

MEDICAL FACILITIES CORP

29.08.2023

www.rozumnyinvestor.cz

Odvětví	Chirurgické nemocnice (zejm. ortopedie)
Regiony	USA
Služby	Ortopedie, neurochirurgie, gynekologie, ORL, urologie, management bolesti...
Konkurenční výhoda	Jedny z nejoblíbenějších a nejkvalitnějších nemocnic v USA
Počet zaměstnanců	1593
Ticker - kde koupit	DR (Toronto – CAD) MFCSF (OTC USA – USD)
ISIN	CA58457V5036

Prezentace slouží výhradně k výukovým účelům a ne jako investiční doporučení.

Dokument slouží jako ukázka mé práce.

Web podniku:

<https://www.medicalfacilitiescorp.ca/>

Medical Facilities Corp (DR) – ISIN CA58457V5036

Medical Facilities Corp (DR) kanadská společnost, která vlastní čtyři specializované chirurgické nemocnice (specialty surgical hospitals) a ambulanční chirurgická centra (ambulatory surgical centres – ASCs) v USA. Americká populace stále roste a měla být růst i do budoucna, navíc, s tím, jak populace stárne, tak bude třeba více chirurgických zákroků. Zmíněné nemocnice se věnují mimo jiné např. ortopedii, bolesti, páteři či neurochirurgii. Jde o zavedené provozy s tím, že případná konkurence, tedy podobný nový provoz poblíž, by měl patrně negativní dopad na zájem o danou nemocnici.

Až do roku 2019 byla DR oblíbenou dividendovou akcí, kdy dividendová návratnost dosahovala 5-10 % ročně, jinak řečeno, šlo o oblíbenou akcii drobných investorů, které dividendy přirozeně přitahovala. Ovšem po sérii akvizic s malou návratností a růstu zadlužení se DR dostala do problémů a snížila dividendu na čtvrtinu. Cena akcie se propadla o cca 65 % za půl roku.

Během covidu DR využila také dotací (stimulu) od vlády a podařilo se jí snižovat zadlužení. Do společnosti vstoupili institucionální investoři, což vedlo k výměně většiny správní rady a managementu společnosti. V září 2022 společnost ohlásila novou strategii, která spočívá v ukončení dalších akvizic, prodeji nestěžejních aktiv, redukci režijních nákladů a zavést strategii pro navrácení kapitálu akcionářům.

DR pak začala masivně odkupovat své akcie. Počet akcií dosud klesl z 31 mil. na 25 mil. a DR pokračuje ve zpětných odkupech, které by při aktuálních cenách akcie měly vést ke zvýšení hodnoty pro zbývající akcionáře.

Investice do DR je tak speciální situace, která dost dobře může skončit prodejem všech podkladových aktiv. Je to možná něco podobného jako Unit Corp, který odměňuje akcionáře skrze dividendy, zatímco DR je (zatím) o zpětných odkupech akcií. Je možné, pokud cena akcie dále poroste, že DR se v budoucnu zaměří více na výplatu dividend. Aktuálně jsou zpětné odkupy tou správnou cestou.



Nemocnice

Dvě nemocnice generují většinu celkového zisku. Tou největší je SFSH: Sioux Falls Specialty Hospital, která provádí ortopedii, ORL, urologii, neurochirurgii, gynekologii, plastické operace, oftalmologii či zubní procedury. Za poslední tři roky byla tato nemocnice vyhlášena jako jedna z nejlepších v USA pro výměny kloubů.

Sioux Falls Specialty Hospital



Web Trasa Uložit Volat

4,6 ★★★★★ 84 recenzí Google ⓘ

Chirurgické centrum v Sioux Falls, Jižní Dakota



Druhou největší nemocnicí DR je BSHS: Black Hills Surgical Hospital. Opět jde o provoz v Jižní Dakotě, který provádí ortopedii, neurochirurgii a management bolesti. V roce 2023 byla tato nemocnice vyhlášena nejlepší americkou nemocnicí pro velký ortopedický zákrok organizací CareChex. Zmíněná ocenění stojí na využívání moderních robotů, které chirurgovi asistují při operaci.

Black Hills Surgical Hospital



Web Trasa Uložit Volat

4,9 ★★★★★ 459 recenzí Google ⓘ

Nemocnice v Rapid City, Jižní Dakota



Zbylé provozování jsou popsány v jednoduché [výroční zprávě](#). ASC provozování DR postupně prodávala.



Facilities

Specialty Surgical Hospitals

Arkansas Surgical Hospital

Oklahoma Spine Hospital

Black Hills Surgical Hospital

Sioux Falls Specialty Hospital

Ambulatory Surgery Centers

Newport Center Surgical

Brookside Surgery Center

Kapitálová struktura

Počet akcií: 25,06 mil.

Cena akcie: 9,11 CAD (=6,7 USD)

Tržní kapitalizace: 168 mil. USD

Dluh (před IFRS 16, tedy bez lease liabilities): 74 mil. USD

Dluh (včetně lease liabilities): 127 mil. USD

Čistý dluh (bez lease liabilities): 60 mil. USD

Enterprise value: 228 mil. USD

Struktura dluhu:

Revolving credit: 4 mil. USD

Long-term notes: 45 mil. USD

Korporátní dluh: 27 mil. USD (sazba SOFR + 1,4 %)

Dluh vypadá velmi zvládnutelně, vzhledem k vysokému volnému cash flow.

Společnost vyplácí kvartální dividendy 0,0805 CAD, tedy 0,322 CAD za rok, což odpovídá 3,5 % ročně. Ex-dividend data z minulého roku indikují, že ex-dividend datum bude i v budoucnosti na konci každého kvartálu.

Akcie se primárně obchoduje v Torontu (likvidita 29.000 akcií denně), ale je dostupná také v USA na OTC trhu se solidní likviditou (9.000 akcií denně).

