


**MedLife S.A.**

Initiem acoperirea noastra pe MedLife cu o recomandare de cumparare si un pret tinta de 37.26 Ron/actiune, ceea ce reprezinta un potential de apreciere de circa 21% fata de pretul din piata de 30.80 Ron/actiune, pret de inchidere la data de 25 aprilie 2017.

MedLife este cel mai mare furnizor de servicii medicale private din Romania, oferind o gama completa de servicii, inclusiv stomatologie si farmacii, constituindu-si astfel un avantaj competitiv in raport cu principalul concurent, Regina Maria. Grupul opereaza 17 hyperclinici, 20 de clinici, 8 spitale, 15 centre de excelenta, 3 maternitati, o banca de celule stem, 26 de laboratoare de analize medicale, centre stomatologice si 10 farmacii, majoritatea la nivel national, si este lider in piata serviciilor de medicina preventiva, cu peste 500.000 de angajati acoperiti din cadrul a 4.500 de companii.

Societatea duce o politica de dezvoltare bazata atat pe crestere organica, cat si pe achizitii, ceea ce ii ofera reale perspective de expansiune in conditiile unui sistem medical public invecinat si lipsit de incredere din partea populatiei. Romania se afla pe ultimele locuri in UE in privinta cheltuielilor cu sanatatea raportate la PIB, media Uniunii Europene fiind dubla. De asemenea, **tranzactia privind achizitia Anima poate aduce oportunitati noi MedLife prin crearea unui serviciu "low cost" ce presupune servicii decontate de Casa de Asigurari de Sanatate**, completand astfel gama de servicii medicale furnizate, dar si paleta de preturi oferite de catre companie.

Conditii de piata favorabile pentru MedLife sunt ilustrate de o rata de crestere medie a cifrei de afaceri in ultimii trei ani de aproape 20%. **Indicatorii de profitabilitate au inregistrat o volatilitate crescuta, insa ne asteptam la cresterea si stabilizarea acestora odata cu realizarea sinergiilor aferente achizitiilor strategice.**

**Principalele riscuri asociate investitiei in MedLife** tin de gradul de indatorare crescut al companiei, amenintarea principalului concurent, Regina Maria (in actionariatul careia, in 2015, a intrat cel mai mare fond privat de investitii din Europa Centrala si de Est), presiunile salariale ca urmare a majorarii salariilor in sistemul medical de stat si riscul privind aprobarea achizitiilor de catre Consiliul Concurentei.

**Cumparare**

Pret tinta (Ron)	37.2600
Pret piata (Ron)	30.8000
Potential apreciere	20.97%
Simbol BBG:	MRO
Simbol BVB:	M
Capitalizare (mil. Ron)	613
Free float	44%
Beta	0.43

Date financiare (Mil. Ron)	2016	2017 Est.
Cifra de afaceri	502.99	605.69
EBITDA	55.65	79.57
EBIT	19.55	40.20
Profit net	(1.24)	19.32
<b>Profitabilitate</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>
Marja EBITDA	11.06%	13.14%
Marja EBIT	3.89%	6.64%
Marja neta	-0.25%	3.19%

**Multiplii de evaluare**

P/B	7.77
P/E	n.a.
EV/EBITDA	11.19

**Date pe actiune**

EPS	-0.06
DPS	n.a.
BVPS (Valoare contabila)	4.63

Sursa: BRK Financial Group, Bloomberg, BVB, Equity RT

**Evolutia M vs. BET YTD**


Sursa datelor: Bloomberg

## Oportunitatea investitionala

MedLife S.A., listata pe Bursa de Valori Bucuresti in luna decembrie a anului trecut, contribuie la diversificarea ofertei de domenii de activitate disponibile investitorilor, fiind singura companie din domeniul serviciilor medicale private listata la bursa in Romania in momentul de fata si cea mai mare pe domeniul sau pe piata locala. Urmare acestor aspecte, MedLife a fost inclusa in componenta indicelui BET la doar 3 luni dupa listare, contribuind astfel la diversificarea indicelui in conditiile in care BVB aspira la statutul de piata emergenta.

Cu ocazia listarii companiei, investitorii au asadar posibilitatea de a dobandi expunere pe piata serviciilor medicale private din Romania, piata strans legata de cresterea economica in conditiile unui sistem public de sanatate deficitar. Pentru economia Romaniei, Comisia Nationala de Prognoza estimeaza o crestere de 5.5% in 2018, respectiv 5.7% in 2020. Cheltuielile populatiei cu sanatatea sunt printre cele mai scazute din Europa, iar cele destinate sectorului privat ne situeaza pe ultimul loc. Tendinta de a creste spre media europeana si dezvoltarea economiei romanesti, cu precadere a sectorului privat urmand modelul statelor cu un nivel de trai mai ridicat, ofera perspective reale pentru MedLife si pentru actionarii sai. Pana la momentul de fata, impactul acestor conditii de piata a fost vizibil in cazul MedLife prin rata medie de crestere a cifrei de afaceri din ultimii trei ani de aproape 20%.

Un alt factor important este reprezentat de cresterea nivelului de educatie in sanatate si a gradului de constientizare in randul populatiei, care, punand un mai mare accent pe medicina de preventie, genereaza venituri in ascensiune in sectorul privat axat pe aceste servicii (24% din veniturile MedLife din 2016 au fost generate de pachetele de preventie medicala).

Expansiunea MedLife din ultimii ani a fost favorizata de conditiile oportune de piata, inasa are la baza o strategie de dezvoltare si extindere destul de agresiva, bazata atat pe crestere organica, cat si pe achizitii. Astfel, conducerea companiei, sustinuta de actionari puternici cu resurse considerabile, a profitat de veniturile ridicate pentru a-si creste afacerea. Urmare acestei politici de expansiune sunt costurile ridicate si indicatori de profitabilitate usor instabili, inasa sinergiile create, alaturi de mentinerea mediului de afaceri pozitiv, creaza perspective de crestere puternice. Vedem astfel actiunea MedLife ca o actiune de crestere ("growth stock") pentru care, un pret ridicat si un relativ grad de supraevaluare este caracteristic in conditiile in care se asteapta rate de crestere peste media pietei ale indicatorilor de profitabilitate .

## Despre companie: trecut, prezent si perspective (I)

MedLife este cel mai mare furnizor privat de servicii medicale din Romania, operand cea mai extinsa retea de clinici din tara si una dintre cele mai mari retele de laboratoare. Compania detine de asemenea, o retea generoasa de spitale si cel mai mare numar de clienti in ceea ce priveste pachetele de medicina preventiva (PHP – Preventive Healthcare Packages). Segmentele de afaceri ale companiei includ si o retea de farmacii si cabinete stomatologice, ambele linii de business in plina dezvoltare. Dezvoltarea afacerii MedLife are la baza atat o crestere organica de-a lungul timpului, cat si crestere data de achizitii prin intermediul carora compania isi asigura prezenta la nivel national.

Conform datelor culese de companie, dupa valoarea vanzarilor, MedLife este unul dintre cei mai mari furnizori privati de servicii de sanatate din Europa Centrala si de Est, iar de-a lungul timpului 1 din 4 romani a beneficiat de serviciile grupului (serviciile MedLife sau ale subsidiarelor) la un moment dat.

### Istoric MedLife - infiintarea primelor hyperclinici

Istoria MedLife a inceput in anul 1996 cand medicul pediatru Mihaela Cristescu a deschis prima clinica MedLife. Clinica oferea servicii de planning familial si suport medical cuplurilor, prin intermediul a patru specialitati medicale: pediatrie, obstetrica-ginecologie, medicina interna si oftalmologie.

Urmatorii zece ani au fost caracterizati de un proces amplu de extindere in Bucuresti, infiintandu-se primul laborator propriu de analize si investigatii paraclinice si adaugandu-se specialitatea de stomatologie-ortodontie si medicina muncii in gama se servicii oferite. De asemenea, in 2002 s-a deschis o baza moderna de fiziokinetoterapie si recuperare medicala, iar doi ani mai tarziu, in 2004, a fost infiintata prima hyperclinica din Bucuresti, MedLife Grivita, punandu-se astfel bazele MedLife-ului de astazi. Ulterior, in acelasi an, alte sase clinici au fost inugurate in capitala si a luat nastere parteneriatul NetLife. Cu ajutorul acestui parteneriat, MedLife isi creeaza posibilitatea de a isi oferi serviciile prin intermediul a peste 60 de clinici partenerie din tara. Inca din aceasta perioada managementul MedLife era asigurat de cativa membrii ai actualei conduceri, in frunte cu dl. Mihail Marcu, actualul presedinte al Consiliului de Administratie MedLife si unul din principalii actionari.

### Intrarea IFC in actionariatul MedLife

In 2006, a avut loc intrarea primului actionar de calibru in actionariatul MedLife. IFC – International Finance Corporation, membru al Bancii Mondiale, axat pe promovarea dezvoltarii sectorului privat in tarile mai putin dezvoltate, dobandeste o participatie de 20% in companie in urma unei finantari de capital de 5 milioane de dolari. Astfel, MedLife semneaza cu IFC un parteneriat pentru infiintarea primei retele de spitale private din Romania. Ca urmare, in 2007 are loc inaugurarea Life Memorial Hospital, cel mai mare spital privat din Romania, iar in 2008 se deschidea Centrul de Medicina Materno-Fetala (incluzand un departament de fertilizare in vitro) si o a doua hyperclinica in Bucuresti (Hyperclinica MedLife

## Despre companie: trecut, prezent si perspective (II)

Unirii). S-a deschis si un laborator de analize medicale in Cluj-Napoca si o hyperclinica (cu laborator integrat) in Timisoara.

