



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:

- Activitatea de achizitii din acest an a fost aproape inexistentă, singurele achizitii noi anunțate între 30 ianuarie și momentul actual având o cifră de afaceri cumulată de 0,58% din cifra de afaceri a grupului în 2022.
- Deși gradul de îndatorare este unul foarte mare, grupul intenționează extinderea cu 50 mil. EUR a celei mai importante facilități de creditare în perioada următoare.
- Rezultatul net TTM a ajuns pe minus la noua luni, în mare parte din cauza creșterii considerabile a costurilor de finanțare. Nici pe partea operațională lucrurile nu merg la fel de bine ca în anii trecuți, însă în T3 au apărut primele semnale pozitive după mai multe trimestre slabe.
- Evaluarea pe baza multiplilor de piață include acum mai mulți emitenți similari, însă din cauza pierderii TTM numărul multiplilor folosiți a fost de doar trei.
- Ambele metode de evaluare au avut ca rezultat valori mai mici atât în comparație cu cele din materialul anterior, cât și cu prețul de piață al acțiunii.

Acest raport nu este o recomandare de investiții. Valoarea estimată nu este un preț țintă pe care ne așteptăm să-l atingă acțiunea emitentului, ci doar o valoare intrinsecă, dependentă de confirmarea ipotezelor detaliate în raport. Raportul reprezintă o informație generală și nu se substituie serviciilor de consultanță de investiții.

Valoare intrinsecă
 estimată (lei/acțiune)

3,3588

Departamentul Analiza
 +4021.321.40.90
analiza@primet.ro

Date bursiere

Indicator	Valoare
Pret închidere 08.12.2023	4,2000
Capitalizare	2.232.224.266
Variație pret YTD	-0,59%
➤ Relativ la BET	-22,88%
Variație pret 1 luna	-3,45%
Variație pret 12 luni*	-4,00%
➤ Relativ la BET*	-22,44%
Maxim 52 săptămâni*	4,0800
Minim 52 săptămâni*	5,0000
Valoare medie tranzacții 60 zile	674.891 RON

Sursa: EquityRT, Prime Analyzer, BVB
 *ajustat cu majorarea de capital social

Evolutii semnificative de la ultimul raport

Volatilitatea pretului actiunii MedLife s-a mentinut in cele 10 luni care au trecut de la ultimul update, indicatorul Beta pentru ultimii 2 ani raportat la indicele de referinta BET ajungand de la 1,21 la finalul sedintei de tranzactionare din 27 ianuarie pana la 1,25 in momentul de fata.

Dupa o scadere mare in februarie si prima parte a lui martie, pretul a oscilat in cea mai mare parte a timpului in intervalul 4,3-4,9 lei/actiune, variatiile de pret zilnice fiind insa unele destul de mari, cu mai multe perioade in care pare ca pretul s-a inregistrat pe o traiectorie clara, doar pentru ca ulterior sa-si inverseze directia.

Nici de data aceasta pretul nu a mers in aceeași direcție cu rezultatele financiare, care au continuat să se înrăutățească, ajungând până la o pierdere TTM de peste 15 mil. RON la 30 septembrie. Comparativ cu începutul anului pretul actiunii este aproape neschimbat, în condițiile în care rezultatul net TTM la 30 septembrie 2022 (cel mai recent disponibil la 31 decembrie 2022) era un profit de 71,1 mil. RON, iar între timp a ajuns pe minus.

Published on TradingView.com, December 09, 2023 12:26:52 EET
BVB:M, D O:4,1300 H:4,2100 L:4,1300 C:4,2000



TradingView

Sursa: BVB

Indice	Pondere
BET	2,49%
BET-XT	2,55%
BET-BK	4,55%
BET Plus	2,34%
BET-TR	2,43%
BET-XT-TR	2,50%
ROTX	2,68%

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	531.481.968
Valoare nominala	0,25 RON
CAEN principal	8622

Sursa: BVB, Prime Analyzer

Actionar	Numar actiuni	Procent
Fondatori, dintre care	208.469.188	39,22%
Mihail Marcu	78.484.828	14,77%
Mihaela-Gabriela Cristescu	74.642.760	14,04%
Nicolae Marcu	55.341.600	10,41%
Institutionali, dintre care:	232.828.022	43,81%
NN Pensii Pilon 2	70.356.940	13,24%
Allianz Pensii Pilon 2	46.319.200	8,70%
Generali Pensii Pilon 2	25.057.800	4,71%
Metropolitan Life Pensii Pilon 2	24.849.732	4,68%
Aegon Pensii Pilon 2	17.166.340	3,23%
The Vanguard Group, Inc.	11.302.048	2,13%
Fiera Capital Ltd.	7.726.060	1,45%
Free float total	323.012.780	60,78%

Sursa: BVB, EquityRT, raportari fonduri

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

Consiliul de administratie

- La finalul lunii martie a fost finalizata achizitia pachetului majoritar de actiuni (51%) al Grupului Nord, fost Provita. De asemenea, in luna iulie a fost achizitionata integral policlinica Sfantul Ilie din Craiova si 51%

Nume	Funcție
Mihail Marcu	Presedinte CA, Director General
Nicolae Marcu	Membru CA, Director Sanatate si Operatiuni
Ana Maria Mihaescu	Membru Independent CA
Dimitrie Pelinescu-Onciul	Membru CA
Dorin Preda	Membru CA, Director Finantare si Trezorerie
Voicu Cheta	Membru Independent CA
Ovidiu Fer	Membru Independent CA

din clinica Union Medical din Cluj, cele doua avand o cifra de afaceri cumulata de circa 10 mil. RON in 2022.