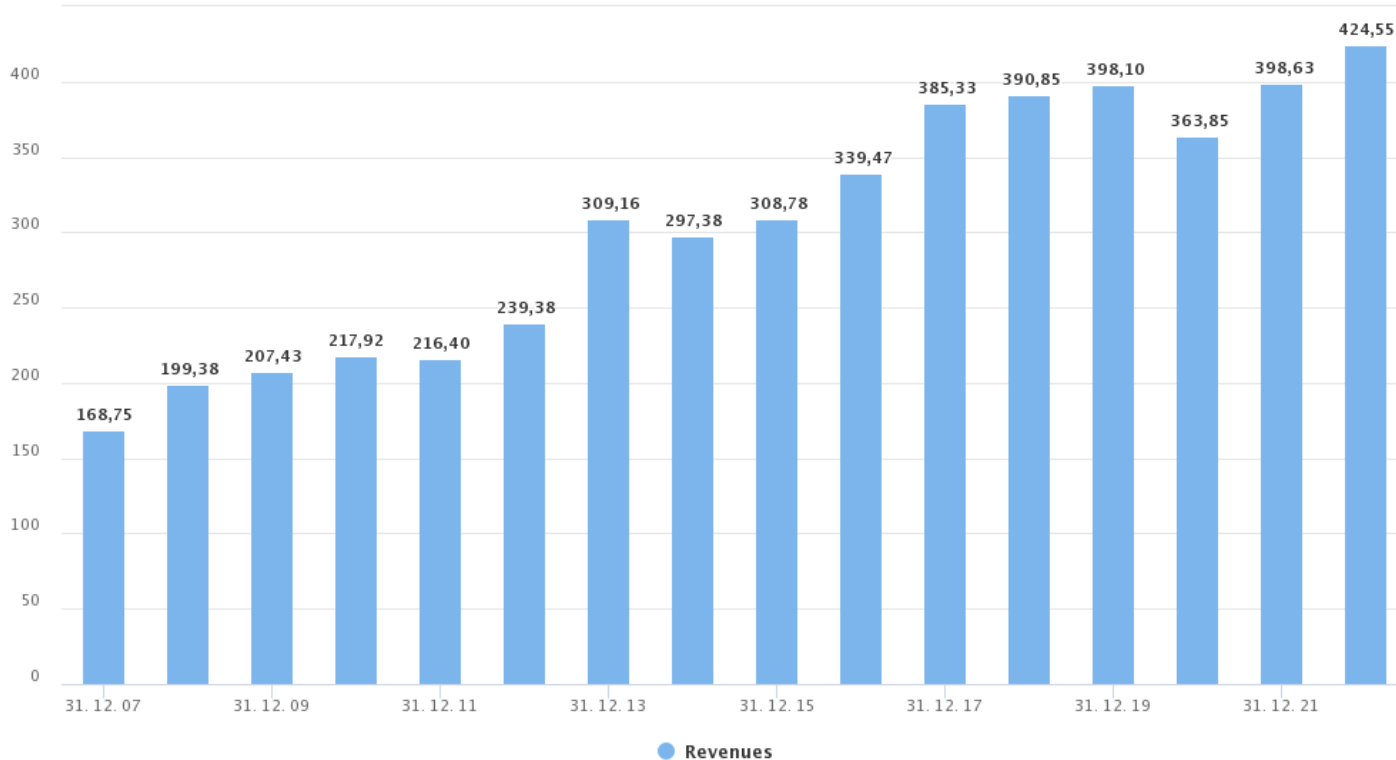


	Total Dividend (\$) per Share	Record Date	Payment Date	Declaration Date	Ex-Dividend Date
Q4	0.0805	30.12.2002	16.01.2023	19.12.2022	29.12.2022
Q3	0.0805	30.09.2022	15.10.2022	21.09.2022	28.09.2022
Q2	0.0805	30.06.2022	15.07.2022	21.06.2022	29.06.2022
Q1	0.0805	31.03.2022	14.04.2022	30.03.2022	30.03.2022

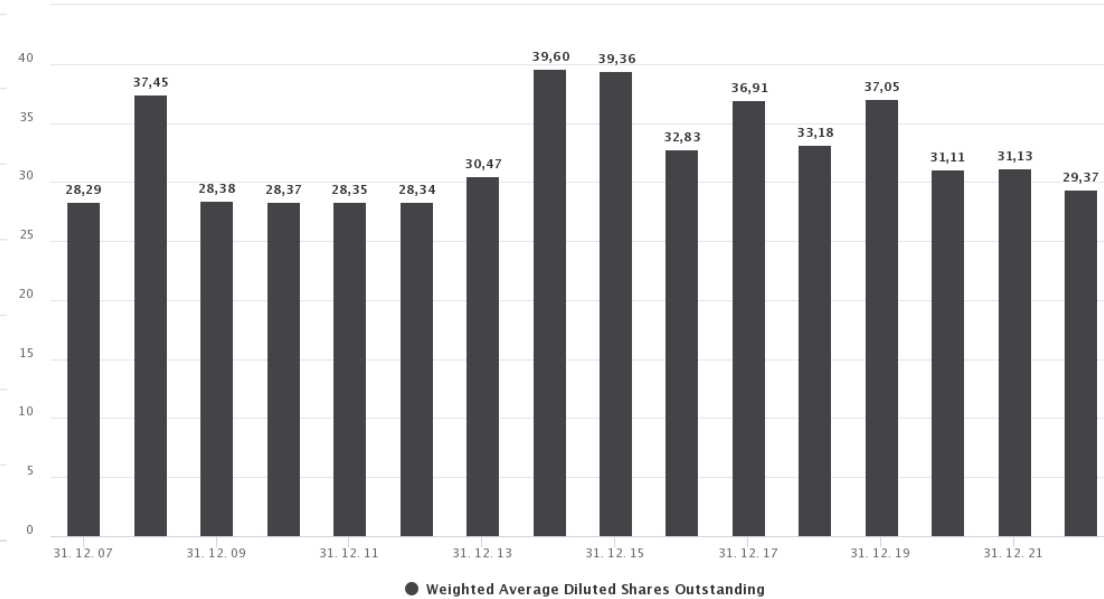
Hra na aktiva

DR vnímám jako hru na aktiva. Společnost vlastní nemocnice, které poskytují dlouhodobě pomalu rostoucí příjmy (viz graf níže). Tedy investiční teze spočívá v nákupu s výraznou slevou oproti férové hodnotě a poté čekání na to, až se cena akcie dostane na férovou hodnotu za tyto nemocnice. Investor může typicky v těchto situacích očekávat +50 % (nákup s 33% slevou) až +200 % (nákup s 66% slevou), ale ne několikanásobek nákupní ceny, protože společnost nenabízí možnost expanze s vysokou návratností kapitálu. Čekání by v tomto případě nemělo trvat věčně, jak se u některých akcií stává: tím, že management se zavázal navrátit hodnotu zpět akcionářům, existuje dobrá šance extrahovat tuto hodnotu do našich kapes.