### Intrarea Societe Generale Asset Management (ulterior V4C) in actionariatul MedLife

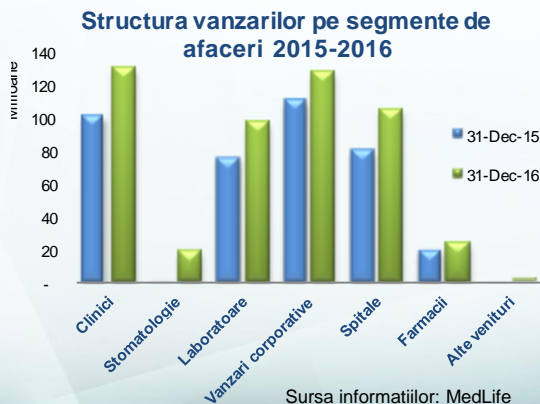
In noiembrie 2009, SGAM Estern Europe, fondul privat de investitii al Societe Generale Asset Management (subsidiara a Grupului Societe General) care mai tarziu avea sa devina Value 4 Capital (V4C), a intrat in actionariatul MedLife printr-o investitie de circa 20 milioane de euro in urma careia a dobandit 36.25% din capitalul social al societatii. Tranzactia ce implica Societe Generale Asset Management si actiunile MedLife avea sa fie cea mai mare tranzactie din sistemul medical din Romania la momentul respectiv. In acelasi an, a fost inaugurata cea de a patra hyperclinica – MedLife Favorit – si un nou laborator de biologie moleculara in Grivita. In anul urmator s-a deschis hyperclinica cu numarul cinci – Hyperclinica MedLife Baneasa, ce integreaza un centru specializat de proctologie, si a fost preluata Policlinica de Diagnostic Rapid din Brasov (printr-o tranzactie de 3 milioane de euro). A inceput astfel procesul de dezvoltare si extindere prin achizitii al Grupului MedLife.

Anul 2011 a fost anul cu cele mai multe investitii: s-a achizitionat spitalul Genesys din Arad, s-a deschis hyperclinica MedLife Titan si primul spital privat de pediatrie din Romania, s-a deschis un spital pluridisciplinar in Brasov si o clinica de dermatologie estetica – Dermalife. De asemenea, in 2011 s-a finalizat si achizitia Maternitatii Eva din Brasov si s-a inaugurat Spitalul de Ortopedie si Traumatologie si Centrul de Herniologie.

Ulterior, MedLife a continuat investitiile, extinzandu-si activitatea printr-o retea proprie de farmacii (PharmaLife), prin cabinete stomatologice si parteneriate cu 145 de clinici din tara.

### Activitatea curenta si serviciile oferite de MedLife

In momentul de fata, ca rezultat al procesului dinamic de expansiune, MedLife ofera o gama extinsa de servicii medicale, bazate pe un sistem integrat compus din sase linii de business: clinici, stomatologie, laboratoare, spitale, farmacii si segmentul corporativ. Compania furnizeaza aceste servicii prin intermediul a 17 hyperclinici, 20 clinici, 8 spitale, 15 centre de excelenta, 3 maternitati, o banca de celule stem, 26 laboratoare de analize medicale, centre stomatologice si 10 farmacii.





## Despre companie: trecut, prezent si perspective (III)

### Clinici si hyperclinici

Clinicile si hyperclinicile MedLife contribuie in proportie de circa 26% la veniturile totale ale societatii (25.84% in 2015 si 25.87% in 2016). Cele 17 hyperclinici sunt localizate in orase cu populatie peste 175.000 locuitori. In completare, in orasele cu populatie sub 175.000 locuitori, dar, in general peste 80.000 locuitori, MedLife are deschise in prezent 20 de clinici, care ofera diferite servicii specializate de ambulator intr-o singura locatie. Additional, hyperclinicile beneficiaza si de capacitati de imagistica, iar unele dintre ele pot avea asociate centre de excelenta.

Segment	U.M.	Total 2016 (' 000)
Clinici	Vizite	909.13
Stomatologie	Vizite	69.11
Laboratoare	Analize	4223.84
Corporativ	Abonamente	420.93
Spitale	Pacienti	56.28
Farmacii	Cienti	264.6

Sursa informatiilor: MedLife

### Stomatologie

Centrele stomatologice au contribuit cu circa 3.7% la veniturile totale realizate in 2016. Cresterea fata de contributia din 2015 (0.5%) se datoreaza achizitiei Dent Estet, in iulie 2016. Prima clinica dentara a fost deschisa de catre societate in 2015, insa Dent Estet vine cu o platforma puternica pentru dezvoltarea ulterioara a acestei linii de afaceri. La momentul achizitiei, Dent Estet era cel mai mare operator de servicii stomatologice la nivel national si detinea controlul asupra altor cinci centre/cabinete din Bucuresti.

In momentul de fata, MedLife ofera toata gama de servicii aferenta stomatologiei, inclusiv operatii chirurgicale, implanturi si ortodontie. MedLife isi promoveaza acest segment cu ajutorul unui personal ultra-specializat si tehnologii de ultima generatie.

Stomatologia pare sa reprezinte o prioritate pentru conducerea societatii in momentul de fata. MedLife a facut public faptul ca deja s-au identificat alte posibile achizitii pe linia de afaceri stomatologie si ca acestea sunt supuse evaluarii. Astfel, ne putem astepta ca urmatoarele achizitii strategice ale MedLife sa vizeze in principal centrele si cabinetele stomatologice.

### Laboratoare

Vanzarile aferente segmentului laboratoare de analize medicale contribuie in proportie de peste 19% la veniturile totale realizate de companie si au crescut cu circa 27% in 2016 fata de 2015. Reteaua de 26 de unitati din Bucuresti si din tara are la baza un laborator central, pe care MedLife il promoveaza ca fiind cel mai bine-dotat din Europa Centrala si de Est. Laboratoarele efectueaza o gama completa de analize, 1.200 tipuri de teste, de la analize de sange pana la analize genetice complexe. De asemenea, MedLife a incheiat un parteneriat cu laboratorul Cerba din Franta. Conform datelor furnizate de companie, se proceseaza circa 28.000 de analize zilnic, iar in 70% din cazuri rezultatele sunt disponibile in 24 ore.

## Despre companie: trecut, prezent si perspective (IV)

Laboratoarele de analize medicale funcioneaza ca un punct de legatura in afacerea MedLife, creand conexiunea dintre etapa de consultatie si cea de diagnosticare realizata in clinicile sau spitalele MedLife. Ca urmare, aceasta linie de afaceri reprezinta o veriga importanta in lantul valorii adaugate, asigurand intr-o anumita masura intoarcerea pacientilor la MedLife pentru servicii suplimentare.

### Spitale si maternitati

Spitalele si maternitatile MedLife sunt al treilea cel mai mare contribuitor la veniturile totale ale companiei, participand cu putin peste 20% anual. Vanzarile aferente acestui segment au crescut in 2016 fata de 2015 cu 30%.

MedLife detine cea mai mare retea de spitale private din Romania, 8 la numar, atat in Bucuresti cat si pe restul teritoriului tarii, cu un numar de 620 de paturi si 25 de sali de operatii. Ultimul inaugurat este spitalul Titan Bucuresti (2015) si este unul din cele doua spitale ce functioneaza intr-un spatiu inchiriat (al doilea este Obor Bucuresti). Celelalte sase spitale opereaza in constructii (si terenuri) proprietatea MedLife. Compania opereaza si trei maternitati in cate un spital din Bucuresti (Grivita), Brasov (Eva) si Arad (Genesys), unde au avut loc 17.000 de nasteri pana in prezent conform datelor publicate de companie.

### Farmacii

Vanzarile farmaciilor detinute de MedLife contribuie cu circa 5% la cifra de afaceri a societatii. Chiar daca veniturile farmaciilor au crescut cu 21% in 2016 fata de 2015, ponderea acestora in veniturile totale ale grupului a scazut in 2016 la putin sub 5% din pricina ritmului de crestere superior inregistrat de alte linii de afaceri.

Conceptul PharmaLife a fost lansat in 2010 in scopul de a genera venituri suplimentare in baza traficului de pacienti din clinici. In prezent, marca PharmaLife include 10 farmacii, dispersate atat in Bucuresti, cat si in restul tarii.

### Servicii corporative

Additional serviciilor medicale oferite pacientilor persoane fizice, MedLife ofera si pachete de preventie medicala, contractate de regula de angajatori pentru angajati. Aceste pachete vin in completarea serviciilor de medicina a muncii pe care MedLife le ofera clientilor sai persoane juridice. Pachetele de preventie medicala (PPM) acopera consultatii si diagnosticare.