Sursa: MedLife

- Pe 18 aprilie a fost finalizat programul de rascumparare de actiuni hotarat in AGEA din 2 septembrie 2021, fiind rascumparate in total 405.726 actiuni, cea mai mare parte in cursul anului 2022. Numarul de actiuni rascumparate reprezinta doar 7,4% din totalul aprobat in AGEA, de 5.470.671 actiuni. Actiunile au fost oferite unor fosti sau actuali angajati si membri ai conducerii din companiile achizitionate in schimbul actiunilor pe care acestia le mai detineau in companiile respective, iar reducerea activitatii de achizitii in cursul anului trecut a contribuit cel mai probabil si la aceasta diferenta intre planurile din septembrie 2021 si rascumpararile efective.
- In AGEA din 3 august a fost aprobata majorarea capitalului social cu acordarea a 3 actiuni gratuite pentru fiecare actiune detinuta la data de 4 septembrie. In aceeasi AGEA a fost aprobat un nou program de rascumparare a actiunilor proprii, pentru maximum 10% din numarul total de actiuni MedLife, pentru o perioada de maximum 18 luni de la publicarea hotararii in Monitorul Oficial. Actiunile urmeaza sa fie oferite angajatilor si membrilor conducerii, fostilor sau actualilor angajati sau membri ai conducerii unora dintre filiale sau vor fi oferite la schimb pentru parti sociale sau actiuni ale filialelor pe care acestia le detin. Noul program de rascumparare a fost deja demarat prin hotararea CA din 27 septembrie, primele achizitii fiind realizate in luna octombrie.
- La finalul lui noiembrie a fost convocata AGEA pentru 22 decembrie, urmand sa fie discutata majorarea cu 50 mil. EUR a facilitatii de credit sindicalizate de 228 mil. EUR contractate la 13 decembrie 2022 de la BCR (in calitate de coordonator), Raiffeisen Bank, BRD, Banca Transilvania, ING si Erste Bank. La 30 septembrie 2023 soldul acestui credit era de circa 200 mil. EUR.

Analiza rezultatelor financiare pentru T3 2023 si 9L 2023

Indicator (RON)	T3 2023	T3 2022	Evolutie T3	9L 2023	9L 2022	Evolutie 9L
Cifra de afaceri	561.206.556	463.559.137	21,06%	1.627.415.774	1.323.955.033	22,92%
- Clinici	210.893.106	157.529.554	33,88%	608.211.330	446.170.930	36,32%
- Stomatologie	30.276.978	31.358.420	-3,45%	92.506.777	87.420.487	5,82%
- Spitale	122.927.695	94.321.730	30,33%	353.143.067	274.742.758	28,54%
- Laboratoare	58.570.385	45.993.686	27,34%	171.739.754	153.193.881	12,11%
- Vanzari corporative	68.411.095	55.953.675	22,26%	189.373.911	163.704.809	15,68%
- Farmacii	14.018.141	24.998.371	-43,92%	46.287.876	60.278.085	-23,21%
- Altele	56.109.157	53.403.701	5,07%	166.153.060	138.444.083	20,01%
Alte venituri operationale	4.106.735	5.642.601	-27,22%	12.865.976	9.901.201	29,94%

Venituri operationale totale	565.313.291	469.201.738	20,48%	1.640.281.750	1.333.856.234	22,97%
Cheltuieli operationale totale	-538.440.812	-442.940.324	21,56%	-1.563.475.986	-1.238.416.926	26,25%
Rezultat operational	26.872.479	26.261.414	2,33%	76.805.764	95.439.308	-19,52%
Costul finantarii	-22.625.894	-10.240.614	120,94%	-57.394.710	-26.335.478	117,94%
Alte cheltuieli financiare	-1.345.618	-1.150.615	16,95%	-4.242.058	-1.531.772	176,94%
Rezultat financiar net	-23.971.514	-11.391.230	110,44%	-61.636.769	-27.867.251	121,18%
Profit brut	2.900.966	14.870.184	-80,49%	15.168.996	67.572.057	-77,55%
Impozit pe profit	-4.101.503	-3.674.629	11,62%	-11.365.857	-10.729.535	5,93%
Profit net	-1.200.537	11.195.555	-110,72%	3.803.139	56.842.522	-93,31%

Sursa: raportari companie, calcule Prime Transaction

Cele mai recente rezultate financiare publicate de MedLife, cele pentru al treilea trimestru al anului, au mers in aceeași direcție ca și in primele șase luni, atât cifra de afaceri, cât și profitul înainte de impozitare având evoluții procentuale apropiate de cele din S1.

Cifra de afaceri trimestrială a crescut și de data aceasta cu mai mult de 20%, de la 463,56 mil. RON in T3 2022 la 561,21 mil. RON in T3 2023 (+21,06%). In primul semestru al anului ritmul de creștere fusese unul asemănător, cifra de afaceri urcând cu 23,92%.

