

Pierwszy raport analityczny SII na temat Centrum Medycznego ENEL-MED opublikowany został w październiku 2014 roku. Sprawdziliśmy, co istotnego wydarzyło się w Spółce od tamtego czasu.

Poniżej przedstawiamy aktualizację raportu [Centrum Medyczne ENEL-MED](#).

#### Spis treści:

1. Profil działalności Spółki
2. Struktura właścicielska i organizacyjna
3. Analiza wyników finansowych
4. Analiza wskaźnikowa
5. Plany strategiczne Spółki i jej perspektywy
6. Analiza techniczna
7. Podsumowanie raportu

# Centrum Medyczne ENEL-MED

## 1. Profil działalności Spółki

Od momentu publikacji pierwszego raportu analitycznego SII na temat Spółki jej zakres działalności zmienił się niewiele, a Emitent pozostaje jednym z wiodących prywatnych operatorów usług medycznych w Polsce. Bynajmniej nie oznacza to jednak, że przez ostatni rok w Centrum Medycznym ENEL-MED nic się istotnego nie wydarzyło.

Centrum Medyczne ENEL-MED z powodzeniem kontynuuje realizację przyjętej strategii rozwoju na lata 2014-2016, a w ostatnim czasie kolejna część założonych w niej celów została osiągnięta. Warto między innymi wspomnieć o powstaniu pierwszej profilowanej placówki Spółki dedykowanej usługom komercyjnym - klinice medycyny estetycznej, która pod marką ESTELL uruchomiona została na początku grudnia poprzedniego roku w Warszawie. Oferta tej kliniki kierowana jest zarówno

do kobiet, jak i mężczyzn, obejmując swoim zakresem między innymi usługi z zakresu kosmetyki, medycyny i ginekologii estetycznej.

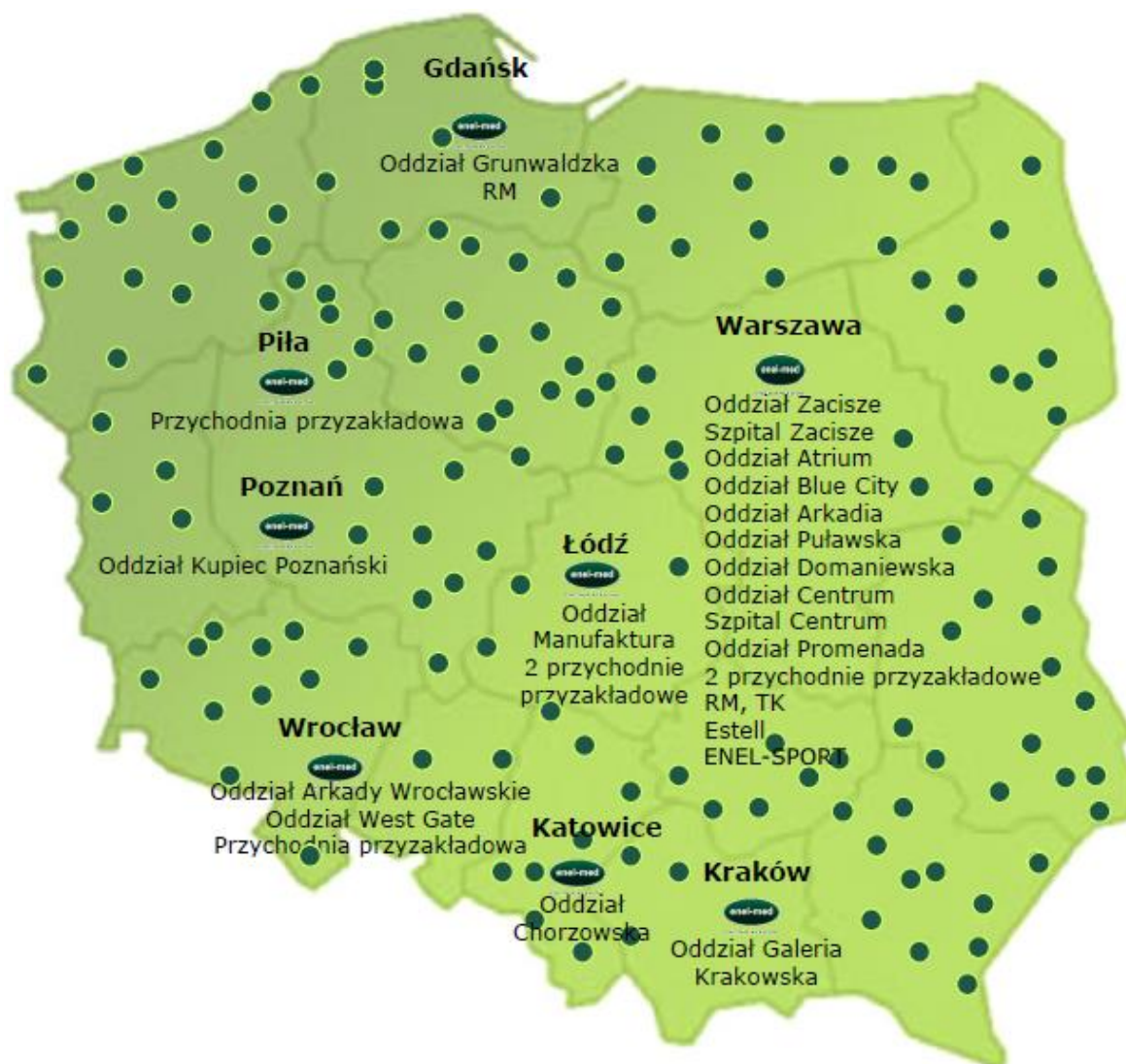
Ponadto pod koniec listopada 2015 roku Emitent otworzył w Warszawie klinikę medycyny sportowej pod marką ENEL-SPORT. Funkcjonuje ona we współpracy z drużyną piłkarską Legii Warszawa, jednak nie jest to przychodnia tylko i wyłącznie dla zawodników tego klubu - z jej oferty skorzystać mogą także sportowcy innych dyscyplin oraz osoby uprawiające sport amatorsko, w tym osoby po przebytych operacjach i urazach ortopedycznych, jak również osoby chcące zasięgnąć rady specjalistów w zakresie zdrowego odżywiania, odpowiedniego przygotowania do wysiłku czy ustalenia profesjonalnych planów treningowych. Nowo otwartą klinikę ENEL-SPORT charakteryzuje duża kompleksowość. Jej oferta obejmuje usługi w zakresie: konsultacji i diagnostyki (z wykorzystaniem nowoczesnego 3-teslowego rezonansu magnetycznego), rehabilitacji, leczenia nieoperacyjnego urazów sportowych oraz schorzeń ortopedycznych. Ponadto w zakresie leczenia operacyjnego klinika współpracuje ze szpitalem ortopedyczno-neurochirurgicznym należącym również do ENEL-MED - Szpitalem Centrum.

