

# Medicalgorithmics

## Pozyskanie nowych klientów IDTF kluczem do wyceny

W niniejszym raporcie aktualizujemy nasze prognozy i wycenę Medicalgorithmics. W oparciu o nowe prognozy i obecną stopę wolną od ryzyka, podnieśliśmy naszą wartość godziwą do PLN 42.6. Ponieważ nowa FV implikuje 48% potencjał wzrostu obecnej ceny akcji, podtrzymujemy naszą rekomendację KUPUJ. Kluczowym parametrem dla oceny perspektyw spółki jest tempo pozyskiwania nowych klientów aby jak najszybciej odbudować rentowność po utracie kontraktu z React oraz odzyskać stabilną pozycję gotówkową. Do tej pory MDG pozyskał pięciu nowych klientów w USA, z czego trzech pierwszych powinno wygenerować około PLN 5m przychodu w pierwszym roku współpracy – wciąż zbyt mało by uzupełnić ubytek przychodów po React. Drugi filar spółki – produkt VCAST – jest obecnie w trakcie rejestracji w UE, certyfikacja się przedłuża wobec wcześniejszych planów i obecnie oczekujemy jej zakończenia w 4Q24, po czym powinien się rozpocząć proces certyfikacji w FDA na najważniejszym rynku USA.

**Pierwsze przychody od nowych klientów.** W 1Q24, Medicalgorithmics rozpoznał pierwsze PLN 0.4m przychodów z usług od nowych klientów i szacuje PLN 5m w pierwszym roku (średnio PLN 1.3m kwartalnie). Zakładamy, że dzięki obecnymi i przyszłym klientom przychody usługowe z USA wzrosną do poziomu PLN 2.5m/3.5m w 3Q24/4Q24. To wciąż poziom niewystarczający do osiągnięcia break-even, i w całym 2024 roku zakładamy słabe wyniki ze stratą EBITDA (PLN 8m straty). Z tego punktu widzenia udostępnienie USD 3m pożyczki od BioFund oceniamy pozytywnie jako czynnik, który stabilizuje bilans i ogranicza ryzyko emisji nowych akcji. Pozyskanie, najlepiej dużych klientów IDTF, jest konieczne do odbudowy rentowności i generacji gotówki, a realizacja tego elementu strategii jest najistotniejsza z punktu widzenia wyceny biznesu EKG.

**Kardiolytics – produkt w trakcie rejestracji w UE.** VCAST jest obecnie w procesie certyfikacji CE na terenie Unii Europejskiej. Ukończenie tego procesu się opóźnia, zakładamy, że zakończy się w 4Q24 a nie jak wcześniej szacowaliśmy już w połowie 2024 roku. Po uzyskaniu certyfikacji CE, w 2025 roku spółka powinna również przeprowadzić badania kliniczne i złożyć wniosek rejestracyjny do FDA, w celu rejestracji na kluczowym rynku USA. Komercyjne uruchomienie planowane jest na 2027 rok, rok później niż zakładaliśmy w naszym poprzednim modelu. Zakładamy 56% skumulowane prawdopodobieństwo sukcesu. Nasza wycena rNPV Kardiolytics wynosi PLN 240m lub PLN 24.1 na akcję.

**Rekomendacja i wycena.** Podnosimy naszą FV do PLN 42.6 z PLN 41.2, uwzględniając aktualny poziom stóp procentowych, nowe prognozy walutowe oraz nieco lepsze niż zakładaliśmy tempo monetyzacji nowo pozyskanych klientów. Ponieważ nowa FV implikuje 48% wzrost w stosunku do obecnej ceny, utrzymujemy naszą rekomendację KUPUJ.

Tabela 1. Medicalgorithmics podsumowanie prognoz

PLN m	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Przychody	85.3	62.7	43.1	34.5	51.8	73.9
EBITDA	-14.7	21.4	2.8	-8.0	4.0	18.5
EBITDA skor.	7.1	16.4	3.0	-8.0	4.0	18.5
EBIT	-25.1	17.2	0.4	-10.5	-0.4	12.0
Zysk netto	-180.6	-11.9	-0.6	-8.5	-0.8	8.8
EPS (PLN)	-38.83	-1.59	-0.06	-0.86	-0.08	0.89
DPS (PLN)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA (x)	n.m.	4.9	101.6	n.m.	73.6	16.3
P/E (x)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	32.4