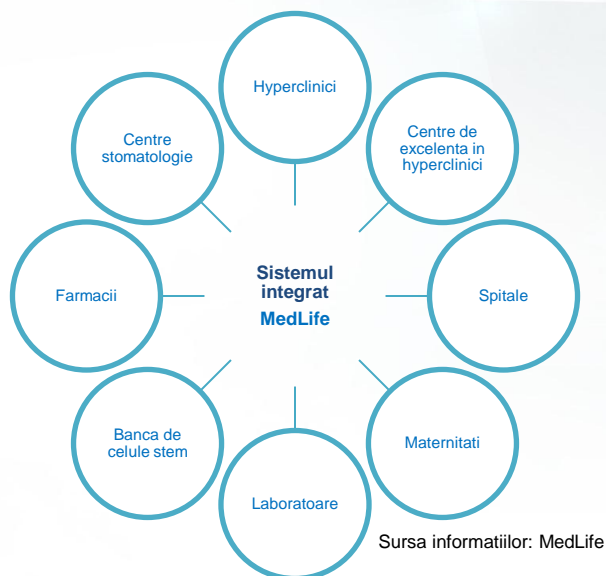
Acest segment de business aducea cea mai mare contributie la veniturile totale ale MedLife in 2015, si anume 28.44%. In 2016 inasa, a fost depasit de clinici, al caror ritm de crestere a veniturilor a fost superior. Serviciile corporative au generat 25.5% din veniturile totale ale MedLife in 2016 (clinicile si hyperclinicile 25.87%). MedLife are incheiate aproximativ 4.500 de contracte PPM cu persoane juridice, acoperind peste 500.000 de angajati.

Finalizarea procesului de achizitie a Amina (despre care detaliem mai tarziu), conditionata de aprobarea Consiliului Concurentei, ar adauga 75.000 de abonati corporate la lista de clienti a MedLife. Cei 75.000 abonati au contractat, in special, servicii de medicina muncii, inasa sansele ca unii din acesti clienti sa apeleze la servicii medicale aditionale in cadrul MedLife cresc considerabil prin aceasta achizitie.

## Management si strategie (I)

### Strategia MedLife in relatia cu clientii

MedLife intampina fiecare client cu un pachet complet de servicii, o abordare “full solutions”. Aceasta strategie are la baza sistemul integrat de servicii medicale al Medlife, toate sub aceeaasi umbrela. Intuitia este simpla si la subiect: un client care trece pragul clinicilor, al spitalelor, laboratoarelor sau farmaciilor MedLife pentru o nevoie anume, va apela si la servicii aditionale care ii pot fi necesare, servicii de sub umbrela aceluiași brand.



In concordanta cu acest sistem integrat, MedLife incearca sa capteze sumele cheltuite de catre populatie pe serviciile medicale private in toate etapele unei probleme medicale: preventie, diagnostic si tratament.

MedLife tinteste piata pachetelor de medicina preventiva si se bucura de pozitia de lider pe acest segment, acoperind peste 500.000 de angajati de la circa 4500 de companii. Societatea a reusit sa se pozitioneze in top pe aceasta nisa si continua cu strategia care a adus-o in acest punct, si anume atragerea clientilor “din vorba in vorba”. Asigurand servicii de calitate, MedLife se bazeaza pe recomandarile pacientilor care au avut deja o experienta MedLife. De asemenea, pentru a asigura acoperirea la nivel national in locatiile unde MedLife nu este prezenta in mod direct prin clinici sau spitale, societatea isi deserveste clientii prin intermediul parteneriatului NetLife (entitati partener - subcontractori).

### Strategia de dezvoltare si extindere la nivel de grup: politica de achizitii

La nivel de grup insa, privirea devine mai ampla, iar procesele capata amploare. Managementul societatii duce o politica de fuziuni si achizitii in vederea extinderii MedLife in tara. Procesul de extindere a inceput insa cu mult inainte de conturarea efectiva a acestei strategii.

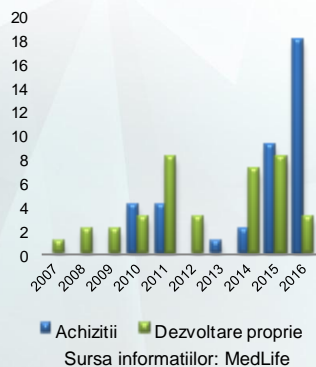
## Management si strategii (II)

Ideea s-a conturat odata cu intrarea IFC (International Financial Company a Bancii Mondiale) in actionariat, iar MedLife a trecut la implementarea acesteia in urma semnarii parteneriatului pentru dezvoltarea primei retele medicale private din Romania.

In spatele MedLife din ziua de azi nu stau doar clinicile, spitalele, medicii si pacientii care le asigura functionalitatea. Amplasarea pe care a luat-o aceasta afacere are la baza antreprenori. Experienta in mediul financiar al actualului presedinte al Consiliului de Administrati (si unul din principalii actionari), Mihail Marcu, a contribuit considerabil la transformarea unui spital intr-o retea medicala privata cu acoperire in toata tara. IFC si Societe Generale Asset Management (SGAM) au fost atrasi in actionariat. Ambele entitati provin din mediul financiar si au adus contributi substantiale in dezvoltarea MedLife.

IFC este o divizie a Bancii Mondiale axata pe dezvoltarea mediului privat in economiile emergente si mai putin dezvoltate, iar SGAM este un fond privat de investitii al Societe Generale. Fiecare din cele doua entitati si-a dus oarecum mandatul pana la capat, iesind partial sau integral din actionariat odata cu listarea MedLife pe Bursa de Valori Bucuresti. SGAM (V4C) si-a vandut intreaga participatie odata cu listarea, aflandu-se la finalul ciclului investitional, caracteristic fondurilor de private equity. IFC a ramas cu o participatie diminuat dupa implementarea cu succes a planului de a crea o retea privata de spitale in Romania si inca ofera sprijin financiar in vederea dezvoltarii si continuarii planului initial conform parteneriatului. Astfel, initiativa managementului de a atrage investitori care sa contribuie atat din punct de vedere financiar, cat si cu know-how, pare sa fi fost una de succes, concretizata prin IPO-ul MedLife.

### Dezvoltarea si extinderea MedLife: achizitii vs. crestere organica



Dl. Mihail Marcu, in cadrul unei conferinte BVB, mentiona ca "investitorii cumpara si antreprenorul din spatele povestii". Actualii investitori ai MedLife ar trebui sa gaseasca pozitiv faptul ca societatea este condusa in continuare de acelasi management care a adus-o la statutul de grup medical la nivel national, cautand si luandu-si alaturi parteneri ce au oferit conditiile necesare dezvoltarii. Tot dl. Marcu mentiona ca o afacere de succes trebuie sa se listeze la bursa. Altfel, risca sa fie inghitita fie de un fond privat de investitii, fie de un strateg mare. Daca in trecut MedLife se confrunta cu acest risc, astazi a devenit strategul care "inghite" clinicile si cabinetele de succes de pe teritoriul tarii cu scopul de a-si extinde reseaua de acoperire.



## Management si strategie (III)

In concordanta cu pozitia de strateg a MedLife, in anul 2016, societatea a demarat 7 achizitii, dintre care 5 au fost finalizate pe parcursul anului.

Data	Compania	Procent achizitionat
Martie 2016	PRIMA MEDICAL	100%
Martie 2016	STEM CELLS BANK	60%
Martie 2016	DIAMED CENTER	100%
Iulie 2016	DENT ESTET	60%
Octombrie 2016	CM PANDURI	90%
Martie 2017	ALMINA TRADING	80%
In desfasurare 2017	ANIMA	intentioneaza 100%

Sursa: MedLife

### Practica de a achizitiona pachete majoritare < 100%

In vederea asigurarii unei continuitati si a unei integrari armonioase a entitatilor achizitionate, MedLife incurajeaza fostii actionari majoritari ai companiilor incluse in grup sa faca parte din echipele de conducere executiva. Ei raman astfel implicati propriile afaceri construite si impart succesul si responsabilitatile cu societatea-mama. Tocmai din acest considerent, MedLife obisnuieste sa achizitioneze pachete majoritare, dar nu 100% dintr-o companie tinta. In 2016, Prima Medical si Diadem Center au reprezentat exceptii, MedLife achizitionand integral aceste societati.

### Obiectiv curent in strategia MefLife: Stomatologie

Achizita Dent Estet reprezinta startul pentru MedLife in extinderea pe linia de afaceri Stomatologie, dupa deschiderea primei clinici dentare proprii in 2015. Dent Estet detine la randul sau controlul asupra altor cinci societati, toate localizate in Bucuresti: Green Dental Clinic, Dentist 4 Kids, Dent A Porter, Dentestet Kids si Aspen Laborator Dentar. Compania sustine ca prin aceasta achizitie a devenit "liderul acestui segment de piata foarte segmentat". De asemenea, se mentioneaza si faptul ca societatea-mama a identificat si evalueaza deja posibile entitati target din domeniul stomatologiei.

### Parteneriatele NetLife – furnizoare de informatii si baze de date pentru achizitiile viitoare

Dupa cum aminteam, pentru a-si asigura prezenta la nivel national in locatiile unde nu este prezenta in mod direct, MedLife are incheiate parteneriate cu entitati locale furnizoare de servicii medicale. Aceste colaborari se regasesc sub umbrela parteneriatului NetLife care creaza oportunitati strategice pentru MedLife. Compania ajunge astfel sa isi cunoasca tot mai bine colaboratorii care pot deveni potentiale noi achizitii.