W ten sposób Centrum Medyczne ENEL-MED oferuje obecnie kompleksowe usługi w zakresie między innymi:

- podstawowej oraz specjalistycznej opieki ambulatoryjnej, obejmującej również rehabilitację oraz zabiegi wykonywane w trybie ambulatoryjnym,
- opieki stomatologicznej, w tym implantologii, protetyki i ortodoncji,
- badań diagnostyki obrazowej (m.in. przy użyciu tomografii komputerowej, rezonansu magnetycznego, USG i RTG),
- hospitalizacji, obejmującej zabiegi i operacje w wybranych specjalizacjach w trybie operacji planowych,
- medycyny wyjazdowej i interwencyjnych wizyt domowych oraz pomocy w nagłych zachorowaniach,
- medycyny estetycznej,
- medycyny sportowej.

W ciągu ostatnich miesięcy, poza klinikami medycyny estetycznej i sportowej, Spółka uruchomiła także inne placówki - powstały kolejne przychodnie wieloprofilowe (pierwsza placówka w Katowicach oraz druga placówka we Wrocławiu

z zaawansowaną stomatologią), jak również zwiększona została jej liczba gabinetów stomatologicznych w całym kraju. Obecnie do Centrum Medycznego ENEL-MED należą: 23 placówki medyczne (w tym 15 przychodni wieloprofilowych, 6 przychodni przyzakładowych, klinika medycyny estetycznej i klinika medycyny sportowej), 2 szpitale (Szpital Zacisze i Szpital Centrum) oraz 46 gabinetów stomatologicznych. Emitent współpracuje ponadto z ponad 1400 placówkami partnerskimi na terenie całego kraju.



Źródło: Emitent.

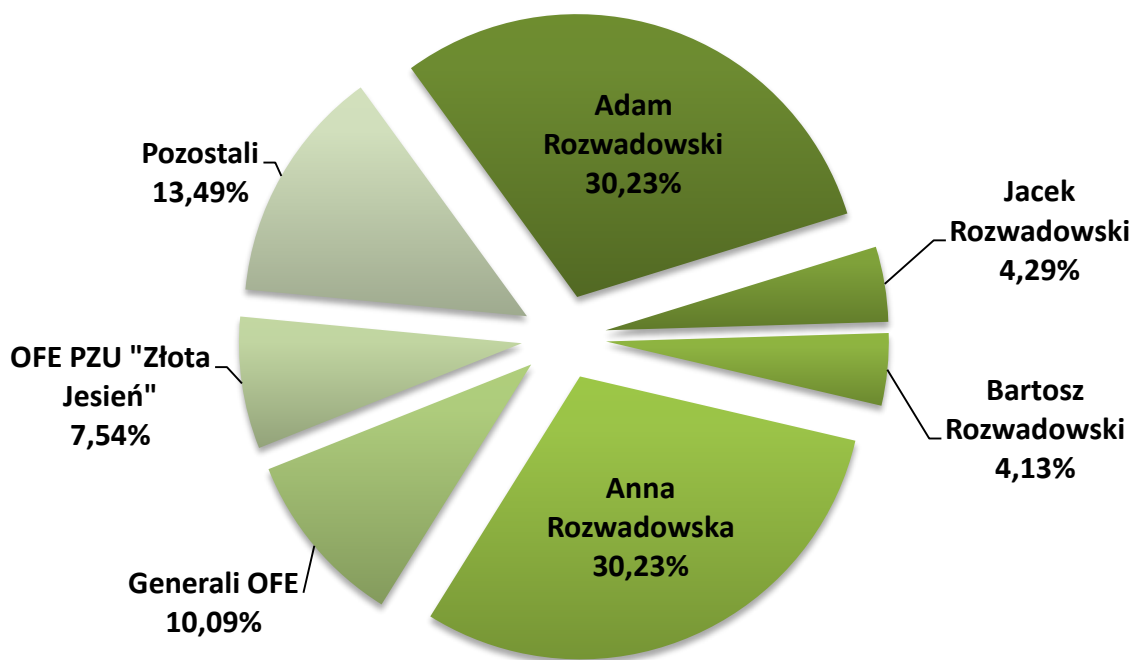
## 2. Struktura właścicielska i organizacyjna

Kapitał zakładowy Spółki wynosi 23.566.900 zł i składa się z 23.566.900 akcji. Jego wysokość w ostatnim czasie się nie zmieniła. W porównaniu do poprzedniego raportu

analitycznego SII niewielkie zmiany zaszyły za to w strukturze akcjonariatu. Poprzez nabycie 18.905 akcji zaangażowanie w Spółce do poziomu 4,29 proc. zwiększył Jacek Rozwadowski - Wiceprezes Zarządu Centrum Medycznego ENEL-MED. Biorąc dodatkowo pod uwagę wykaz akcjonariuszy posiadających co najmniej 5 proc. głosów na Zwyczajnym Walnym Zgromadzeniu Spółki w dniu 20 maja 2015 roku, wnioskować można, że stan posiadania zmienił się także w przypadku funduszu emerytalnego OFE PZU „Złota Jesień” (wzrost z 7,13 proc. do 7,54 proc.).

Dominującym akcjonariuszem Emitenta niezmiennie pozostaje jego założyciel i Prezes Zarządu - Adam Rozwadowski, który samodzielnie posiada akcje stanowiące 30,23 proc. ogólnej liczby głosów i kapitału zakładowego Spółki, a wspólnie z żoną i dwoma synami udział ten wynosi 68,88 proc.

