu mediana multiplilor intregului sector		8,0015	22,6035	28,5165	23,0485	25,7738
Medie valoare estimata			21,5887 RON			

Evaluarea pe baza multiplilor de piata a fost realizata cu aceiasi emitenti ca si in raportul din luna martie, criteriile dupa care ei au fost alesi fiind dimensiunea (cifra de afaceri in intervalul 100 mil. USD – 1,5 mld. USD) 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).

Sursa: EquityRT, calcule Prime Transaction

La fel ca si la evaluarea anterioara, pretul obtinut cu multiplul P/E (Pret/Profit pe actiune) este de departe cel mai mare, inasa de data aceasta diferentele nu mai sunt la fel de mari de la un multiplu la altul. Motivul pentru aceasta schimbare este scaderea foarte mare a mediei P/E pentru emitentii luati in calcul, media de data trecuta fiind ea insasi o valoare extrema (71,17). In aceste conditii, pretul mediu obtinut cu multiplul P/E a fost mai mic decat cel de data trecuta, chiar daca multiplul in sine a scazut pentru MedLife, ca urmare a cresterii foarte mari a profitului net.

Per total, valoarea estimata a crescut cu 15,5%, de la 11,9064 lei/actiune la 13,7561 lei/actiune, in principal datorita cresterii foarte mari a profitului net si EBITDA. Cresterea putea fi mult mai mare daca nu ar fi existat situatia atipica din cazul mediei multiplului P/E (si, intr-o masura mai mica, si EV/EBITDA). Acest lucru se poate vedea daca urmarim valoarea estimata cu mediana tuturor emitentilor din sector, in crestere cu 50,8%, de la 14,32 lei/actiune la 21,6 lei/actiune. In acest caz, mediana P/E era deja la un nivel apropiat de cel de acum, asa ca profitul mai mare al MedLife s-a transmis aproape integral catre o valoare estimata mai mare.

Desi media valorilor estimate cu cei cinci multipli de piata a crescut, ea a ajuns sub pretul de piata al actiunii, dupa ce in martie era cu aproape 20% mai mare. Motivul este ca in calcul sunt inclusi si indicatori cu o stabilitate mai mare in timp, asa cum sunt capitalul propriu si cifra de afaceri (reprezentati prin P/BV – pret/capital propriu, P/S – pret/vanzari si EV/Sales – enterprise value/vanzari), in timp ce pretul de piata a fost influentat puternic de cresterea foarte mare a profitului.

Evaluare pe baza fluxurilor de numerar viitoare (DCF)

Proiectia rezultatelor financiare viitoare

Indicator (mil. RON)	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Venituri totale	1.086,72	1.380,14	1.656,17	1.904,59	2.190,28	2.409,31
Evolutie	11,38%	27,00%	20,00%	15,00%	15,00%	10,00%
Cheltuieli operationale	-977,61	-1.182,91	-1.443,15	-1.688,49	-1.924,87	-2.098,11
Evolutie	6,48%	21,00%	22,00%	17,00%	14,00%	9,00%
Profit operational	109,11	197,23	213,02	216,10	265,41	311,19
Evolutie	91,68%	80,76%	8,00%	1,45%	22,81%	17,25%
Marja operationala	10,04%	14,29%	12,86%	11,35%	12,12%	12,92%
Costul finantarii	-23,25	-27,90	-33,48	-41,85	-54,41	-73,45
Evolutie	12,61%	20,00%	20,00%	25,00%	30,00%	35,00%
Profit net	63,76	134,87	141,97	135,32	162,87	180,31
Evolutie	254,63%	111,51%	5,26%	-4,68%	20,36%	10,71%
Marja neta	5,87%	9,77%	8,57%	7,10%	7,44%	7,48%

Sursa: estimari Prime Transaction

Evolutia rezultatelor financiare ne-a facut sa reconsideram o parte dintre estimarile care au stat la baza evaluarii din martie, in principal in legatura cu rezultatele pentru acest an. Printre modificarile mai importante se numara:

- Venituri mai mari, in crestere cu 27% fata de anul 2020 (de la +15% in martie). Desi luam in calcul de la inceput o crestere a veniturilor si un efect de baza fata de anul trecut, rezultatele au fost peste asteptari, veniturile totale TTM fiind deja mai mari decat cele estimate anterior. Desi in S2 potentialul de crestere este mai mic, nemaiastrand efectul de baza din T2, este totusi de asteptat sa vedem venituri mai mari decat in perioada similara din 2020, ba chiar e posibil ca si estimarea actualizata sa fie una conservatoare.
- Cheltuieli de asemenea in crestere mai mare decat cea estimata in martie, insa intr-un ritm mai lent decat cel al cresterii veniturilor.
- Marja operationala si marja neta considerabil mai mari decat cele din estimarea anterioara, in linie cu evolutia din primul semestru al anului. Marja operationala estimata pentru 2021 a crescut de la 9,29% la 14,29%, iar cea neta de la 6% la 9,77%. Ambele sunt in zona marjelor TTM (trailing twelve months – pe ultimele 12 luni) calculate cu rezultatele la sase luni.
- Crestere ceva mai mica a amortizarii fata de cea estimata initial si o variatie mai mica a capitalului de lucru, ambele ajustate ca urmare a evolutiei rezultatelor financiare in S1.
- Costul mediu ponderat al capitalului (WACC) in crestere usoara, de la 6,84% la 7,11%, in principal din cauza cresterii randamentului mediu al pietei de capital pe ultimii 5 ani. De asemenea, am simplificat modul de calcul al costului capitalului propriu, incluzand in calculul primei de risc a pietei rata fara risc din momentul actual (estimata ca fiind randamentul titlurilor de stat pe 5 ani) si nu media pe ultimii 5 ani a randamentelor titlurilor de stat, asa cum facusem anterior.

De asemenea, raman valabile ipotezele principale pe care le-am formulat in raportul anterior:

- Cresterea veniturilor ne asteptam sa fie in continuare una accelerata, grupul avand posibilitatea sa continue campania de extindere in anii urmatori. Momentan nu se intrevad cresteri iminente ale ratelor de dobanda, iar dupa ce aceste cresteri vor incepe sa aiba loc, va mai dura o perioada pana cand vor face neatractiva indatorarea suplimentara. Am luat in calcul o varianta destul de prudenta din acest punct de vedere, cu cresteri de pana la 20% (dupa 2021), sub cele inregistrate in intervalul 2016-2019.
- Marja neta ar urma sa ramana in 2021 la un nivel ridicat comparativ cu valorile istorice (chiar mai mare decat cea estimata initial). Ulterior ne asteptam ca ea sa mai scada, mai ales in conditiile continuarii campaniei de extindere, insa nu pana la valorile atinse in mod obisnuit inainte de 2020. Pe masura ce cresterea accelerata va fi inlocuita de consolidare, marja neta ar trebui sa creasca din nou spre valori apropiate de cele din prezent. Perioada de consolidare este plasata la finalul celor 5 ani din tabel, insa ea poate veni mai devreme sau mai tarziu, in functie de conditiile de pe piata monetara.
- Costul finantarii este estimat sa inregistreze cresteri mai mari de la un an la altul. Dobanzile sunt in prezent la valori foarte mici si e foarte greu sa mai scada, iar datoriile grupului sunt pe un trend crescator. Acest trend, combinat cu o crestere foarte probabila a ratelor de dobanda, fundamenteaza ipoteza pe care am mers.