Źródło: Spółka, IPOPEMA

Ochrona zdrowia

## Medicalgorithmics

KUPUJ

FV PLN 42.6 poprz. PLN 41.2

48% potencjału wzrostu

Cena z dnia 28 czerwca 2024 PLN 28.8

Rekomendacja podtrzymana



### Podstawowe informacje

Liczba akcji (m)	10.0
Kapitalizacja (EUR m)	66.5
12M śr. dzienny wolumen (k)	30.4
12M śr. dzienny obrót (EUR m)	0.2
12M max/min (PLN)	45.0/23.0
Waga w WIG (%)	0.03%
Reuters	MDG.WA
Bloomberg	MDG.PW

### Stopa zwrotu

1M	11.6%
3M	8.0%
12M	23.6%

### Akcjonariusze (% akcji)

Biofund	50.0%
PZU Pension Fund	7.1%

### Analityk

Łukasz Kosiarski  
lukasz.kosiarski@ipopema.pl  
+ 48 882 108 382



# Spis treści

Spis treści.....	3
Wycena .....	4
Wycena rNPV – Kardiolytics.....	4
Wycena DCF – biznes EKG .....	5
Czynniki ryzyka.....	6
Prognozy finansowe.....	7

# Wycena

Medicalgorithmics wyceniamy metodą sumy części składowych. Wyceniamy Kardiolytics przy użyciu metody rNPV (NPV ważone ryzykiem), ważąc prawdopodobieństwo kolejnych faz. Wyceniamy biznes EKG przy użyciu modelu DCF. Na podstawie naszych prognoz otrzymujemy wartość godziwą na poziomie 42.6 PLN na akcję, tj. 48% powyżej obecnej ceny rynkowej, co implikuje rekomendację KUPUJ.

Tabela 1. Medicalgorithmics: podsumowanie wyceny (PLN mln)

	PLN mln	PLN/akcję
Biznes EKG - wycena DCF (EV)	163.6	16.4
Kardiolytics - wycena rNPV (EV)	240.1	24.1
<b>Enterprise value</b>	<b>403.7</b>	<b>40.6</b>
Gotówka (1Q24)	19.8	2.0
<b>Wartość godziwa</b>	<b>423.5</b>	<b>42.6</b>

Źródło: IPOPEMA

## Wycena rNPV – Kardiolytics

Tabela 2. Kardiolytics: Wycena

Faza	Rok	Prawdopodobieństwo sukcesu	Skumulowane prawdopodobieństwo
Rozwój	2024	100%	100%
Badania kliniczne	2025	75%	75%
Rejestracja	2026	75%	56%
Sprzedaż	2027	100%	56%
Średnia roczna sprzedaż (USD mln)	42.6		
Sprzedaż szczytowa (USD mln)	60.6		
rNPV (PLN mln)	240.1		
<b>rNPV (PLN/akcję)</b>	<b>24.1</b>		

Źródło: IPOPEMA

Tabela 3. Medicalgorithmics: Kardiolytics założenia

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	Okres Rezyd.
Faza	Badanie kliniczne	Rejestracja	Sprzedaż	Sprzedaż	Sprzedaż	Sprzedaż	Sprzedaż	Sprzedaż	Sprzedaż	Sprzedaż	Sprzedaż
Cena (USD)	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250
Liczba badań (m)	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
Rynek potencjalny	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500
Udziały rynkowe	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
Sprzedaż szczytowa	62.5	62.5	62.5	62.5	62.5	62.5	62.5	62.5	62.5	62.5	62.5
Krzywa sprzedaży	0%	0%	0%	5%	19%	36%	51%	65%	75%	84%	91%
Przychody (USD mln)	0.0	0.0	0.0	3.1	11.9	22.5	31.9	40.6	46.9	52.5	56.9
Koszty	-2.0	-2.2	-2.4	-2.7	-2.9	-3.0	-3.0	-3.1	-3.2	-3.2	-3.3
Przychody po kosztach i podatku (USD mln)	0.0	0.0	0.0	2.2	8.2	15.5	21.9	28.0	32.3	36.1	39.2
Prawdopodobieństwo sukcesu	100%	75%	75%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Skumulowane prawdopodobieństwo	100%	100%	75%	56%	56%	56%	56%	56%	56%	56%	56%
Przepływu pien. ważone ryzykiem (USD mln)	-2.0	-2.2	-1.8	-0.3	3.0	7.0	10.6	14.0	16.4	18.5	20.2
Dyskonto	88%	78%	69%	61%	54%	48%	43%	38%	33%	29%	26%
USDPLN	3.91	3.76	3.83	3.83	3.83	3.83	3.83	3.83	3.83	3.83	3.83
Przepływy pieniężne (PLNm)	-6.9	-6.5	-4.8	-0.7	6.1	12.9	17.3	20.1	20.9	20.9	20.1
<b>rNPV (PLN mln)</b>	<b>240.1</b>										