Medical Facilities Corporation (DR)



Medical Facilities Corporation (DR)



Přehled dluhu a leasingů

Máme tu tabulky popisující dluh a leasingy. Splatnost těchto závazků je poměrně dobře rozložená v čase. Zde by neměl být problém. Jde o čísla z konce roku 2022. Např. korporátní dluh mezitím klesl na 27 mil. USD.

7. LONG-TERM DEBT AND LEASE LIABILITIES (Continued)

Each credit facility and note payable is secured by an interest in all property and a mortgage on real property owned by the respective Facility. These credit facilities and notes payable contain certain restrictive financial and non-financial covenants. As at December 31, 2022, the Facilities were in compliance with their covenants.

	2022		2021	
	Maturity	Balance	Balance	Effective Interest Rate
		\$	\$	%
Lease liabilities				
ASH	2023 - 2030	32,203	35,292	2.1 - 5.7
OSH	2023 - 2026	6,970	7,927	1.8 - 5.2
BHSH	2023 - 2032	4,033	3,868	2.4 - 5.2
SFSH	2023 - 2032	6,387	7,677	1.8 - 5.9
SCNC	2023 - 2027	2,856	631	2.0 - 5.7
MFC Nueterra ASCs	2023 - 2028	4,563	5,705	2.4 - 5.4
Corporate	2023 - 2025	349	230	3.4 - 6.4
Total lease liabilities		57,361	61,330	
Less current portion		(10,183)	(9,487)	
		47,178	51,843	

The following are the future maturities of long-term debt and lease liabilities for the years ending December 31:

	\$
2023	19,912
2024	14,312
2025	53,531
2026	11,392
2027 and thereafter	43,807
Future maturities of long-term debt and lease liabilities	142,954

7. LONG-TERM DEBT AND LEASE LIABILITIES

	Maturity	2022			2021	
		Authorized \$	Balance \$	Effective Interest Rate %	Balance \$	Effective Interest Rate %
Revolving credit facilities						
ASH	Oct 20, 2023	4,000	484	7.5	526	3.0
ASH	Jan 7, 2027	-	-	-	3,293	3.3
OSH	Jul 8, 2023	6,350	3,350	LIBOR+2.2	3,350	LIBOR+2.2
BHSH	Jul 31, 2023	6,000	500	SOFR+1.4	-	LIBOR+1.3
SFSH	Oct 1, 2023	10,000	-	BSBY+1.0	-	BSBY+1.0
SCNC	Jul 31, 2023	2,500	-	BSBY+3.3	-	BSBY+3.3
MFC Nueterra ASCs	Sep 2, 2024	500	7	6.0	-	4.3
		29,350	4,341		7,169	
Corporate credit facility						
Corporate	Aug 31, 2025	75,000	36,000	SOFR+1.4	26,000	LIBOR+1.5
Notes payable						
ASH	Jul 20, 2023		97	3.3	279	5.0
ASH	Aug 27, 2026		1,203	4.7	1,497	4.7
ASH	Jan 7, 2027		2,708	3.3	-	-
OSH	Nov 25, 2025		1,096	3.6	1,447	3.6
BHSH	Feb 19, 2024		59	3.8	112	3.8
BHSH	Oct 31, 2024		1,282	3.1	1,949	3.1
BHSH	Nov 15, 2025		4,754	1.8	4,978	1.8
BHSH	Nov 15, 2025		2,633	1.7	2,813	1.7
BHSH	Dec 10, 2025		800	6.0	-	-
BHSH	Jun 1, 2026		3,112	2.3	3,440	2.3
BHSH	May 10, 2027		898	4.0	1,079	4.0
BHSH	Aug 1, 2027		1,681	3.8	1,791	3.8
BHSH	Aug 1, 2027		122	3.8	219	3.8
SFSH	Mar 15, 2022		-	-	102	3.2
SFSH	Jan 1, 2024		238	4.3	447	4.3
SFSH	Apr 1, 2024		133	4.0	228	4.0
SFSH	Jun 1, 2025		460	2.2	637	2.2
SFSH	Feb 1, 2026		323	2.1	420	2.1
SFSH	Jun 1, 2026		409	2.4	505	2.4
SFSH	Dec 31, 2028		21,827	4.7	22,711	4.7
SFSH	Jul 1, 2029		778	4.8	876	4.8
SCNC	Aug 5, 2023		84	4.2	206	4.2
MFC Nueterra ASCs	Nov 30, 2022		-	-	12	3.5
MFC Nueterra ASCs	Nov 10, 2025		244	4.0	338	4.0
MFC Nueterra ASCs	Mar 4, 2026		78	4.6	105	4.6
MFC Nueterra ASCs	Oct 1, 2028		233	4.8	210	4.0
			45,252		46,401	
Total long-term debt			85,593		79,570	
Less current portion			(9,729)		(5,295)	
			75,864		74,275	

Minoritní podíly 1/2

DR vlastní pouze část těchto nemocnic a provozů (viz ownership interest – vlastnický podíl – v tabulce níže), rozpětí vlastnictví je 51-64 %, když pomínu Nuterra ASCs, která nemají na výsledky velký vliv. DR konsoliduje výsledky podkladových nemocnic do svých finančních výkazů, tedy čísla jsou jako kdyby DR držela 100 % a poté DR uvádí distribuce minoritám, pod položkou non-controlling interests.

Je to ovšem ještě složitější, minoritní vlastníci, obvykle doktoři, měli možnost vyměnit svůj podíl za akcie v DR. Takto vznikla položka „Exchangeable interest“, která popisuje procento vlastníků, kteří takto vyměnili svůj podíl za akcie DR. Toto má důsledky ve finančních výkazech společnosti – k tomuto se dostaneme při diskuzi výsledkovky.

Níže v tabulce máme vlastnický podíl DR (ownership interest). V ASH nedošlo k výměně za akcie, a tak zůstal vlastnický podíl 51 %. Naopak, v OSH došlo k výměně 13 %, což vedlo k navýšení vlastnického podílu na z 51 % na 64 %. Průměrný vlastnický podíl je 54 % (váženo dle příjmů jednotlivých zařízení – můj výpočet).