Si de data aceasta creșterea a fost susținută in principal de segmentul de clinici, cu o creștere trimestrială a veniturilor de 33,88%, de la 157,53 mil. RON la 210,89 mil. RON, urmat de spitale, cu un plus de 20,33%, de la 94,32 mil. RON la 122,93 mil. RON. Clinicile sunt in mod natural cele care, la fel ca și in cazul altor operatori privați de sanătate, trag după ele businessul, in aceasta zonă concurența din partea Statului fiind una extrem de modestă. Mai mult, din zonă de clinici este generat business și pentru segmentul de laboratoare și chiar pentru cel de spitale, iar vânzările corporative sunt la randul lor concretizate in general prin servicii prestate tot in clinici.

Celelalte linii de business in afara de clinici și spitale au avut evoluții ceva mai slabe, iar in cazul farmaciilor și stomatologiei chiar scaderi ale veniturilor trimestriale. Cele două aduc oricum cele mai mici venituri la nivelul grupului, fiind singurele linii de business pentru care veniturile pe primele nouă luni ale anului curent nu au depășit 100 mil. RON. Intre cele două extreme, laboratoarele și vânzările corporative au avut creșteri de venit mai mici decât clinicile și spitalele, dar mai mari decât cele pe care le înregistraseră in primele șase luni ale anului. Veniturile segmentului de laboratoare au crescut cu 27,34% (+12,58 mil. RON), față de 5,57% in primul semestru, iar cele corporative cu 22,26% (+12,46 mil. RON), față de 12,26% in primele șase luni. Categoria „Altele”, care include in principal distribuția de medicamente, a mers in direcția opusă, având o creștere a veniturilor mai mică decât in S1, in scadere de la 29,4% la 5,07% (+2,71 mil. RON).

La fel ca in toată perioada post-pandemie, cheltuielile operationale au crescut mai mult decât veniturile. Per total, acestea au fost cu 21,56% mai mari decât in perioada similară a anului trecut, ajungând de la 449,94 mil. RON in T3 2022 la 538,44 mil. RON in T3 2023. Si de data aceasta creșterea a venit in primul rand de la cheltuielile cu salariile și cele cu serviciile prestate de terți, cele din urma fiind reprezentate in principal de contractele cu medicii. Cheltuielile cu terți au crescut in T3 cu 37,20%, sau 43,07 mil. RON, iar cele cu salariile cu 20,27%, sau 23,75 mil. RON. Comparativ cu primul semestru al anului evoluțiile celor două au fost opuse, creșterea cheltuielilor cu terți urcând de la 32,81%, in timp ce creșterea cheltuielilor cu salariile a coborât de la 27,71%. Alte creșteri importante au fost înregistrate de cheltuielile cu consumabile și materiale de reparații, cu 17,75% (+15,13 mil. RON) și cele cu amortizarea, cu 35,29% (+12,75 mil. RON). Având in vedere ca grupul încă integrează achizițiile din anul anterior, e greu de estimat cât din creșterile de cheltuieli (și de venituri, de altfel) vine de la procesul de extindere și cât de la afacerile care erau deja incluse.

Un lucru pozitiv este faptul ca de data aceasta cheltuielile operationale nu au mai avut o crestere nominala mai mare decat veniturile, ceea ce a facut ca profitul operational sa aiba o crestere usoara, de 2,33%, de la 26,26 mil. RON la 26,87 mil. RON. Comparativ, in primul semestru al anului acesta scazuse cu 27,82%, asadar putem vorbi despre o imbunatatire destul de mare. E posibil ca acesta sa fie un punct de cotitura, determinat pe de o parte de scaderea presiunilor inflationiste, iar pe de alta parte de orientarea catre eficientizarea activitatii grupului, in dauna politicii de extindere agresiva urmarita pana anul trecut.

Daca rezultatul operational ar putea sa fi atins un punct de cotitura, cel financiar nu a ajuns inca acolo, pierderea financiara continuand sa creasca, de la 11,39 mil. RON in T3 2022 pana la 23,97 mil. RON in T3 2023 (+110,44%). Cresterea procentuala a fost ceva mai mica decat in S1, atunci rezultatul financiar net urcase cu 128,61%. Tinand cont de evolutia ratelor de dobanda, ne putem astepta ca si din aceasta directie sa vedem o evolutie mai buna in trimestrele urmatoare.

Rezultatul net a fost si de data aceasta unul negativ, ajungand de la un profit de 11,2 mil. RON in T3 2022 la o pierdere de 1,2 mil. RON in T3 2023. Pe primele noua luni ale anului grupul a ramas la limita pe profit, in scadere de la 56,84 mil. RON in 2022 pana la 3,8 mil. RON in perioada similara a acestui an. Rezultatul net TTM (trailing twelve months – pe ultimele 12 luni) a ajuns la o pierdere de 15,6 mil. RON, fiind tras in jos de pierderea mare din T4 2022. Avand in vedere evolutia rezultatului operational in T3, e posibil ca in ultimul trimestru al acestui an situatia sa se imbunatateasca si chiar sa vedem un profit net la finalul anului, chiar daca acesta nu va fi apropiat de nivelul din ultimii ani.

