

# Magellan

sektor / branża: Usługi finansowe

Ticker: MAG

ISIN: PLMLGAN00018

**Kupuj**
**51,74 zł**
**Profil**

Grupa świadczy usługi finansowe, których głównymi odbiorcami są podmioty działające na rynku publicznej opieki zdrowotnej w Polsce, Czechach i na Słowacji.

**Dane podstawowe**

Kurs (27/09/10) (zł)	39,80
Wycena DCF (zł)	50,55
Wycena porównawcza (MW Trade) (zł)	56,04
Wycena porównawcza (banki) (zł)	49,81
<b>Cena docelowa (zł)</b>	<b>51,74</b>
Liczba akcji (tys.)*	6 661
Kapitalizacja (mln zł)	265,1
EV (mln zł)	444,8

\* z uwzględnieniem programu opcji menadżerskich

**Notowania**
**MAG**

max cena 52 tygodnie (zł)	42,5
min cena 52 tygodnie (zł)	24,4
Mediana obrotów (3 m-ce / tys. zł)	50,4

**Struktura akcjonariatu**

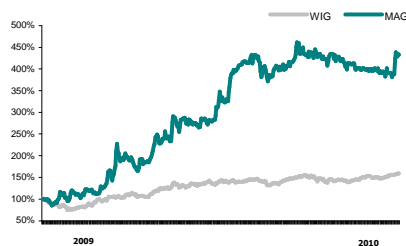
	% akcji	% głosów
Enterprise Investors	67,7%	67,7%
PKO TFI	7,2%	7,2%
Pioneer Pekao IM	6,6%	6,6%
PZU AM	5,1%	5,1%
Pozostali akcjonariusze	13,4%	13,4%

**Poprzednie zalecenie**

Data

Wycena

ROC MAG vs. WIG



Analityk:

Grzegorz Kujawski tel. (0-22) 329 43 46

e-mail: grzegorz.kujawski@bgz.pl

**Profil działalności**

Grupa Magellan oferuje kompleksowe portfolio produktów finansowych dedykowanych uczestnikom rynku usług medycznych, w skład którego wchodzi (m.in. finansowanie należności, refinansowanie zobowiązań, pożyczki, gwarancje, umowy factoringowe i leasingowe). Najistotniejszy wpływ na osiągane wyniki Grupy ma spółka Magellan, której portfel aktywów finansowych na koniec 2 kw. br. osiągnął wartość 337,4 mln zł, tj. 95,6% portfela Grupy. Akwizycję pozostałej części portfela zrealizowały spółki zagraniczne - MedFinance Magellan działający na rynku czeskim oraz Magellan Slovakia oferujący usługi finansowe na Słowacji, które są w pełni kontrolowane przez Magellana i głównie przez niego finansowane.

**Otoczenie rynkowe**

Najliczniejszą grupę kontrahentów Magellana stanowią podmioty medyczne, w szczególności szpitale publiczne, które w konsekwencji obecnego nieefektywnego systemu finansowania Służby Zdrowia (zobowiązania wymagalne SP ZOZów na koniec 2 kw. br. wyniosły 2,5 mld zł, tj. 25% zobowiązań ogółem) notują ciągły deficyt środków pieniężnych potrzebnych na bieżące funkcjonowanie oraz inwestycje odtworzeniowe.

Udział Magellana w rynku szacowanym wartością zobowiązań wymagalnych szpitali wynosi obecnie 15%. Natomiast w rynku zagospodarowanym przez trzy największe podmioty liderem pozostaje Magellan z portfelem o wartości ok. 350 mln zł, a MW Trade wyprzedził Electusa i z portfelem o wartości ok. 100 mln zł uplasował się na drugiej pozycji. Dodatkowo, rynek ten jest w znikomej części zagospodarowany przez dojrzałe instytucje finansowe, które napotykać na bariery związane między innymi z trudnościami oceny zdolności kredytowej podmiotu medycznego oraz posiadaniem w swojej ofercie jedynie produktów wystandaryzowanych, co daje przewagę Magellanowi.

**Wyniki finansowe i funding**

Pierwsze półrocze, a w szczególności 2 kw., było okresem dynamicznego wzrostu kontraktacji bilansowej w Grupie, która wyniosła 269,2 mln zł (wzrost o 156,4% r/r) i stanowiła 64,5% ubiegłorocznej kontraktacji. Jednocześnie wysoką dynamiką odznaczała się również kontraktacja pozabilansowa, która osiągnęła poziom 123,4 mln zł (wzrost o 56,5% r/r). Poziom tych wartości pozytywnie wpłynął na portfel aktywów finansowych, który wart był w czerwcu 352,8 mln zł, co oznacza odpowiednio 72,2% wzrost r/r oraz 15,2% wzrost kw./kw. Narastająco za ostatnie cztery kwartały Grupa zrealizowała przychody na poziomie 53,0 mln zł, a czysty zysk przy rentowności netto 38,7%, wyniósł 20,6 mln zł.

Wciąż poprawia się współpraca Magellana z bankami. Zadłużenie Grupy na koniec 2 kw. br. wyniosło 184,4 mln zł, a wolne limity 41,0 mln zł. W kolejnych latach spodziewamy się wzrostu znaczenia długu w finansowaniu portfela, co implikować będzie wzrost wskaźnika dług / kapitał własny do poziomu 1,8x - 2,0x (obecnie 1,3x), co stanowi poziom wielokrotnie niższy niż w przypadku banków (ok. 9x).

**Wycena i rekomendacja**

Prognozę wyników finansowych Grupy sporządziliśmy w oparciu o analizę struktury produktowej bieżącego portfela aktywów finansowych, projekcję kontraktacji i rotacji produktów z uwzględnieniem wymaganego poziomu ich rentowności mierzonego stopą IRR. W wyniku tak przeprowadzonej analizy, wartość Magellana, na podstawie metody fundamentalnej techniką FCFE, szacujemy na 336,7 mln zł, tj. 50,55 zł za 1 akcję.

Wycenę porównawczą sporządziliśmy w oparciu o mnożniki P/E i P/BV w dwóch wariantach: w ujęciu węższym do porównań wykorzystano spółkę MW Trade, która oferuje podobny do Magellana mix produktowy, natomiast w ujęciu szerszym grupę porównawczą stanowiły banki. Pierwsze podejście implikuje wycenę Grupy na poziomie 373,3, tj. 56,04 zł za 1 akcję, natomiast drugie wartość 331,8 mln zł, tj. 49,81 zł za 1 akcję. Ostatecznie wartość Grupy szacujemy na 344,6 mln zł, tj. 51,74 zł za 1 akcję, co implikuje dyskonto do ceny rynkowej Grupy na poziomie 30% i skłoniło nas do wydania rekomendacji z zaleceniem KUPUJ dla akcji tego emitenta.

mln zł	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
Przychody ze świadczenia usług	40,8	45,3	59,3	70,3	79,5	87,6
zmiana r/r (%)	19,3%	11,0%	30,8%	18,6%	13,1%	10,2%
EBITDA	20,5	23,0	28,3	32,0	36,4	39,6
EBIT	20,2	22,6	27,9	31,4	35,7	38,7
marża EBIT (%)	49,4%	49,9%	47,0%	44,7%	44,8%	44,2%
Zysk netto	16,6	18,4	22,4	25,5	28,9	31,3
marża netto (%)	40,7%	40,5%	37,8%	36,2%	36,3%	35,8%
EPS (zł)	2,5	2,8	3,4	3,8	4,3	4,7
DPS (zł)	-	-	-	1,7	1,9	2,2
P / E	15,9	14,4	11,8	10,4	9,2	8,5
EV / EBITDA	14,7	13,5	10,0	8,4	7,3	6,5

P - prognozy BM BGZ

---

## Podsumowanie wyceny

---

Wartość Grupy Magellan na podstawie modelu DCF techniką zdyskontowanych przepływów pieniężnych dla akcjonariuszy (FCFE) szacujemy na 336,7 mln zł, czyli 50,55 zł za jedną akcję, co implikuje dyskonto do obecnej ceny rynkowej Grupy na poziomie 27%.

Zestawiając rezultaty Magellana z jego najbliższym konkurentem – spółką MW Trade (ujęcie węższe) sporządzona wycena porównawcza implikuje wartość działalności Grupy na poziomie 373,3 mln zł, czyli 56,04 zł za jedną akcję. Natomiast przyjmując za grupę porównawczą banki notowane na GPW (ujęcie szersze), otrzymaliśmy wycenę Magellana na poziomie 331,8 mln zł, czyli 49,81 zł za jedną akcję.

Tab. Podsumowanie wyceny

	Wycena (mln zł)	Wycena 1 akcji (zł)	Wagi (%)
Wycena DCF	336,7	50,55	50,0%
Wycena porównawcza (MW Trade)	373,3	56,04	25,0%
Wycena porównawcza (Banki)	331,8	49,81	25,0%
<b>Średnia z wycen</b>	<b>344,6</b>	<b>51,74</b>	

Źródło: prognozy BM BGŻ

Nadając obu metodom równe wagi, wartość Grupy specjalizującej się w oferowaniu usług finansowych dla sektora Służby Zdrowia szacujemy na **344,6 mln zł**, czyli **51,74 zł** za jedną akcję, co implikuje dyskonto do obecnej ceny rynkowej Grupy na poziomie 30%.

## Informacje podstawowe

### Struktura organizacyjna

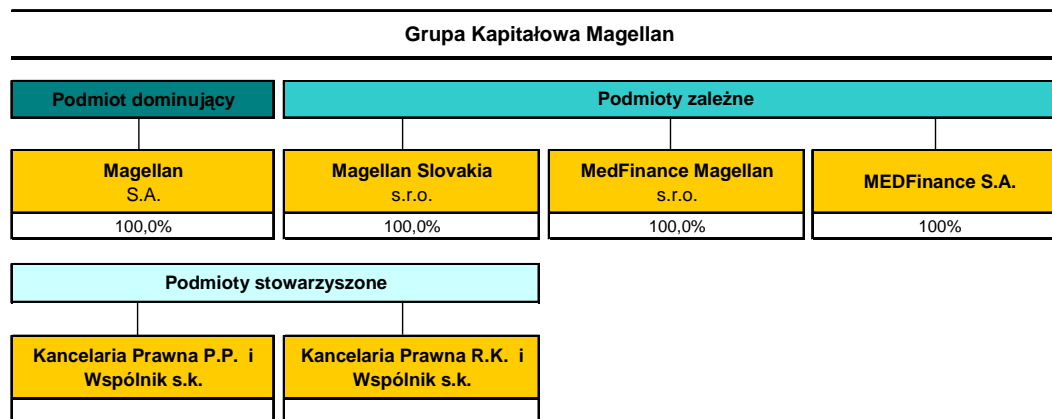
W skład Grupy Magellan oferującej usługi finansowe dla uczestników rynku usług medycznych wchodzi obecnie sześć podmiotów. Wśród nich najistotniejszy wpływ na osiągane wyniki Grupy ma Magellan, którego portfel aktywów finansowych na koniec 2 kw. br. osiągnął wartość 337,4 mln zł, tj. 95,6% portfela Grupy. Akwizycję pozostałej części portfela zrealizowały spółki zagraniczne - MedFinance Magellan działający na rynku czeskim oraz Magellan Slovakia oferujący usługi finansowe na Słowacji, które są w pełni kontrolowane przez Magellana i głównie przez niego finansowane.

Na obu rynkach brak jest bezpośredniej konkurencji oferującej usługi finansowe dla sektora medycznego. Ponadto obecność Grupy na rynkach Europy Środkowo – Wschodniej daje przewagę wobec konkurentów działających wyłącznie na rynku polskim, stając się atrakcyjnym partnerem regionalnym dla międzynarodowych dostawców sektora medycznego. Podobnie jak w Polsce rynki naszych południowych sąsiadów cechuje istotny poziom deficytu w sektorze medycznym z tendencją wzrostową. Barierą w dynamicznym rozwoju na tych rynkach jest konieczna edukacja sektora związana z brakiem odniesienia dla modelu biznesowego Grupy, jak miało to miejsce w początkowej fazie rozwoju biznesu w Polsce. Łączna wartość portfela aktywów zagranicznych spółek na koniec czerwca oscylowała w granicach 15,5 mln zł przy kontraktacji na poziomie 18,1 mln zł (wzrost o ok. 200% r/r).

Ponadto Grupa w 2 kw. br. wydzieliła ze swojej struktury działalność związaną z finansowaniem inwestycji jednostek Służby Zdrowia, obejmujących głównie dostawę sprzętu i aparatury medycznej oraz koszty prac remontowych – budowlanych. Tym samym MED Finance S.A. zwiększył przejrzystość struktury Grupy, która posiada rozbudowane portfolio produktów oraz umożliwi pozyskanie dedykowanego dla tych produktów finansowania zewnętrznego.

Dodatkowo Magellan, którego działalność operacyjna wymaga stałej obsługi prawnej, mając na celu zminimalizowanie ryzyka braku wystarczającej obsługi prawnej, jest komandytariuszem w dwóch kancelariach prawnych.

Rys. Struktura organizacyjna Grupy

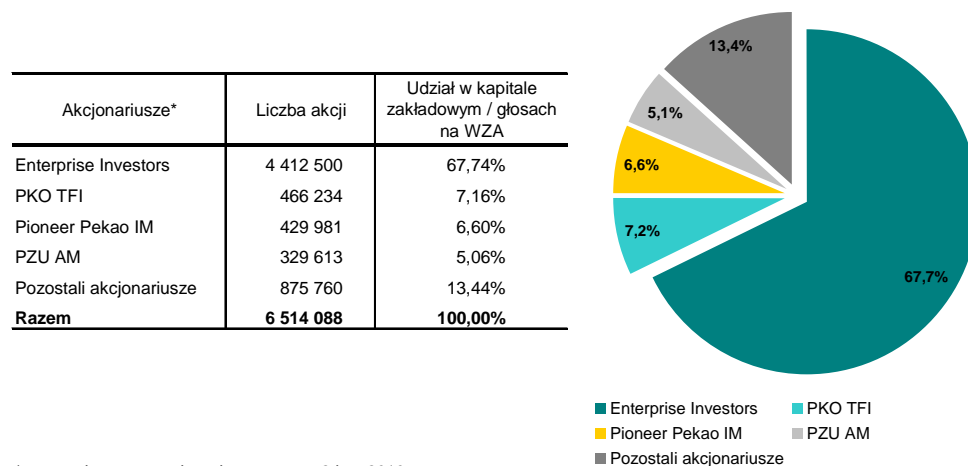


Źródło: sprawozdania finansowe Grupy

## Akcjonariat

Największym akcjonariuszem spółki jest obecnie fundusz zarządzany przez Enterprise Investors, który kontroluje 67,7% kapitału zakładowego i głosów na WZA (brak uprzywilejowania akcji). W rękach pozostałych ujawnionych inwestorów instytucjonalnych są walory stanowiące 18,8% głosów na WZA. Pozostali akcjonariusze kontrolują 13,5% akcji, co implikuje niską płynność obrotu (trzymiesięczna mediana obrotów wyniosła 50,4 tys. zł, a średni ich wolumen 2,1 tys. akcji) i utrudnia możliwość zbudowania pozycji przez inwestorów zainteresowanych większym pakietem akcji.

Rys. **Struktura akcjonariatu**



\* sporządzono na podstawie raportu za 2 kw. 2010 r.