Toto rozlišení vlastnictví je důležité pro odhad hodnoty pro akcionáře. Část dluhu a všechny leasingy jsou na úrovni jednotlivých nemocnic, tedy minoritní vlastníci tyto dluhy sdílí s akcionáři DR.

Summary of Facility Information as of June 30, 2023

	Arkansas Surgical Hospital (“ASH”)	Oklahoma Spine Hospital (“OSH”)	Black Hills Surgical Hospital (“BHSH”)	Sioux Falls Specialty Hospital (“SFSH”)	The Surgery Center of Newport Coast (“SCNC”)	MFC Nueterra ASCs
Location	North Little Rock Arkansas	Oklahoma City Oklahoma	Rapid City South Dakota	Sioux Falls South Dakota	Newport Beach California	Three locations ⁽³⁾⁽⁴⁾
Year Opened	2005	1999	1997	1985	2004	1997-2003
Year Acquired by the Corporation	2012	2005	2004	2004	2008	2018
Ownership Interest	51.0%	64.0%	54.2%	51.0%	51.0%	30-59% ⁽³⁾⁽⁴⁾
Non-controlling Interest	49.0%	36.0%	45.8%	49.0%	49.0%	70-41% ⁽³⁾⁽⁴⁾
Exchangeable Interest	5.0%	1.0%	10.8%	14.0%	-	-
Size	126,000 sq ft	61,000 sq ft	86,000 sq ft	76,000 sq ft	7,000 sq ft	5,000-14,000 sq ft
Operating/Procedure Rooms	13/2	7/2	11 ⁽²⁾ /1	15/1	2/1	8/4
Overnight Rooms	41 ⁽¹⁾	25	26	33	-	-

MFC Partnership	Exchangeable Interests Exchanged (%)	Remaining Exchangeable Interests (%)	Distribution Entitlement (%)
ASH	0.0	5.0	49.0
OSH	13.0	1.0	36.0
BHSH	3.2	10.8	45.8
SFSH	0.0	14.0	49.0

Minoritní podíly 2/2

Tabulky níže nám ukazují výsledky jednotlivých nemocnic v letech 2022 a 2021. Rok 2021 byl příznivě ovlivněný stimulem od americké vlády, zatímco rok 2022 byl negativně ovlivněný nečekanou nutností vládní úvěr splatit (nebyl prominut), což snížilo čisté příjmy uvedených zařízení. Rok 2022 byl také negativně zasažený odpisem Goodwill (náklad) ve výši 16,5 mil USD (nepředstavuje odliv hotovosti) a inflací, což vedlo k poklesu marží, můžeme předpokládat, že toto by dlouhodobě neměl být velký problém.

9. NON-CONTROLLING INTEREST

The following tables summarize financial information in respect of the non-controlling interest of each Facility. The summarized financial information below represents amounts before intra-group eliminations.

December 31, 2022						
	ASH	OSH	BHSH	SFSH	SCNC	MFC Nueterra ASCs
	\$	\$	\$	\$	\$	\$
Non-controlling interest percentage	44%	35%	35%	35%	49%	37-70%
Current assets	15,315	21,404	18,012	37,352	3,871	5,538
Non-current assets	38,298	9,074	31,076	54,995	3,436	6,525
Current liabilities	14,324	9,975	9,049	17,082	1,972	3,631
Non-current liabilities	36,700	11,471	19,882	30,685	2,941	5,599
Equity attributable to owners of the Corporation	1,450	5,871	13,102	28,977	1,221	297
Non-controlling interest	1,139	3,161	7,055	15,603	1,173	2,536
Revenue and other income	73,230	75,749	98,314	134,132	9,617	23,347
Operating expenses	59,218	67,971	79,860	94,498	8,218	21,238
Net income attributable to owners of the Corporation	3,544	2,270	9,511	21,909	269	3
Net income attributable to non-controlling interest	2,785	1,222	5,122	11,797	259	369
Net income	6,329	3,492	14,633	33,706	528	372
Distributions to non-controlling interest	4,540	2,200	5,219	12,933	519	1,134
Cash flows from operating activities	6,120	496	15,733	35,870	927	343
Cash flows from investing activities	(1,061)	(209)	(2,620)	(1,546)	(157)	(762)
Cash flows from financing activities ⁽¹⁾	(11,692)	(7,025)	(15,450)	(35,419)	(808)	287
Net cash outflow	(6,633)	(6,738)	(2,337)	(1,095)	(38)	(132)

⁽¹⁾ Cash flows from financing activities include distributions paid to the Corporation and the holders of the non-controlling interest.

9. NON-CONTROLLING INTEREST (Continued)

December 31, 2021						
	ASH	OSH	BHSH	SFSH	SCNC	MFC Nueterra ASCs
	\$	\$	\$	\$	\$	\$
Non-controlling interest percentage	44%	35%	35%	35%	49%	41-70%
Current assets	19,646	30,432	20,783	36,002	3,976	7,375
Non-current assets	42,878	11,008	30,635	57,251	1,270	7,841
Current liabilities	14,993	16,891	10,733	11,599	1,483	2,749
Non-current liabilities	40,887	12,724	20,250	33,840	837	6,925
Equity attributable to owners of the Corporation	3,721	7,686	13,283	31,079	1,492	2,313
Non-controlling interest	2,923	4,139	7,152	16,735	1,434	3,229
Revenue and other income	71,085	78,716	98,647	128,619	9,404	25,261
Operating expenses	49,962	67,205	68,595	84,013	7,539	19,296
Net income attributable to owners of the Corporation	7,399	4,855	17,042	25,320	449	1,954
Net income attributable to non-controlling interest	5,814	2,614	9,176	13,634	431	2,296
Net income	13,213	7,469	26,218	38,954	880	4,250
Distributions to non-controlling interest	6,360	1,794	8,931	12,950	391	2,442
Cash flows from operating activities	6,353	1,156	26,710	47,905	1,586	1,769
Cash flows from investing activities	(4,425)	(216)	(1,215)	(1,221)	(150)	826
Cash flows from financing activities ⁽¹⁾	(12,924)	(5,261)	(27,711)	(43,438)	(978)	(2,222)
Net cash inflow (outflow)	(10,996)	(4,321)	(2,216)	3,246	458	373

⁽¹⁾ Cash flows from financing activities include distributions paid to the Corporation and the holders of the non-controlling interest.