### Struktura akcjonariatu ENEL-MED

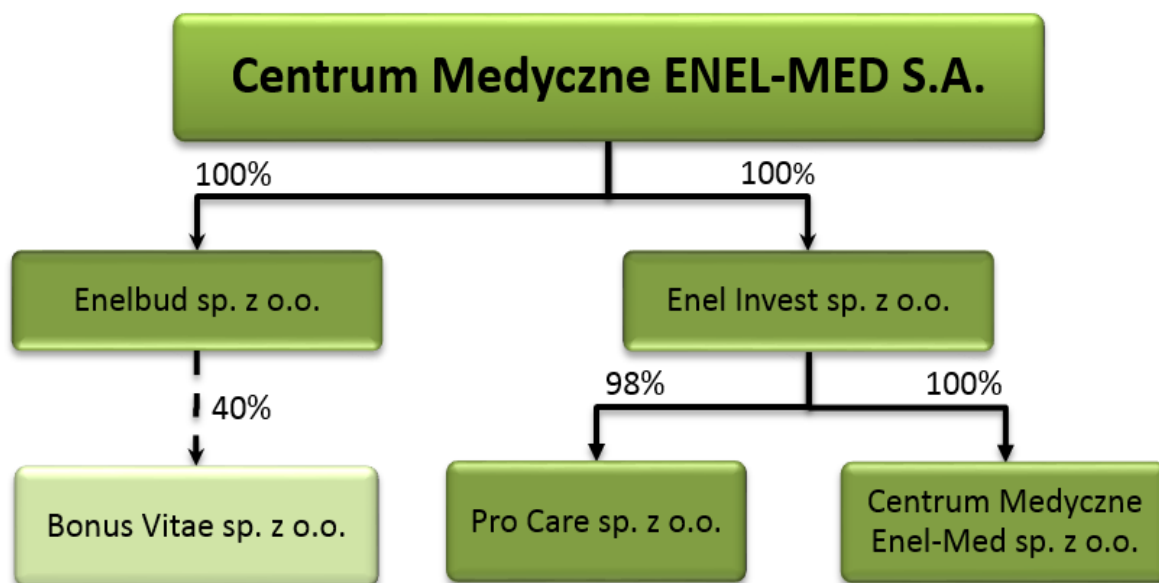


Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów bieżących Emitenta.

Centrum Medyczne ENEL-MED tworzy Grupę Kapitałową, w skład której wchodzi jednostka dominująca Centrum Medyczne ENEL-MED S.A., a także dwie jednostki bezpośrednio zależne: Enelbud sp. z o.o. oraz Enel Invest sp. z o.o. (dawniej pod nazwą Centrum Medyczne Diagnostyka Obrazowa sp. z o.o.). Udział Spółki Centrum Medyczne ENEL-MED S.A. w spółce Enel Invest sp. z o.o. nie zmienił się w ciągu ostatnich miesięcy i nadal wynosi 100 proc. Spółka Centrum Medyczne

ENEL-MED S.A., poprzez nabycie 20 proc. pozostałych udziałów, zwiększyła za to swoje zaangażowanie w spółce Enelbud sp. z o.o. do poziomu 100 proc.

Dodatkowo spółka Enelbud sp. z o.o. ma 40 proc. udziałów w spółce Bonus Vitae sp. z o.o., natomiast spółka Enel Invest sp. z o.o. posiada udziały w spółkach Pro Care sp. z o.o. i Centrum Medyczne Enel-Med sp. z o.o., stanowiące odpowiednio 98 i 100 proc. w ich kapitale zakładowym. Dwa ostatnie wymienione wyżej podmioty weszły w skład Grupy Kapitałowej Centrum Medyczne ENEL-MED niedawno, bowiem w drugiej połowie 2015 roku.



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta.

Przedmiotem działalności spółki Pro Care sp. z o.o. ma być działalność operacyjna w sektorze domów długoterminowej opieki medycznej. Spółka Centrum Medyczne Enel-Med sp. z o.o. została natomiast nabyta ze względu na posiadaną nieruchomość, w której mieści się biuro Centrum Medycznego ENEL-MED. W ten sposób Emitent nie musi płacić podmiotowi zewnętrznemu za wynajem powierzchni biurowej, a w przyszłości, w razie takiej potrzeby, przejęta nieruchomość (obecnie jest przedmiotem leasingu) może stanowić zabezpieczenie zaciąganego długu.

### 3. Analiza wyników finansowych

Analizę rachunku zysków i strat Emitenta można przeprowadzić na podstawie danych jednostkowych, które w tym przypadku różnią się niewiele od danych

skonsolidowanych. Działalność operacyjna prowadzona jest bowiem niemal wyłącznie w jednostce dominującej Centrum Medyczne ENEL-MED S.A., a wyniki finansowe spółek zależnych są mało istotne. Takie podejście umożliwia przy tym bardziej miarodajne porównywanie danych finansowych, uwzględniające korektę wpływu sprzedaży spółki zależnej Centrum Medyczne Diagnostyka sp. z o.o., która to transakcja została dokonana w czerwcu 2014 roku.