Situatia datoriilor financiare

Indicator (RON)	2018	2019	2020	2021	2022	9L 2023 TTM
Portiune curenta datorii pe termen lung	23.162.490	24.802.015	46.436.217	58.455.422	55.695.054	81.180.414
Descoperire de cont	30.911.018	29.011.944	27.127.907	25.493.223	27.801.016	22.780.854
Portiune curenta leasing	36.696.515	40.425.758	41.166.069	52.586.827	77.141.698	92.665.731
Imprumuturi pe termen lung	287.013.365	345.952.241	414.696.592	440.840.484	803.273.659	1.012.397.795
Leasing termen lung	145.214.124	141.065.745	147.097.180	149.685.246	225.175.340	247.625.722
Total datorii financiare	522.997.512	581.257.703	676.523.965	727.061.202	1.189.086.767	1.456.650.516
Procent din activele totale	58,08%	55,13%	57,16%	51,29%	55,26%	59,09%
Procent din capitalul propriu	292,38%	280,94%	251,58%	190,63%	246,68%	294,54%
Datorii financiare/EBITDA	5,48	3,93	3,19	2,55	4,82	5,47
Datorii financiare nete	489.275.173	543.568.807	594.553.568	591.202.314	1.100.018.613	1.335.379.885
Datorii financiare nete/EBITDA	5,13	3,68	2,80	2,07	4,46	5,02

Sursa: raportarile companiei, calcule Prime Transaction

Asa cum era de asteptat dupa majorarea limitei celui mai mare credit al grupului la finalul lui 2022, soldul datoriilor financiare a crescut pe parcursul anului curent, chiar daca activitatea de achizitii a fost la un nivel mult inferior celui din perioadele anterioare. Datoriile financiare totale au crescut cu 22,5%, de la 1,19 mld. RON la 31 decembrie 2022 pana la 1,46 mld. RON la 30 septembrie 2023, cea mai mare contributie la aceasta crestere avand-o imprumuturile pe termen lung, mai mari cu 209,12 mil. RON. Datoriile financiare nete au crescut la randul lor intr-un ritm asemanator, ponderea numerarului in activele totale ale grupului fiind una destul de redusa si cu un impact mic asupra evolutiei datoriilor financiare nete.

Raportul intre datoriile financiare si EBITDA, atat daca luam in calcul datoriile financiare totale, cat si daca le luam in calcul pe cele nete, a ajuns mai sus de 5, un nivel ridicat dupa standardele obisnuite, dupa care un nivel de 4 este deja unul ridicat. Mediana emitentilor din sectorul „Medical Care Facilities” listati pe pietele din Europa pentru indicatorul Datorii financiare nete/EBITDA este de 2,1, doar 1 din 5 emitenti avand un nivel mai mare de 5 pentru acest indicator, in timp ce 1 din 4 emitenti au valori mai mari de 4. Daca luam in calcul emitentii pe care i-am inclus in evaluarea pe baza comparatiei multiplilor de piata, al caror model de business e mai apropiat de cel al MedLife, numarul emitentilor cu datorii financiare nete/EBITDA mai mari de 4 urca la 43% din total, asadar situatia este una mai des intalnita printre companiile cu model de business asemanator decat in sectorul mai larg, care include si companii de biotehnologie, ingrijire acordata batranilor si persoanelor vulnerabile sau servicii medicale specializate.

In ciuda nivelului ridicat la care a ajuns raportul dintre datoriile financiare si indicatorii de profitabilitate, nu ne asteptam ca operatiunea de majorare a limitei de credit pe care o are in vedere compania sa fie pusa in pericol. Pentru aceasta concluzie luam in calcul pe de o parte faptul ca este vorba despre o finantare care se deruleaza de mai multi ani fara incidente, iar pe de alta parte faptul ca, pe o piata slab bancarizata si cu riscuri destul de mari, MedLife este un client prea bun si prea mare pentru a fi refuzat de catre banci, chiar daca alege sa se extinda mai mult decat i-ar permite in mod normal indicatorii financiari.

Indicatori importanti

Indicator (RON)	2018	2019	2020	2021	2022	9L 2023 TTM
Risc financiar						
Datorii financiare nete/EBITDA	5,13	3,68	2,80	2,07	4,46	5,02
Numerar/Active	3,74%	3,57%	6,93%	9,58%	4,14%	4,92%
Datorii totale/Active	80,14%	80,38%	77,28%	73,10%	77,60%	79,94%
Rezultate financiare						
EBITDA (mil. RON)	95,38	147,82	212,01	285,61	246,64	266,26
Lichiditate						
Rata rapida	0,52	0,52	0,72	0,74	0,64	0,67
Rata curenta	0,64	0,66	0,89	0,92	0,81	0,83
Rata numerarului	0,13	0,12	0,26	0,33	0,15	0,19
Efect de levier	4,03	4,10	3,40	2,72	3,46	3,98
Capital de lucru/Venituri	-0,11	-0,11	-0,03	-0,02	-0,06	-0,05
Durata incasare creante	35,83	37,56	40,67	35,64	44,65	41,08
Rata de rotatie creante	10,19	9,72	8,98	10,24	8,17	8,89
Durata mentinere stocuri	20,57	23,30	26,79	27,63	27,04	23,09
Rata de rotatie stocuri	17,75	15,67	13,63	13,21	13,50	15,81
Durata plata furnizori	87,20	88,66	76,59	83,47	91,79	83,00
Rata de rotatie datorii furnizori	4,19	4,12	4,77	4,37	3,98	4,40
Rata de rotatie numerar	23,85	25,87	13,26	10,58	20,32	17,45
Ciclu conversie numerar (zile)	-30,81	-27,81	-9,13	-20,20	-20,11	-18,83
Rentabilitate						
Rentabilitatea activelor (ROA)	1,86%	1,59%	5,39%	7,97%	1,74%	-0,63%
Rentabilitatea capitalului propriu (ROE)	9,38%	8,11%	23,71%	29,60%	7,77%	-3,16%
Eficienta operationala						