Výsledovka

Naším cílem je odhadnout podkladové volné cash flow společnosti. K tomu musíme provést určité úpravy zejména v roce 2022, které se týkají jednorázových výnosů či nákladů.

Za poslední tři roky byly příjmy společnosti ovlivněné vládním stimulem, který v letech 2020 a 2021 uměle zvýšil příjmy, zatímco v roce 2022 je uměle snížil. Snížení v roce 2022 je důsledkem neprominutí úvěru ve výši 12,3 mil. USD, o kterém si společnost myslela, že prominutý bude.

V roce 2022 také došlo ke snížení hodnoty goodwill jako důsledek nekvalitních akvizic v minulosti ve výši 16,5 mil. USD (položka Impairment of goodwill). Tato položka se automaticky vyruší ve výkazu cash flow.

Další povšimnutelnou položkou je „Change in value of exchangeable interest liability“. Doktoři měli možnost vyměnit svůj podíl za akcie DR a tyto akcie jsou v rozvaze vedené jako závazek, který se pravidelně přeceňuje podle pohybu ceny akcie. Tedy růst ceny akcie vede k růstu tohoto závazku v rozvaze, z čehož plyne výnos nebo náklad, který je vedený jako „Change in value of exchangeable...“.

Podkladové nemocnice distribuují veškerou volnou hotovost svým vlastníkům, ovšem ti doktoři, kteří své podíly vyměnili za akcie DR, získávají pouze dividendy z DR, které jsou významně nižší než by byly distribuce volné hotovosti podkladových nemocnic. Hypotetické distribuce těmto doktorům jsou vedeny jako „Interest expense on exchangeable...“ – jde o nákladovou položku, která ale nepředstavuje odliv hotovosti, tedy uměle snižuje výsledek společnosti. Tato položka se mění jako důsledek změny distribucí hotovosti jednotlivých nemocnic svým vlastníkům. Toto bude očištěno ve výkazu cash flow.

MEDICAL FACILITIES CORPORATION

Consolidated Statements of Income and Comprehensive Income
(In thousands of U.S. dollars, except per share amounts)

	Note	Year Ended December 31,	
		2022	2021
		\$	\$
Revenue and other income			
Facility service revenue		424,551	398,633
Government stimulus income (costs)	4	(10,162)	13,099
		414,389	411,732
Operating expenses			
Salaries and benefits		127,352	119,901
Drugs and supplies		143,925	130,027
General and administrative expenses		70,861	57,677
Impairment of goodwill, other intangibles and equipment	6.3	16,549	-
Depreciation of property and equipment	5	9,288	9,366
Depreciation of right-of-use assets	17.1	10,837	10,172
Amortization of other intangibles	6.2	638	7,231
		379,450	334,374
Income from operations		34,939	77,358
Finance costs			
Change in value of exchangeable interest liability	11.1	(8,224)	11,539
Interest expense on exchangeable interest liability	11.1	7,362	8,707
Interest expense, net of interest income	15	5,731	6,064
Impairment loss on loan receivable	16.1	11,990	-
Loss on foreign currency		3	34
		16,862	26,344
Share of equity loss in associates	16.1	574	125
Income before income taxes		17,503	50,889
Income tax expense	14	5,208	4,396
Net income and comprehensive income for the period		12,295	46,493
Attributable to:			
Owners of the Corporation		(4,405)	15,500
Non-controlling interest	9	16,700	30,993
		12,295	46,493

Udržovací kapitálové výdaje

Ještě než se pustíme do výkazu cash flow, DR nás ve svém Annual Information Form (AIF) informuje o udržovacích kapitálových výdajích. Za posledních 5 let byly průměrný udržovací capex 0,9 % ročních příjmů, což by v roce 2022 bylo necelé 4 mil. USD.

Realita za poslední dva roky byla 4,5-4,6 mil. USD ročně.

Capital Expenditures

The capital expenditures of the MFC Facilities can be categorized into two types: maintenance and growth or earnings enhancing.

The table below sets out the historical and average maintenance and growth capital expenditures of the MFC Facilities for the past five years and maintenance capital expenditures as a percentage of net revenues.

(US\$ Millions)	Years Ended December 31,					
	2022	2021	2020	2019	2018	Average
Maintenance Capital Expenditures (net).....	4.5	4.6	3.2	2.6	2.7	3.5
Growth Capital Expenditures (net).....	2.2	3.8	4.3	9.9	18.8	7.8
Total	6.7	8.4	7.5	12.5	21.5	11.3
Maintenance Capital Expenditures as Percentage of Net Revenues	1.1%	1.1%	0.8%	0.7%	0.7%	0.9%

Maintenance Capital Expenditures

Maintenance capital expenditures include those required to maintain and upgrade existing infrastructure, including the replacement of furnishings and routine maintenance to existing building structures and the surrounding landscape. In addition, the MFC Facilities routinely replace existing operating equipment and surgical devices. The management information systems of the MFC Facilities must also be maintained and upgraded from time to time.

Outlook

Maintenance capital expenditures have averaged \$3.5 million (or 0.9% of the average annual net revenues) over the past five years. MFC Facility Management anticipates that in order to sustain the current capacity and utilization of the facilities, infrastructure and equipment of the MFC Facilities, maintenance capital expenditures will range between 0.7% and 1.1% of net revenues for the foreseeable future. However, there can be no assurance that actual expenditures will be within this range or that they will not be materially different from this range. In addition to cash generated from operations, the MFC Facilities have the ability to utilize vendor financing and third-party leasing arrangements to fund capital expenditures in the future. MFC Facility Management will continue to consider growth capital expenditures based on the economic merit of each project and the availability of funds.

Výkaz cash flow

Pro odhad podkladového volného cash flow vezmu provozní cash flow před změnami v pracovním kapitálu, odečtu nákladové úroky z dluhu (úroky minus interest expense na exchangeable interest liability) a daňové náklady. Poté upravím o stimulus od vlády, odečtu leasingové výdaje a kapitálové výdaje. Tento způsob výpočtu neřeší výši vlastnických podílů v jednotlivých nemocnicích, protože odečítám minoritní podíly (non-controlling interests) ve výši skutečných distribucí hotovosti, tzn., o výši podílů je automaticky postaráno.