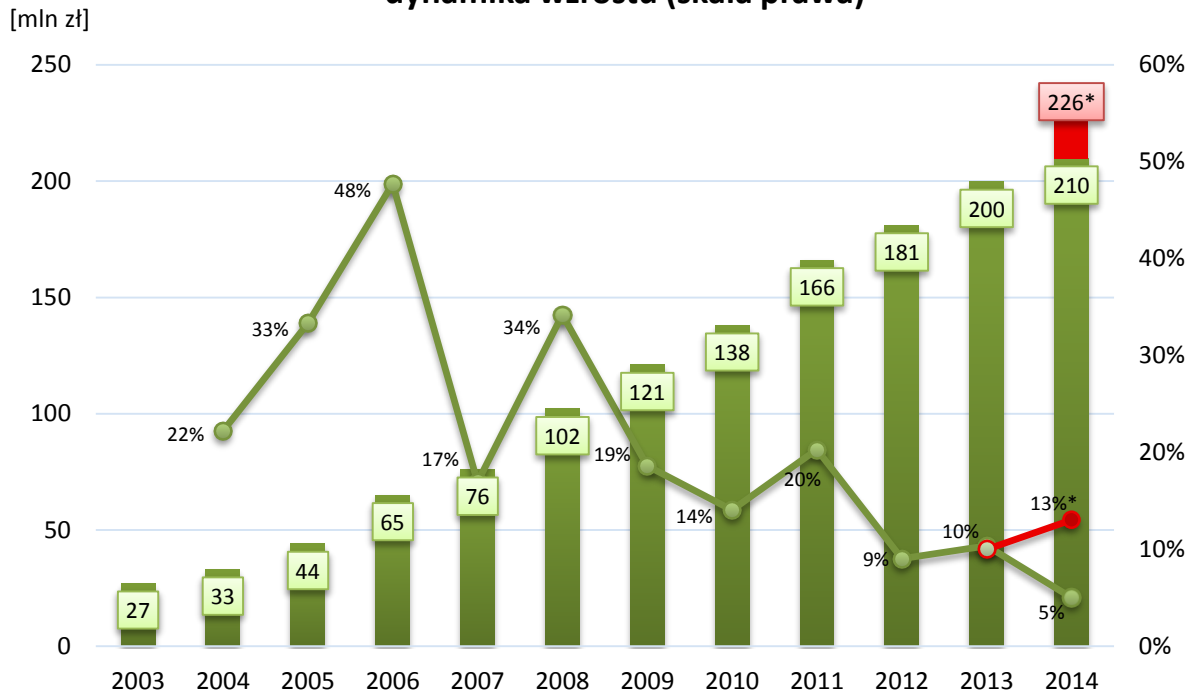
Wybrane jednostkowe dane finansowe (tys. zł)	1-3Q 2015 r.	1-3Q 2014 r.	2014 r.	2013 r.
Przychody ze sprzedaży	171 724	155 490	209 773	199 760
Zysk brutto ze sprzedaży	14 952	16 363	21 765	18 695
Zysk z działalności operacyjnej (EBIT)	3 251	38 213	38 596	5 218
Zysk netto	1 894	41 620	41 449	1 886

*Źródło: opracowanie własne na podstawie skonsolidowanych raportów okresowych Emitenta.*

Po trzech pierwszych kwartałach bieżącego roku przychody ze sprzedaży Centrum Medycznego ENEL-MED wyniosły 171,7 mln zł i były wyższe w porównaniu do analogicznego okresu poprzedniego roku o 10,4 proc. Warto jednak zaznaczyć, że wynik za rok poprzedni częściowo zawiera także przychody generowane przez 7 placówek diagnostycznych, które wraz ze spółką zależną Centrum Medyczne Diagnostyka sp. z o.o. zostały sprzedane w czerwcu 2014 roku. Nie uwzględniając wyników wypracowanych przez sprzedaną część diagnostyczną, w trzech pierwszych kwartałach bieżącego roku przychody ze sprzedaży Spółki były wyższe o 16,3 proc. w porównaniu do analogicznego okresu rok wcześniej oraz o blisko 32 proc. w porównaniu do trzech pierwszych kwartałów 2013 roku.

Pozytywna tendencja widoczna jest także w długim okresie, a Emitent nieprzerwanie od kilkunastu lat notuje dodatnią dynamikę wzrostu sprzedaży. W minionym roku dynamika ta dosyć istotnie wyhamowała, a w porównaniu z 2013 rokiem przychody ze sprzedaży zwiększyły się o 5 proc., wynosząc 210 mln zł. Ponownie w dużej mierze był to jednak efekt sprzedaży 7 placówek diagnostycznych, które ujemowane były w wynikach Centrum Medycznego ENEL-MED tylko do końca kwietnia 2014 roku. Według szacunków Emitenta, gdyby nie powyższa transakcja, przychody ze sprzedaży za rok 2014 byłyby wyższe w porównaniu z rokiem poprzednim o ok. 13 proc. i wyniosłyby ok. 226 mln zł.

## Jednostkowe przychody ze sprzedaży Emitenta (skala lewa) i ich dynamika wzrostu (skala prawa)



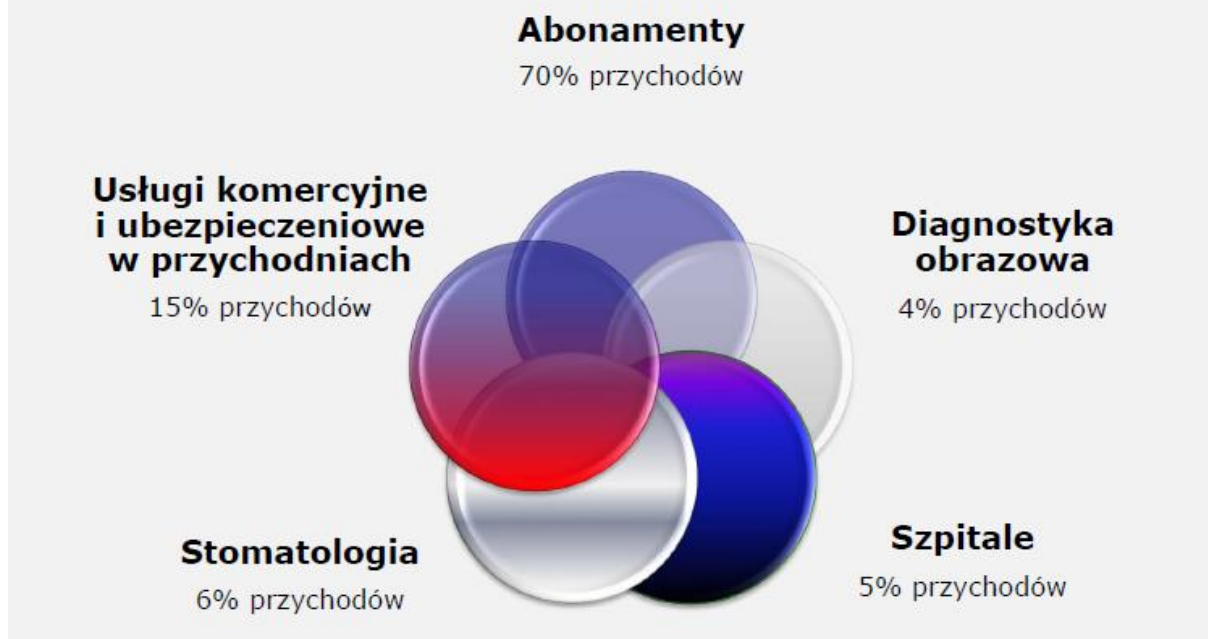
*\*Prognozowane przez Emitenta przychody ze sprzedaży i roczna dynamika ich wzrostu przy założeniu braku sprzedaży udziałów w spółce zależnej Centrum Medyczne Diagnostyka sp. z o.o.*

*Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych i prezentacji wyników Emitenta.*

W strukturze sprzedaży Centrum Medycznego ENEL-MED niezmiennie dominują przychody z abonamentów, które w pierwszych dziewięciu miesiącach 2015 roku stanowiły 70 proc. Udział następných pod tym względem w kolejności usług komercyjnych i ubezpieczeniowych pozostaje względnie stały, oscylując wokół poziomu 15 proc., choć otwarcie komercyjnych placówek medycyny estetycznej i medycyny sportowej może wpłynąć na wzrost znaczenia tego segmentu operacyjnego w przyszłości. Pomimo systematycznego zwiększania liczby gabinetów stomatologicznych udział stomatologii w przychodach ze sprzedaży Emitenta nieznacznie się zmniejszył i wynosi obecnie ok. 6 proc. - niewiele więcej niż segmentu szpitali, którego udział jest równy 5 proc. Segment diagnostyki obrazowej, którego znaczenie istotnie zmalało na skutek przeprowadzanej transakcji zbycia 7 placówek diagnostycznych w 2014 roku, powoli się odbudowuje, a po trzech kwartałach bieżącego roku generowane przez niego przychody stanowiły 4 proc. w strukturze sprzedaży Grupy Kapitałowej Centrum Medyczne ENEL-MED.



## Struktura sprzedaży Centrum Medycznego ENEL-MED w pierwszych trzech kwartałach 2015 roku



Źródło: Emitent.

Zysk brutto na sprzedaży po trzech pierwszych kwartałach 2015 roku wyniósł blisko 15 mln zł i był niższy w porównaniu do analogicznego okresu rok wcześniej o 8,6 proc., co jest efektem szybszego tempa wzrostu kosztów sprzedanych produktów, towarów i materiałów (12,7 proc.) od tempa wzrostu przychodów ze sprzedaży w tym samym okresie (10,4 proc.). Przyczyn takiego stanu rzeczy należy szukać w działaniach inwestycyjnych Spółki - Centrum Medyczne ENEL-MED zwiększa ilość swoich placówek, które w początkowych miesiącach działalności, działając przy niepełnym potencjale (niskim zapętnieniu), nie są jeszcze rentowne (skokowo rosnące koszty stałe przy początkowo niskim tempie wzrostu sprzedaży).

W okresie trzech pierwszych kwartałów 2015 roku Emitent wypracował 3,3 mln zł zysku operacyjnego oraz 1,9 mln zł zysku netto w porównaniu do odpowiednio 38,2 i 41,6 mln zł w analogicznym okresie rok wcześniej. Tak znaczący spadek zysku operacyjnego i netto to konsekwencja dokonanej i zaksięgowanej w 2014 roku sprzedaży spółki zależnej Centrum Medyczne Diagnostyka, na skutek której zrealizowany został dodatkowy zysk pozaoperacyjny w wysokości 35,6 mln zł.



Skonsolidowane przepływy pieniężne (tys. zł)	1-3Q 2015	1-3Q 2014 r.	2014 r.	2013 r.
Działalność operacyjna	5 356	9 900	12 374	17 516
Działalność inwestycyjna	(23 332)	47 871	44 147	(2 263)
Działalność finansowa	(2 744)	(7 336)	(10 194)	(9 247)
Przepływy pieniężne netto razem	(20 720)	50 435	46 326	6 006

*Źródło: opracowanie własne na podstawie skonsolidowanych raportów okresowych Emitenta.*

Przepływy pieniężne Grupy Kapitałowej Centrum Medyczne ENEL-MED w pierwszych dziewięciu miesiącach bieżącego roku były ujemne, a stan środków pieniężnych w tym okresie zmniejszył się o 20,7 mln zł. Jest to głównie skutek ujemnych przepływów z działalności inwestycyjnej, w tym w szczególności realizacji planów inwestycyjnych Spółki oraz ulokowania sporej części gotówki (blisko 10 mln zł) w pieniężnych i dłużnych funduszach inwestycyjnych o niskim ryzyku. Wysokie przepływy z działalności inwestycyjnej w roku poprzednim spowodowane były natomiast rozliczeniem transakcji sprzedaży 7 placówek diagnostycznych, w ramach którego Emitent otrzymał 52,5 mln zł. Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej pozostają stabilne, wynosząc 5,4 mln zł po trzech kwartałach 2015 roku.

Wybrane elementy skonsolidowanego bilansu (tys. zł)	30.09.2015 r.	31.12.2014 r.
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>119 810</b>	<b>99 184</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	113 594	93 922
Pozostałe aktywa finansowe	2 308	1 046
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>62 698</b>	<b>70 893</b>
Należności handlowe	12 098	10 901
Aktywa finansowe dostępne do sprzedaży	9 682	-
Pozostałe aktywa finansowe	235	4 401
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	34 913	51 872
<b>Kapitał własny ogółem</b>	<b>109 310</b>	<b>109 808</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>18 747</b>	<b>17 424</b>
Kredyty i pożyczki	11 489	10 119
Pozostałe zobowiązania finansowe	1 785	2 457
Rezerwy z tytułu odroczonego podatku dochodowego	5 159	4 510
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>54 451</b>	<b>42 844</b>
Kredyty i pożyczki	20 350	16 498
Pozostałe zobowiązania finansowe	9 986	1 355
Zobowiązania handlowe	16 033	18 394
Pozostałe zobowiązania	6 790	4 621
<b>Suma bilansowa</b>	<b>182 508</b>	<b>170 076</b>

*Źródło: opracowanie własne na podstawie skonsolidowanych raportów okresowych Emitenta.*

Na koniec września 2015 roku suma aktywów Grupy Kapitałowej Centrum Medyczne ENEL-MED wynosiła 182,5 mln zł, z czego aktywa trwałe stanowiły 65,6 proc., a aktywa obrotowe 34,4 proc.