Źródło: sprawozdania finansowe Grupy

## Charakterystyka prowadzonej działalności

### Strategia produktowa i charakterystyka produktów

Grupa posiada kompleksowe portfolio produktów finansowych dedykowanych uczestnikom rynku usług medycznych, w skład którego wchodzi (m.in. finansowanie należności, refinansowanie zobowiązań, pożyczki, gwarancje, umowy factoringowe i leasingowe). Charakterystykę poszczególnych produktów z podkreśleniem źródeł przychodów dla Grupy, a także parametrów dotyczących rentowności mierzonej stopą IRR, rotacji oraz prognozę wzrostu znaczenia w portfolio aktywów w kolejnych latach zaprezentowano poniżej.

#### Finansowanie należności

Usługa polega na przeniesieniu na Magellana prawa własności do wierzytelności pieniężnej na podstawie prawnej konstrukcji umowy cesji. Po nabyciu należności Grupa zawiera z odbiorcą porozumienie dotyczące warunków i terminów spłaty wierzytelności. Produkt dedykowany jest głównie dostawcom towarów i usług dla podmiotów Służby Zdrowia.

**Tab. Parametry umowy dot. finansowania należności**

	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	
Kontrakcja (mln zł)	98,5	104,8	139,5	182,0	-	-	-	Wynagrodzenie Grupy stanowią marża
Wartość produktu w portfelu (mln zł)	87,2	79,6	93,9	135,9	175,1	203,7	228,1	operacyjna od dostawcy (dyskonto / prowizja)
Udział (%) produktu w portfelu ogółem	67,3%	39,6%	38,0%	45,1%	41,4%	40,4%	39,7%	oraz oprocentowanie
Rotacja należności* (m-ce)	10	12	13	12	11	10	10	należności określone w umowie.

\*zgodnie z założeniami wyjściowymi Magellana, od 2010 r. prognoza BM BGŻ

Źródło: prognozy BM BGŻ, sprawozdania finansowe Grupy

### Refinansowanie zobowiązań

Usługa polega na dokonaniu spłaty na zlecenie odbiorcy wskazanych przez niego zobowiązań wobec dostawcy. Po spłaceniu zobowiązań, Grupa wstępuje w prawa zaspokojonego wierzyciela odbiorcy i nabywa pełne prawa do wierzytelności. Z punktu widzenia handlowego, produkt ten różni się istotnie od produktu „finansowania należności” ponieważ zleceniodawcą tej usługi jest odbiorca towarów i usług. Produkt dedykowany jest głównie podmiotom medycznym.

**Tab. Parametry umowy dot. refinansowania zobowiązań**

	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	
Kontrakcja (mln zł)	6,9	20,1	35,2	21,8	-	-	-	Wynagrodzenie Grupy stanowią prowizja za usługę (uzależniona od
Wartość produktu w portfelu (mln zł)	2,2	10,8	28,1	31,6	34,1	36,1	37,8	okresu finansowania i
Udział (%) produktu w portfelu ogółem	1,7%	5,4%	11,4%	10,5%	8,1%	7,2%	6,6%	oprocentowania) oraz
Rotacja należności* (m-ce)	9	11	14	14	18	18	18	oprocentowanie

\*zgodnie z założeniami wyjściowymi Magellana, od 2010 r. prognoza BM BGŻ

Źródło: prognozy BM BGŻ, sprawozdania finansowe Grupy

### Pożyczka

Produkt polega na udzieleniu podmiotowi medycznemu finansowania na ustalonych warunkach i terminach spłaty na podstawie prawnej konstrukcji umowy pożyczki.

**Tab. Parametry umowy dot. udzielenia pożyczki**

	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	
Kontrakcja (mln zł)	83,4	157,1	130,3	111,8	-	-	-	Wynagrodzenie Grupy stanowią prowizja za usługę i/lub
Wartość produktu w portfelu (mln zł)	33,0	82,4	98,4	95,3	149,5	186,1	217,6	oprocentowanie
Udział (%) produktu w portfelu ogółem	25,4%	41,0%	39,8%	31,6%	35,3%	36,9%	37,9%	należności ustalone w
Rotacja należności* (m-ce)	10	15	13	12	13	11	14	umowie pożyczki z

\*zgodnie z założeniami wyjściowymi Magellana, od 2010 r. prognoza BM BGŻ

Źródło: prognozy BM BGŻ, sprawozdania finansowe Grupy

### Gwarancja

Produkt opiera się na prawnej konstrukcji poręczenia. Grupa zobowiązuje się do zapłaty za wystawione przez dostawcę faktury, w przypadku braku płatności w określonym terminie przez odbiorcę. Zapłata w ramach poręczenia powoduje wstąpienie spółki w prawa i obowiązki wierzyciela. Dostawca w ramach „gwarancji” reguluje i zabezpiecza przepływy pieniężne, zaś odbiorca uzyskuje dodatkowy kredyt kupiecki.

Tab. Parametry umowy dot. umów poręczenia (gwarancji)

	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	
Kontrakcja (mln zł)	23,4	50,8	51,5	61,1	-	-	-	Wynagrodzenie Grupy stanowią prowizja płatna przez dostawcę oraz oprocentowanie należności określone w ugodzie z podmiotem medycznym.
Wartość produktu w portfelu (mln zł)	6,0	23,5	19,6	26,1	44,4	55,8	65,6	
Udział (%) produktu w portfelu ogółem	4,6%	11,7%	7,9%	8,7%	10,5%	11,1%	11,4%	
Rotacja należności* (m-ce)	2	3	6	5	6	6	6	

\*zgodnie z założeniami wyjściowymi Magellana, od 2010 r. prognoza BM BGŻ

Źródło: prognozy BM BGŻ, sprawozdania finansowe Grupy

### Factoring

Usługa polega na przeniesieniu należności niewymagalnych na rzecz Grupy na podstawie prawnej konstrukcji umowy cesji. Na jej podstawie Grupa przejmuje na siebie obowiązek finansowania należności, ryzyko kredytowe oraz administrowanie i jej inkasa. W ramach przedmiotowej usługi Grupa proponuje klientom możliwość wydłużenia kredytu kupieckiego ponad okres wymagalności faktury. Grupa stosuje konstrukcję factoringu również przy finansowaniu projektów inwestycyjnych polegającą na przeniesieniu na Magellana wierzytelności z ustalonym harmonogramem spłaty (tzw. finansowanie sprzedaży ratalnej), co wykorzystywane jest przy finansowaniu sprzętu medycznego.

Tab. Parametry umowy dot. umów factoringowych

	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	
Kontrakcja (mln zł)	7,5	10,9	26,6	39,8	-	-	-	Wynagrodzenie Grupy stanowią prowizja lub dyskonto na wykupie należności oraz oprocentowanie zobowiązań przy opóźnieniu realizacji płatności.
Wartość produktu w portfelu (mln zł)	1,3	3,9	6,3	11,8	19,0	21,1	22,8	
Udział (%) produktu w portfelu ogółem	1,0%	2,0%	2,6%	3,9%	4,5%	4,2%	4,0%	
Rotacja należności* (m-ce)	3	5	6	8	8	9	9	

\*zgodnie z założeniami wyjściowymi Magellana, od 2010 r. prognoza BM BGŻ

Źródło: prognozy BM BGŻ, sprawozdania finansowe Grupy

Tab. Dekompozycja wartościowej struktury portfela aktywów w latach 2006 – 2012 (mln zł)

(mln zł)	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Umowa finansowania należności	87,2	79,6	93,9	135,9	175,1	203,7	228,1
Pożyczka	33,0	82,4	98,4	95,3	149,5	186,1	217,6
Gwarancja (poręczenie)	6,0	23,5	19,6	26,1	44,4	55,8	65,6
Umowy refinansowania zobowiązań	2,2	10,8	28,1	31,6	34,1	36,1	37,8
Factoring	1,3	3,9	6,3	11,8	19,0	21,1	22,8
Inne usługi (leasing finansowy)	0,0	0,7	1,0	0,8	0,9	1,7	2,4
<b>Portfel aktywów finansowych</b>	<b>129,7</b>	<b>200,9</b>	<b>247,2</b>	<b>301,5</b>	<b>423,0</b>	<b>504,5</b>	<b>574,4</b>

Źródło: prognozy BM BGŻ, sprawozdania finansowe Grupy

Zarząd planuje w tym roku również rozszerzenie dotychczasowej oferty o usługi komplementarne do dotychczasowego portfela stanowiące pośrednictwo finansowe, audyt kosztów nie związanych z działalnością medyczną (np. audyt energetyczny), audyt ubezpieczeniowy oraz usługi konsultingowe dla dostawców rynku medycznego w ramach własnej bazy informacji o standingu finansowym szpitali. Duże nadzieje związane są również z nowopowstałą spółką MED Finance, której portfel aktywów po 2 m-cach działalności wynosi 4 mln zł.

## Wycena bilansowa produktów

Zgodnie z przyjętą polityką rachunkowości Grupy większość oferowanych produktów, które w bilansie stanowią aktywa finansowe klasyfikowane są do kategorii pożyczki udzielone i należności własne, a następnie wyceniane według zamortyzowanego kosztu przy użyciu efektywnej stopy procentowej zgodnie z ustalonym harmonogramem płatności. Szczegółowe zasady początkowego ujęcia i wyceny na dzień bilansowy poszczególnych produktów Grupy zestawiono w tabeli poniżej.

Tab. **Polityka wyceny bilansowej produktów**

Produkt	Początkowe ujęcie / wycena na dzień bilansowy
Umowy finansowania należności	Pierwotne ujęcie w ewidencji w wartości godziwej, za którą Grupa uznaje <b>cenę nabycia</b> . Na dzień bilansowy znając terminy spłat należności wynikające z harmonogramu załączonego do umowy nowacyjnej, Grupa dokonuje wyliczenia <b>efektywnej stopy procentowej</b> dla zrestrukturyzowanej wierzytelności. Od tego momentu <b>przychód rozpoznawany jest przez Grupę przy użyciu efektywnej stopy procentowej z uwzględnieniem odsetek naliczanych według stopy umownej, rozliczenia w czasie dyskonta/prowizji oraz odsetek umownych naliczonych przez Grupę od dnia nabycia wierzytelności do dnia porozumienia</b> .
Udzielone pożyczki Umowy refinansowania zobowiązań	W ramach umów pożyczek oraz wierzytelności nabytych na podstawie umów refinansowania zobowiązań (przy użyciu konstrukcji kodeksu cywilnego tzw. „zapłata za dłużnika”) Grupa ustala indywidualnie z dłużnikiem harmonogram spłat oraz dodatkowo pobiera prowizję. Powstałe należności podlegają wycenie przy użyciu <b>efektywnej stopy procentowej</b> . W takim przypadku <b>przychód rozpoznawany przez Grupę przy użyciu efektywnej stopy procentowej uwzględnia odsetki naliczane według stopy umownej oraz prowizję pobieraną zgodnie z ustalonym harmonogramem</b> .
Umowy factoringowe	Pierwotne ujęcie w ewidencji w wartości godziwej, za którą Grupa uznaje <b>cenę nabycia</b> . W ramach świadczenia usługi factoringu Grupa nabywa niewymagalne wierzytelności objęte planem płatności ratałnych ustalonym pomiędzy dłużnikiem i wierzycielem pierwotnym. Wierzytelności takie są nabywane z dyskontem i/lub Grupa pobiera dodatkowo prowizję. Tak powstałe należności podlegają wycenie przy użyciu <b>efektywnej stopy procentowej</b> . W takim przypadku <b>przychód rozpoznawany przez Grupę uwzględnia odsetki naliczane według stopy umownej oraz rozliczenia w okresie średniej rotacji dyskonta/prowizji dotyczącego nabytych aktywów</b> .
Wierzytelności przed porozumieniem nowacyjnym	Na dzień bilansowy aktywa nabyte wcześniej niż wynosi średnia rotacja aktywów powiększona o dopuszczalny okres opóźnienia (2 m-ce) traktowane są jako aktywa nieregularne i wyceniane w <b>wartości nominalnej pomniejszonej o nierozliczone do daty bilansowej początkowe dyskonto/prowizję oraz odpisy z tytułu utraty wartości</b> , natomiast aktywa nabyte w okresie równym średniej rotacji portfela powiększonej o dopuszczalny okres opóźnień są wyceniane <b>metodą efektywnej stopy procentowej</b> . Ponadto, dla wierzytelności poza porozumieniem, których realizacja zgodnie z zasadą ostrożnej wyceny jest zagrożona, na dzień bilansowy Grupa dokonuje <b>odpisów aktualizujących ich wartość</b> . W przypadku aktywów, dla których Grupa prowadzi negocjacje mające na celu zawarcie porozumienia nowacyjnego Grupa nie <b>rozpoznaje przychodów z tytułu odsetek ustawowych, naliczanych za okres od dnia nabycia aktywów do daty bilansowej, jako przychodów nieuprawdopodobnionych</b> . Dla pozostałych aktywów, zarówno aktywów bez harmonogramu jak i z harmonogramem spłaty, opóźnienia w płatnościach powodują naliczanie odsetek umownych, najczęściej w wysokości odsetek ustawowych zgodnie z <b>zasadą memoriałową</b> .
Wierzytelności po porozumieniu nowacyjnym	Po podpisaniu porozumienia Grupa, znając terminy spłat należności wynikające z harmonogramu załączonego do umowy nowacyjnej, dokonuje wyliczenia efektywnej stopy procentowej dla zrestrukturyzowanej wierzytelności. Od tego momentu <b>przychód rozpoznawany jest przez Grupę przy użyciu efektywnej stopy procentowej z uwzględnieniem odsetek naliczanych według stopy umownej, rozliczenia w czasie dyskonta/prowizji oraz odsetek umownych naliczonych przez Grupę od dnia nabycia wierzytelności do dnia porozumienia</b> .
Wycena bilansowa porozumień zawartych przed sądem	Grupa dąży do tego, aby jak największa część portfela aktywów finansowych miała charakter regularny i posiadała ustalony z dłużnikiem harmonogram płatności. Harmonogram taki może zostać ustalony w formie porozumienia zawartego z dłużnikiem przed sądem. Porozumieniem takim mogą zostać objęte aktywa finansowe pochodzące ze wszystkich oferowanych przez Grupę produktów, posiadające wcześniej ustalone harmonogramy płatności lub nie objęte uprzednio żadnymi harmonogramami. W momencie podpisania porozumienia sądowego zostaje ustalony harmonogram płatności. Po podpisaniu porozumienia sądowego Grupa, znając terminy spłat należności wynikające z harmonogramu załączonego do porozumienia, dokonuje wyliczenia efektywnej stopy procentowej dla zrestrukturyzowanej wierzytelności – oddzielnie dla każdej grupy produktowej. Od tego momentu <b>przychód rozpoznawany jest przez Grupę przy użyciu efektywnej stopy procentowej z uwzględnieniem odsetek naliczanych według stopy umownej, rozliczenia w czasie dyskonta/prowizji oraz odsetek umownych naliczonych przez Grupę od dnia nabycia wierzytelności do dnia porozumienia</b> .

Źródło: sprawozdania finansowe Grupy

---

## Kontrahenci

---

Najliczniejszą grupę klientów Magellana stanowią podmioty medyczne w szczególności szpitale publiczne, które w konsekwencji obecnego nieefektywnego systemu finansowania Służby Zdrowia (zobowiązania wymagalne SP ZOZów na koniec 2 kw. br wyniosły 2,5 mld zł) notują ciągły deficyt środków pieniężnych potrzebnych na bieżące funkcjonowanie oraz inwestycje odtworzeniowe. Rośnie na znaczeniu również obsługa finansowa prywatnych podmiotów ochrony zdrowia oraz dostawców szpitali, od których należności na koniec czerwca stanowiły ok. 8% wartości portfela Grupy.