Źródło: IPOPEMA

## Wycena DCF – biznes EKG

Do wyceny biznesu EKG Medicalgorithmics, używamy modelu DCF opartego na naszych prognozach wolnych przepływów pieniężnych na okres 2024E-2033E. Zastosowaliśmy 5.5% premię za ryzyko rynku akcji, 5.75% stopę wolną od ryzyka i 1.0% premię za ryzyko długu, aby odzwierciedlić efektywne średnie koszty finansowania długoterminowego. Zakładamy standardową nielewarowaną betę na poziomie 1.0x i stopę wzrostu 2.0% w okresie rezydualnym.

Tabela 4. Medicalgorithmics biznes EKG: Model DCF (PLN mln)

PLN m	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	Okres rezyd.
<b>NOPAT</b>	<b>-8.5</b>	<b>-0.3</b>	<b>9.7</b>	<b>14.9</b>	<b>20.5</b>	<b>23.5</b>	<b>29.7</b>	<b>34.8</b>	<b>37.4</b>	<b>38.6</b>	<b>38.6</b>
+ Amortyzacja	2.5	4.4	6.5	8.7	11.1	13.9	14.8	15.7	16.8	17.9	-
+ Zmiana kapitału obrotowego	6.3	-6.4	-8.2	-5.5	-5.9	-4.8	-6.6	-5.8	-4.1	-3.2	-3.2
+ Wydatki inwestycyjne	-12.4	-13.2	-14.1	-15.0	-16.0	-17.0	-18.2	-19.4	-20.7	-22.0	-
<b>Wolne przepływy pieniężne</b>	<b>-12.2</b>	<b>-15.5</b>	<b>-6.1</b>	<b>3.0</b>	<b>9.7</b>	<b>15.5</b>	<b>19.8</b>	<b>25.3</b>	<b>29.4</b>	<b>31.3</b>	<b>35.4</b>
WACC	11.2%	11.4%	11.4%	11.5%	11.5%	11.6%	11.9%	11.9%	11.9%	11.9%	11.9%
Zdyskontowane przepływy 2023E-2032E	29.0										
Wzrost po okresie prognozy	2.0%										
Zdyskontowana wartość rezydualna	134.7										
<b>Wartość przedsiębiorstwa</b>	<b>163.6</b>										

Źródło: IPOPEMA

Tabela 5. Medicalgorithmics biznes EKG: Obliczenia średnioważonego kosztu kapitału (%)

PLN m	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Stopa wolna od ryzyka	5.7%	5.9%	6.0%	6.1%	6.1%	6.1%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%
Premia rynku akcji	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Współczynnik beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Koszt kapitału własnego	11.2%	11.4%	11.8%	11.7%	12.0%	11.6%	11.9%	11.9%	11.9%	11.9%
Stopa wolna od ryzyka	5.7%	5.9%	6.0%	6.1%	6.1%	6.1%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%
Premia długu	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
Stopa podatkowa	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Koszt długu po podatku	5.9%	6.0%	6.1%	6.1%	6.2%	6.2%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%
% długu	0.0%	0.4%	6.9%	2.5%	7.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
% kapitału	100.0%	99.6%	93.1%	97.5%	92.8%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
WACC	11.2%	11.4%	11.4%	11.5%	11.5%	11.6%	11.9%	11.9%	11.9%	11.9%

Źródło: IPOPEMA

Tabela 6. Medicalgorithmics biznes EKG: Wrażliwość wyceny (PLN/akcję)

	Stopa wzrostu rezydualnego (%)					
	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	
	12.2%	128.9	134.1	139.8	146.1	153.0
	11.7%	138.5	144.5	151.0	158.2	166.3
<b>WACC</b>	11.2%	149.3	156.1	<b>163.6</b>	172.0	181.4
	10.7%	161.4	169.3	178.0	187.8	198.9
	10.2%	175.2	184.3	194.5	206.0	219.1

Źródło: IPOPEMA

# Czynniki ryzyka

Poniżej przedstawiamy główne czynniki ryzyka dla Medicalgorithmics.

**Ryzyko makro oraz ryzyko zmiany trendów w partneringu i opiece zdrowotnej.** Otoczenie makro i trendy w sektorze medycznym mają wpływ na rynek umów partneringowych, a także na potencjał sprzedażowy produktów opracowywanych przez Medicalgorithmics. Ponadto zmiany w trendach partneringowych mogą negatywnie wpłynąć na potencjał spółki do podpisania umowy partneringowej, np. jeśli spółka zdecyduje się sprzedać VCAST.