Wśród aktywów trwałych zdecydowanie dominują rzeczowe aktywa trwałe, które na koniec trzeciego kwartału bieżącego roku wynosiły 113,6 mln zł. W porównaniu do poprzednich okresów nastąpił wyraźny wzrost wartości tej pozycji (o 18,6 mln zł w porównaniu do końca czerwca 2015 roku), co tłumaczyć można głównie włączeniem do konsolidacji aktywów spółki Centrum Medyczne Enel-Med sp. z o.o. na skutek przejęcia jej udziałów dokonanego na początku sierpnia 2015 roku.

W przypadku aktywów obrotowych Grupy Kapitałowej Centrum Medyczne ENEL-MED największą pozycję stanowią środki pieniężne i ich ekwiwalenty, których względnie wysoki stan jest skutkiem dokonanej w czerwcu 2014 roku sprzedaży 7 placówek diagnostycznych. W związku ze stopniową realizacją planu inwestycyjnego wartość środków pieniężnych stopniowo się zmniejsza - na dzień 30 września 2015 roku wynosiły one 34,9 mln zł wobec 51,8 mln zł na koniec 2014 roku. Zauważyć przy tym jednak należy, że spora część z nich (blisko 10 mln zł) ulokowana została w gotówkowych i pieniężnych funduszach inwestycyjnych o niskim ryzyku, co przedstawia w bilansie pozycja aktywa finansowe dostępne do sprzedaży. Ponadto ok. 2,5 mln zł stanowiły udzielone przez Emitenta pożyczki (długoterminowe i krótkoterminowe) ujmowane jako pozostałe aktywa finansowe (2,3 mln zł jako aktywa trwałe oraz 0,2 mln zł jako aktywa obrotowe). Należności handlowe na koniec września 2015 roku miały natomiast wartość 12,1 mln zł.

Głównym źródłem finansowania działalności Emitenta jest jego kapitał własny, którego wartość na koniec września 2015 roku wynosiła 109,3 mln zł i stanowiła blisko 60 proc. sumy pasywów. Kwota zobowiązań ogółem, równa 73,2 mln zł, odpowiadała natomiast 40 proc. sumy pasywów, z czego zobowiązania długoterminowe były równe 18,7 mln zł, a zobowiązania krótkoterminowe 54,5 mln zł.

Łączna kwota kredytów i pożyczek Grupy Kapitałowej Centrum Medyczne ENEL-MED wynosiła na koniec września 2015 roku 31,8 mln zł, z czego część długoterminowa miała wartość 11,5 mln zł, a część krótkoterminowa (w tym kredyt w rachunku bieżącym) 20,3 mln zł. Poza kredytami i pożyczkami w zobowiązaniach

długoterminowych dosyć istotną pozycją (5,2 mln zł) były również rezerwy z tytułu odroczonego podatku dochodowego. Jeśli chodzi natomiast o zobowiązania krótkoterminowe, wspomnieć należy o zobowiązaniach handlowych (16 mln zł), pozostałych zobowiązaniach finansowych (10 mln zł) oraz pozostałych zobowiązaniach (6,8 mln zł). Te dwie ostatnie wyżej wymienione pozycje w ostatnim okresie znacząco wzrosły, co tłumaczyć można przejęciem spółki Centrum Medyczne Enel-Med sp. z o.o. Pod pozycją pozostałe zobowiązania finansowe kryją się zobowiązania leasingowe, natomiast wśród pozostałych zobowiązań wymienić można przede wszystkim zobowiązania z tytułu podatków i zobowiązania wobec pracowników.

#### 4. Analiza wskaźnikowa

Podobnie jak w przypadku analizy rachunku zysków i strat analizę rentowności Centrum Medycznego ENEL-MED warto przeprowadzić na podstawie danych jednostkowych, po wyłączeniu wpływu sprzedanych w 2014 roku 7 placówek diagnostycznych, co umożliwi bardziej miarodajne porównanie wyników.

Marża EBITDA Emitenta (dane jednostkowe)*	1-3Q 2015 r.	1-3Q 2014 r.	1-3Q 2013 r.
Przychody ze sprzedaży	171 724	147 594	130 123
EBITDA	11 151	10 562	6 971
Marża EBITDA	6,49%	7,16%	5,36%

*\*Dane za okres od 1 stycznia do 30 września 2013 roku oraz od 1 stycznia do 30 września 2014 roku zostały skorygowane poprzez wyłączenie wpływu na wyniki działalności 7 placówek diagnostycznych sprzedanych przez Emitenta w czerwcu 2014 roku.*

*Źródło: opracowanie własne na podstawie szacunków Emitenta.*

W trzech pierwszych kwartałach bieżącego roku marża EBITDA Emitenta wyniosła 6,49 proc. wobec 7,16 proc. w analogicznym okresie rok wcześniej oraz wobec 5,36 proc. w trzech pierwszych kwartałach 2013 roku. Spadek marży EBITDA o 0,67 punktu procentowego w porównaniu do poprzedniego okresu jest konsekwencją realizacji przez Centrum Medyczne ENEL-MED planu inwestycyjnego poprzez wzrost liczby placówek - wraz z ich uruchamianiem skokowo rosły koszty

stałe, natomiast przychody ze sprzedaży zwiększają się stopniowo (potrzeba czasu, aby zapętnienie nowych placówek osiągnęło zakładany poziom).

Wybrane wskaźniki finansowe Emitenta (dane skonsolidowane)	30.09.2015 r.	31.12.2014 r.	31.12.2013 r.
Wskaźnik płynności bieżącej	1,15	1,65	0,51
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	0,40	0,35	0,50

*Źródło: opracowanie własne na podstawie jednostkowych raportów okresowych Emitenta.*