2022 Upravené provozní cash flow: $71,3 - 5,7 - 5,2 = 60,4$ mil. USD

2021 Upravené provozní cash flow: $102,5 - 8,7 - 4,4 = 89,4$ mil. USD

2022 Jednorázové snížení příjmů z důvodu neuznání prominutí úvěru vládou: 12,3 mil. USD

2022 Jednorázové zvýšení příjmů z důvodu vládního stimulu: -13,1 mil. USD

2022 leasingy: -12,5 mil. USD

2021 leasingy: -11,9 mil. USD

2022 udržovací CAPEX: -4,5 mil. USD

2021 udržovací CAPEX: -4,6 mil. USD

2022 Upravené volné cash flow: $60,4 + 12,3 - 12,5 - 4,5 = 55,7$ mil. USD

2021 Upravené volné cash flow: $89,7 - 13,1 - 11,9 - 4,6 = 60,1$ mil. USD

Ve výkazu cash flow také máme položku, kolik bylo vyplaceno minoritám:

2022 Distribuce non-controlling interests: 26,5 mil. USD

2021 Distribuce non-controlling interests: 32,9 mil. USD

2022 Upravené volné cash flow (po distribuci): **29,2 mil. USD**

2021 Upravené volné cash flow (po distribuci): **27,2 mil. USD**

Výsledné podkladové volné cash flow pro akcionáře DR tak v posledních dvou letech bylo cca 28 mil. USD.

MEDICAL FACILITIES CORPORATION

Consolidated Statements of Cash Flows

(In thousands of U.S. dollars)

	Note	Year Ended December 31,	
		2022 \$	2021 \$
Cash flows from operating activities			
Net income for the period		12,295	46,493
Adjustments for:			
Depreciation of property and equipment	5	9,288	9,366
Depreciation of right-of-use assets	17.1	10,837	10,172
Amortization of other intangibles	6.2	638	7,231
Impairment of goodwill, other intangibles and equipment	6.3	16,549	-
Impairment loss on loan receivable	16.1	11,990	-
Share of equity loss in associates	16.1	574	125
Change in value of exchangeable interest liability	11.1	(8,224)	11,539
Loss on foreign currency		3	34
Income tax expense	14	5,208	4,396
Share-based compensation	19.1	(667)	292
Interest expense, net of interest income		13,093	14,771
Loss on sale of non-controlling interest in Black Hills Surgical Physicians, LLC	1	5	-
Gain on sale of non-controlling interest in Unity Medical and Surgical Hospital	1	(293)	-
Loss on wind-up of Mountain Plains Real Estate Holdings, LLC	1	6	-
Other non-cash gain		(9)	(1,903)
		71,293	102,516
Net changes in non-cash operating working capital	10	(6,211)	(10,445)
		65,082	92,071
Interest paid, net of received		(10,408)	(11,821)
Income and withholding taxes received (paid)		2,339	(4,608)
Net cash provided by operating activities		57,013	75,642
Cash flows from financing activities			
Net proceeds from (repayments of) revolving credit facilities and issuance of notes payable	7	12,749	(8,647)
Repayments of notes payable by the Facilities	7	(6,726)	(9,460)
Payment of lease liabilities	7,17.3	(12,496)	(11,943)
Loans receivable from associates	16.1	1,544	(150)
Distributions to non-controlling interest	9	(26,545)	(32,868)
Dividends paid		(7,495)	(6,917)
Purchase of common shares under normal course issuer bids	8.3	(12,508)	(2,073)
Purchase of common shares under a substantial issuer bid	8.5	(25,876)	-
Net cash used in financing activities		(77,353)	(72,058)
Decrease in cash and cash equivalents		(26,115)	(5,104)
Effect of exchange rate fluctuations on cash balances held		(3)	(34)
Cash and cash equivalents, beginning of the period		61,044	66,182
Cash and cash equivalents, end of the period		34,926	61,044

H1 2023 Výkaz cash flow

Upravené provozní cash flow: 39,9 – 3,2 – 2,7 = 34 mil. USD

leasingy: -6,4 mil. USD

Normalizovaný capex: -2,3 mil. USD

Upravené volné cash flow: 34 – 6,4 – 2,5 = **25,1 mil. USD**

Distribuce non-controlling interests: 13,6 mil. USD

Upravené volné cash flow (po distribuci): **11,5 mil. USD**

MEDICAL FACILITIES CORPORATION

Interim Condensed Consolidated Statements of Cash Flows
(In thousands of U.S. dollars)
(Unaudited)

	Note	Six Months Ended June 30,	
		2023	2022
		\$	\$
Cash flows from operating activities			
Net income for the period		18,895	21,128
Adjustments for:			
Depreciation of property and equipment		4,875	4,660
Depreciation of right-of-use assets		5,403	5,243
Amortization of other intangibles		1,035	316
Impairment loss on loan receivable		-	3,990
Share of equity loss in associates		-	266
Change in value of exchangeable interest liability		712	(4,102)
Loss on foreign currency		14	13
Income tax expense	10	2,654	3,190
Stock options expense (income)	14.1	(517)	100
Interest expense, net of interest income		6,782	6,656
Other non-cash gain		-	(5)
		39,853	41,455
Net changes in non-cash operating working capital	8	5,970	(12,407)
		45,823	29,048
Interest paid, net of received		(5,479)	(5,289)
Income and withholding taxes received (paid)		(3,228)	2,099
Net cash provided by operating activities		37,116	25,858
Cash flows from investing activities			
Purchase of property and equipment		(5,394)	(1,610)
Investment by (redemption of) non-controlling interest in MFC Nueterra ASCs		(8)	10
Proceeds from sale of non-controlling interest in Black Hills Surgical Physicians, LLC		-	336
Investment in St. Luke's Surgery Center of Chesterfield, LLC		-	(256)
Net cash used in investing activities		(5,402)	(1,520)
Cash flows from financing activities			
Net repayments of revolving credit facilities and issuance of notes payable		(7,536)	(3,520)
Repayments of notes payable by the Facilities		(3,563)	(3,442)
Payment of lease liabilities		(6,445)	(6,131)
Loan receivable from an associate		-	150
Distributions to non-controlling interest		(13,601)	(13,961)
Dividends paid		(3,058)	(3,918)
Purchase of common shares under normal course issuer bids	6	(4,474)	(6,851)
Net cash used in financing activities		(38,677)	(37,673)
Decrease in cash and cash equivalents		(6,963)	(13,335)
Effect of exchange rate fluctuations on cash balances held		(14)	(13)
Cash and cash equivalents, beginning of the period		34,926	61,044
Cash and cash equivalents, end of the period		27,949	47,696