Rata de rotatie a activelor	0,89	0,92	0,92	1,01	0,84	0,86
Rata de rotatie capital propriu	4,50	4,71	4,04	3,77	3,75	4,28
Profitabilitate						
Marja bruta	31,45%	30,28%	33,47%	31,79%	26,31%	25,49%
Marja EBITDA	11,86%	15,16%	19,51%	19,87%	13,63%	12,58%
Marja operationala	4,77%	5,88%	10,04%	11,95%	5,21%	3,57%
Marja neta	2,09%	1,72%	5,87%	7,85%	2,07%	-0,74%
Rata efectiva de impozitare	29,58%	33,19%	18,83%	16,62%	24,47%	-448,42%

Sursa: raportari companie, calcule Prime Transaction

Fata de raportul anterior am inclus cativa indicatori in plus, fiind in acelasi timp modificata sursa informatiilor. Mai exact, daca pana in ianuarie am preluat indicatorii calculati de un tert, acum i-am calculat direct pornind de la rezultatele financiare. In cazul indicatorului „cost of goods sold”, necesar pentru calculul catorva dintre indicatorii din tabel, dar neinclus in rezultatele financiare, am aproximat pornind de la informatiile din contul de profit si pierdere. Din aceste motive, valorile nu coincid in toate cazurile cu cele anterioare.

Risc financiar

Despre aceasta categorie de indicatori am vorbit mai pe larg la prezentarea situatiei detaliate a datoriilor financiare, cel mai important indicator fiind raportul dintre datoriile financiare nete si EBITDA, aflat in prezent in zona pragului de 5. In rezultatele financiare este prezentat un EBITDA ajustat ceva mai mare decat cel care rezulta din contul de profit si pierdere, fiind scoase din el cheltuielile considerate nerecurente, insa preferam sa-l folosim pe cel asupra caruia nu exista nicio influenta subiectiva din partea companiei.

Lichiditate

Indicatorii de lichiditate au ramas in aceeasi zona in care erau si la finalul anului trecut, cativa dintre ei avand chiar usoare imbunatatiri. Rata lichiditatii curente se mentine subunitara, o situatie pe care o regasim pe intreaga perioada inclusa in tabel, semn ca afacerea poate functiona in acest fel fara sa aiba probleme cu plata datoriilor pe termen scurt. Aceasta situatie a fost favorizata si de accesul facil la finantare, care a permis pana acum finantarea unei parti a activelor pe termen lung prin datorii pe termen scurt. Ramanem, totusi, la parerea ca in viitor va fi nevoie ca lucrurile sa fie reasezate dupa principii clasice, cu capital de lucru pozitiv si lichiditate curenta supraunitara.

Ciclu de conversie a numerarului, care masoara perioada de timp dintre iesirea banilor din firma pentru plata furnizorilor si reintrarea lor ca urmare a valorificarii produselor si/sau serviciilor, este in mod constant negativ, ceea ce inseamna practic ca veniturile ajung in firma inainte sa fie atinsa scadenta pentru plata furnizorilor. Situatia are legatura cel mai probabil cu particularitatile domeniului de activitate, majoritatea veniturilor fiind incasate in momentul prestarii serviciului sau chiar mai devreme (in cazul abonamentelor), in timp ce o parte a furnizorilor pot fi platiti si la termen.

Eficienta operationala

Rata de rotatie a activelor si cea a capitalului propriu au valori foarte stabile in timp, o situatie oarecum neasteptata in conditiile in care au fost inglobate in mod constant afaceri noi cu particularitati diferite. Printre explicatiile posibile putem include existenta unui mod de lucru asemanator la nivel de industrie, orientarea companiei catre achizitia unor entitati care sa prezinte asemanari cat mai mari cu grupul existent, sau utilizarea unor metode eficiente de integrare a noilor entitati, prin

care acestea sa adere rapid la niste reguli comune care, in final, au printre rezultate inclusiv pastrarea unui raport relativ constant intre venituri si active.

Rentabilitate si profitabilitate

Cele doua categorii de indicatori au ajuns in zone destul de slabe pe parcursul acestui an, mai ales in conditiile in care rezultatul net TTM la 30 septembrie a ajuns pe minus. Totusi, daca ne uitam mai bine la partea din dreapta jos a tabelului, observam ca, in timp ce marja neta a ajuns pe minus, marja bruta si marja EBITDA nu au avut scaderi atat de mari fata de anii anteriori. Diferenta cea mai mare a venit de fapt in acest an de la pierderea financiara, cea care a dus rezultatul net pe pierdere TTM. Motivul este, desigur, cresterea ratelor de dobanda, care s-a suprapus peste un grad foarte mare de indatorare.

Analiza DuPont

Am adaugat si in cazul MedLife analiza ROE in functie de elementele componente, pe care am folosit-o si in cazul altor emitenti analizati recent. Mai exact, am impartit pe componente rentabilitatea capitalului propriu (ROE), cea care exprima cel mai bine raportul intre rezultatele pe care le aduce afacerea actionarilor si investitia realizata de acestia. ROE (calculata ca Profit net/Capital propriu) poate fi exprimata ca un produs intre marja neta (Profit net/Venituri), rata de rotatie a activelor (Venituri/Active totale) si multiplicatorul capitalului propriu (Active totale/Capital propriu). Primul factor exprima profitabilitatea, al doilea eficienta operationala, iar al treilea structura de finantare.