Do analizy płynności i zadłużenia Emitenta wybrano dane skonsolidowane. Na dzień 30 września 2015 roku wskaźnik płynności bieżącej Grupy Kapitałowej Centrum Medyczne ENEL-MED przyjmował wartość 1,15, co oznacza dosyć spory spadek w porównaniu z końcem 2014 roku, kiedy to był on równy 1,65. Taki stan rzeczy tłumaczyć można jednak dokonaniem w sierpniu bieżącego roku przejęciem spółki Centrum Medyczne Enel-Med sp. z o.o., na skutek czego istotnie się zwiększyły (z 1,4 do 10 mln zł) krótkoterminowe pozostałe zobowiązania finansowe (będące odzwierciedleniem zobowiązań leasingowych w związku z posiadaną nieruchomością) - a tym samym wzrosła suma wszystkich zobowiązań krótkoterminowych Emitenta. Jeszcze na koniec półrocza 2015 roku, a więc niedługo przed dokonaniem przejęcia spółki Centrum Medyczne Enel-Med sp. z o.o., wskaźnik płynności bieżącej wynosił 1,66. Analizując płynność Emitenta, zwrócić warto także uwagę na wysoki poziom jego środków pieniężnych i ekwiwalentów - na koniec września bieżącego roku wynosił on blisko 35 mln zł, plus dodatkowo ok. 10 mln zł gotówki ulokowane zostało w gotówkowych i pieniężnych funduszach inwestycyjnych (co obrazują w bilansie aktywa finansowe dostępne do sprzedaży). Suma obu powyższych pozycji pokrywa 82 proc. wszystkich zobowiązań krótkoterminowych Centrum Medycznego ENEL-MED.

Wskaźnik ogólnego zadłużenia, liczony jako relacja kwoty wszystkich zobowiązań do wartości pasywów ogółem, był na koniec trzeciego kwartału bieżącego roku równy 0,4. W porównaniu ze stanem z grudnia 2014 roku odnotowano niewielki jego wzrost, jednak nadal pozostaje on na bezpiecznym poziomie. Na dzień 30 września 2015 roku suma wszystkich zobowiązań oprocentowanych (kredyty i pożyczki plus pozostałe zobowiązania finansowe) wynosiła 43,6 mln zł, co stanowiło 24 proc. wszystkich pasywów.

Patrząc w dłuższym terminie (w odniesieniu do końca 2013 roku), widać wyraźną poprawę wskaźników płynności bieżącej i ogólnego zadłużenia Emitenta.

Wybrane wskaźniki rynkowe Emitenta (09.12.2015 r.)	
Kapitalizacja (mln zł)	210,45
P/BV	1,93
P/E (TTM)*	88,43

Źródło: opracowanie własne na podstawie skonsolidowanych raportów okresowych Emitenta.

Według cen zamknięcia notowań z 9 grudnia 2015 roku wartość rynkowa Centrum Medycznego ENEL-MED wynosi 210,5 mln zł. Biorąc pod uwagę skonsolidowany zysk netto przypisany akcjonariuszom jednostki dominującej za ostatnie cztery kwartały, równy 2,38 mln zł, wskaźnik ceny do zysku (P/E) znajduje się na poziomie 88,43. Wskaźnik ceny do wartości księgowej (P/BV), liczony na podstawie wartości kapitału własnego Emitenta na dzień 30 września 2015 roku, wynosi natomiast 1,93.

## 5. Plany strategiczne Spółki i jej perspektywy

Centrum Medyczne ENEL-MED konsekwentnie realizuje przyjętą strategię rozwoju na lata 2014-2016. Zgodnie z jej założeniami w ostatnich miesiącach Emitent otworzył dwie nowe przychodnie wieloprofilowe - w Katowicach, we Wrocławiu oraz klinikę medycyny sportowej ENEL-SPORT. Ponadto w najbliższym czasie powinna zostać uruchomiona druga placówka w Katowicach, a także dwie następne w Warszawie (w pierwszym kwartale 2016 roku przy ul. Postępu, natomiast w drugim kwartale 2016 roku przy ul. Przyokopowej). Do tego planowane są otwarcia kolejnych przychodni wieloprofilowych ogólnomedycznych w kraju, a także powiększenie potencjału w Łodzi (poprzez rozbudowę placówki obecnie już tam funkcjonującej).

Zwiększająca się liczba przychodni wieloprofilowych ma wpływ na rosnące z okresu na okres przychody ze sprzedaży Spółki, w tym przede wszystkim segmentu abonamentów. Trzeba mieć jednak na uwadze, że potrzeba czasu, aby nowo otwierane placówki były w pełni rentowne - według szacunków Emitenta osiągnięcie pełnego planowanego potencjału w Warszawie trwa około pół roku, natomiast w przypadku pozostałych miast to zazwyczaj 2-3 lata. W konsekwencji w początkowych okresach uruchamianie nowych placówek może mieć negatywny wpływ na rentowność Centrum Medycznego ENEL-MED (koszty stałe rosną skokowo, natomiast wzrost przychodów ze sprzedaży jest stopniowy).

Kolejnym celem Emitenta jest zwiększenie sprzedaży usług komercyjnych, a działania podejmowane w tym zakresie przynoszą pozytywne rezultaty. Choć w strukturze sprzedaży Spółki usługi komercyjne pozostają na względnie niskim poziomie (30 proc. biorąc pod uwagę łączną sprzedaż segmentów: usługi komercyjne i ubezpieczeniowe w przychodniach, diagnostyka obrazowa, stomatologia oraz szpitale), w ostatnich miesiącach odnotowano wysoką dynamikę wzrostu wyników tego obszaru działalności (brak zwiększenia udziału usług komercyjnych w strukturze sprzedaży wynika z faktu, że w tym samym okresie wzrosły również przychody ze sprzedaży abonamentów). W przyszłości usługi komercyjne powinny zyskać mocniej na znaczeniu, do czego przyczynią się otwarcia kliniki medycyny estetycznej ESTELL oraz kliniki medycyny sportowej ENEL-SPORT (obie są placówkami czysto komercyjnymi). Szczególnie duże nadzieje wiązać można przy tym z drugą z wyżej wymienionych klinik, a według szacunków Emitenta zwrot z tej inwestycji nastąpi w ciągu około 3 lat. Ponadto zamiarem Spółki jest uruchomienie, również na terenie klubu Legia Warszawa, filii ENEL-SPORT - tym razem dedykowanej głównie dzieciom. Zakres jej usług będzie koncentrować się przede wszystkim na zdrowiu małych sportowców. W ofercie znajdą się również nowe usługi przeznaczone dla dorosłych pacjentów - zajęcia fitness, treningi z trenerem indywidualnym, a także odnowa biologiczna i SPA.