Istotna część tych zobowiązań dotyczy rozliczeń z dostawcami, stąd producenci i dystrybutorzy farmaceutyków i materiałów medycznych stanowią, firmy outsourcingowe, oraz inni kontrahenci (dostawcy mediów, zakłady energetyczne, przedsiębiorstwa wodociągowe, firmy telekomunikacyjne) stanowią często wierzycieli pierwotnych wobec podmiotów Służby Zdrowia.

W celu ograniczenia ryzyka braku dywersyfikacji odbiorców, mając na uwadze bezpieczeństwo posiadanych aktywów, Grupa dąży do współpracy z jak największą liczbą kontrahentów i utrzymuje wskaźnik zaangażowania pojedynczego klienta na poziomie nie wyższym niż 10% wartości portfela aktywów finansowych. Ponadto Grupa w pierwszym półroczu br. zawarła umowy z 213 kontrahentami (podmiotami świadczącymi różnego rodzaju dostawy towarów i usługi dla szpitali) oraz współpracowała z ponad 260 szpitalami i innymi podmiotami medycznymi.

---

## System monitoringu aktywów

---

W związku z obowiązującym stanem prawnym oraz ze stworzonym systemem monitoringu i doboru kontrahentów Grupa jest narażona na niewielkie ryzyko utraty wartości aktywów. Pożyczki stanowiące aktywa finansowe zabezpieczone są wekslami, a w uzasadnionych przypadkach zwiększonego ryzyka utraty wartości, aktywa te zabezpieczone są cesjami lub przekazami z kontraktów z Narodowego Funduszu Zdrowia. Ponadto gdy istnieje niepewności co do ich odzyskania, Grupa tworzy odpisy aktualizujące obciążające koszty podstawowej działalności.

Na etapie zawierania umowy Grupa dokonuje oceny ryzyka kredytowego związanego z przedmiotową transakcją. Podstawą do oceny tego ryzyka jest z jednej strony scoring przyznany danemu dłużnikowi z drugiej strony historia dotychczasowej współpracy oraz poziom aktualnego zaangażowania. Dla aktywów o podwyższonym poziomie ryzyka Grupa wymaga ustanowienia zabezpieczenia. Stosowane formy zabezpieczeń to cesja z kontraktu szpitala z NFZ, zabezpieczenie na majątku rzeczowym, majątku ruchomym oraz weksel in blanco.

*Na koniec czerwca wierzitelności stanowiące 5,6% wartości portfela aktywów finansowych objęte były postępowaniem sądowym.*

### Kluczowe elementy monitoringu płatności:

- ścisły monitoring wpływów oraz aktywna polityka ściągania opóźnień, realizowana przez wyspecjalizowany zespół, przy pomocy specjalistycznego oprogramowania Modułu Wierzytelności (MOW) firmy Teta autorsko rozwijanego przez Magellana;
- bieżące prognozowanie i codzienne urealnianie prognoz wpływów w horyzoncie krótko-, średnio- i długoterminowym;
- zarządzanie strukturą pasywnej strony bilansu poprzez odpowiedni dobór źródeł finansowania, uwzględniający strukturę aktywnej strony bilansu i specyfikę poszczególnych produktów, a w szczególności stabilność i przewidywalność wpływów finansowych z tych produktów;
- limitowanie wartości wskaźników zadłużenia (np. kapitały własne/kapitały obce, kapitały obce/EBIT itp.) na konserwatywnym poziomie, gwarantującym rozwój działalności biznesowej, ale również zapewniającym, na bazie doświadczeń historycznych, bezpieczeństwo płynnościowe Grupy;
- utrzymywanie rezerwowych źródeł finansowania na potrzeby bieżących płatności;
- pozyskiwanie specyficznego finansowania zewnętrznego dopasowanego profilem przepływów do profilu przepływów pieniężnych aktywów.

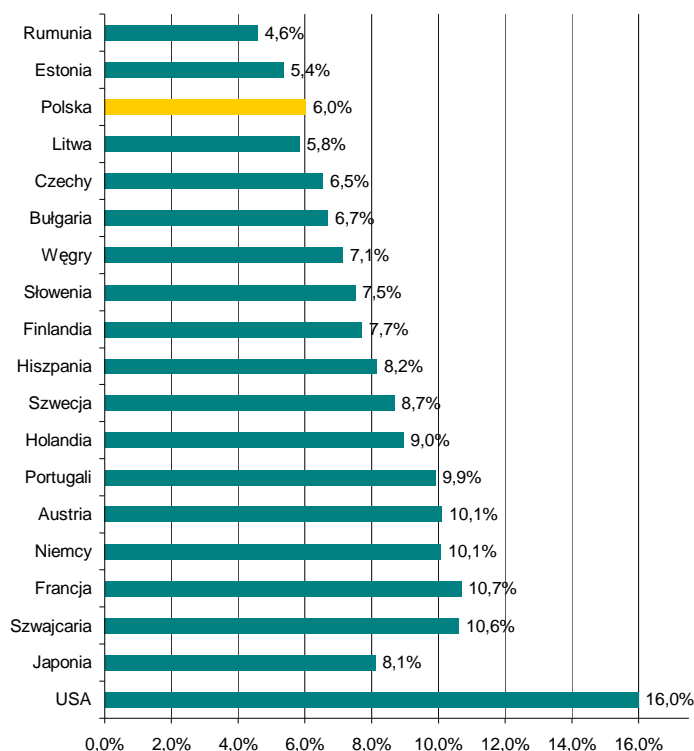
## Otoczenie rynkowe

### Sytuacja finansowa Służby Zdrowia

W Polsce jest ok. 700 jednostek medycznych świadczących usługi szpitalne, zdecydowana większość prowadzona jest w formie samodzielnych publicznych zakładów opieki zdrowotnej (SP ZOZ). Z roku na rok rośnie udział niepublicznych zakładów opieki medycznej działających w formie spółek prawa handlowego, jednakże udział niepublicznych łóżek szpitalnych w stosunku do wszystkich łóżek jest niski i rośnie bardzo wolno (poniżej 10 %). Za działalność SP ZOZów odpowiadają pośrednio ich organy założycielskie, którymi są ministerstwa, uczelnie wyższe oraz samorządy. Organ założycielski sprawuje nadzór nad działalnością szpitala, ma między innymi prawo powołania i odwołania dyrektora kierującego zakładem oraz zlikwidowania jednostki medycznej. W przypadku likwidacji jednostki organ założycielski przejmuje zobowiązania szpitala.

Służba zdrowia w Polsce jest finansowana głównie przez Narodowy Fundusz Zdrowia (NFZ) oraz w niewielkiej części z budżetu państwa i budżetów samorządowych. Występuje bardzo duże zapotrzebowanie na finansowanie ze strony szpitali, gdyż sektor ten przynosi straty na poziomie operacyjnym. Środki finansowe, jakie jednostki Służby Zdrowia otrzymują od NFZ są niewystarczające do utrzymania płynności finansowej, dlatego też dyrektorzy szpitali zmuszeni są do pozyskiwania alternatywnych źródeł finansowania takich jak dotacje z UE, pożyczki od jednostek samorządowych, banków oraz innych instytucji finansowych. Jednakże często podmioty te napotykają na bariery związane między innymi z trudnościami oceny zdolności kredytowej podmiotu medycznego oraz posiadaniem w swojej ofercie produktów wystandaryzowanych, co daje przewagę Magellanowi.

Rys. Wydatki na Służbę Zdrowia jako % PKB w 2007 r.

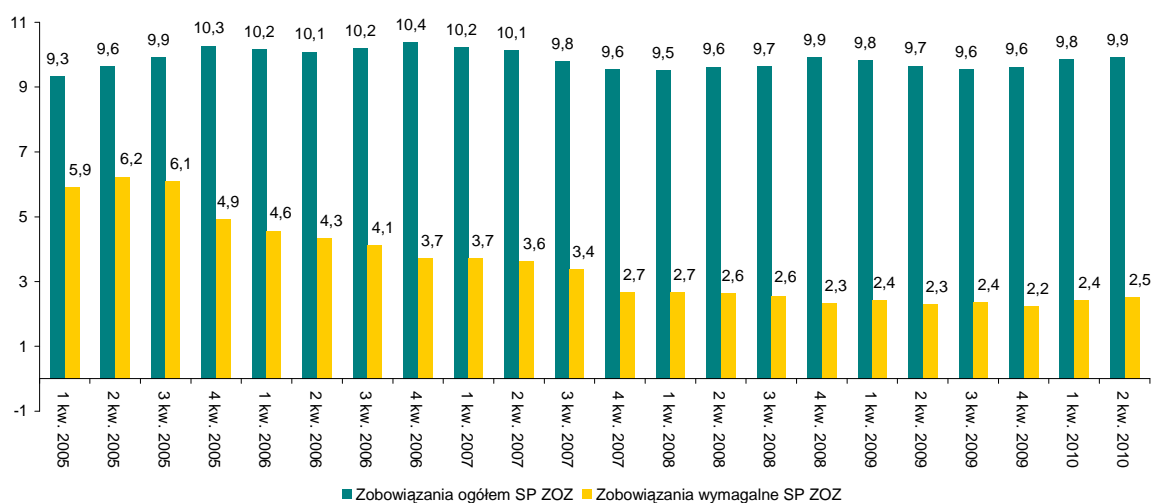


*Na tle krajów UE polskie nakłady na opiekę zdrowotną wynoszące 6% PKB należą do najniższych. Niemniej jednak prawie trzykrotnie wyższy udział w PKB wydatków w USA nie chroni tego kraju przed brakiem efektywności systemu zdrowotnego*

Źródło: Eurostat, OECD

W celu usprawnienia systemu, w 2005 r. została powołana do życia ustawa o pomocy publicznej i restrukturyzacji publicznych zakładów opieki zdrowotnej. Na mocy tej ustawy głównymi źródłami finansowania w procesie restrukturyzacji szpitali są pożyczki z budżetu państwa, kredyty bankowe oraz emisje obligacji. W wyniku przeprowadzonej restrukturyzacji zobowiązań szpitali, zadłużenie wymagalne zmniejszyło się z 6,2 mld zł (2 kw. 2005 r.) do 2,3 mld zł (4 kw. 2009r.), jednocześnie nieznacznie obniżył się poziom zadłużenia ogółem (9,4 mld zł na koniec 4 kw. 2009 r.). Z danych opublikowanych przez Ministerstwo Zdrowia we wrześniu br. wynika, że zobowiązania wymagalne SP ZOZów wzrosły w stosunku do końca 2009 r. o 12,3% i wynoszą obecnie 2,5 mld zł. Zobowiązania ogółem w tym samym okresie wzrosły o 3,1 % i przekroczyły 9,9 mld zł.

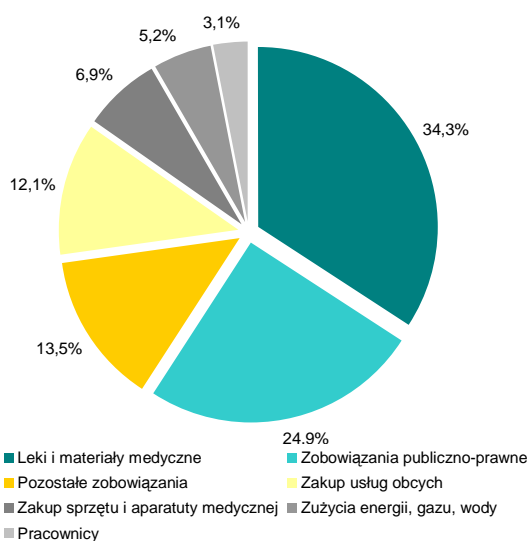
Rys. Zobowiązania ogółem oraz zob. wymagalne SP ZOZów - stan na dzień 30 czerwca 2010 r. (mln zł)



Źródło: Ministerstwo Zdrowia

Analizując strukturę zobowiązań wymagalnych, największą ich część stanowią zobowiązania z tytułu wydatków na zakup leków i materiałów medycznych (34,3% wszystkich zobowiązań). Istotne zaległości jednostek publicznych dotyczą również zobowiązań publiczno-prawnych (24,9%) oraz zobowiązań z tytułu wydatków poniesionych na zakup usług obcych (12,1%).

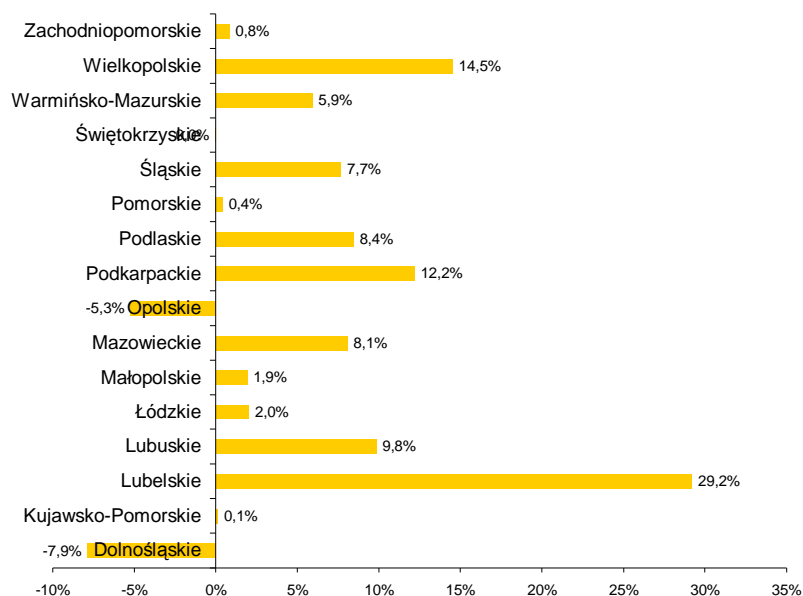
Rys. Struktura zobowiązań wymagalnych - stan na dzień 30 czerwca 2009 r. (%)



*Kształtowanie się poziomu zobowiązań SP ZOZów jest pochodną dynamiki przychodów i kosztów. Chroniczny mniejszy wzrost przychodów powoduje wzrost zobowiązań szpitali. W 2008 r. całkowite zadłużenie szpitali spadło zaledwie w trzech województwach, w kolejnych trzech wzrosło o mniej niż 1%. W pozostałych województwach znacznie się zwiększyło.*

Źródło: Ministerstwo Zdrowia

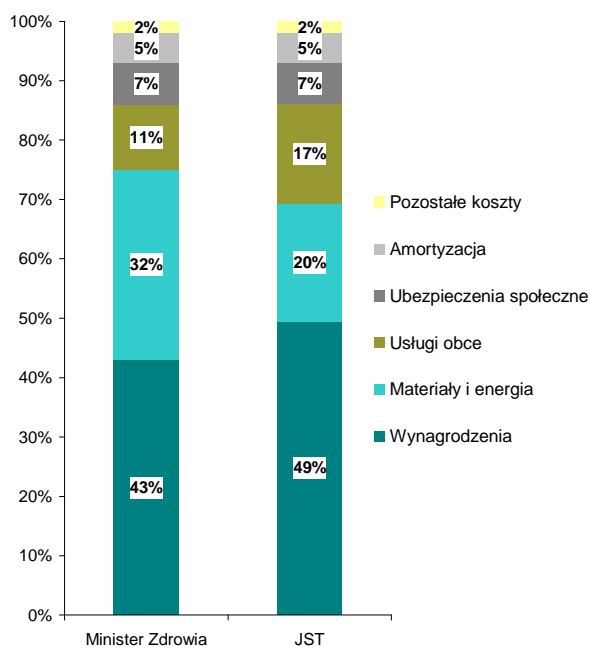
Rys. Dynamika zobowiązań w SP ZOZach (2007/2008) (%)



Źródło: Magellan

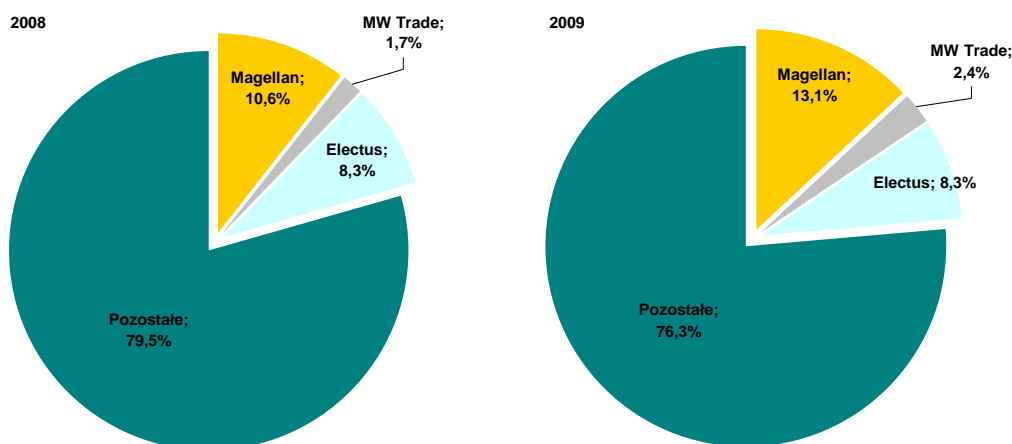
Analizując strukturę kosztów rodzajowych szpitali, bez względu na rodzaj organu założycielskiego, największą pozycję kosztów stanowią wynagrodzenia (43% dla szpitali utworzonych przez Ministra Zdrowia oraz 52% dla szpitali powiatowych). Istotną pozycją w strukturze kosztów są także opłaty za materiały i energię (odpowiednio 32% i 20% sumy kosztów).