Indicator (RON)	2018	2019	2020	2021	2022	6L 2023 TTM
Marja neta	2,09%	1,72%	5,87%	7,85%	2,07%	-0,74%
Rata rotatie active	0,89	0,92	0,92	1,01	0,84	0,86
Multiplicator capital propriu	5,03	5,10	4,40	3,72	4,46	4,98
ROE	9,38%	8,11%	23,71%	29,60%	7,77%	-3,16%

In tabelul urmatoar este prezentata structura cheltuielilor care sunt incluse in marja neta si evolutia lor in timp, tinerea sub control a celor mai importante dintre ele putand duce in sus ROE.

Sursa: raportarile companiei, calcule Prime Transaction

Tip cheltuiala (RON)	2018	2019	2020	2021	2022	9L 2023 TTM
Cheltuieli cu tertii	25,62%	27,13%	25,90%	26,46%	25,87%	27,64%
Cheltuieli cu salariile	30,47%	29,89%	25,49%	23,22%	24,48%	24,74%
Consumabile si materiale de reparatii	15,67%	16,22%	17,48%	16,31%	17,20%	17,65%
Cheltuieli cu marfurile	3,65%	3,14%	3,28%	7,39%	11,60%	10,01%
Amortizare si depreciere	7,08%	9,28%	9,47%	7,91%	8,42%	9,01%
Alte cheltuieli operationale	11,72%	7,49%	6,34%	5,54%	6,07%	6,23%
Costul finantarii	2,18%	2,12%	2,14%	1,91%	2,35%	3,48%
Contributii sociale	1,01%	1,08%	0,99%	0,85%	0,88%	0,87%
Impozit pe profit	0,88%	0,86%	1,36%	1,57%	0,67%	0,60%
Rezultat net din depreciere	0,00%	-0,12%	1,00%	0,37%	0,27%	0,28%
Alte cheltuieli financiare	-0,37%	1,19%	0,67%	0,62%	0,12%	0,23%
Cheltuieli totale	97,91%	98,28%	94,13%	92,15%	97,93%	100,74%
Marja neta	2,09%	1,72%	5,87%	7,85%	2,07%	-0,74%

Asa cum am specificat in mai multe randuri in materialele de analiza a rezultatelor financiare, cele mai importante categorii de cheltuieli pentru MedLife sunt cele cu tertii, acolo unde sunt incluse in principal contractele cu medicii, si cele

Sursa: raportarile companiei, calcule Prime Transaction

cu salariile. O alta categorie importanta de cheltuieli este cea cu consumabilele si materialele de reparatii, care includ materialele medicale esentiale pentru desfasurarea activitatii. In toate cele trei cazuri grupul dispune de o marja mica de manevra. Piata fortei de munca din domeniul medical este una foarte competitiva si inalt specializata, asa ca e greu sa fie reduse costurile cu tertii si salariile, iar materialele medicale asigura avantajul competitiv principal fata de sistemul de stat, neputand fi redusa nici cantitatea, nici calitatea acestora.

Ponderea cumulata in venituri a primelor trei categorii de cheltuieli a oscilat in ultimii ani in jurul nivelului de 70%, cu un minim de 66% in 2021, atunci cand testele pentru depistarea SARS-COV2 au adus o crestere temporara a veniturilor in conditii de profitabilitate ridicata.

Faptul ca ponderea cheltuielilor cu resursele umane si materialele nu a crescut peste nivelul pre-pandemic in conditiile inflationiste actuale ar putea parea un succes important pentru companie. Explicatia pentru acest lucru porneste, insa, de la cea de-a patra categorie de cheltuieli ca pondere in momentul de fata, cea cu marfurile. Ea corespunde activitatii de distributie de medicamente, inclusa in grup in 2021, caracterizata de marje de profit brut foarte mici si rulaje relativ mari. Cresterea cheltuielilor cu marfurile pana la circa 10% din venituri a venit la pachet cu o crestere corespunzatoare a veniturilor, ducand mai jos in acest fel ponderile tuturor celorlalte categorii de cheltuieli in veniturile totale.

Din tabel iese in evidenta si un alt lucru, si anume ponderea mica a costului finantarii in veniturile totale, un lucru care vine oarecum in contradictie cu concluziile de mai sus, referitoare la impactul rezultatului financiar asupra celui net. Explicatia pentru situatia aparent contradictorie este marja mica de profit operational, care face ca, desi are o pondere mica in veniturile totale, costul finantarii sa influenteze totusi intr-o masura semnificativa rezultatul net al grupului.