Do wzrostu sprzedaży usług komercyjnych prowadzi także systematyczne zwiększanie liczby gabinetów stomatologicznych Emitenta, których jest obecnie 46 w całej Polsce. W przyszłości ich ilość ma dalej rosnąć, przy czym każdorazowo wymaga to analizy lokalnego rynku pod kątem wielkości popytu na tego typu komercyjne (a zatem i płatne) usługi.

Wśród innych celów strategicznych Emitenta wymienić można rozwój domów długoterminowej opieki nad osobami starszymi. Początkowo budowę takich ośrodków, które miały mieścić się w Głuchołazach, zamierzano rozpocząć już na początku 2015 roku. Cel ten musiał zostać jednak nieco zmodyfikowany (co istotne, Spółka nie poniosła żadnych kosztów finansowych związanych z tym projektem).

Obecne plany Spółki zakładają budowę sieci domów długoterminowej opieki dla osób starszych z demencją, które mają zostać zlokalizowane w okolicach dużych

aglomeracji i pomieścić 60-90 osób. Według analiz Emitenta zapotrzebowanie na tego typu ośrodki w Polsce jest znacznie większe niż obecne możliwości rynkowe, a zapewnienie zakładanego potencjału powinno nastąpić szybciej niż w przypadku niektórych nowych placówek medycznych. Realizacja planu ma się odbywać stopniowo, przy finansowaniu częściowo pochodzącym z kapitału własnego i częściowo z kapitału obcego. Projekt zakłada współpracę Spółki z dwoma partnerami z branży budowlanej (co ma zapewnić niskie koszty wykonania), a Centrum Medyczne ENEL-MED ma być w nim operatorem ośrodków ze swoim większościowym udziałem. Zanim jednak Emitent przystąpi do realizacji powyższej inwestycji, wcześniej swoich sił w obszarze długoterminowej opieki dla osób starszych zamierza spróbować poprzez przejęcie spółki prowadzącej już taki ośrodek w Polsce. Pierwszy krok ku temu stanowi zawarta w tym tygodniu umowa nabycia udziałów w spółce prowadzącej ośrodek opiekuńczo-rehabilitacyjny w Ksawerowie koło Łodzi.

## 6. Analiza techniczna



Źródło: opracowanie własne w serwisie internetowym *Stooq.pl*.



Wolumen obrotu akcjami Spółki Centrum Medyczne ENEL-MED jest niewielki, przez co jej analiza techniczna jest utrudniona i ma ograniczone zastosowanie.

Na wykresie widać trend boczny z poziomem oporu na poziomie 12,8-13,3 zł oraz poziomem wsparcia znajdującym się w okolicy 8,5 zł. Obecny kurs notowań oscyluje wokół 9 zł.

## **7. Podsumowanie raportu**

Centrum Medyczne ENEL-MED z powodzeniem realizuje przyjętą strategię rozwoju na lata 2014-2016. Od momentu publikacji pierwszego raportu analitycznego SII, tj. od października 2014 roku, Spółka otworzyła dwie nowe przychodnie wieloprofilowe (w Katowicach oraz we Wrocławiu), a także dwie placówki komercyjne - klinikę medycyny estetycznej (ESTELL) oraz klinikę medycyny sportowej (ENEL-SPORT). Zwiększona została także liczba gabinetów stomatologicznych Emitenta.

Rozwój sieci placówek przekłada się na rosnące z okresu na okres przychody ze sprzedaży Spółki. Po trzech pierwszych kwartałach 2015 roku wyniosły one 171,7 mln zł i były wyższe w odniesieniu do analogicznego okresu poprzedniego roku o 16,3 proc. (wyłączając z wyników finansowych dla celów porównawczych wpływ działalności 7 placówek diagnostycznych sprzedanych w czerwcu 2014 roku). Z drugiej strony trzeba mieć na uwadze, że potrzeba czasu, aby nowo uruchamiane placówki stały się rentowne i działały przy pełnym zakładanym potencjale. Choć realizacja planów inwestycyjnych przebiega stopniowo, w krótkim terminie może mieć negatywny wpływ na poziom rentowności Emitenta. Potwierdzeniem tego może być obniżenie marży EBITDA za trzy pierwsze kwartały 2015 roku do poziomu 6,49 proc. wobec 7,16 proc. rok wcześniej.

W strukturze sprzedaży Centrum Medycznego ENEL-MED nadal zdecydowanie dominuje segment abonamentów. Usługi komercyjne notują jednak wysoką dynamikę wzrostu, a w przyszłości, między innymi dzięki uruchomieniu kliniki medycyny estetycznej i kliniki medycyny sportowej oraz zwiększaniu liczby gabinetów stomatologicznych, dodatkowo powinny zyskiwać na znaczeniu.

W najbliższym czasie uruchomiona ma zostać druga przychodnia wieloprofilowa w Katowicach, a także dwie kolejne w Warszawie. Planowane są także placówki w innych miastach Polski oraz rozbudowa już funkcjonującego oddziału w Łodzi. Ponadto Centrum Medyczne ENEL-MED, jak zapowiadano już ponad rok temu, zamierza zrealizować inwestycję w obszarze ośrodków długoterminowej opieki dla osób starszych, choć w nieco innej formie niż początkowo ogłaszano. Obecne plany Spółki zakładają budowę sieci takich domów w okolicach dużych aglomeracji we współpracy z dwoma partnerami z branży budowlanej.

### **Paweł Juszczyk**

*Analitik giełdowy SII*

[pjuszczyk@sii.org.pl](mailto:pjuszczyk@sii.org.pl)

*Autorzy niniejszej Analizy nie są powiązani w żaden sposób z Emitentem. Niniejsza Analiza powstała w związku z umową zawartą z Grupą Kapitałową Centrum Medyczne ENEL-MED S.A., obejmującą swoim zakresem m.in. przygotowanie raportu analitycznego. W ciągu ostatnich 12 miesięcy SII świadczyło również inne usługi z zakresu relacji inwestorskich Grupie Kapitałowej Centrum Medyczne ENEL-MED S.A. Ponadto Stowarzyszenie nie wyklucza złożenia oferty świadczenia takich usług Emitentowi w przyszłości.*

*Treść powyższej Analizy jest tylko i wyłącznie wyrazem osobistych poglądów jej autora i nie stanowi rekomendacji w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r. nr 206, poz. 1715). Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych oraz autor Analizy nie ponoszą jakiegokolwiek odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podejmowane na jej podstawie.*