Calculul valorii intrinseci

Indicator (mil. RON)	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
EBIT*(1-T)	165,67	178,93	181,53	222,94	261,40
+ Amortizare	123,48	160,52	200,65	250,81	300,97
- Variatie capital de lucru	-22,01	-3,30	4,95	14,86	59,42
- Cheltuieli de capital	115,80	150,54	188,18	235,22	282,27
FCFF	195,35	192,21	189,05	223,67	220,68
WACC	7,11%				
Factor actualizare	1,0356	1,1092	1,1881	1,2726	1,3630
FCFF actualizat	188,65	173,29	159,12	175,77	161,91
Rata de crestere in perpetuitate (g)					3,00%
Terminal Value					5.529,15
Terminal Value actualizat	4.056,47				
Enterprise Value	4.915,20				
+ Numerar	130,09				
- Datorii	677,55				
Equity Value	4.367,74				
Valoare actionari compania mama	3.930,97				
Numar actiuni	132.870.492				
Valoare estimata pe actiune	29,5850				

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 urmatatori.
- 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 7,11%, influentat de:
 - Costul capitalului propriu, calculat prin metoda CAPM (Capital Asset Pricing Model) de 13,2%, influentat la randul sau de:
 - Rata fara risc de 3,53%, egala cu randamentul actual al titlurilor de stat romanesti la 10 ani
 - Prima de risc a pietei de 16,68%, 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 0,58, calculat pentru ultimii 2 ani.

Indicator	Valoare
Costul capitalului propriu (CAPM)	13,20%
➤ Rata fara risc	3,53%
➤ Prima de risc a pietei	16,68%
○ Randamentul pietei (medie BET-TR 5 ani)	20,21%
○ Rata fara risc	3,53%
➤ Beta (2 ani)	0,58
Costul datoriilor	4,5%
Pondere capital propriu	30%
Pondere datorii	70%
WACC	7,11%

Sursa: estimari Prime Transaction

- Costul datoriilor de 4,5%. Este o cifra mai mare decat media dobanzilor platite in acest moment de grup, insa mai mica decat valorile inregistrate pana in 2018 inclusiv. In viitor ne asteptam ca dobanzile sa revina la un nivel mai ridicat decat acum, insa e greu de spus in ce ritm se va intampla acest lucru.
- 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 29,5850 lei/actiune obtinuta prin metoda DCF. Este o valoare mult mai mare decat cea rezultata anterior (+64,7%), justificata de evolutia mult peste asteptari a emitentului in primele sase luni ale anului. Luand in calcul ambele tipuri de evaluare, rezulta o valoare medie de 21,6705 lei/actiune, cu 26,73% mai mare decat pretul de 17,10 lei/actiune inregistrat la finalul sedintei de tranzactionare din 16 septembrie. Diferenta este mai mica decat cea din martie, atunci cand valoarea intrinseca estimata era cu aproape 50% mai mare 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, cele mai importante dintre ele fiind cele referitoare la mentinerea marjei de profit peste nivelul dinainte de 2020 si la evolutia pietei monetare. Pretul de piata este influentat de mai multi factori decat valoarea intrinseca a emitentului, asa ca nici confirmarea tuturor ipotezelor nu inseamna neaparat o convergenta a pretului de piata spre valoarea intrinseca.

Departament analiza,

Marius Pandeles

*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, 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...

Newsletter Prime Transaction

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



București, Sector 3, str. Caloian Județul nr.22, 031114
+4021 321 40 88; +4 0749 044 045
E-mail: office@primet.ro; fax: +4021 321 40 90
Decizie CNVM Nr. 1841/17.06.2003

WWW.PRIMET.RO

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

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

SSIF Prime Transaction SA avertizeaza clientul asupra riscurilor inerente tranzactiilor cu instrumente financiare, incluzand, fara ca enumerarea sa fie limitativa, fluctuatia preturilor pietei, incertitudinea dividendelor, a randamentelor si/sau a profiturilor, fluctuatia cursului de schimb. Materialele ce contin recomandari de investitii realizate de catre SSIF Prime Transaction SA au un scop informativ, SSIF Prime Transaction SA nu isi asuma responsabilitatea pentru tranzactiile efectuate pe baza acestor informatii. SSIF Prime Transaction SA avertizeaza clientul ca performantele anterioare nu reprezinta garantii ale performantelor viitoare.

Decizia finala de cumparare sau vanzare a acestora trebuie luata in mod independent de fiecare investitor in parte, pe baza unui numar cat mai mare de opinii si analize. Investitorii sunt avertizati ca orice 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