Rys. Struktura kosztów rodzajowych szpitali w podziale na organ założycielski (2009 r.)



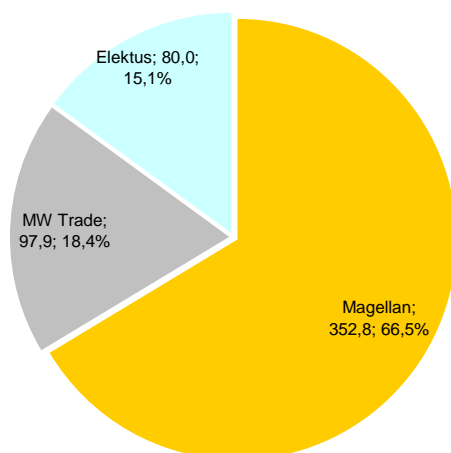
Źródło: Ministerstwo Zdrowia

Rys. **Udziały spółek w sektorze finansowania wierzycelności SP ZOZów** (lata 2008 – 2009)



Źródło: BM BGŻ na podstawie danych Ministerstwa Zdrowia oraz spółek Magellan, Electus i MW Trade

Rys. **Udziały spółek w rynku zagospodarowanym** (2 kw. 2010 r.)



*W rynku finansowania Służby Zdrowia zagospodarowanym przez trzy największe podmioty po wynikach za 1 półrocze w dalszym ciągu liderem pozostaje Magellan z portfelem o wartości ok. 350 mln zł. Jednocześnie MW Trade wyprzedził Electusa i z portfelem o wartości ok. 100 mln zł uplasował się na drugiej pozycji.*

Źródło: sprawozdania finansowe spółek, szacunki BM BGŻ

Głównymi podmiotami działającymi na rynku finansowania wierzycelności szpitali są spółki Magellan, MW Trade oraz Electus. W celu porównania pozycji rynkowej poszczególnych spółek można posłużyć się obliczeniem udziału portfela aktywów spółek w zobowiązaniach wymagalnych sektora opieki zdrowotnej bądź oszacowania udziałów w rynku zagospodarowanym przez te podmioty. Na przestrzeni badanego okresu (lata 2008 - 2009) firma Magellan posiadała największy udział w finansowaniu jednostek Służby Zdrowia, co przy notowanym w tym okresie niewielkim spadku zobowiązań wymagalnych oznaczało wysoką aktywność Grupy. W 2009 r. udział Magellana w szacowanym w ten sposób rynku wynosił 13,1% i był o 4,8 p.p. większy od udziału Electusa oraz o 10,7 p.p. większy od udziału spółki MW Trade. Jednocześnie warto zwrócić uwagę na fakt, że pomimo niewielkiej tendencji spadkowej zobowiązań wymagalnych szpitali w analizowanym okresie, rośnie portfel aktywów spółek z sektora, co świadczy o tym, iż dostawcy finansowania poszerzają gamę usług, wchodząc w nowe segmenty rynku.

---

## Perspektywy rynku

---

Finansowanie sektora medycznego w Polsce związane jest z ogromnym zapotrzebowaniem rynku na kapitał obrotowy oraz finansowanie inwestycji. Według stanu na dzień 30 czerwca br. potencjał rynku dla produktów spółki to ok. 10 mld zł, które stanowią sumę zobowiązań ogółem, w tym zobowiązania wymagalne 2,5 mld zł. Obserwowany na przestrzeni wielu lat obraz sytuacji finansowej sektora wskazuje, że pomimo wzrostu ilości środków przeznaczonych na finansowanie szpitali, poziom ich zobowiązań pozostaje na podobnym poziomie i oscyluje w okolicach 10 mld zł. Zarząd Magellana ocenia, że sytuacja ta nie tylko nie ulegnie poprawie, ale w związku z trudną sytuacją finansów publicznych pogorszy się na przestrzeni najbliższych 3 lat.

Dodatkowym impulsem dla działalności spółki będzie wzrost zainteresowania finansowaniem zakupów inwestycyjnych. Szacuje się, że wymiana sprzętu medycznego oraz niezbędne inwestycje infrastrukturalne związane z dopasowaniem polskich szpitali do wymogów europejskich pochłoną od 8 do 10 mld zł. Taka kwota nie może być pokryta wyłącznie z środków publicznych i będzie wymagała finansowania długiem.

Magellan widzi również potencjał rozwoju w planach komercjalizacji szpitali i ich planowanym przekształceniu w spółki prawa handlowego. Szpitale działające w formie spółki prawa handlowego będą podlegały regulacjom w zakresie pomocy de minimis, co może utrudniać możliwość pozyskiwania dotacji przekraczających 0,2 mln EUR udzielonych w ciągu 3 lat i w celu zakupu sprzętu medycznego będą musiały sięgać po rozwiązania umożliwiające zakup w systemie ratalnym na rynku komercyjnym.

Rynek finansowania dostaw sprzętu medycznego do szpitali jest niezwykle perspektywiczny. Rosnąca konkurencja między szpitalami, wysoki stopień dekapitalizacji środków trwałych w szpitalach, wymogi dostosowania do unijnych standardów technicznych powodują, że szpitale stoją przed obliczem masowej wymiany sprzętu medycznego oraz dostosowania obiektów szpitalnych do aktualnych wymogów. Szpitale korzystają dziś ze środków unijnych oraz dotacji, które są niewystarczające w stosunku do potrzeb. Dodatkowo oferta instytucji finansowych dla sektora publicznych szpitali jest niezwykle ograniczona. Stąd też decyzja Magellana o utworzeniu w 2 kw. 2010 roku spółki zależnej prowadzącej tylko działalność w zakresie finansowania dostaw sprzętu medycznego – MED Finance S.A.

---

## Bariery wejścia dla instytucji finansowych

---

Rynek, na którym funkcjonuje Magellan jest w znikomej części zagospodarowany przez dojrzałe instytucje finansowe, a bariery wejścia dla tych podmiotów, zasygnalizowane przez Zarząd zostały zaprezentowane poniżej.

### **Banki:**

- oferta produktów skierowana do samorządów (gwarancje samorządowe), a nie bezpośrednio do publicznych jednostek służby zdrowia;
- wystandaryzowane produkty;
- regulacje prawne (Prawo bankowe, zbiór praktyk Bazylea II)

### **Ubezpieczyciele:**

- brak możliwości oceny kontrahentów;
- klienci niezależnych firm specjalistycznych;

### **Firmy factoringowe oraz firmy leasingowi:**

- brak możliwości oceny kontrahentów;
- niskie zaangażowanie na rynku ochrony zdrowia.

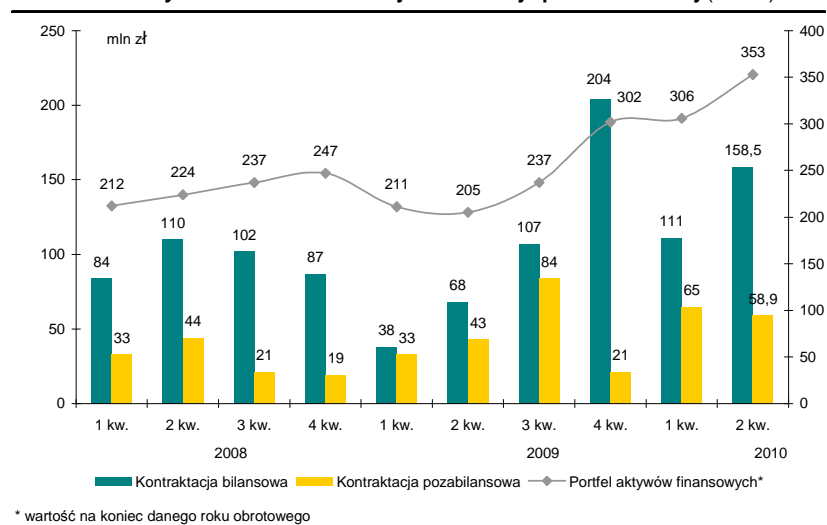
Jednocześnie Zarząd wskazuje na kluczowe determinanty sukcesu na tym rynku, do których w jego opinii należą: bieżące rozpoznawanie potrzeb klientów oraz elastyczność oferowanych produktów.

## Wyniki finansowe

### Kontraktacja i portfel aktywów finansowych

Pierwsze półrocze, a w szczególności 2 kw. br. było okresem dynamicznego wzrostu kontraktacji bilansowej w Grupie, która wyniosła 269,2 mln zł (wzrost o 156,4% r/r) i stanowiła 64,5 % ubiegłorocznej kontraktacji. Jednocześnie wysoką dynamiką odznaczała się również kontraktacja pozabilansowa, która osiągnęła poziom 123,4 mln zł (wzrost o 56,5% r/r). Poziom tych wartości pozytywnie wpłynął na portfel aktywów finansowych, który wart jest obecnie 352,8 mln zł, co oznacza odpowiednio 72,2% wzrost r/r oraz 15,2% wzrost kw./kw.

Tab. Portfel aktywów na tle kontraktacji bilansowej i pozabilansowej (mln zł)



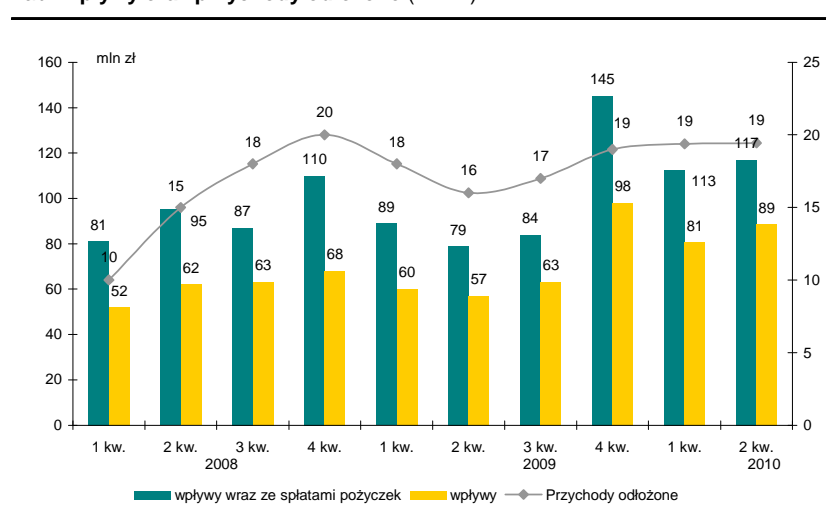
Istotny spadek kontraktacji w 1 kw. 2009 r. był wynikiem zamrożenia aktywności banków w zakresie finansowania podmiotów gospodarczych. Magellan odbudował portfel aktywów finansowych w 3 kw. 2009 r.

Istotnym elementem przyszłego poziomu portfela aktywów jest również wartość kontraktacji pozabilansowej, która dotyczy aktywnych limitów umów poręczeń, które w 50% są wykorzystywane i w rezultacie powiększają aktywa finansowe Grupy.

Źródło: sprawozdania finansowe Grupy

Nienotowany dotychczas poziom portfela aktywów pozwala generować wysokie wpływy z tyt. prowizji/dyskonta, odsetek oraz rat kapitałowych, które na koniec 2 kw. br. wyniosły wraz ze spłatami pożyczek 117,2 mln zł (wzrost o 48,2% r/r). Jednocześnie przychody odłożone z tyt. prowizji/dyskonta, które będą rozpoznawane w kolejnych okresach wyniosły na koniec tego okresu ok. 20 mln zł.

Tab. Wpływy oraz przychody odłożone (mln zł)



Źródło: sprawozdania finansowe Grupy

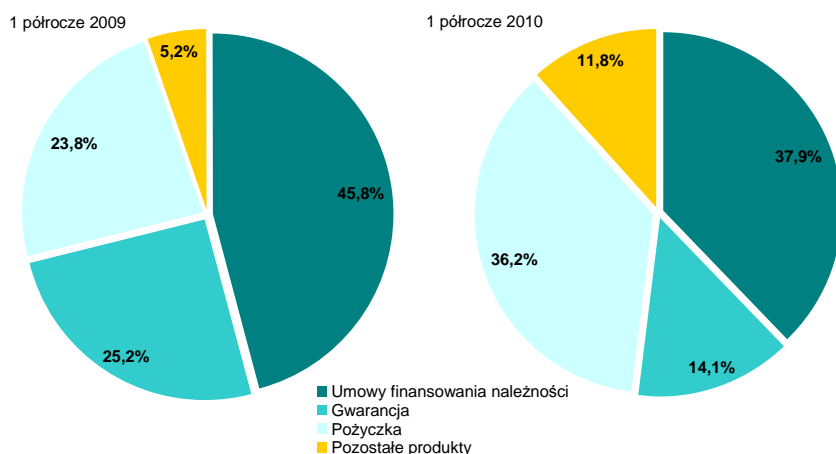
Przychody z tytułu prowizji/dyskonta są rozpoznawane proporcjonalnie do terminu realizacji danej umowy. W rezultacie Spółka jest w stanie określać szacunkową wartość przychodów z tego źródła w odniesieniu do aktualnego portfela.

Biorąc pod uwagę strukturę czasową odłożonych przychodów przy założeniu zachowania rotacji portfela zgodnej z harmonogramami płatności ponad połowa przychodów przyszłych okresów powinna być rozpoznana w bieżącym roku. Ze względu na wycenę aktywów finansowych metodą zamortyzowanego kosztu przy użyciu efektywnej stopy procentowej odłożone przychody nie są widoczne w bilansie.