### Amina – alternativa si potentialul furnizor de servicii medicale low-cost sub umbrela MedLife

O alta investitie strategica pentru MedLife este achizitia Amina Speciality Medical Services, un furnizor de servicii medicale decontate de Casa de Asigurari de Sanatate a Municipiului Bucuresti (CASMB). In 2016, Amina a inregistrat o cifra de afaceri de circa 5,2 milioane de euro si are 75.000 de abonati corporate, conform comunicatului transmis catre BVB.

## Management si strategie (IV)

Achizitia a fost semnata la inceputul anului curent, insa finalizarea tranzactiei este conditionata de aprobarea Consiliului Concurentei. Conducerea MedLife are in vedere chiar extinderea modelului de business Amina la nivel national in conditiile in care achizitia se va finaliza cu succes. Serviciile oferite de Amina, in baza contractului cu CASMB, ar putea completa gama de servicii medicale si, mai important, paleta de preturi oferite de MedLife in prezent. Astfel, Anima ar deveni o marca MedLife "low cost".

**Surse de finantare de circa 16 milioane de euro pentru planul de investitii al MedLife**

Strategia de fuziuni si achizitii a MedLife se bazeaza pe finantari externe, asigurate in momentul de fata de banci romanesti si investitorul IFC. IFC a pus la dispozitia companiei o facilitate de imprumut la termen in valoare de 10 milioane de euro, in vederea extinderii operatiunilor companiei, atat prin fuziuni si achizitii, cat si in mod organic. De asemenea, compania a contractat in martie 2016 un imprumut cu un consortiu de banci din Romania: BRD, BCR, ING si Raiffeisen Bank. Consortiul a pus la dispozitia societatii trei facilitati de imprumut, una in valoare de 20 milioane de euro destinata finantarii planului de investitii, din care, dupa calculele noastre, circa 6 milioane de euro mai sunt disponibili.

**Extinderea in afara granitelor tarii nu se regaseste in strategia companiei la momentul actual, inasa nu excludem aceasta posibilitate pe termen lung**

MedLife nu are in plan extinderea in afara granitelor tarii, cel putin nu in momentul de fata. Nu excludem totusi fructificarea acestei oportunitati odata ce procesul de extindere si dezvoltare al societatii atinge gradul de maturitate. La momentul respectiv, ne asteptam ca sinergiile rezultate in urma fuziunilor si achizitiilor sa isi produca efectele, generand numerar peste cel necesar acoperirii datoriilor aferente. Avand in vedere strategia actuala de expansiune implementata de management si modul in care societatea s-a dezvoltat in trecut, ne asteptam ca in momentul in care se ajunge la un anumit grad de maturitate si se atinge o rata de crestere sustenabila, MedLife sa se indrepte spre oportunitati in afara tarii, cautand sa se dezvolte in continuare. Cu alte cuvinte, in conditiile in care managementul actual ramane la conducerea societatii, ne asteptam ca, in momentul in care societatea "satureaza" piata locala, sa exploreze si alte locatii in care sa se extinda, in afara Romaniei.

**Rezultatele financiare ale companiei – destinate finantarii proiectelor de investitii si nu distribuirii de dividende**

In baza tuturor celor mentionate mai sus, concluzionam ca MedLife nu o sa vina cu vreo propunere de acordare de dividende in urmatoorii cinci ani cel putin. In primul rand, rezultatele societatii ar trebui indreptate spre acoperirea imprumuturilor cu ajutorul carora, in mare parte, este posibila implementarea strategiei de expansiune prin achizitii. In mod evident, urmatoarea prioritate este constituirea surselor proprii de finantare, din nou, destinate dezvoltarii si extinderii activitatii. Asadar, nu vedem remunerarea actionarilor sub forma de dividende ca fiind o prioritate pentru MedLife nici in momentul de fata si nici pe termen mediu, mai ales avand in vedere oportunitatile din piata pe anumite nise, precum stomatologia sau completarea ofertei cu servicii medicale "low-cost".

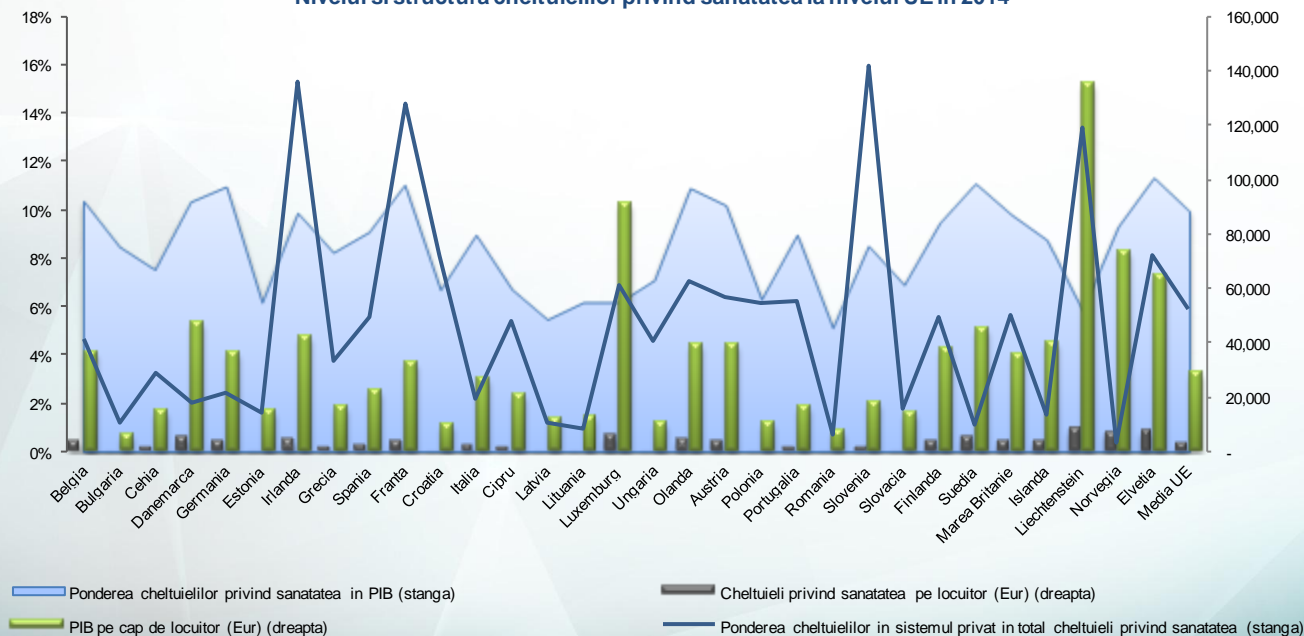
## Conditii de piata (I)

### Sanatatea in Romania in context european

In 2014, conform datelor eurostat, Romania inregistra cele mai mici cheltuieli cu sanatatea dintre toate tarile Uniunii Europene, atat din perspectiva absoluta, cat si ca si alocare din PIB. Economiiile Uniunii au cheltuit in medie, in 2014, 48 miliarde de euro in domeniul sanatatii, atat privat, cat si public, ceea ce reprezinta circa 10% din PIB-ul mediu al UE la acea data. Romania aloca sanatatii 7.7 miliarde de euro, circa 5.14% din PIB, cea mai scazuta alocare dintre toate tarile UE. Cu toate ca datele sunt din 2014 (ultimele date furnizate de eurostat), faptul ca exista loc de crestere in sistemul de sanatate romanesc este evident, iar schimbarile structurale de care este nevoie se produc in timp. Trendul natural de dezvoltare urmeaza modelul economiilor dezvoltate care aloca cel putin 10% din PIB sanatatii.

In ceea ce priveste sursele de finantare ale cheltuielilor cu sanatatea, economiile dezvoltate prezinta modele diferite. In tari precum Norvegia sau Suedia, cu o infrastructura publica in sanatate bine pusa la punct, ponderea cheltuielilor in sistemul privat in totalul cheltuielilor cu sanatatea ajunge la 0.33%, respectiv 1.09%. Motivul, spre deosebire de statele mai putin dezvoltate, nu este lipsa educatiei si constientizarii populatiei, ci lipsa nevoii de a dezvolta un sistem privat din moment ce sistemul public acopera necesitatile populatiei intr-un mod satisfactor. Alte economii puternice, precum Franta, aloca procente mai mari sectorului medical privat (14.35%). Media UE ajunge la aproape 6%, in timp ce in Romania doar 0.7% din cheltuielile totale cu sanatatea sunt realizate in sistemul privat. Aceste circumstante creeaza perspective pozitive de crestere pentru MedLife in conditiile in care ne asteptam ca acest procent sa tinda spre media europeana.

Nivelul si structura cheltuielilor privind sanatatea la nivelul UE in 2014



Sursa: eurostat, Prelucrari BRK Financial Group

## Conditii de piata (II)

Ne confruntam asadar cu valori absolute si alocari sub media UE atat la nivel global in ceea ce priveste cheltuielile cu sanatatea, cat si individual in sectorul privat. La toate categoriile Romania se afla pe ultimele locuri si, chiar daca PIB-ul pe cap de locuitor al tarii noastre il depasea cu mult pe cel al Bulgariei in 2014 (7538 euro vs. 5902 euro), cheltuiala cu sanatatea pe cap de locuitor era cu mult inferioara (387 euro in Romania vs. 502 euro in Bulgaria).