Management počítá vlastní variantu upraveného volného cash flow s názvem Cash available for distribution. V roce 2021 byla tato položka 29,9 mil. USD, v roce 2022 21,2 mil. USD a za první polovinu roku 2023 činila 9 mil. USD. Ovšem, v tomto máme již splátky dluhu (repayments of notes) na úrovni nemocnic (tedy DR náleží jen 54 %), tedy podkladové volné cash flow tímto výpočtem bylo ještě vyšší (2022: 24,8 mil. USD, 2021: 35 mil. USD). V průměru jsem kolem 30 mil. USD.

Za první polovinu 2023 byla Cash available for distribution 9 mil. USD, před splátkou dluhu 11 mil. USD, což je celkem blízko mému postupu z výkazu cash flow.

Myslím, že zkoumání podkladového výsledku můžu uzavřít s tím, že DR by měla vydělat, konzervativním pohledem, 25 mil. USD ročně pro své akcionáře. Při tržní kapitalizaci 168 mil. USD je P/FCF = 6,7, což odpovídá **návratnosti 14,9 % ročně**. Férová cena akcie by tak měla být, dle mého hrubého odhadu, aspoň o 50 % vyšší. Pokud DR vygeneruje 30 mil. USD ročně, pak by férová akcie měla být cca dvojnásobná. Opět to svým poměrem odměny a rizika připomíná Unit Corp.

Unaudited In thousands of U.S. dollars, except as indicated otherwise	Three Months Ended June 30,		Six Months Ended June 30,		
	2023	2022	2023	2022	
	\$	\$	\$	\$	
NET CASH PROVIDED BY OPERATING ACTIVITIES	USD	18,197	14,420	37,116	25,858
Non-controlling interest in cash flows of the Facilities ⁽¹⁾		(7,479)	(7,769)	(14,495)	(16,629)
Interest expense on exchangeable interest liability ⁽²⁾		1,731	1,712	3,581	3,903
Payment of lease liabilities ⁽³⁾		(3,394)	(3,197)	(6,445)	(6,131)
Maintenance capital expenditures ⁽⁴⁾		(1,574)	(818)	(2,839)	(1,555)
Difference between accrual-based amounts and actual cash flows related to interest and taxes ⁽⁵⁾		2,132	(2,905)	1,128	(3,388)
Net changes in non-cash operating working capital ⁽⁶⁾		(3,378)	6,904	(5,970)	12,407
Stock options income (expense) ⁽⁷⁾		531	(46)	517	(100)
Repayments of notes payable by the Facilities ⁽⁸⁾		(1,864)	(1,724)	(3,563)	(3,442)
CASH AVAILABLE FOR DISTRIBUTION	USD	4,902	6,577	9,030	10,923
	CDN	6,582	8,398	12,170	13,889
DISTRIBUTIONS	CDN	2,027	2,401	4,080	4,849
CASH AVAILABLE FOR DISTRIBUTION PER COMMON SHARE ⁽⁹⁾	CDN	\$0.260	\$0.278	\$0.477	\$0.457
TOTAL DISTRIBUTIONS PER COMMON SHARE ⁽⁹⁾	CDN	\$0.080	\$0.080	\$0.160	\$0.160
PAYOUT RATIO		30.8%	28.8%	33.5%	35.0%
Average exchange rate of Cdn\$ to US\$ for the period		1.3428	1.2768	1.3477	1.2715
Weighted average number of common shares outstanding		25,345,146	30,196,779	25,522,635	30,359,995

7. RECONCILIATION OF NON-IFRS FINANCIAL MEASURES

The following table presents the reconciliation of cash available for distribution to net cash provided by operating activities:

		Three Months Ended December 31, Unaudited		Year Ended December 31,	
		2022	2021	2022	2021
		\$	\$	\$	\$
NET CASH PROVIDED BY OPERATING ACTIVITIES	USD	17,598	23,576	57,013	75,642
Non-controlling interest in cash flows of the Facilities ⁽¹⁾⁽²⁾		(10,271)	(13,118)	(33,110)	(40,489)
Interest expense on exchangeable interest liability ⁽³⁾		1,944	2,152	7,362	8,707
Payment of lease liabilities ⁽⁴⁾		(3,364)	(2,936)	(12,496)	(11,943)
Maintenance capital expenditures ⁽⁵⁾		(1,513)	(1,255)	(4,470)	(4,572)
Difference between accrual-based amounts and actual cash flows related to interest and taxes ⁽⁶⁾		(3,157)	403	(5,626)	1,837
Net changes in non-cash operating working capital ⁽⁷⁾⁽⁸⁾		6,858	4,770	18,546	10,445
Share-based compensation ⁽⁹⁾		805	(54)	667	(292)
Repayments of notes payable by the Facilities ⁽¹⁰⁾		(1,609)	(1,914)	(6,726)	(9,460)
CASH AVAILABLE FOR DISTRIBUTION	USD	7,291	11,624	21,160	29,875
	CDN	9,900	14,650	27,536	37,448
DISTRIBUTIONS	CDN	2,086	2,479	9,302	9,011
CASH AVAILABLE FOR DISTRIBUTION PER COMMON SHARE ⁽¹¹⁾	CDN	\$0.364	\$0.472	\$0.938	\$1.204
TOTAL DISTRIBUTIONS PER COMMON SHARE ⁽¹¹⁾	CDN	\$0.077	\$0.080	\$0.317	\$0.290
PAYOUT RATIO		21.2%	16.9%	33.8%	24.1%
Average exchange rate of Cdn\$ to US\$ for the period		1.3578	1.2603	1.3013	1.2535
Weighted average number of common shares outstanding		27,226,320	31,053,207	29,366,985	31,092,887

Valuace dle hodnoty nemovitostí

Dříve zmíněný odpis goodwill nám dal náhled do tržní hodnoty nemovitostí. DR tvrdí, že dle tržních transakcí veřejně obchodovaných společností a neveřejných transakcí zprostředkovaných konzultanty třetích stran byla EV/EBITDA valuace 8,2-8,7x. Toto se odehrálo v roce 2022, přičemž v roce 2021 byly valuace 8,6-9,7x. Budu uvažovat valuaci 8x a podle toho odhadnu hodnotu DR v případě prodeje podkladových aktiv.