Kontrakcja w 2 kw. br. odznaczała się dynamicznym wzrostem wartości produktów bezpośrednio finansujących podmioty działające na rynku Służby Zdrowia (pożyczka i refinansowanie zobowiązań), co świadczy o elastycznym dopasowaniu się Grupy do poprawiających się warunków rynkowych. Kontrakcja w tym obszarze zwiększyła się z 23,8% akwizycji produktów w 1 półroczu 2009 r. do 36,2% w 1 półroczu br. (wzrost o 12 p.p.) Zmniejszył się natomiast udział umów finansowania należności oraz gwarancji w ogólnej wartości kontraktacji bilansowej (łącznie spadek o 19 pp.).

Wraz ze stabilizacją sytuacji na rynkach finansowych Grupa powróciła do świadczenia usług finansowania bezpośredniego. Wysoka wartość zrealizowanej kontraktacji dla tej grupy produktów wynikała z nieprzerwanego wysokiego zapotrzebowania szpitali na finansowanie kapitału obrotowego.

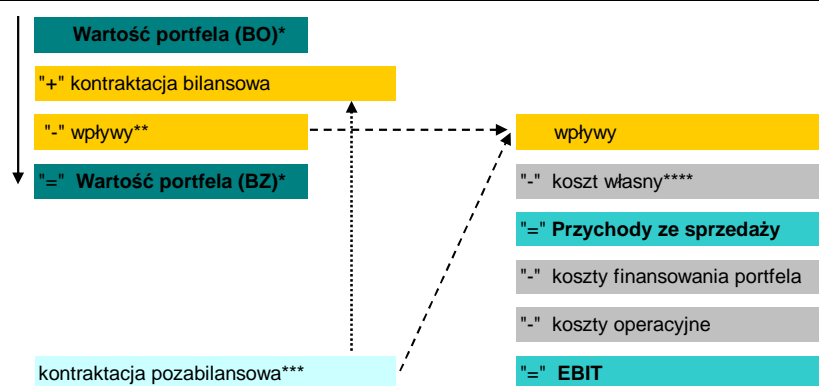
Rys. **Struktura produktowa kontraktacji bilansowej w 1 półroczu 2010 r. (%)**



Źródło: sprawozdania finansowe Grupy

Poziom kontraktacji bilansowej i wpływy zrealizowane w danym okresie implikują wartość portfela aktywów finansowych na koniec okresu. Następnie różnica pomiędzy wpływami i ich kosztami własnymi stanowi przychody ze sprzedaży usług. Również kontraktacja pozabilansowa dotycząca limitów umów poręczeń, wpływa na tą kategorię poprzez przychody prowizyjne oraz możliwość aktywowania tych umów w momencie wykorzystania przyznanego limitu przez dostawcę.

Rys. **Relacja między kontraktacją a sprawozdaniem z całkowitych dochodów**



W sprawozdaniu z całkowitych dochodów wartość portfela prezentowana jest w pozycjach „pozostałe aktywa finansowe” oraz „należności z tytułu leasingu finansowego”.

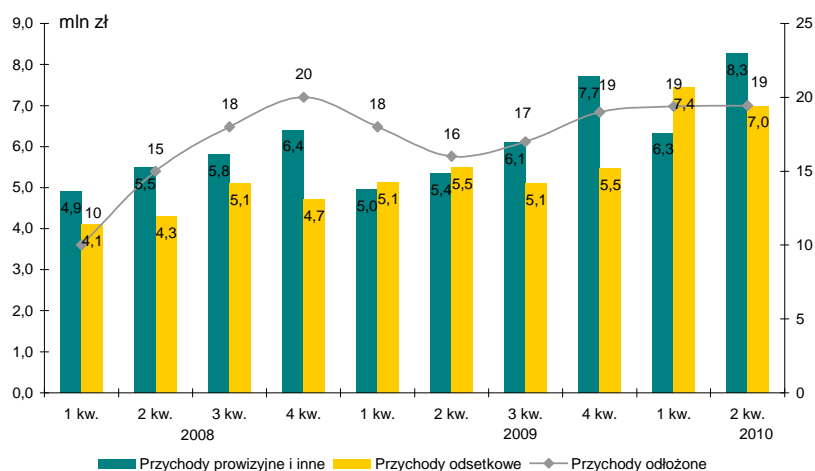
\* pozycje aktywów  
\*\* wpływy, prowizje i zrównane z nimi  
\*\*\* pozycja pozabilansowa dot. limitów umów poręczeń  
\*\*\*\* koszt własny odpowiadający zrealizowanym wpływom

Źródło: BM BGZ

## Wyniki za 1 półrocze 2010 r.

Poziom wpływów świadczący o regularności obsługi portfela ma również swoje odzwierciedlenie w przychodach, które w 1 półroczu 2010 r. wyniosły 29,0 mln zł (wzrost o 38,3% r/r). Jednocześnie wyniki za 2 kw. br. były wyższe od sezonowo najlepszych wyników za 4 kw. ubr. (15,3 mln zł vs. 13,2 mln zł). W ich strukturze w 2 kw. br. dominowały przychody prowizyjne, które w analizowanym okresie stanowiły 54,2% łącznych przychodów.

Rys. Struktura rodzajowa przychodów (mln zł)



Źródło: sprawozdania finansowe Grupy

Tab. Wyniki finansowe za 1 półrocze 2010 r. (mln zł)

mln zł	1 poł. 2010	1 poł. 2009	dynamika (%) r/r	3 kw.2009 - 2 kw.2010	3 kw.2008 - 2 kw.2009	dynamika (%) r/r
<b>Przychody ze świadczonych usług</b>	29,0	21,0	138,3%	53,0	43,0	123,3%
Koszty operacyjne	7,6	6,1	125,6%	14,4	12,2	118,0%
Koszty finansowania portfela	7,8	4,5	173,3%	13,2	9,8	134,7%
<b>EBITDA</b>	<b>13,6</b>	<b>10,4</b>	130,6%	<b>25,9</b>	<b>21,3</b>	121,3%
marża EBITDA (%)	47,0%	49,7%	-	48,8%	49,6%	-
<b>EBIT</b>	<b>13,4</b>	<b>10,3</b>	130,4%	<b>25,5</b>	<b>21,0</b>	121,2%
marża EBIT (%)	46,2%	49,0%	-	48,0%	48,9%	-
<b>Zysk brutto</b>	<b>13,6</b>	<b>10,6</b>	128,3%	<b>26,0</b>	<b>21,8</b>	119,0%
marża brutto (%)	46,8%	50,5%	-	49,0%	50,7%	-
<b>Zysk netto</b>	<b>10,7</b>	<b>8,6</b>	124,4%	<b>20,6</b>	<b>17,6</b>	116,8%
marża netto (%)	36,8%	41,0%	-	38,7%	40,9%	94,7%
Kontraktacja bilansowa	269,0	106,0	253,8%	580,0	295,0	196,6%
Kontraktacja pozabilansowa	123,0	76,0	161,8%	228,0	116,0	196,6%
Portfel aktywów finansowych (średnia)	329,5	208,0	158,4%	299,5	225,0	133,1%
EPS (zł)	1,61	1,29		3,09	2,64	116,8%
CEPS (zł)	1,62	1,30		3,09	2,69	114,8%
P/E (x)	-	-		12,90	15,07	-

Źródło: sprawozdania finansowe Spółki

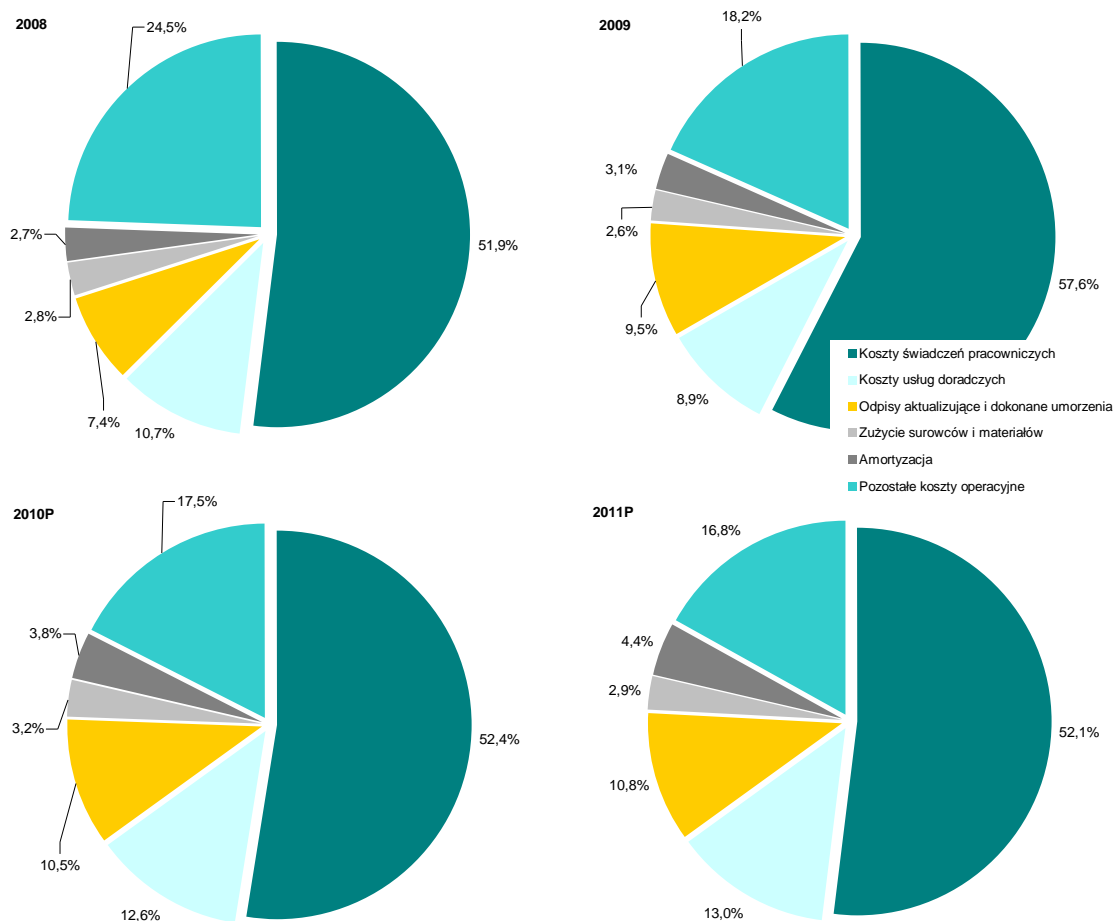
Jednocześnie Magellanowi pomimo wzrostu portfela o 72,2%, tj. ok. 150 mln zł r/r udało się utrzymać poziom rentowności EBITDA (uwzględniająca koszty związane z finansowaniem portfela), która obniżyła się

jedynie ok. 3 p.p. do 48,1 %. Spadek marży nie był jednakże spowodowany spadkiem efektywności kosztowej liczonej wskaźnikiem sumy kosztów rodzajowych do przychodów, ale wzrostem kosztów finansowych, których dynamika okazała się wyższa od dynamiki przychodów o 48 p.p. Zysk netto w tym okresie wyniósł 10,7 mln zł (wzrost o 24,4% r/r), co implikowało rentowność netto na poziomie 36,8% (spadek o 4 p.p. r/r). Narastająco za ostatnie cztery kwartały Grupa zrealizowała przychody na poziomie 53,0 mln zł, a czysty zysk przy rentowności netto 38,7% wyniósł 20,6 mln zł.

W strukturze kosztów rodzajowych największą pozycję stanowią wynagrodzenia, które wraz z narzutami odpowiadają za ponad połowę kosztów (w 2009 r. 56% kosztów rodzajowych). Składnikiem tej pozycji są również rezultaty wyceny programu opcji menedżerskich, którego koszty w 1 poł. br. wyniosły 0,4 mln zł. Tym samym wyłączenie wpływu tej pozycji na wyniki Grupy w analizowanym okresie spowodowałoby wzrost zysku do 11,0 mln zł i implikowałoby rentowność netto na poziomie 37,8%. Kolejną istotną pozycję stanowią pozostałe koszty (w 2009 r. 18% kosztów rodzajowych), w skład których wchodzi usługi obce, podatki oraz inne koszty.

Mniejsze znaczenie (w 2009 r. ok. 10% kosztów rodzajowych) odgrywiają wydatki dotyczące usług doradczych oraz koszty związane z dokonanymi odpisami aktualizującymi wartość aktywów i ich umorzenie. Jednocześnie w kolejnych okresach prognozy spodziewamy się ich wzrostu na znaczeniu ze względu na dalszy dynamiczny przyrost portfela. Natomiast spadać powinien udział kosztów świadczeń pracowniczych, gdyż ze względu na specyfikę prowadzonej działalności, wzrost zatrudnienia będzie raczej mniej niż proporcjonalny w stosunku do wzrostu portfela aktywów.

Rys. Struktura kosztów rodzajowych w latach 2008 – 2011 (%)

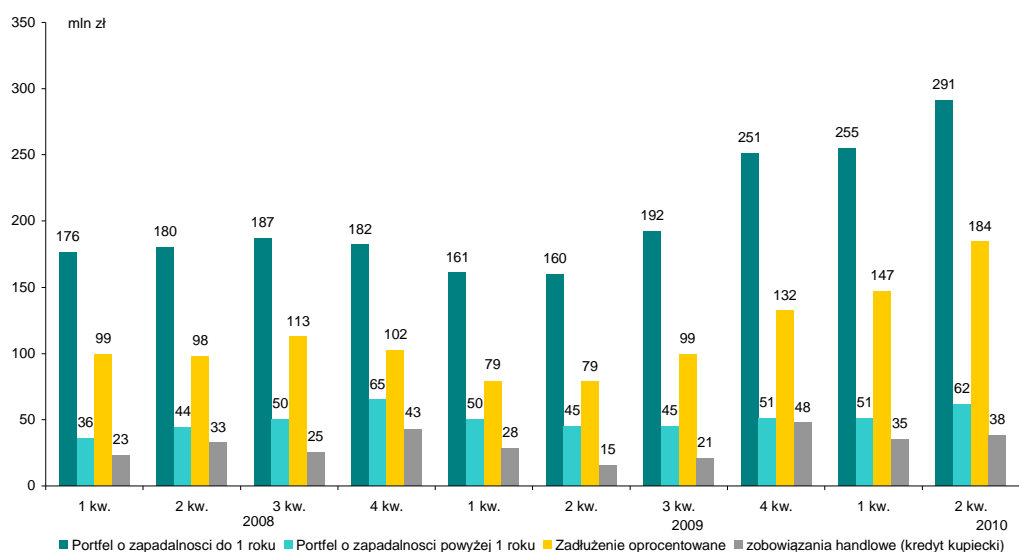


Źródło: prognozy BM BGZ, sprawozdania finansowe Grupy

## Finansowanie zewnętrzne i jego zapadalność

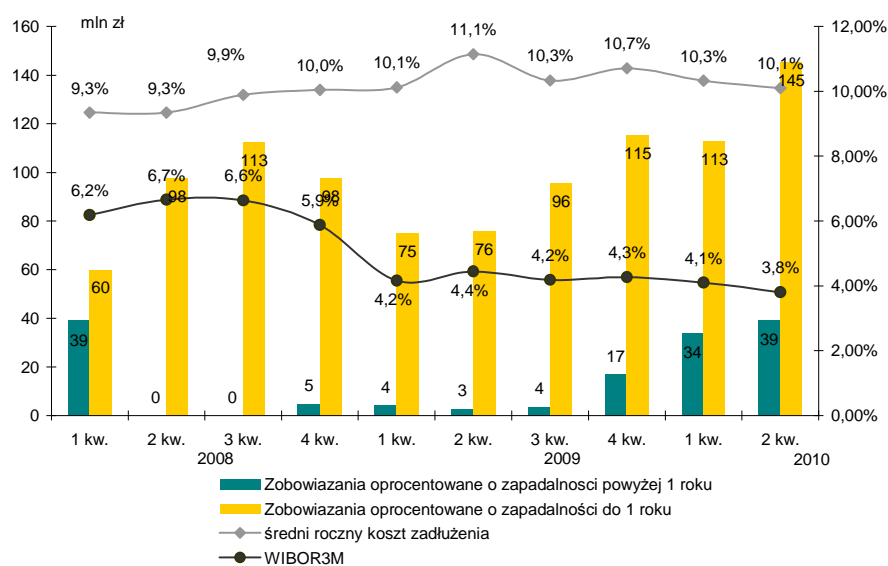
Wysoki poziom kontraktacji jest wynikiem nie tylko rosnącego zapotrzebowania na usługi Grupy, ale również coraz lepszego dostępu do finansowania zewnętrznego, w tym o średnioterminowym okresie zapadalności. Takie dopasowanie finansowania pozwoli Magellanowi na wzrost kontraktacji o dłuższej rotacji i stabilny przyrost aktywów o zapadalności powyżej 1 roku., które obecnie wynoszą 61,7 mln zł, co stanowi 17,5% portfela. Jednocześnie rośnie na znaczeniu finansowanie zewnętrzne portfela, które na koniec 2 kw. br. stanowiło 52,2% jego wartości (odpowiedni 38,6% w 1 kw. ubr.). Pozostałe źródła finansowania aktywów – kapitały własne i zobowiązania handlowe (kredyt kupiecki) finansują odpowiednio 37,0% i 10,8% portfela.