Evaluare

Evaluare pe baza multiplilor de piata

Companie	Tara	P/E	P/BV	P/S	EV/EBITDA	EV/Sales
MLP Saglik Hizmetleri	Turcia	9,73	11,23	1,46	6,62	1,62
Lokman Hekim	Turcia	10,57	5,32	1,14	7,18	1,41
Centrum Medyczne Enel-Med Sa	Polonia	75,93	3,57	0,91	12,82	1,29
EMC Instytut Medyczny SA	Polonia	32,21	2,04	0,6	13,59	0,73
Mediclin Ag	Germania	6,14	0,56	0,17	4,22	0,69
Rhoen Klinikum AG	Germania	23,05	0,6	0,5		0,32
Ramsay Sante SA	Franta	45,25	1,73	0,48	5,45	1,32
Medicover	Suedia	225,74	4,05	1,11	12,19	1,73
Athens Medical C.S.A.	Grecia	18,35	1,48	0,67	6,1	1,2
Pihlajalinna Oyj	Finlanda	15,38	1,04	0,22	4,15	0,73
Terveystalo Oyj	Finlanda	30,99	1,6	0,72	4,98	1,18
Garofalo Health Care Spa	Italia	17,15	1,34	1,16	7,03	1,53
Spire Healthcare Group Plc	U.K.	42,69	1,22	0,74	3,11	1,66
Medie (fara valori extreme)		22,86	2,05	0,95	7,29	1,26
Mediana pe intregul sector		20,25	1,69	1,54	9,78	1,79
MedLife (M)	Romania	-	5,28	1,05	13,40	1,69
Pret curent MedLife			4,2000 RON			
Valoare estimata cu media multiplilor companiilor similare		-	1,6283	3,7645	2,2840	3,1325

Medie neajustata valoare estimata				2,7023 RON		
Medie ajustata valoare estimata				3,0604 RON		
Valoare estimata cu mediana multiplilor intregului sector		-	1,3451	6,1312	3,0656	4,4590
Medie valoare estimata				3,7502 RON		

Sursa: EquityRT, calcule Prime Transaction

Si in cazul evaluarii pe baza multiplilor de piata am ales sa facem o modificare comparativ cu materialele anterioare, extinzand aria de selectie a emitentilor pentru a-i lua in calcul si pe cei a caror capitalizare nu se incadra anterior in intervalul considerat relevant pentru MedLife, in acest fel numarul emitentilor inclusi in comparatie crescand de la 8 la 14. Modul de calcul a ramas acelasi, folosind 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). Am exclus si acum multiplul P/BV, care distorsioneaza rezultatul final prin valoarea sa extrema in cazul emitentului, ca rezultat al modelului de finantare bazat preponderent pe credite, iar din cauza rezultatului net negativ nu am putut folosi nici multiplul P/E. Rezultatul este unul mai putin relevant decat in trecut, fiind obtinut prin comparatia a doar 3 multipli, fara a fi exclusi totusi complet multiplii care se bazeaza pe cel mai important factor, profitabilitatea.

Valoarea medie ajustata a scazut cu 5,91% fata de materialul anterior, daca luam in considerare si majorarea de capital social, fiind in acelasi timp cu 27,13% mai mica decat ultimul pret de piata al actiunii M. Trebuie sa avem in vedere faptul ca multiplul P/E nu este inclus din cauza pierderii TTM, iar in cazul in care am lua in considerare profitul estimat pentru finalul anului el ar ajunge oricum intr-o zona extrema, aproape de 500, prin urmare evaluarea pe baza multiplilor are marja de eroare mai mult in jos decat in sus.

Evaluare pe baza fluxurilor de numerar viitoare (DCF)

Proiectia rezultatelor financiare viitoare

Indicator (mil. RON)	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Venituri totale	2.207,65	2.538,80	2.792,68	3.071,95	3.379,14	3.717,06
Evolutie	22,00%	15,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%
Cheltuieli operationale	-2.118,42	-2.393,82	-2.585,32	-2.818,00	-3.071,62	-3.348,07
Evolutie	23,50%	13,00%	8,00%	9,00%	9,00%	9,00%
Profit operational	89,23	144,98	207,36	253,95	307,52	368,99
Evolutie	-5,31%	62,48%	43,02%	22,47%	21,10%	19,99%
Marja operationala	4,04%	5,71%	7,43%	8,27%	9,10%	9,93%
Costul finantarii	-74	-96	-129	-168	-202	-242
Evolutie	65,00%	30,00%	35,00%	30,00%	20,00%	20,00%
Profit net	4,52	41,30	65,52	72,05	88,80	106,54
Evolutie	-87,92%	-364,60%	1349,21%	74,49%	35,54%	47,85%
Marja neta	0,20%	1,63%	2,35%	2,35%	2,63%	2,87%

Sursa: estimari Prime Transaction

Daca in privinta veniturilor estimarile pentru 2023 au fost destul de apropiate de realitate in materialul anterior, cresterea putand fi in cele din urma chiar mai mare decat cea pe care o asteptam, cheltuielile au avut o dinamica mult superioara estimarilor, atat cele operationale cat si cele de finantare. Desi in acest moment rezultatul net TTM este unul negativ, consideram ca exista premisele pentru ca la finalul anului el sa ramana pe plus, insa la un nivel mult inferior fata de cel de

anul trecut. Daca situatia de pe piata monetara se va mentine in parametrii actuali, T4 2023 ar putea fi un punct de inflexiune, iar anul urmator unul in care sa se revina la un profit cu un ordin de marime mai apropiat de cel din anii anteriori.