Tara noastra se situa in 2014 pe ultimul loc si din perspectiva cheltuielilor privind sanatatea in sistemul privat pe cap de locuitor. Romanii au cheltuit in medie 3 euro de persoana pentru servicii medicale private in 2014, in timp ce in Bulgaria cheltuiala medie pe cap de locuitor a fost de 6 euro, in Lituania de 7 euro, iar media Uniunii Europene ajungea la 168 euro., conform datelor eurostat.

### Directii de crestere a cheltuielilor privind sanatatea in Romania

In concluzie, situatia precara a Romaniei in ceea ce priveste sistemul de sanatate, investitiile si cheltuielile aferente, creaza oportunitati pentru dezvoltarea si cresterea afacerii MedLife ca operator privat. Astfel, recunoastem urmatoarele surse de crestere:

- i. Cresterea Produsului Intern Brut va determina cresterea cheltuielilor cu sanatatea (in conditii de proportii constante),
- ii. Cresterea alocarii unui procent mai mare din PIB sanatatii, in concordanta cu media si tendinta la nivel european (proportii in crestere),
- iii. Cresterea ponderii cheltuielilor privind serviciile medicale private in totalul cheltuielilor cu sanatatea, in concordanta cu media la nivelul Uniunii Europene, si
- iv. Cresterea gradului de constientizare in randul romanilor si educarea populatiei in ceea ce priveste aspectele privind sanatatea ar putea genera cheltuieli mai mari in acest sector.

### Piata serviciilor medicale in Romania

Piata serviciilor medicale in Romania se ridica la putin peste 7.7 miliarde euro in 2014, fiind caracterizata de un sector public deficitar si inechit si un sector privat de dimensiuni mici, dar in crestere. Conform Standard Eurobarometer 83 (studiu realizat in luna mai 2015), 26% din romani considera sistemul de sanatate si protectia sociala ca fiind cele mai importante probleme cu care se confrunta Romania la momentul de fata. Acelasi studiu, in 2013, scotea in evidenta faptul ca 73% dintre romani considera ca sistemul de sanatate din Romania are o calitate inoioelnică, iar 78% il vad cu mult sub nivelul sistemelor de sanatate din alte state membre UE.

Avand in vedere lipsa de incredere in sistemul medical public, numerosi romani, cu precadere in zonele urbane, se indreapta spre servicii medicale private. Majoritatea pacientilor beneficiaza de astfel de servicii in trei moduri: fie este vorba de servicii decontate de Casa Nationala de Asigurari de Sanatate, fie beneficiaza de asigurari medicale cuprinse in pachetul salarial oferit de angajator, ori aceste servicii sunt platite efectiv din buzunarul pacientului. Asigurarile private de sanatate, practica des intalnita in afara tarii, sunt o sursa de finantare a serviciilor medicale private mult prea nesemnificativa in Romania.



## Conditii de piata (III)

### Concurenta in sectorul medical privat romanesc

Sectorul medical privat din Romania este dominat de doua companii care activeaza la nivel national si cateva la nivel regional sau local. Primii cinci furnizori privati de servicii medicale din Romania, dupa vanzarile realizate in 2016, sunt: MedLife, Regina Maria, Medicover, Sanador si Gral Medical. Dintre acestia, doar primii doi mentionati au acoperire nationala, motiv pentru care Regina Maria este principalul concurent al MedLife. De asemenea, Regina Maria este singura care se apropie de 100 milioane euro din perspectiva vanzarilor (91 milioane euro in 2016, crestere de 40% fata de 2015).

Companie	Pozitie	Vanzari 2015 (Mil. Eur)	Vanzari 2016 (Mil. Eur)	Evolutie % vanzari
MedLife	1	87	112	29%
Regina Maria	2	65	91	40%

Sursa: MedLife, rezultate financiare pro-forma

### Regina Maria – principalul adversar MedLife, finantat de cel mai mare fond de private equity din Europa Centrala si de Est

Ritmul de crestere al vanzarilor si cel al dezvoltarii si al expansiunii la nivel national (preponderent organice) fac din Regina Maria un adversar de temut pentru MedLife. In 2015, Mid Europa, cel mai mare fond de private equity la nivel regional (Europa Centrala si de Est) a intrat in actionariatul Regina Maria, prin achizitia participatiilor detinute de Advent International si dr. Wargha Enayati (fondatorul Regina Maria in 1995). De regula, fondurile de private equity se implica activ in managementul societatilor in care investesc, in vederea fructificarii investitiei printr-o posibila listare la bursa sau prin vanzari catre terti. Similar s-a desfasurat si investitia V4C in MedLife, fondul iesind din actionariat in 2016 odata cu listarea MedLife pe bursa. Ne putem astepta asadar la o poveste asemanatoare in cazul Regina Maria, chiar daca expansiunea acesteia ar putea fi bazata mai mult pe crestere organice, in detrimentul fuziunilor si achizitiilor. O prima dovada este amploarea pe care a luat-o expansiunea Regina Maria in 2015, imediat dupa achizitia de actiuni de catre Mid Europa: reseaua de locatii proprii a ajuns la 31, o crestere de circa 30% in doar un an (21 de locatii Regina Maria existau in 2014). Mai mult, pe parcursul lui 2015, Regina Maria a inaugurat trei dintre cele mai mari clinici din propria retea: Policlinica pentru Copii Delfinariu din Constanta, prima clinica din Iasi si prima clinica din Timisoara.

In momentul de fata, gama de servicii oferita de MedLife include, suplimentar serviciilor oferite de Regina Maria, si medicina dentara si farmacia, ceea ce reprezinta un avantaj competitiv din perspectiva diversificarii surselor de finantare.

Companie	Acoperire	Nr. Clinici	Nr. Spitale	Maternitati	Banca celule stem	Nr. Paturi	Nr. Clienti PMP *	Nr. Laboratoare	Nr. Farmacii	Centre dentare	Imagistica
MedLife	Nationala	37	8	Da	Da	620	421,000	26	10	Da	Da
Regina Maria	Nationala	29	4	Da	Da	465	300,000	15	0	Nu	Da

Sursa: MedLife, Regina Maria; \* PMP - Pachete Medicina Preventiva

## Financiar (I)

In 2016, MedLife a inregistrat un rezultat net negativ (1.24 mil. Ron), in ciuda cresterii cu 29% a cifrei de afaceri. Motivul pierderii este cresterea concomitenta a cheltuielilor operationale cu 29% si rezultatul financiar negativ (oarecum caracteristic MedLife avand in vedere politica de achizitii si gradul de indatorare).

### Cresterea profitabilitatii in urma producerii sinergiilor din achizitii

Ne asteptam ca, in perioada urmatoare, sinergiile rezultate in urma achizitiilor sa isi produca efectele in asa fel incat sa vedem cresteri semnificative ale indicatorilor de profitabilitate si, implicit, ale marjelor aferente. Astfel, pentru perioada 2017 – 2021, am estimat o rata medie de crestere a EBITDA de circa 18%, peste media ultimilor trei ani raportati (6.34%). Vedem si profitul operational (EBIT) in crestere in medie cu 37% pe fondul unor cheltuieli cu amortizarea destul de ridicate in perioada estimata.

In ceea ce priveste cifra de afaceri, aceasta prezinta evolutii consistente cu etapa de expansiune a societatii, inregistrand o crestere medie de 20% in perioada 2014 – 2016. Desi nu ne asteptam ca achizitiile MedLife sa inceteze, estimam o oarecare incetinire a ritmului, motiv pentru care am estimat o rata medie de crestere a cifrei de afaceri in perioada 2017 – 2021 de 12%, sub media istorica. Incepand cu 2017, am luat in considerare veniturile aditionale aduse de ultimele doua achizitii: Almna Trading si Anima (in curs de aprobare).

Imbunatatirea profitabilitatii este posibila doar prin eficientizarea cheltuielilor, aspect realizabil cu ajutorul sinergiilor de care aminteam mai sus. Am estimat o rata de crestere medie a cheltuielilor operationale de 10% pe an in urmatorii cinci ani. Din cadrul acestora, ne asteptam ca cele mai ridicate rate de crestere anuale sa fie inregistrate de cheltuielile cu personalul (atat angajati, cat si medicii care activeaza sub forma colaborarii), 11% in medie pe an, pe fondul presiunilor salariale ce ar putea fi cauzate de cresterea remuneratiilor in sectorul medical de stat.