Rys. Zapadalność portfela i jego finansowanie (mln zł)



Źródło: sprawozdania finansowe Grupy

Rys. WIBOR 3M vs. średni roczny koszt zadłużenia Spółki (%)



W kolejnych latach prognozy spodziewamy się wzrostu znaczenia długu w finansowaniu portfela, co implikować będzie wzrost wskaźnika dług / kapitał własny do poziomu 1,5x – 2,0x (obecnie 1,3x), co stanowi poziom wielokrotnie niższy niż w przypadku banków (ok. 9x).

Zakładamy również zwężenie się nożyc pomiędzy średnim kosztem finansowania, który skorygowany koszty niewykorzystanych limitów kredytowych wyniósł w 2 kw. br. 10,1%, a stopą WIBOR.

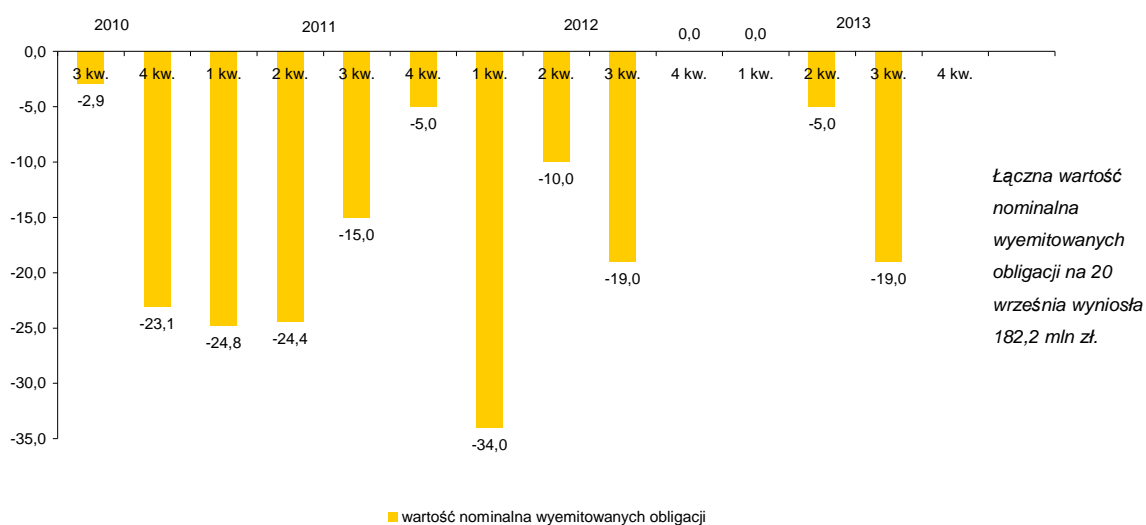
Spodziewamy się również dalszej tendencji wzrostu zobowiązań o zapadalności powyżej 1 roku.

Źródło: sprawozdania finansowe Grupy

Wciąż poprawia się współpraca Magellana z bankami. Zadłużenie Grupy na koniec 2 kw. br. wyniosło 184,4 mln zł, a wolne limity 41,0 mln zł. Dodatkowo na ZWZA w kwietniu akcjonariusze podjęli uchwałę o podniesieniu wartości programów emisji obligacji realizowanych w BRE Banku oraz Raiffeisen Banku odpowiednio o 50 mln zł i 10 mln zł do wartości 150 mln zł i 50 mln zł.

Jednocześnie poprawia się struktura zapadalności długu, czego przykładem może być niedawna emisja obligacji o łącznej wartości 50 mln zł o zapadalności 18 m-cy (20 mln zł), 24 m-cy (15 mln zł) oraz 36 m-cy (15 mln zł).

Tab. **Struktura zapadalności obligacji wg stanu na 20.09.2010 r.** (mln zł)



Źródło: Magellan S.A.

Oprócz długu i kapitałów własnych Magellana ważnym źródłem finansowania aktywów jest również stanowiący zobowiązania handlowe kredyt kupiecki. Towarzyszy on w głównej mierze umowom finansowania należności, ale może również występować w umowach refinansowania zobowiązań czy umów factoringowych. Okres odroczenia płatności za nabyte wierzytelności jest zależny od kontrahenta i waha się od 15 - 90 dni. Na koniec pierwszego półrocza zobowiązania z tego tytułu wyniosły 38,1 mln zł, co stanowiło ok. 11% portfela aktywów finansowych.

---

## Czynniki ryzyka

---

### Ryzyko rynkowe

Prowadzona przez Grupę Magellan działalność finansowa na rzecz publicznych jednostek Służby Zdrowia, jednostek budżetowych Skarbu Państwa oraz ich kontrahentów charakteryzuje się niewielkim poziomem ryzyka.

W przypadku likwidacji jednostek Służby Zdrowia związanych z budżetem Skarbu Państwa, wierzytelności w stosunku do tych podmiotów są należnościami możliwymi do odzyskania, ponieważ organ założycielski przejmuje zobowiązania szpitala. Na koniec 2 kw. br. 92,1% portfela aktywów stanowiły wierzytelności od jednostek publicznych, a pozostała część aktywów dotyczyła umów zawartych z NZOZami oraz innymi prywatnymi podmiotami (odpowiednio 1,4% i 6,5% portfela).

### Ryzyko kredytowe

Posiadane przez Magellana wierzytelności wobec SP ZOZów nie są obciążone ryzykiem niewypłacalności dłużników, w tym upadłości, gdyż obowiązujące w Polsce przepisy prawa gwarantują odzyskanie wierzytelności bez względu na sytuację finansową jednostki Służby Zdrowia. Tym samym łączna wartość rezerw i odpisów aktualizujących z tytułu posiadanego portfela w 1 poł. 2010 r.. wyniosła 2,3 mln zł, tj. 0,7% jego wartości. Nie mniej jednak może pojawić się ryzyko inwestycyjne, które sprowadza się głównie do czasu oczekiwania na zwrot nabytych wierzytelności.

### Ryzyko płynności

Zarządzanie ryzykiem płynności polegające na odpowiednim dostosowaniu terminu zapadalności aktywów i zobowiązań finansowych, ze względu na charakter prowadzonej działalności przez Magellana, jest bardzo istotnym czynnikiem ryzyka. W celu jego minimalizacji Zarząd Magellana stara się utrzymywać wysoki poziom wolnych limitów kredytowych oraz tych w ramach programów emisji obligacji pozwalających na elastyczne reagowanie na zmieniające się otoczenie rynkowe. Ponadto Grupa kładzie duży nacisk na wydłużenie zapadalności pozyskiwanego długu, co wygładzi ujemne przepływy pieniężne z działalności finansowej i pozwoli zbudować bardziej stabilny portfel aktywów.

### Ryzyko zmian regulacji prawnych

Obecnie sektor publicznej Służby Zdrowia jest objęty programem restrukturyzacyjnym pod nazwą „Ratujemy polskie szpitale”. Założeniem tego programu jest likwidacja istotnej części funkcjonujących SP ZOZów, przejęcie zobowiązań szpitali przez organy założycielskie i jednocześnie przejęcie obowiązków w zakresie świadczeń usług opieki zdrowotnej przez nowopowstałe spółki prawa handlowego. Istotna zmiana struktury w zakresie formy prawnej wykorzystywanej dla prowadzenia działalności w zakresie świadczeń usług opieki zdrowotnej oznaczałaby pojawienie się ryzyka upadłości szpitali (w tym przypadku niepublicznych zakładów opieki zdrowotnej), które to ryzyko w odniesieniu do SP ZOZów nie istnieje.

---

## Wycena

---

Wycenę spółki sporządzono za pomocą:

- metody fundamentalnej opartej na zdyskontowanych przepływach pieniężnych techniką FCFE;
- metody porównawczej;

Wycena fundamentalna bada zdolność spółki do generowania przez nią wolnych przepływów pieniężnych. Metoda porównawcza z kolei przedstawia spółkę na tle konkurencji i tworzy benchmark, który staje się wyznacznikiem pozycji spółki w stosunku do branży.

---

## Wycena DCF

---

Szacując wartość Spółki w oparciu o model zdyskontowanych przepływów pieniężnych ustaliliśmy wycenę Grupy Magellana na poziomie **336,7 mln zł**, co implikuje wartość fundamentalną jednej akcji na poziomie **50,55 zł**. Model DCF został sporządzony przy zachowaniu poniższych założeń:

- w prognozach uwzględniono jedynie rozwój organiczny Magellana oraz spółek zależnych, w oparciu o analizę struktury produktowej bieżącego portfela aktywów finansowych, projekcję kontraktacji i rotacji produktów z uwzględnieniem wymaganego poziomu ich rentowności mierzonego stopą IRR, przy czym wszystkie wartości zostały zaprezentowane w ujęciu nominalnym;
- projekcję kontraktacji sporządzono w oparciu o oszacowany w poszczególnych okresach szczegółowej prognozy potencjalny limit zaangażowania Grupy, który służył ustaleniu zdolności finansowania portfela aktywów finansowych, na które składa się kapitał własny, kredyt kupiecki (zobowiązania Grupy w ramach akwizycji produktu finansowania należności) oraz środki pozyskane z tytułu zaciągniętych kredytów i pożyczek oraz emisji obligacji (dług);
- poziom kontraktacji jednocześnie ograniczono do wysokości poziomu wykorzystanego limitu zaangażowania, który określono jako funkcję kształtowania się udziału Grupy w rynku mierzonym poziomem zobowiązań wymagalnych SP ZOZów;
- algorytm finansowania aktywów zakłada następujący priorytet 1) kapitały własne, 2) kredyt kupiecki, 3) dług, przy czym maksymalny poziom relacji długu do kapitałów własnych przyjęto na poziomie 1,8x (obecnie wskaźnik ten kształtuje się na poziomie 1,3x)
- rotację kredytu kupieckiego przyjęto na poziomie średniej wartości z lat 2007 – 2009, która wyniosła ok. 90 dni (iloraz pozostałych zobowiązań finansowych i średniej wartości portfela aktywów finansowych dot. umów finansowania należności oraz refinansowania zobowiązań);
- przychody ze świadczonych usług stanowią różnicę pomiędzy wpływami z tytułu prowizji/dyskont, odsetek oraz rat kapitałowych (z wyłączeniem spłat udzielonych pożyczek), a kosztami własnymi tych wpływów;
- nakłady inwestycyjne ze względu na specyfikę prowadzonej działalności (niski udział wartości niematerialnych i prawnych oraz rzeczowych aktywów trwałych w strukturze aktywów) w poszczególnych latach szczegółowej prognozy oscylować będą wokół poziomu odtworzenia majątku;
- polityka dywidendowa dostosowana została do wysokości operacyjnych wolnych przepływów pieniężnych netto (suma przepływów pieniężnych netto z działalności operacyjnej i inwestycyjnych - OFCF) i docelowo stanowić będzie 50% OFCF;
- efektywną stopę podatku dochodowego w każdym roku prognozy przyjęto na poziomie 19%;



## Wycena porównawcza

Najbardziej zbliżone profilem działalności do Grupy Magellan są spółki MW Trade oraz Electus. Pierwsza z nich jest obecnie notowana na GPW i posiada zbliżony do Magellana mix produktowy jednakże o dużo niższej wartości (ok. 100 mln zł na koniec czerwca), z kolei portfel należności szpitalnych Electusa ma wartość ok. 80 mln zł, resztę portfela stanowią aktywa finansowe niezwiązane z rynkiem usług medycznych. Tym samym w istotnej części dotyczy podmiotów, które posiadają zdolność upadłościową, co zwiększa ryzyko pojawienia się odpisów aktualizujących wartość portfela. Dodatkowo brak obecności spółki na parkiecie (spółka jest jedynie konsolidowana metodą pełną w grupie IDM S.A.), uniemożliwiło bez dodatkowych założeń, które ostatecznie znacząco mogłyby zniekształcić analizę, wykorzystania spółki do porównań.

W rezultacie, w ujęciu węższym, do wyceny mnożnikowej posłużyła spółka MW Trade, której model biznesowy oraz mix produktowy są bardzo zbliżone do Magellana. Zwracamy jednakże uwagę na dokonanie pewnych korekt umożliwiających porównanie wyników obu spółek w obszarze wyceny programu opcji menadżerskich. W przeciwieństwie do Polskich Standardów Rachunkowości, Międzynarodowe Standardy (MSSF 2), wymagają szacowania kosztów dotyczących płatności w formie akcji. W związku z powyższym, w celu porównania wyników obu spółek, rezultaty Magellana skorygowano o wpływ wyceny programu na sprawozdanie z całkowitych dochodów. Dodatkowo kapitał własny Magellana skorygowano o prognozowaną do wypłaty dywidendę w 2011 r.

*Program opcji menadżerskich w spółkach Magellan i MW Trade, przy jego pełnej realizacji zwiększy kapitał zakładowy odpowiednio o 6% do 2012 r. oraz 5% do 2011 r.*

Tab. Szacunki wyników finansowych oraz wartość portfela dla spółki MW Trade (mln zł)

Spółka	Przychody ze sprzedaży			Zysk netto			Portfel aktywów*		
	2010	2011P	2012P	2010	2011P	2012P	2010P	2011P	2012P
<b>MW Trade</b>	<b>18,6</b>	<b>36,3</b>	<b>53,0</b>	<b>6,7</b>	<b>12,1</b>	<b>16,7</b>	<b>200,0</b>	<b>348,6</b>	<b>453,2</b>
zmiana (%) r/r	29,7%	95,1%	46,3%	104,7%	80,1%	37,9%	40,7%	74,3%	30,0%
*na koniec roku obrotowego									

Źródło: prognozy BM BGZ

Sporządzona przez nas wycena porównawcza bazuje na dwóch wskaźnikach rynkowych: P/E oraz P/BV. Ze względu na różną rentowność kapitałów własnych oraz aktywów implikującą poziom dźwigni finansowej spółek, większą wagę nadano wycenie opartej na wskaźniku P/E (70%) niż na mnożniku P/BV (30%). Jednocześnie kolejnym okresom porównawczym nadano równe wagi.