**Ryzyko niepowodzenia i opóźnień w projektach badawczo-rozwojowych.** Projekty badawczo-rozwojowe, takie jak VCAST, mają statystycznie wysokie ryzyko niepowodzenia. Produkty medtech mają uproszczoną ścieżkę rejestracji w porównaniu z kandydatami na leki w USA i UE, jednak badania kliniczne i rejestracja wiążą się z pewnym ryzykiem niepowodzenia.

**Ryzyko wprowadzenia VCAST na rynek.** VCAST, gdy zostanie wprowadzony na rynek, będzie trzecim produktem w tym obszarze na rynku amerykańskim, kilka lat za dwoma głównymi konkurentami. Widzimy ryzyko późnego wejścia na rynek, VCAST może nie osiągnąć odpowiedniej skali biznesowej przy ograniczonej sieci sprzedaży i budżecie marketingowym oraz może nie spełnić naszych założeń finansowych.

**Regulacje i zgodność z przepisami.** Rynek medyczny w Stanach Zjednoczonych jest ściśle regulowany przez różne agencje, takie jak FDA (Food and Drug Administration). Firma musi spełniać surowe normy bezpieczeństwa, jakości i skuteczności, co może prowadzić do opóźnień w uzyskiwaniu zezwoleń rynkowych, a nawet konieczności wycofania produktów z rynku z powodu niezgodności.

**Ryzyko walutowe.** Polska spółka działająca na rynku amerykańskim oraz w innych krajach np. Europy Zachodniej, w której większość kosztów ponoszona jest w PLN, narażona jest na ryzyko wahań kursów walutowych pomiędzy PLN a USD oraz w mniejszym stopniu EUR, GBP, AUD, CAD. Może to mieć wpływ na jej przychody i koszty, wpływając na rentowność.

**Otoczenie konkurencyjne.** Rynek medyczny w USA jest wysoce konkurencyjny, a spółka będzie konkurować z innymi firmami medycznymi o uwagę klientów i udział w rynku. Potrzeba utrzymania konkurencyjności może wymagać znacznych inwestycji w badania i rozwój oraz marketing.

**Ryzyko polityczne na rynku amerykańskim.** Zmiany polityczne w Stanach Zjednoczonych (główny rynek MDG), takie jak zmiany w polityce opieki zdrowotnej, mogą mieć wpływ na rynek medyczny i przepisy, co z kolei może mieć wpływ na działalność spółki.