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

- Crestere a veniturilor ceva mai mare pentru acest an, fara sa fi modificat ritmul de crestere din anii urmatori.
- Crestere mai mare a cheltuielilor operationale. Nici in acest caz nu am modificat nimic in evolutia din anii urmatori, ceea ce s-ar putea dovedi o varianta optimista.
- Rezultat financiar apropiat de cel TTM la noua luni in 2023, cu noi cresteri in anii urmatori.
- Ajustare a cresterii cheltuielilor de capital ca urmare a rezultatelor financiare publicate. Anterior am estimat o crestere a acestui indicator in contextul diminuarii interesului pentru achizitii de companii, insa cresterea a fost in realitate chiar mai mare decat cea pe care o anticipam. In mod corespunzator, in anii urmatori ar urma sa creasca si cheltuielile cu amortizarea.

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

- Crestere a veniturilor in scadere pe masura ce afacerea se consolideaza, iar oportunitatile de extindere prin achizitii se imputineaza.
- Marja operationala si neta in crestere usoara de la un an la altul.
- Costul finantarii estimat sa inregistreze cresteri mai mari de la un an la altul.
- Capital de lucru in prezent negativ, estimat sa mearga spre zero, apoi sa treaca pe plus si sa ramana in teritoriu pozitiv.

Calculul valorii intrinseci

Indicator (mil. RON)	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	
EBIT*(1-T)	74,95	121,79	174,18	213,32	258,32	309,95
+ Amortizare	182,89	219,47	263,37	302,87	348,30	400,55
- Variatie capital de lucru	3,92	11,77	47,08	56,49	67,79	81,35
- Cheltuieli de capital	203,22	243,87	195,09	195,09	234,11	269,23
FCFF	50,70	85,62	195,38	264,60	304,72	359,92
WACC	10,98%					
Factor actualizare	1,0091	1,1199	1,2429	1,3793	1,5308	1,6988
FCFF actualizat	4,19	76,45	157,20	191,83	199,06	211,86
Rata de crestere in perpetuitate (g)						3,00%
Terminal Value						4.646,51
Terminal Value actualizat	2.735,14					
Enterprise Value	3.495,09					
+ Numerar	121,27					
- Datorii	1.456,65					
Equity Value	2.159,71					
Valoare actionari companie mama	1.943,74					
Numar actiuni	531.481.968					
Valoare estimata pe actiune	3,6572					

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

- Costul mediu ponderat al capitalului (WACC) de 10,98%, influentat de:

- Costul capitalului propriu, calculat prin metoda CAPM

(Capital Asset Pricing Model) de 22,91%, influentat la randul sau de:

- Rata fara risc de 6,56%, egala cu randamentul actual al titlurilor de stat romanesti la 5 ani.
- Prima de risc a pietei de 13,08%, 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 1,25, calculat pentru ultimii 2 ani.
- Costul datoriilor de 7,0%, in scadere cu un punct procentual fata de raportul anterior.
- Ponderea capitalului propriu de 25% si a datoriilor de 75% in mixul de finantare. Anterior ponderea folosita era de 30% si 70%, insa lucrrurile au mers in directia unei indatorari suplimentare in cursul anului.

Indicator	Valoare
Costul capitalului propriu (CAPM)	22,91%
➤ Rata fara risc	6,56%
➤ Prima de risc a pietei	13,08%
○ Randamentul pietei (medie BET-TR 5 ani)	19,64%
○ Rata fara risc	6,56%
➤ Beta (2 ani)	1,25
Costul datoriilor	7,00%
Pondere capital propriu	75%
Pondere datorii	25%
WACC	10,98%

Sursa: estimari Prime Transaction

Rezultatul final este o valoare intrinseca estimata de 3,6572 lei/actiune obtinuta prin metoda DCF. Este o valoare cu 18,46% mai mica decat cea din materialul anterior si cu 12,92% mai mica decat pretul de piata al actiunii, motivul fiind si de aceasta data rezultatele financiare mai slabe decat estimarile. Luand in calcul ambele tipuri de evaluare rezulta o valoare medie de 3,3588 lei/actiune, cu 13,18% mai mica decat cea din raportul anterior si cu 20,03% mai mica decat pretul de inchidere din sedinta de tranzactionare din 8 decembrie.

Diferenta dintre cele doua metode de evaluare s-a redus si mai mult, insa trebuie avut in vedere faptul ca in cazul comparatiei multiplilor de piata lipseste cel mai important dintre acestia, P/E, care nu poate fi calculat in momentul de fata. Cel mai probabil el nu va fi relevant nici dupa publicarea rezultatelor pe 2023, in cazul in care previziunile noastre se adeveresc si grupul incheie anul cu un profit mic.

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

Primesti informatie optimizata si relevanta pentru tine! Cum?

Rapoarte zilnice

Dimineata si seara iti trimitem stirele „calde” din piata, ultimele informatii cu impact asupra pietei bursiere. Morning Brief si Raportul Zilnic reprezinta legatura ta directa cu ceea ce este relevant cu mediul bursier.

Raportul saptamanal

Ce s-a intamplat saptamana aceasta pe bursa, ce stiri au miscat preturile, ce actiuni au fost cele mai tranzactionate, ce a crescut si ce a scazut, cum au evoluat actiunile pe sectoare si nu numai.

Editoriale

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

Intra in Prime Analyzer apasand pe „Prime Analyzer” dupa ce te autentifici si informeaza-te in fiecare zi!

Descopera in Prime Analyzer: Graficele pentru toti emitentii, Comparatia Rapida, Rezultatele financiare, Calendar Financiar, Stirile sortate pe emitent, Indicatori financiari, Fise de emitent si multe altele...



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

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 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