Według takiego podejścia, biorąc pod uwagę wskaźnik P/E, wycena akcji Magellana kształtuje się w przedziale 37,7 – 71,5 zł, natomiast analizując wskaźnik P/BV, wycena akcji Spółki kształtuje się w przedziale 58,4 – 74,7 zł. Ostatecznie sporządzona wycena porównawcza, w ujęciu węższym, implikuje wartość działalności Grupy Magellan na poziomie 373,3 mln zł, czyli 56,04 zł za akcję.

Podkreślić należy jednakże, że implikowana wycena Magellana na bazie 2010 roku, zaburzona jest bardzo wysoką zwyżką kursu spółki MW Trade, która miała miejsce w 2 kw. br. w związku z pozyskaniem partnera strategicznego. Tym samym zarówno w przypadku Magellana jak i jego bezpośredniego konkurenta oczekujemy wzrostu wskaźnika długu do kapitałów własnych. W pierwszym przypadku z obecnego poziomu 1,3x do poziomu 1,8 – 2,0x, a przy założeniu dalszej poprawy płynności na rynkach finansowych (4 – 5x dla spółki MED. Finance). Natomiast w drugim przypadku jeszcze w 1 kw. br. wynosił on 0,6x, a obecnie 1,3x, co jest efektem agresywnego zaangażowania nowego właściciela (Genin Holding kontroluje 52,5% głosów na WZA spółki) w finansowanie działalności spółki. Przy przypadku tej spółki, kontrolowanej przez instytucję finansową, lewar może być zdecydowanie wyższy niż 2,0x. Wyższe wskaźniki dług / kapitał własny powinny wpłynąć na wzrost dźwigni finansowej w obu spółkach, jednak możliwa jest różna dynamika, co uzasadnia nadanie wskaźnikowi P/BV niższej wagi.

Tab. Wycena porównawcza (ujęcie węższe)

	MC (mln zł)*	P/E			P/BV			ROE	ROA	A/E**
		2010	2011P	2012P	2010	2011P	2012P			
Spółka		2010	2011P	2012P	2010	2011P	2012P	-	-	-
MW Trade	140,8	20,9	11,6	8,4	3,9	2,9	2,2	18,8%	3,2%	5,8
<b>Magellan***</b>	<b>265,1</b>	<b>11,8</b>	<b>10,4</b>	<b>9,2</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>	<b>1,4</b>	<b>14,8%</b>	<b>5,2%</b>	<b>2,9</b>
Wartość kapitałów własnych		475,9	302,5	250,8	497,8	444,3	388,9	-	-	-
<b>Implikowana cena 1 akcji (zł)</b>		<b>71,5</b>	<b>45,4</b>	<b>37,7</b>	<b>74,7</b>	<b>66,7</b>	<b>58,4</b>	-	-	-
Wagi dla wskaźników		70%			30%					

Wycena (mln zł) 373,3

**Wycena 1 akcji (zł) 56,04**

\* kursy zamknięcia z dnia 27/09/2010

\*\* dźwignię finansową obliczono jako iloraz ROE i ROA

\*\*\* dla celów porównawczych zysk Magellana skorygowano o wycenę programu opcji menadżerskich oraz prognozowaną dywidendę

Źródło: prognozy BM BGŻ

W ujęciu szerszym, grupę porównawczą dla działającego na rynku usług finansowych dla podmiotów Służby Zdrowia Magellana stanowiły banki notowane na GPW. Takie porównanie pomimo niskiego zaangażowania tych instytucji w finansowanie sektora zdrowotnego w Polsce wydaje się słuszne, nie tylko ze względu na podobny charakter świadczonych usług (udzielanie pożyczek, leasing, factoring), ale również ze względu na model funkcjonowania spółek podobnych do Magellana w innych krajach, które często wchodzi w skład takich instytucji.

Tab. Wycena porównawcza

	MC (mln zł)*	P/E			P/BV			ROE	ROA	A/E**
		2010	2011P	2012P	2010	2011P	2012P			
Spółka		2010	2011P	2012P	2010	2011P	2012P	-	-	-
PKO BP		17,5	13,1	11,1	2,2	1,9	1,7	11,3%	1,4%	8,4
Bank Polska Kasa		17,4	14,1	12,3	2,1	1,8	1,7	13,2%	1,9%	7,0
Bank Zachodni		16,6	13,2	11,3	2,4	2,0	1,8	14,9%	1,8%	8,2
ING Bank Śląski		14,1	11,9	10,9	1,9	1,7	1,5	12,2%	1,2%	10,4
Bank Handlowy		16,7	13,2	12,1	1,7	1,5	1,4	8,1%	1,6%	5,1
BRE Bank		19,4	13,4	10,8	1,6	1,4	1,3	3,1%	0,6%	5,3
Kredyt Bank		16,4	14,2	13,8	1,5	1,3	1,2	1,3%	0,6%	2,2
<b>mediana</b>		<b>16,9</b>	<b>13,3</b>	<b>11,7</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>	<b>1,5</b>	<b>9,2%</b>	<b>1,3%</b>	<b>6,7</b>
<b>Magellan***</b>	<b>265,1</b>	<b>11,8</b>	<b>10,4</b>	<b>9,2</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>	<b>1,4</b>	<b>14,8%</b>	<b>5,2%</b>	<b>2,9</b>
Wartość kapitałów własnych		378,2	338,9	339,1	288,8	281,1	283,4	-	-	-
<b>Implikowana cena 1 akcji (zł)</b>		<b>56,8</b>	<b>50,9</b>	<b>50,9</b>	<b>43,4</b>	<b>42,2</b>	<b>42,5</b>	-	-	-
Wagi dla wskaźników		70%			30%					

Wycena (mln zł) 331,8

**Wycena 1 akcji (zł) 49,81**

\* kursy zamknięcia z dnia 27/09/2010

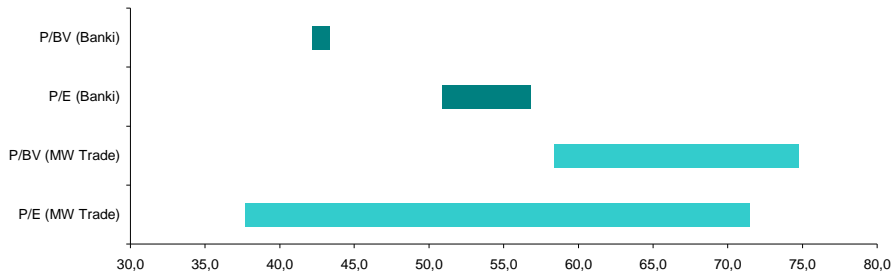
\*\* dźwignię finansową obliczono jako iloraz ROE i ROA

\*\*\* dla celów porównawczych zysk Magellana skorygowano o wycenę programu opcji menadżerskich oraz prognozowaną dywidendę

Źródło: prognozy BM BGŻ, Reuters

Według takiego podejścia, biorąc pod uwagę wskaźnik P/E, wycena akcji Magellana kształtuje się w przedziale 50,9 – 56,8 zł, natomiast analizując wskaźnik P/BV, wycena akcji Spółki kształtuje się w przedziale 42,2 – 43,4 zł. Ostatecznie sporządzona wycena porównawcza, w ujęciu szerszym, implikuje wartość działalności Grupy Magellana na poziomie 331,8 mln zł, czyli 49,81 zł za akcję.

Rys. Wycena porównawcza na podstawie poszczególnych mnożników (zł)



Źródło: prognozy BM BGŻ

Podsumowując, niższą wycenę Magellana implikowało wykorzystanie mnożnika P/E, który choć opiera się na kategorii zysku wrażliwej na pozostałą działalność operacyjną i działalność finansową, w przeciwieństwie do wskaźnika P/BV, odzwierciedla rentowność prowadzonego biznesu. Z kolei wskaźnik P/BV, który uzależnia wycenę jedynie od posiadanych kapitałów własnych nie oddaje możliwości Grupy finansowania aktywów długiem i tym samym nie odzwierciedla poziomu dźwigni finansowej.

## Prognoza wyników i wskaźników

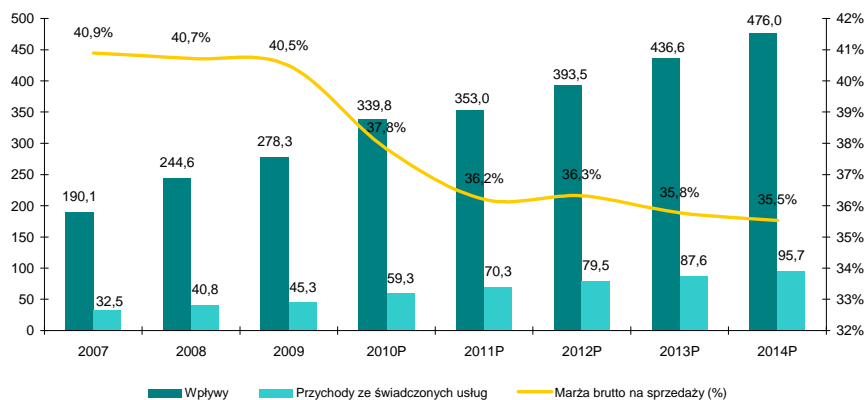
Poniżej przedstawiamy prognozę skonsolidowanych wyników finansowych Grupy Magellan, na których oparta została wycena.

Tab. Prognoza skonsolidowanego sprawozdania z całkowitych dochodów (wybrane pozycje)

(mln zł)	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
<b>Wpływy, prowizje i zrównane z nimi</b>	<b>244,6</b>	<b>278,3</b>	<b>339,8</b>	<b>353,0</b>	<b>393,5</b>	<b>436,6</b>
Wpływy łącznie z wpływami z tyt. spłat pożyczek	373,1	397,1	484,0	502,2	573,0	645,5
<b>Koszt własny zrealizowanych wpływów</b>	<b>203,8</b>	<b>232,9</b>	<b>280,5</b>	<b>282,7</b>	<b>314,0</b>	<b>349,0</b>
<b>Przychody ze świadczonych usług</b>	<b>40,8</b>	<b>45,3</b>	<b>59,3</b>	<b>70,3</b>	<b>79,5</b>	<b>87,6</b>
zmiana r/r	25,8%	11,0%	30,8%	18,6%	13,1%	10,2%
Koszty świadczeń pracowniczych	6,0	6,7	8,6	9,8	10,4	11,0
Koszty usług doradczych	1,1	1,4	1,4	2,1	2,4	2,7
Odpisy aktualizujące i dokonane umorzenia	0,5	1,0	1,5	1,8	2,0	2,2
Zużycie surowców i materiałów	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,6
Amortyzacja	0,3	0,3	0,5	0,6	0,8	0,9
Pozostałe koszty operacyjne	2,7	3,1	2,8	2,8	2,9	3,0
Koszty finansowania portfela	9,7	9,9	16,3	21,2	24,8	28,5
<b>EBITDA</b>	<b>20,5</b>	<b>23,0</b>	<b>28,3</b>	<b>32,0</b>	<b>36,4</b>	<b>39,6</b>
<b>EBIT</b>	<b>20,2</b>	<b>22,6</b>	<b>27,9</b>	<b>31,4</b>	<b>35,7</b>	<b>38,7</b>
marża operacyjna	49,4%	49,9%	47,0%	44,7%	44,8%	44,2%
<b>Zysk brutto</b>	<b>20,6</b>	<b>23,0</b>	<b>27,9</b>	<b>31,4</b>	<b>35,7</b>	<b>38,7</b>
marża brutto	50,5%	50,7%	47,0%	44,7%	44,8%	44,2%
Podatek dochodowy	4,0	4,6	5,4	6,0	6,8	7,4
Efektywna stopa podatkowa	19,4%	20,1%	19,5%	19,0%	19,0%	19,0%
<b>Zysk netto</b>	<b>16,6</b>	<b>18,4</b>	<b>22,4</b>	<b>25,5</b>	<b>28,9</b>	<b>31,3</b>
marża netto	40,7%	40,5%	37,8%	36,2%	36,3%	35,8%
EPS	2,6	2,8	3,4	3,9	4,4	4,8
EPS rozwodniony (program opcji menadżerskich)	2,5	2,8	3,4	3,8	4,3	4,7
ROE	15,4%	14,5%	14,8%	15,2%	15,6%	15,5%
Rentowność portfela (średnia)	7,4%	6,7%	6,2%	5,5%	5,4%	5,1%

Źródło: prognozy BM BGZ

Rys. Prognoza wpływów, przychodów i rentowności



Pogorszenie rentowności w kolejnych latach jest głównie wynikiem założeń dotyczących rotacji produktów i relacji ich oprocentowania do kosztu pozyskiwanego kapitału.

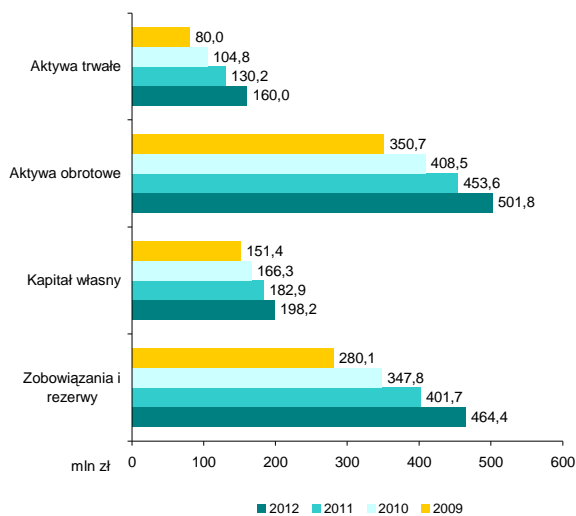
Źródło: prognozy BM BGZ

Tab. Prognoza skonsolidowanego sprawozdania z sytuacji finansowej (wybrane pozycje)

(mln zł)	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
<b>AKTYWA</b>	<b>255,5</b>	<b>309,4</b>	<b>431,4</b>	<b>514,1</b>	<b>584,6</b>	<b>662,6</b>
Aktywa trwałe	68,1	53,7	80,0	104,8	130,2	160,0
Wartości niematerialne i prawne	0,5	0,5	0,9	1,0	1,1	1,0
Rzeczowe aktywa trwałe	0,5	0,9	1,1	1,2	1,0	0,8
Portfel aktywów finansowych	64,9	50,1	76,1	100,9	126,4	156,4
Aktywa obrotowe	187,4	255,6	350,6	408,4	453,6	501,7
Należności handlowe	0,5	0,4	0,6	0,7	0,7	0,7
Portfel aktywów finansowych	186,8	254,4	348,5	406,1	451,3	499,4
Środki pieniężne i ekwiwalenty	5,0	2,9	1,6	2,5	3,3	4,1
<b>PASYWA</b>	<b>255,5</b>	<b>309,4</b>	<b>431,4</b>	<b>514,1</b>	<b>584,6</b>	<b>662,6</b>
Kapitał własny	108,0	126,7	151,4	167,5	185,5	202,4
Kapitał zakładowy	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Kapitał zapasowy	89,2	105,7	107,5	137,4	151,9	166,4
Zyski zatrzymane	14,9	16,8	39,2	25,5	28,9	31,3
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	147,5	182,6	280,1	346,6	399,1	460,2
Zobowiązania długoterminowe, w tym:	4,8	17,2	59,0	79,1	91,7	106,9
Kredyty i pożyczki	4,7	16,9	2,2	5,4	7,9	9,2
Obligacje	0,0	15,0	56,5	73,3	83,5	97,3
Zobowiązania krótkoterminowe, w tym:	142,7	165,4	221,0	267,5	307,5	353,3
Kredyty i pożyczki	47,7	27,6	47,8	54,3	64,6	75,3
Obligacje	50,0	87,7	110,9	138,5	159,1	185,5
Pozostałe zobowiązania finansowe	43,1	47,6	59,3	71,2	80,0	88,6
BVPS	16,6	19,5	23,2	25,7	28,5	31,1
BVPS rozwodniony	16,2	19,0	22,7	25,1	27,8	30,4