Rezultate financiare (Mil. Ron)	2013	2014	2015	2016	2017 Est.	2018 Est.	2019 Est.	2020 Est.	2021 Est.
<b>Cifra de afaceri</b>	<b>296.20</b>	<b>332.60</b>	<b>390.98</b>	<b>502.99</b>	<b>605.69</b>	<b>635.45</b>	<b>715.07</b>	<b>781.33</b>	<b>863.72</b>
Chetuieli operationale	-285.60	-310.80	-366.58	-488.90	-568.46	-597.31	-669.27	-718.83	-784.69
<b>EBITDA</b>	<b>46.40</b>	<b>52.10</b>	<b>55.74</b>	<b>55.65</b>	<b>79.57</b>	<b>82.80</b>	<b>89.65</b>	<b>105.84</b>	<b>122.70</b>
<b>EBIT (Profit operational)</b>	<b>20.20</b>	<b>26.40</b>	<b>28.99</b>	<b>19.55</b>	<b>40.20</b>	<b>42.58</b>	<b>49.43</b>	<b>65.62</b>	<b>82.48</b>
Rezultat financiar	-22.20	-16.30	-15.99	-18.39	-15.11	-16.16	-16.04	-15.70	-14.94
<b>EBT (Rezultat inainte de impozitare)</b>	<b>-2.10</b>	<b>10.00</b>	<b>13.00</b>	<b>1.17</b>	<b>25.09</b>	<b>26.42</b>	<b>33.39</b>	<b>49.93</b>	<b>67.54</b>
<b>Rezultat net</b>	<b>-4.30</b>	<b>7.70</b>	<b>9.90</b>	<b>-1.24</b>	<b>19.32</b>	<b>20.35</b>	<b>25.71</b>	<b>38.44</b>	<b>52.01</b>

Sursa: MedLife, Estimari BRK Financial Group

Indicatori de profitabilitate	2013	2014	2015	2016	2017 Est.	2018 Est.	2019 Est.	2020 Est.	2021 Est.
Marja EBITDA	15%	15%	14%	11%	13%	13%	12%	13%	14%
Marja EBIT (operationala)	7%	8%	7%	4%	7%	7%	7%	8%	10%
Marja EBT (bruta)	-1%	3%	3%	0%	4%	4%	5%	6%	8%
Marja neta	-1%	2%	3%	0%	3%	3%	4%	5%	6%

Sursa: MedLife, Estimari BRK Financial Group

## Financiar (II)

Avand in vedere politica de achizitii a MedLife finantata preponderent de capital imprumutat, estimam mentinerea rezultatului financiar in sfera negativa si pe un trend de scadere, in medie cu 4% pe an pentru urmatoorii cinci ani.

Tot pe fondul politicii de achizitii implementata in ultimii ani de companie si finantata prin capital imprumutat, gradul de indatorare a crescut de-a lungul timpului pana la 80%. Parghia financiara a ajuns de asemenea la un nivel foarte ridicat, depasind 500%.

### Grad de indatorare crescut comparativ cu media sectorului

Comparativ cu media indicatorilor de indatorare in cadrul industriei de servicii medicale private, indicatorii calculati pentru MedLife prezinta valori net superioare numeric, inferioare din punct de vedere calitativ. Avem de a face astfel cu o societate indatorata destul de sever. Spre exemplu, media gradului de indatorare in sectorul serviciilor medicale la nivel global in cadrul economiilor emergente este de circa 29%, conform datelor furnizate de Bloomberg, in timp ce in cazul MedLife indicatorul se ridica la 80%. Pentru a evalua gravitatea indatorarii crescute, am comparat rata de acoperire a dobanzilor in cazul MedLife (4.17) cu cea a industrie (10.12), compania inregistrand din nou valori inferioare din punct de vedere calitativ. Aici putem ridica si problema proiectelor de investitii viitoare ale MedLife: compania are nevoie imperioasa de cresterea indicatorilor de profitabilitate in vederea acoperirii unor potentiale costurilor de finantare viitoare, in caz contrar fiind posibil sa se regaseasca in imposibilitatea de a-si continua politica de achizitii.

De regula, investitiile fondurilor de private equity (PE) vin cu strategii indraznete finantate cu capital imprumutat, cu scopul de a crea afaceri profitabile si a creste companiile vizate. Astfel, MedLife nu este un caz unic, iar starea actuala caracterizeaza numeroase companii care au sau avut ca si actionari fonduri de PE. Acestia isi planifica iesirea din actionariat in momentele in care isi pot valorifica investitia cat mai profitabil (5-7 ani este durata tipica de viata a unui fond).

Pozitia financiara	2014	2015	2016
Total active	354.22	384.73	466.12
Total datorii curente	105.66	126.91	145.30
Total datorii pe termen lung	156.69	155.82	213.14
Total datorii	277.41	297.54	373.10
Total capitaluri	76.82	87.20	93.02
Total capitaluri si datorii	354.22	384.73	466.12
Gradul de indatorare	78%	77%	80%
Stabilitatea financiara	67%	64%	70%
Parghia financiara	461%	441%	501%
Solvabilitatea globala	128%	129%	125%

Sursa: MedLife, BRK Financial Group

Din aceste considerente, **excludem posibilitatea distribuirii de dividende in viitorul apropiat, considerand mai plauzibila o eventuala majorare de capital** in vederea reducerii gradului de indatorare si suplimentarii surselor proprii de investitii.

### Costul finantarii

RFR %	4.73
BET %	11.37
Beta M vs. BET	0.43
ERP %	6.65
Cost finantare capital %	7.59

Sursa: BRK Financial Group

In vederea estimarii unei valori juste a actiunilor MedLife am utilizat metoda FCFE, avand la baza o perioada de cinci ani si o valoare terminala incepand cu 2021. In aplicarea modelului am asumat ca MedLife am luat considerare o structura a capitalului formata din 30% capital propriu si 70% surse externe de finantare.

Ipotezele evaluarii includ un cost al capitalului propriu de 7.59% atat pentru perioada estimata de cinci ani, cat si pentru determinarea valorii prezente a valorii terminale. In calculul cosului capitalu propriu am luat in considerare un beta ajustat de 0.43 in raport cu indicele BET. De asemenea, am presupus o rata sustenabila de crestere a rezultatului net in perpetuitate de 2% pe an.

Asadar, am estimat un pret tinta de 37.26 Ron/actiune, ceea ce reprezinta un potential de apreciere, fata de pretul de inchidere din data de 25 aprilie 2017, de 20.97%.

FCFE	2017 Est.	2018 Est.	2019 Est.	2020 Est.	2021 Est.
Profit net (Mil. Ron)	19.3	25.7	25.7	38.4	52.0
Amortizare (Mil. Ron)	39.4	40.2	40.2	40.2	40.2
CAPEX + Capital circulant (Mil. Ron)	20.9	22.1	25.3	32.8	40.6
Necesar net finantare (Mil. Ron)	-12.9	-12.7	-10.4	-5.2	.3
FCFE (Ron)	24.8	31.1	30.2	40.7	51.9
FCFE/Actiune (Ron)	1.24	1.55	1.50	2.02	2.58
Discount factor	1.08	1.16	1.25	1.34	1.44
TV (Ron)					46.21
PV (Ron)	1.15	1.34	1.21	1.51	32.05
Pret tinta (Ron)					37.26
Pret piata (Ron)*					30.80
Potential apreciere					20.97%

Sursa: BRK Financial Group, \*pret de inchidere la data de 21aprilie 2017

## Evaluare comparabila (I)

Pentru verificarea rezultatului evaluarii actiunilor MedLife, am comparat starea anumitor indicatori si multiplii de evaluare in cazul MedLife cu media industriei de servicii medicale in randul economiilor emergente si de frontiera la nivel global (a se vedea tabelul de pe pagina urmatoare). Din perspectiva EV/EBITDA, MedLife pare a fi subevaluata in raport cu media, respectiv mediana industriei, in ciuda unei marje EBITDA cu circa 40% sub medie, respectiv mediana. Acest aspect releva faptul ca, odata cu imbunatatirea eficientei operationale pe care o estimam si care ar genera o marja EBITDA mai apropiata de cea a industriei la nivel global, valoarea companiei ar trebui sa creasca.



## Evaluare comparabila (II)

Evaluare comparabila	P/BV	EV/EBITDA*	Marja EBITDA* % TTM	Grad indatorare
MedLife	7.77	11.19	10.91	0.84
Media - economii emergente si de frontiera	4.71	21.96	18.71	0.42
Mediana - economii emergente si de frontiera	3.88	20.23	18.22	0.43
MedLife in raport cu Media	65%	-49%	-42%	99%
MedLife in raport cu Mediana	101%	-45%	-40%	95%

Sursa: Equity RT, 21aprilie 2017, \*inclusiv alte venituri si cheltuieli operationale

Ramane in continuare un factor important de risc gradul de indatorare (calculat ca datorii raportate la total active) al societatii, cu aproape 100% peste media, respectiv mediana industriei.

Din perspectiva valorii contabile, societatea se prezinta a fi supraevaluata, inregistrand valori de aproape doua ori media sau mediana industriei.

Comparativ cu restul societatilor ce formeaza componenta indicelui BET, MedLife se prezinta supraevaluata, fiind una din singurele (alaturi de BVB) cu multiplu EV/EBITDA peste 10. Specificul industriei inasa, de care componenta BET nu tine cont, poate motiva astfel de diferente de evaluare. Societatilor din domeniul energetic le este caracteristic un oarecare grad de subevaluare in raport cu piata, fiind considerate "value stocks", in timp ce MedLife face parte din categoria "growth stocks", carora le sunt specifici multiplii de evaluare superiori celor din piata.