Budu konzervativní a započítám dluh včetně závazků z leasingu, tedy 127 mil. USD. Z toho 27 mil. USD je korporátní dluh. Korporátní dluh je na úrovni DR. Zbytek je na úrovni nemocnic, tedy 100 mil. USD je sdíleno s minoritními vlastníky.

Upravená EBITDA byla v roce 2022 podhodnocená a v roce 2021 nadhodnocená. EBITDA za první polovinu roku byla 40 mil. USD, tedy budu počítat 80 mil. USD ročně.

Průměrný vlastnický podíl DR je 54 %.

Konsolidované EV = EBITDA * valuace 8x = 80 * 8 = 640 mil. USD

Konsolidované EV – dluh = 640 – 100 = 540 mil. USD

Vlastnický podíl: 540 * 0,54 = 292 mil. USD

DR EV – dluh = 292 – 27 = 265 mil. USD

DR tržní kapitalizace = 265 / 25,04 = cca 10,6 USD/akcii = 14,4 CAD

Tato valuace dává možnost zhodnocení +58 %, pokud cena akcie dožene tento způsob ocenění.

Adjusted EBITDA^{1,2}

(\$ millions)

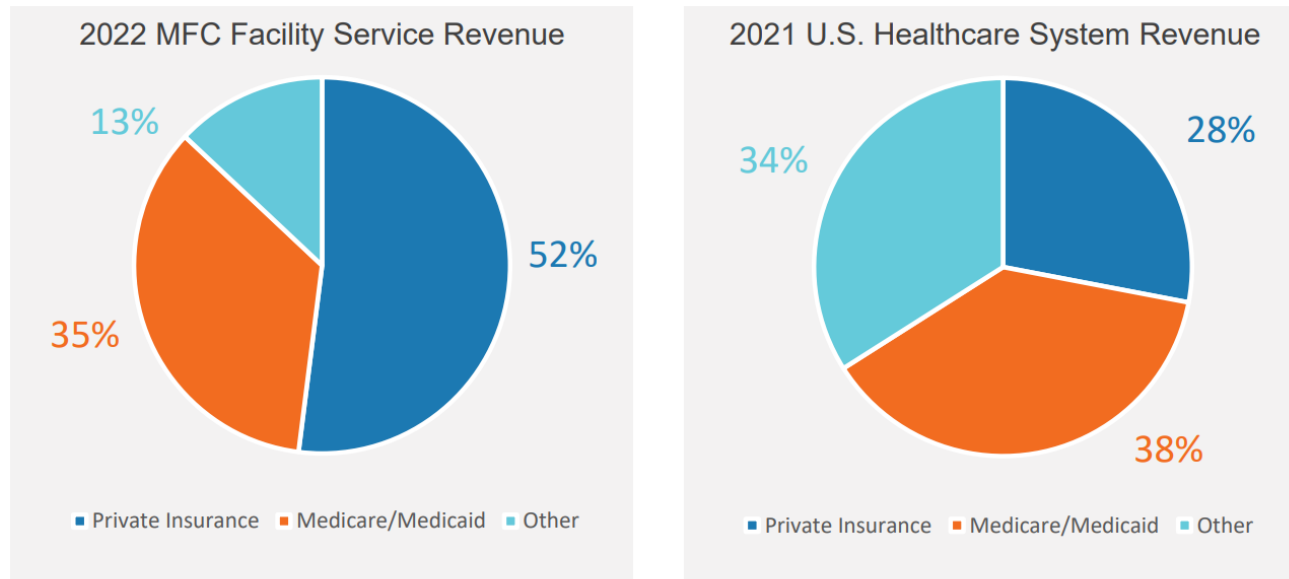
2022	72.3
2021	104.1
2020	96.1

Rizika

Závislost na lékařích. Růst platů v sektoru snižuje marže, pokud adekvátně nevzrostou příjmy, tak jako v 2022. Ziskovost nemocnice je také závislá na dostupnosti lékařů.

Blízká konkurence. Pokud přibude blízké centrum či nemocnice se stejnou službou, ohrozí to poptávku v provozu DR. Výhodou by mělo být, že DR provozuje zavedené a oblíbené nemocnice.

Způsob odměňování. Část příjmů nemocnic DR přichází z vládních programů Medicare/Medicaid. Vláda může tyto programy změnit, tedy snížit či zmrazit sazby za zákroky. Pro rok 2024 program Medicare počítá s cca 3% navýšením. Výhodou je, že jde pouze o 35 % příjmů a většina příjmů plyne ze soukromého pojištění.



Source: Centers for Medicare & Medicaid Services, National Health Expenditure Fact Sheet (February 17, 2023).

Shrnutí

DR je poměrně jednoduchá investiční myšlenka s komplikovanými finančními výkazy kvůli konsolidaci minoritních podílů, jejichž část je vyměněná za akcie. Na rozdíl od mnoha amerických akcií, kde se podkladové společnosti snažily agresivně růst akvizicemi nemocnic financovanými dluhem, což nezřídka vedlo k bankrotu, se DR vydala opačnou cestou, která by měla krystalizovat v hodnotu pro akcionáře.

Aktuální návratnost podle volného cash flow je cca 12-18 % ročně, navíc, dluh již byl snížen na hladinu, kdy by neměl představovat riziko v budoucnosti. Taková návratnost vypadá jako příliš štědrá vzhledem k defenzivní povaze aktiv (ekonomická recese se nemocnic netýká – v roce 2008/9 příjmy rostly). Férová hodnota akcie by měla být přinejmenším o polovinu výše.

Podle mě je dost dobře možné, že aktiva společnosti budou postupně rozprodána, dluh zredukován a akcionáři budou odměněni zpětnými odkupy akcií či zvýšenými dividendami. Proto jde v mé mysli spíše o „dividendovou“ myšlenku, než hru na nějaký růst, přestože aktuální kvartální dividendy je zatím nízká.