Źródło: prognozy BM BGŻ

Rys. Prognoza struktury aktywów i pasywów (mln zł)



Źródło: prognozy BM BGŻ

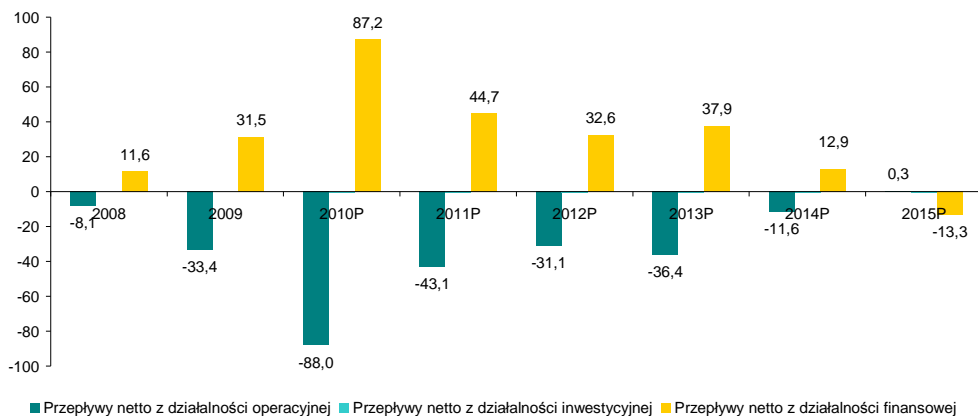
Tab. Prognoza skonsolidowanego rachunku przepływów pieniężnych (wybrane pozycje)

(mln zł)	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
<b>Przepływy netto z działalności operacyjnej</b>	<b>-8,1</b>	<b>-33,4</b>	<b>-88,0</b>	<b>-43,1</b>	<b>-31,1</b>	<b>-36,4</b>
Zysk brutto	20,6	23,0	27,9	31,4	35,7	38,7
Amortyzacja	0,3	0,3	0,5	0,6	0,8	0,9
Zmiana stanu należności	-46,0	-55,6	-122,9	-81,5	-69,9	-77,3
Zmiana stanu pozostałych zobowiązań fin.	21,2	2,8	11,5	11,9	8,8	8,6
Zapłacony podatek dochodowy	-4,3	-4,9	-5,4	-6,0	-6,8	-7,4
<b>Przepływy netto z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,6</b>
Nakłady inwestycyjne, w tym:	-0,3	-0,1	-0,5	-0,7	-0,7	-0,6
Wartości niematerialne i prawne	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,4	-0,3
Rzeczowe aktywa trwałe	-0,3	-0,1	-0,5	-0,4	-0,3	-0,3
<b>Przepływy netto z działalności finansowej</b>	<b>11,6</b>	<b>31,5</b>	<b>87,2</b>	<b>44,7</b>	<b>32,6</b>	<b>37,9</b>
Wpływy netto z emisji akcji (program opcji)	0,0	0,0	1,9	1,9	1,9	0,0
Zmiana zobow. fin. z tyt. kredytów i pożyczek	22,1	-22,6	20,4	9,7	12,7	12,0
Zmiana zobow. fin. z tyt. emisji obligacji	-9,9	54,5	64,9	44,4	30,8	40,3
Dywidenda	0,0	0,0	0,0	-11,2	-12,7	-14,4
Zmiana stanu środków pieniężnych	3,2	-2,1	-1,3	0,9	0,8	0,8
Środki pieniężne na początek okresu	1,8	5,0	2,9	1,6	2,5	3,3
<b>Środki pieniężne na koniec okresu</b>	<b>5,0</b>	<b>2,9</b>	<b>1,6</b>	<b>2,5</b>	<b>3,3</b>	<b>4,1</b>

Źródło: prognozy BM BGŻ

Ujemne przepływy pieniężne działalności operacyjnej są charakterystyczne dla branży w okresie dynamicznego wzrostu kontraktacji i wzrostu portfela aktywów.

Rys. Kształtowanie się przepływów pieniężnych (mln zł)



Źródło: prognozy BM BGŻ

Tab. Wskaźniki i dynamiki

Wskaźniki rentowności	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
Rentowność EBITDA	50,1%	50,6%	47,8%	45,6%	45,8%	45,2%
Rentowność EBIT	49,4%	49,9%	47,0%	44,7%	44,8%	44,2%
Rentowność sprzedaży netto (ROS)	40,7%	40,5%	37,8%	36,2%	36,3%	35,8%
Rentowność operacyjna aktywów (EBITDA/A)	8,0%	7,4%	6,6%	6,2%	6,2%	6,0%
Rentowność majątku (ROA)	6,5%	5,9%	5,2%	5,0%	4,9%	4,7%
Rentowność kapitału własnego (ROE)	13,1%	13,9%	14,8%	15,2%	15,6%	15,5%

Źródło: prognozy BM BGŻ

Wskaźniki struktury aktywów i pasywów	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
Wskaźnik zadłużenia ogółem (D/A)	57,7%	59,0%	64,9%	67,4%	68,3%	69,5%
Wskaźnik sfinansowania majątku kapitałem własnym (A/E)	236,6%	244,1%	284,5%	306,5%	314,7%	327,0%
Wskaźnik pokrycia majątku trwałego kapitałem własnym	1,6	2,4	1,9	1,6	1,4	1,3
Wskaźnik pokrycia aktywów trwałych kapitałami stałymi	1,7	2,7	2,6	2,4	2,1	1,9
Wskaźnik ogólnej płynności	1,3	1,5	1,6	1,5	1,5	1,4

Źródło: prognozy BM BGŻ

Wskaźniki zadłużenia	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
Średni koszt pozyskania finansowania	10,1%	11,7%	9,3%	8,7%	8,5%	8,4%
Pokrycie kosztów finansowych zyskiem EBITDA*	1,1	1,3	0,7	0,5	0,4	0,4
Pokrycie zysku EBITDA* zadłużeniem	3,4	4,0	4,9	5,1	5,1	5,4
Udział finansowania dłużnego w zadłużeniu ogółem	48,8%	77,7%	76,5%	78,0%	77,0%	77,0%
Wskaźnik pokrycia kapitałem własnym zadłużenia	0,9	0,8	0,7	0,6	0,6	0,6
Dźwignia finansowa	1,0	1,1	1,4	1,4	1,6	1,7

\* skorygowany o koszty finansowania portfela

Źródło: prognozy BM BGŻ

Struktura (%) kosztów operacyjnych	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
Koszty świadczeń pracowniczych	29,1%	29,2%	27,5%	25,1%	23,7%	22,6%
Koszty usług doradczych	5,5%	6,0%	4,3%	5,5%	5,5%	5,4%
Odpisy aktualizujące i dokonane umorzenia	2,5%	4,2%	4,6%	4,6%	4,6%	4,5%
Zużycie surowców i materiałów	1,2%	1,6%	1,3%	1,4%	1,2%	1,2%
Amortyzacja	1,5%	1,5%	1,5%	1,6%	1,7%	1,8%
Pozostałe koszty operacyjne	13,1%	13,8%	8,8%	7,3%	6,7%	6,1%
Koszty finansowania portfela	47,1%	43,6%	52,0%	54,5%	56,6%	58,3%

Źródło: prognozy BM BGŻ

---

## Analiza SWOT

---

### Mocne strony / Szanse:

- Działalność operacyjna prowadzona na niszowym rynku;
- Pozycja lidera rynku;
- Oferta produktowa stale dostosowywana do zmieniających się warunków finansowych podmiotów sektora Służby Zdrowia;
- Stabilna struktura długu do kapitałów własnych;
- Opracowanie systemu scoringowego szpitali dającego przewagę konkurencyjną;
- Dobra kadra zarządzająca;
- Wprowadzanie nowych usług (m.in. pośrednictwo finansowe, audyt kosztów);

### Słabe strony / Zagrożenia:

- Duża zależność kontraktacji od pozyskiwanego finansowania zewnętrznego;
- Wzrost kosztu pieniądza (podwyżki stóp procentowych, podwyższone ryzyko kredytowe panujące na rynkach);
- Zmiany w systemie służby zdrowia (zwiększone finansowanie szpitali przez państwo lub prywatnych ubezpieczycieli może wpłynąć na poprawę ich płynności);
- Rosnąca konkurencja (MW Trade, Electus, banki i inne instytucje finansowe) i związana z tym groźba zmniejszenia marż;
- Otoczenie prawne (potencjalne nowe ustawy mogą utrudnić działanie);
- Stabilny poziom zobowiązań wymagalnych szpitali.

## Nota prawna

**Biuro Maklerskie BGŻ S.A.** prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego). Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGŻ S.A. sprawuje KNF. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego BGŻ S.A.

Raport jest udostępniany klientom wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinien być wykorzystywany w charakterze lub traktowany jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM BGŻ S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM BGŻ S.A. nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Dokument ten został przygotowany przez BM BGŻ S.A. z zastosowaniem metodologicznej poprawności, zachowaniem należytej staranności i obiektywizmu. Korzystając z tego dokumentu, nie należy go traktować jako substytutu do przeprowadzenia własnej niezależnej oceny. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakąkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM BGŻ S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM BGŻ S.A. jest ważny w okresie 12 miesięcy od dnia sporządzenia go, o ile nie nastąpi wcześniejsza jego zmiana. Raport w całości lub w części może być udostępniony do wiadomości publicznej przez BM BGŻ po upływie dwóch tygodni od dnia jego sporządzenia. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM BGŻ S.A. jest zabronione.

BM BGŻ przyjęło następującą metodologię w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji w instrument finansowy będący przedmiotem Raportu w okresie 12 miesięcy od dnia wydania raportu:

- Kupuj** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wynosi co najmniej 10%;
- Neutralnie** - oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji znajduje się w przedziale (-10%; + 10%);
- Sprzedaj** – oczekiwany spadek zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 10%.

Metody wyceny zastosowane w prezentowanym dokumencie opierają się na metodach i modelach opisanych i powszechnie wykorzystywanych w literaturze fachowej. Używanie ich wymaga szacowania dużej liczby parametrów, m.in. takich jak: stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i wiele innych. Parametry te są zmienne w czasie, subiektywne i w rzeczywistości mogą różnić się od tych przyjętych do wyceny. Każda wycena zależy od wartości wprowadzonych parametrów i jest wrażliwa na ich zmianę.

Wycena DCF: Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Jej mocne strony to uwzględnienie przyszłych zmian w wolnych przepływach pieniężnych oraz kosztu pieniądza w czasie. Słabe strony to duża liczba parametrów, które należy oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.


Wycena metodą porównawczą: Wycena ta opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mniejsza, w porównaniu z metodą DCF, liczba parametrów wyceny oraz relatywne odnoszenie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM BGŻ S.A. a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w §9 i §10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

Doradztwo Inwestycyjne		telefon	adres email
Tomasz Dumala		22 329 43 40	<a href="mailto:tomasz.dumala@bgz.pl">tomasz.dumala@bgz.pl</a>
Marcin Lachowski		22 329 43 84	<a href="mailto:marcin.lachowski@bgz.pl">marcin.lachowski@bgz.pl</a>
Grzegorz Kujawski		22 329 43 46	<a href="mailto:grzegorz.kujawski@bgz.pl">grzegorz.kujawski@bgz.pl</a>
Tomasz Manowiec		22 329 43 44	<a href="mailto:tomasz.manowiec@bgz.pl">tomasz.manowiec@bgz.pl</a>

Operacje Brokerskie		telefon	adres email
Jarosław Duszczyk	Klienci instytucjonalni	22 329 43 23	<a href="mailto:jaroslaw.duszczyk@bgz.pl">jaroslaw.duszczyk@bgz.pl</a>
Marek Niewiadomski	Klienci instytucjonalni	22 329 43 26	<a href="mailto:marek.niewiadomski@bgz.pl">marek.niewiadomski@bgz.pl</a>
Grzegorz Leszek	Klienci instytucjonalni	22 329 43 25	<a href="mailto:grzegorz.leszek@bgz.pl">grzegorz.leszek@bgz.pl</a>
Monika Dudek	Klienci detaliczni	22 329 43 24/20	<a href="mailto:monika.dudek@bgz.pl">monika.dudek@bgz.pl</a>
Przemysław Borycki	Klienci detaliczni	22 329 43 22	<a href="mailto:przemyslaw.borycki@bgz.pl">przemyslaw.borycki@bgz.pl</a>

Oferty Publiczne (IPO)		telefon	adres email
Marek Jaczewski	Główny specjalista	22 329 43 53	<a href="mailto:marek.jaczewski@bgz.pl">marek.jaczewski@bgz.pl</a>
Bogusław Bączyk	Główny specjalista	22 329 43 42	<a href="mailto:boguslaw.baczuk@bgz.pl">boguslaw.baczuk@bgz.pl</a>

Internetowe serwisy transakcyjne		strona www
 Zlecenia na GPW i New Connect	<a href="http://www.bgz.pl/biuro_maklerskie/zlecenia_gpw.html">http://www.bgz.pl/biuro_maklerskie/zlecenia_gpw.html</a>	
 Zapisy w ofertach publicznych (IPO)	<a href="http://www.bgz.pl/biuro_maklerskie/zapisy_ipo.html">http://www.bgz.pl/biuro_maklerskie/zapisy_ipo.html</a>	

Oddziały	adres	telefon	adres	telefon	
Białystok	ul. Suraska 3 a	85 747 01 16	Opole	ul. Rynek 24/25	77 454 43 64
Ciechanów	ul. 17-go Stycznia 60	23 674 13 52	Ostrołęka	ul. Gorbatowa 9	29 760 65 56
Dzierżoniów	ul. Rzeźnicza 2	74 831 97 99	Płock	ul. 1-go Maja 7 d	24 264 17 17
Ełk	ul. Armii Krajowej 24	87 610 47 17	Poznań	ul. Piekary 17	61 852 15 21
Gorzów Wlkp.	ul. Walczaka 3	95 721 63 29	Przemysł	ul. Kamienny Most 6	16 675 05 86
Jelenia Góra	ul. Bankowa 34	75 753 30 98	Radom	ul. Traugutta 29	48 361 22 70
Kielce	ul. Sienkiewicza 47	41 366 02 15	Rzeszów	ul. Jagiellońska 9	17 852 05 21
Kołobrzeg	Plac Ratuszowy 5a/1	94 354 74 63	Siedlce	ul. Joselewicza 3	25 640 90 04
Kraków	ul. Pawia 5	12 632 70 11	Sieradz	ul. Sarańska 5	43 822 61 34
Lublin	ul. 1-go Maja 16 a	81 531 91 44	Szczecin	Plac Lotników 3 b	91 433 19 20
Łomża	ul. Dworna 12	86 215 41 99	Tarnobrzeg	ul. Wyspiańskiego 5	15 823 11 15
Łódź	ul. Piotrkowska 57	42 670 20 70	Tarnów	ul. Lwowska 72/96 c	14 629 11 98
Międzyrzecz	ul. Rynek 7	95 742 15 13	Warszawa	ul. Grzybowska 4	22 581 54 51
Nowy Sącz	ul. Nawojowska 4	18 443 53 91	Warszawa	ul. Żurawia 6/12	22 329 44 17
Olsztyn	al. Piłsudskiego 11/17	89 527 27 10	Zamość	ul. Piłsudskiego 27 a	84 638 54 03