Simbol	Companie	P/BV	P/E	Capitalizare bursiera (Mil. USD)	Enterprise Value (Mil. USD)	EV/EBITDA	EV/EBITDA*
<b>COTE</b>	CONPET PLOIESTI	1.27	14.75	234	139	4.50	4.81
<b>SNP</b>	OMV PETROM	0.67	16.18	4,160	4,085	3.73	3.36
<b>BRD</b>	BRD - GROUPE SOCIETE GENERALE	1.31	10.82	2,021	n.a.	n.a.	n.a.
<b>TEL</b>	TRANSELECTRICA	0.79	8.08	569	469	2.40	2.77
<b>SNN</b>	NUCLEARELECTRICA	0.28	17.99	482	435	2.94	2.79
<b>SNG</b>	ROMGAZ	1.23	10.99	2,776	2,039	3.24	5.21
<b>EL</b>	ELECTRICA	0.88	13.23	1,163	807	2.89	3.41
<b>M</b>	MED LIFE	7.77	n.a.	146	153	11.19	11.19
<b>BVB</b>	BURSA DE VALORIBUCURESTI	2.43	29.11	55	44	11.31	21.23
<b>FP</b>	FONDUL PROPRIETATEA	0.80	19.26	2,121	n.a.	n.a.	n.a.
<b>TGN</b>	TRANSGAZ	1.16	7.07	1,038	817	3.70	3.65
<b>TLV</b>	BANCA TRANSILVANIA	1.71	7.82	2,378	n.a.	n.a.	n.a.
Media		1.69	14.12	1,429	999	5.10	6.49
Mediana		1.23	13.67	1,163	638	3.72	4.23
MedLife in raport cu Media		359%	n.a.	-90%	-85%	119%	72%
MedLife in raport cu Mediana		532%	n.a.	-87%	-76%	201%	165%

Sursa: Equity RT, 21aprilie 2017, \*inclusiv alte venituri si cheltuieli operationale

## Riscuri asociate investitiei

### Riscuri privind concurenta in piata serviciilor medicale private

Riscul privind concurenta in piata serviciilor medicale vizeaza, in principal, expansiunea Regina Maria care, din 2015, beneficiaza de finantare, sprijin si consultanta din partea celui mai mare fond de private equity din Europa Centrala si de Est – Mid Europe. Ne asteptam la o abordare similara cu cea a MedLife in ceea ce priveste dezvoltarea companiei, chiar daca, cel mai probabil, expansiunea Regina Maria va fi una mai mult organica si nu una bazata pe fuziuni si achizitii.

### Riscul privind aprobarea achizitiilor de catre Consiliul Concurentei

Achizitia Anima de catre MedLife, initiata la inceputul anului curent, este inca in desfasurare, facand obiectul aprobarii Consiliului Concurentei (CC). O eventuala respingere a tranzactiei din partea CC ar genera un cost de oportunitate substantial pentru MedLife. Costul inglobeaza cei 75000 de abonati corporativi ai Amina, dar se refera si la pierderea oportunitatii de a-si constitui propriul brand "low-cost" dupa modelul Anima (servicii medicale private decontate de Casa Nationala de Asigurari de Sanatate).

### Riscul privind gradul de indatorare

Unul din principalele riscuri asociate investitiei in actiunile MedLife tine de gradul de indatorare ridicat al societatii, atat analizat in izolatie, cat si comparativ cu alte companii din domeniu. Desi un grad de indatorare ridicat este specific companiilor care au sau au avut actionari principali fonduri de private equity, MedLife are nevoie de indicatori de profit la un nivel ridicat si in acelasi timp sustenabil pentru a-si acoperi costul finantarii. Vorbim aici atat de proiecte trecute, incheiate cu succes, in urma carora povara financiara a companiei s-a marit, cat si de proiecte viitoare care pot fi puse in pericol in eventualitatea unor pierderi operationale. Cu alte cuvinte, rezultatul operational trebuie, in primul rand, sa acopere costul net al finantarii, doar valoarea reziduala fiind considerata randament atribuibil actionarilor.

### Alte riscuri

De asemenea, recunoastem riscurile operationale ale MedLife, specifice domeniului de activitate si medicilor practicanti. Probabilitatea de realizare a riscului nu este una ridicata, insa costurile aferente acestuia in eventualitatea producerii pot fi consistente. Adicional, apar presiuni din partea salariatilor in conditiile majorarii salariilor in sistemul public de sanatate.

## Anexe: Date financiare (I)

Rezultate financiare (Mil. Ron)	2013	2014	2015	2016	2017 Est.	2018 Est.	2019 Est.	2020 Est.	2021 Est.
<b>Cifra de afaceri</b>	<b>296.20</b>	<b>332.60</b>	<b>390.98</b>	<b>502.99</b>	<b>605.69</b>	<b>635.45</b>	<b>715.07</b>	<b>781.33</b>	<b>863.72</b>
Alte venituri operationale	9.60	4.60	4.59	5.47	2.96	4.45	3.63	3.12	3.46
Total venituri operationale	305.80	337.20	395.57	508.46	608.66	639.89	718.70	784.45	867.18
Consumabile si materiale de reparatii	-50.90	-59.10	-67.34	-83.70	-91.92	-101.11	-112.27	-120.98	-131.15
Cheltuieli cu marfurile	-14.50	-14.80	-16.57	-18.91	-19.94	-21.44	-22.94	-24.21	-25.71
Utilitati	-4.50	-4.10	-4.55	-5.07	-5.10	-5.32	-5.53	-5.65	-5.87
Intretinerea reparatiilor	-2.80	-3.10	-3.72	-5.13	-5.59	-6.35	-7.12	-7.73	-8.49
Chirii	-10.70	-13.50	-18.02	-28.06	-31.71	-34.88	-41.37	-44.79	-49.62
Prime de asigurare	-1.20	-1.30	-1.56	-1.87	-2.05	-2.27	-2.50	-2.70	-2.93
Cheltuieli cu promotiile	-2.40	-3.60	-7.22	-10.37	-12.78	-15.54	-17.09	-17.09	-17.09
Comunicatii	-2.40	-2.80	-3.31	-3.25	-3.70	-3.93	-4.26	-4.60	-4.88
Cheltuieli cu tertii (inclusiv contracte cu medicii)	-76.90	-90.90	-105.25	-133.55	-147.73	-166.16	-187.40	-203.70	-223.53
Cheltuieli salariale de alta natura	-63.50	-65.30	-82.37	-113.81	-123.25	-147.50	-167.94	-184.78	-207.13
Contributii sociale	-17.30	-17.00	-18.57	-25.75	-26.39	-29.08	-32.98	-34.65	-37.95
Amortizare	-26.20	-25.70	-26.75	-36.09	-39.37	-40.22	-40.22	-40.22	-40.22
Pierderi din depreciere recunoscute in CPP	.20	-.10	.00	.97	.87	1.41	1.84	2.06	2.55
Alte cheltuieli de exploatare si administrative	-12.50	-9.50	-11.36	-24.30	-23.74	-24.92	-29.50	-29.81	-32.69
Total cheltuieli operationale	-285.60	-310.80	-366.58	-488.90	-568.46	-597.31	-669.27	-718.83	-784.69
<b>EBITDA</b>	<b>46.40</b>	<b>52.10</b>	<b>55.74</b>	<b>55.65</b>	<b>79.57</b>	<b>82.80</b>	<b>89.65</b>	<b>105.84</b>	<b>122.70</b>
<b>EBIT (Profit operational)</b>	<b>20.20</b>	<b>26.40</b>	<b>28.99</b>	<b>19.55</b>	<b>40.20</b>	<b>42.58</b>	<b>49.43</b>	<b>65.62</b>	<b>82.48</b>
Rezultat financiar	-22.20	-16.30	-15.99	-18.39	-15.11	-16.16	-16.04	-15.70	-14.94
<b>Rezultat inainte de impozitare</b>	<b>-2.10</b>	<b>10.00</b>	<b>13.00</b>	<b>1.17</b>	<b>25.09</b>	<b>26.42</b>	<b>33.39</b>	<b>49.93</b>	<b>67.54</b>
<b>Rezultat net</b>	<b>-4.30</b>	<b>7.70</b>	<b>9.90</b>	<b>-1.24</b>	<b>19.32</b>	<b>20.35</b>	<b>25.71</b>	<b>38.44</b>	<b>52.01</b>

Sursa: MedLife, Estimari BRK Financial Group

## Anexe: Date financiare (II)

Pozitia financiara (Mil. Ron)	2014	2015	2016
Fond comercial	22.58	24.28	43.99
Imobilizari necorporale	12.40	13.81	26.51
Imobilizari corporale	255.82	280.21	304.86
Alte active financiare	.00	.00	.00
<b>Total active imobilizate</b>	<b>290.80</b>	<b>318.30</b>	<b>375.36</b>
Stocuri	10.55	13.97	17.37
Creante comerciale si alte creante	39.90	41.80	43.20
Alte active	1.34	.26	2.36
Numerar si echivalente de numerar	7.58	5.88	20.70
Active clasificate ca destinate vanzarii	.38	.38	.38
Cheltuieli in avans	3.67	4.15	6.74
<b>Total active circulante</b>	<b>63.43</b>	<b>66.43</b>	<b>90.75</b>
<b>Total active</b>	<b>354.22</b>	<b>384.73</b>	<b>466.12</b>
Datorii comerciale	64.81	73.17	98.43
Descoperire de cont	15.58	15.51	1.27
Portiunea curenta a datoriei din leasing financiar	1.26	7.03	7.03
Portiunea curenta a datoriilor pe termen lung	13.92	17.91	19.13
Datorii cu impozitul pe profit curent	.08	.92	1.10
Alte datorii	9.26	11.67	17.71
Datorii asociate activelor destinate vanzarii	.75	.69	.63
<b>Total datorii curente</b>	<b>105.66</b>	<b>126.91</b>	<b>145.30</b>
Datorii din leasing financiar	1.67	12.29	10.38
Datorii pe termen lung	155.02	143.52	202.76
<b>Total datorii pe termen lung</b>	<b>156.69</b>	<b>155.82</b>	<b>213.14</b>
Datorii cu impozitul amanat	15.06	14.81	14.66
<b>Total datorii</b>	<b>277.41</b>	<b>297.54</b>	<b>373.10</b>
Capital emis	13.93	13.93	13.93
Rezerve	83.13	86.50	91.96
Rezultat reportat	-24.01	-19.14	-24.35
<b>Total capitaluri atribuibile proprietarilor grupului</b>	<b>73.05</b>	<b>81.30</b>	<b>81.55</b>
Interese minoritare	3.77	5.90	11.47
<b>Total capitaluri</b>	<b>76.82</b>	<b>87.20</b>	<b>93.02</b>
<b>Total capitaluri si datorii</b>	<b>354.22</b>	<b>384.73</b>	<b>466.12</b>

Sursa: MedLife



## Anexe: Structura si nivelul cheltuielilor privind sanatatea in 2014 la nivelul Uniunii Europene (III)

	Cheltuieli privind sanatatea (M il. Eur)	Cheltuieli privind sanatatea in sistemul privat (M il. Eur.)	Ponderea cheltuielilor in sistemul privat in total cheltuieli privind sanatatea	PIB (M il. Eur)	Ponderea cheltuielilor privind sanatatea in PIB	Populatie (nr. locuitori)	Cheltuieli privind sanatatea pe locuitor (Eur)	Cheltuieli privind sanatatea in sistemul privat pe locuitor (Eur)	PIB pe cap de locuitor (Eur)
Belgia	41,711	1,924	5%	400,805	10.41%	11,180,840	3,731	172	35,847
Bulgaria	3,640	42	1.16%	42,762	8.51%	7,245,677	502	6	5,902
Cehia	11,841	387	3.27%	156,660	7.56%	10,512,419	1,126	37	14,902
Danemarca	27,517	551	2.00%	265,233	10.37%	5,627,235	4,890	98	47,134
Germania	321,720	7,726	2.40%	2,923,930	11.00%	80,767,463	3,983	96	36,202
Estonia	1,223	20	1.63%	19,758	6.19%	1,315,819	930	15	15,016
Irlanda	19,148	2,928	15.29%	193,160	9.91%	4,605,501	4,158	636	41,941
Grecia	14,712	551	3.74%	177,941	8.27%	10,926,807	1,346	50	16,285
Spania	94,534	5,235	5.54%	1,037,025	9.12%	46,512,199	2,032	113	22,296
Franta	236,948	34,013	14.35%	2,139,964	11.07%	65,942,093	3,593	516	32,452
Croatia	2,886	233	8.08%	42,978	6.71%	4,246,809	680	55	10,120
Italia	145,938	3,153	2.16%	1,621,827	9.00%	60,782,668	2,401	52	26,682
Cipru	1,184	64	5.42%	17,567	6.74%	858,000	1,380	75	20,475
Latvia	1,297	16	1.22%	23,631	5.49%	2,001,468	648	8	11,807
Lituania	2,265	20	0.89%	36,590	6.19%	2,943,472	770	7	12,431
Luxemburg	3,091	214	6.91%	49,971	6.19%	549,680	5,623	389	90,909
Ungaria	7,473	341	4.56%	104,953	7.12%	9,877,365	757	35	10,626
Olanda	72,475	5,127	7.07%	663,008	10.93%	16,829,289	4,306	305	39,396
Austria	33,795	2,160	6.39%	330,418	10.23%	8,506,889	3,973	254	38,841
Polonia	25,987	1,596	6.14%	410,990	6.32%	38,017,856	684	42	10,810
Portugalia	15,583	974	6.25%	173,079	9.00%	10,427,301	1,494	93	16,599
<b>Romania</b>	<b>7,727</b>	<b>51</b>	<b>0.66%</b>	<b>150,358</b>	<b>5.14%</b>	<b>19,947,311</b>	<b>387</b>	<b>3</b>	<b>7,538</b>
Slovenia	3,189	509	15.96%	37,332	8.54%	2,061,085	1,547	247	18,113
Slovacia	5,256	93	1.76%	75,946	6.92%	5,415,949	971	17	14,023
Finlanda	19,523	1,081	5.54%	205,474	9.50%	5,451,270	3,581	198	37,693
Suedia	48,154	524	1.09%	432,691	11.13%	9,644,864	4,993	54	44,862
M area Britanie	222,609	12,622	5.67%	2,260,805	9.85%	64,351,155	3,459	196	35,132
Islanda	1,138	17	1.48%	12,953	8.78%	325,671	3,494	52	39,774
Liechtenstein	294	39	13.37%	5,026	5.86%	37,129	7,932	1,060	135,377
Norvegia	35,132	117	0.33%	375,894	9.35%	5,107,970	6,878	23	73,590
Elvetia	60,276	4,871	8.08%	530,038	11.37%	8,139,631	7,405	598	65,118
<b>Media UE</b>	<b>48,009</b>	<b>2,813</b>	<b>5.86%</b>	<b>481,251</b>	<b>9.98%</b>	<b>16,779,319</b>	<b>2,861</b>	<b>168</b>	<b>28,681</b>

Sursa: eurostat, prelucrari BRK

**Data: 27 aprilie 2017**

**Analist: Bianca MOLDOVAN**  
*bianca.moldovan@brkfinancialgroup.ro*

## **DISCLAIMER**

BRK FINANCIAL GROUP considera ca cercetarea este un serviciu important oferit clientilor nostri. Departamentul de analiza al companiei emite recomandări care se bazează pe informații obținute de la/din surse de informare publică pe care le consideră de încredere, dar pentru a căror acuratețe și caracter complet nu ne asumăm responsabilitatea. Toate estimările și opiniile incluse în prezentul raport reprezintă judecata independentă a analiștilor la data publicării. Ne rezervăm dreptul de a modifica opiniile exprimate în acest raport în orice moment fără notificare prealabilă. În plus, ne rezervăm dreptul de a nu actualiza aceste informații sau să întrerupem furnizarea lor fără o notificare prealabilă.

Analizele realizate de dept. de analiza al BRK FINANCIAL GROUP au scop exclusiv informativ și nu constituie o oferta de vânzare, subscriere sau cumpărare a vreunui instrument financiar prezentat. Autorii analizei atestă faptul că opiniile exprimate în analiză reflectă cu acuratețe propriile convingeri despre instrumentele financiare prezentate în analiză. Drepturile de autor pentru materialele prezentate în această analiza, aparțin BRK FINANCIAL GROUP SA.

Acest disclaimer este un rezumat. **Disclaimerul aferent analizelor emise de BRK FINANCIAL GROUP SA, se regăsește integral pe pagina de internet a societății: [www.brkfinancialgroup.ro](http://www.brkfinancialgroup.ro).**

**Atestare analiști:** Autorii acestei analize atestă faptul că nu au fost remunerați direct sau indirect pentru a exprima opiniile și recomandările din acest document. De asemenea, autorii analizei atestă faptul că opiniile exprimate în analiză reflectă cu acuratețe propriile convingeri despre instrumentele financiare prezentate în analiză.

Autoritatea responsabilă pentru supravegherea SSIF BRK FINANCIAL GROUP SA este Autoritatea de Supraveghere Financiară (ASF – [www.asfmania.ro](http://www.asfmania.ro)). Această analiză este prezentată în conformitate cu Regulamentul nr. 15/2006 privind recomandările pentru investiții în instrumente financiare. Drepturile de autor ale tuturor materialelor prezentate în această analiză, cu excepția cazului în care se indică altfel, aparțin SSIF BRK FINANCIAL GROUP SA.

Niciun material sau conținut sau orice copie a acestora nu poate fi modificat, transmis, copiat sau distribuit oricărei alte părți fără permisiunea SSIF BRK FINANCIAL GROUP SA. Preluarea materialelor/informațiilor oferite de SSIF BRK FINANCIAL GROUP SA fără citarea sursei este interzisă și pedepsită prin lege. Informațiile legate de instrumentele financiare la care se face referire în această analiză pot fi obținute de la SSIF BRK FINANCIAL GROUP SA la cerere.

## **Sistem de recomandări :**

**Cumpărare:** este estimat că instrumentul financiar va genera un randament mai mare de 15% în următoarele 12 luni, conform cu prețul țintă

**Mentinere:** este estimat că instrumentul financiar va genera un randament între -15% și 15% în următoarele 12 luni, conform cu prețul țintă

**Vânzare:** este estimat că instrumentul financiar va genera randament negativ de peste -15% în următoarele 12 luni, conform cu prețul țintă

**Restricționat:** divulgarea de estimări financiare, preț țintă sau rating pentru un instrument financiar este temporar restricționată pe motive de conformitate (ex: conflict de interese)

**Acoperire în tranziție:** datorită schimbărilor în echipa de analiză, furnizarea de estimări financiare, preț țintă sau rating pentru un instrument financiar sunt suspendate temporar.