# Prognozy finansowe

Tabela 7. Medicalgorithmics prognozy finansowe 2020-2027P

Rachunek wyników (PLNm)	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
<b>Przychody</b>	<b>111.7</b>	<b>85.3</b>	<b>62.7</b>	<b>43.1</b>	<b>34.5</b>	<b>51.8</b>	<b>73.9</b>	<b>89.6</b>
Koszty	150.1	94.3	46.3	42.1	45.4	52.2	61.9	71.2
Pozostała działalność operacyjna	0.8	-16.1	0.8	-0.5	0.4	0.0	0.0	0.0
<b>Skor. EBITDA</b>	<b>-21.6</b>	<b>7.1</b>	<b>16.4</b>	<b>3.0</b>	<b>-8.0</b>	<b>4.0</b>	<b>18.5</b>	<b>27.1</b>
<b>EBITDA</b>	<b>-21.6</b>	<b>-14.7</b>	<b>21.4</b>	<b>2.8</b>	<b>-8.0</b>	<b>4.0</b>	<b>18.5</b>	<b>27.1</b>
EBIT	-37.5	-25.1	17.2	0.4	-10.5	-0.4	12.0	18.4
Przychody (koszty) finansowe	-2.4	2.8	8.0	-0.7	-0.1	-0.5	-1.1	-1.3
Zysk brutto	-40.0	-22.3	25.3	-0.2	-10.5	-0.9	10.9	17.1
Podatek	12.3	3.4	0.2	-0.3	2.0	0.2	-2.1	-3.2
Udziały mniejszości	14.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Działalność zaniechana	0.0	-161.8	-37.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Zysk netto</b>	<b>-12.9</b>	<b>-180.6</b>	<b>-11.9</b>	<b>-0.6</b>	<b>-8.5</b>	<b>-0.8</b>	<b>8.8</b>	<b>13.9</b>
EPS (PLN)	-3.26	-38.83	-1.59	-0.06	-0.86	-0.08	0.89	1.39
Marża EBITDA (%)	-19.3%	-17.2%	34.2%	6.5%	-23.2%	7.7%	25.0%	30.2%
Marża EBIT (%)	-33.6%	-29.4%	27.4%	1.0%	-30.4%	-0.7%	16.3%	20.5%
Marża netto (%)	-11.6%	-211.8%	-18.9%	-1.3%	-24.7%	-1.5%	12.0%	15.5%
ROE	-6.0%	-141.8%	-16.7%	-0.6%	-9.7%	-0.9%	10.1%	14.0%
<b>Bilans (PLN m)</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>40.7</b>	<b>106.7</b>	<b>56.1</b>	<b>43.2</b>	<b>28.2</b>	<b>32.3</b>	<b>40.0</b>	<b>49.0</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	16.2	2.3	26.2	25.5	13.3	9.9	7.9	9.9
Aktywa z tytułu prawa do użyt.	16.2	6.9	21.1	8.4	7.0	10.7	15.4	18.8
Wartość firmy	0.0	7.1	8.8	9.3	7.8	11.7	16.7	20.3
Wartości niematerialne i prawne	8.4	90.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Pozostałe</b>	<b>242.7</b>	<b>7.7</b>	<b>65.9</b>	<b>78.4</b>	<b>88.4</b>	<b>97.2</b>	<b>104.8</b>	<b>111.2</b>
Aktywa obrotowe	10.4	-6.4	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9
Zapasy	13.1	9.5	1.1	1.5	1.8	2.1	2.5	2.9
Należności handlowe	117.4	3.7	44.9	53.7	63.4	71.9	79.1	85.0
Środki pieniężne i ekwiwalenty	84.4	0.8	19.0	19.0	19.0	19.0	19.0	19.0
Pozostałe aktywa obrotowe	17.4	0.1	0.0	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4
<b>Aktywa razem</b>	<b>283.4</b>	<b>114.4</b>	<b>122.0</b>	<b>121.6</b>	<b>116.5</b>	<b>129.5</b>	<b>144.9</b>	<b>160.2</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>207.4</b>	<b>47.4</b>	<b>94.7</b>	<b>92.6</b>	<b>84.0</b>	<b>83.3</b>	<b>92.1</b>	<b>106.0</b>
Mniejszości	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Zobowiązania długoterm.</b>	<b>38.9</b>	<b>14.7</b>	<b>17.1</b>	<b>16.8</b>	<b>16.8</b>	<b>29.3</b>	<b>34.3</b>	<b>34.3</b>
Kredyty i pożyczki	29.3	7.0	4.2	2.5	2.5	15.0	20.0	20.0
Pozostałe zobow. długoterm.	9.6	7.7	12.8	14.3	14.3	14.3	14.3	14.3
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>37.1</b>	<b>52.3</b>	<b>10.3</b>	<b>12.3</b>	<b>15.7</b>	<b>16.9</b>	<b>18.4</b>	<b>19.9</b>
Zobowiązania handlowe	10.1	5.2	5.0	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2
Kredyty i pożyczki	3.4	4.7	4.5	4.4	7.8	9.0	10.6	12.1
Pozostałe zobow. krótkoterm.	23.6	42.4	0.8	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6
<b>Pasywa</b>	<b>283.4</b>	<b>114.4</b>	<b>122.0</b>	<b>121.6</b>	<b>116.5</b>	<b>129.5</b>	<b>144.9</b>	<b>160.2</b>
Dług netto	23.2	10.0	-16.9	-19.8	-7.6	8.4	15.3	13.3
Dług netto/EBITDA (x)	-1.1	-0.7	-0.8	-7.1	1.0	2.1	0.8	0.5
<b>Rachunek przepływów pieniężnych (PLN m)</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>
<b>Przepływy operacyjne</b>	<b>-4.0</b>	<b>-6.5</b>	<b>6.3</b>	<b>0.2</b>	<b>0.3</b>	<b>-2.2</b>	<b>8.3</b>	<b>18.3</b>
Zysk netto	-12.9	-180.6	-11.9	-0.6	-8.5	-0.8	8.8	13.9
Amortyzacja	15.9	10.4	4.2	2.4	2.5	4.4	6.5	8.7
Zmiana kapitału obrotowego	-4.6	7.8	-26.5	-3.7	6.3	-6.4	-8.2	-5.5
Pozostałe	-2.3	155.9	40.5	2.1	0.1	0.5	1.1	1.3
<b>Przepływy inwestycyjne</b>	<b>-5.0</b>	<b>-15.8</b>	<b>-1.8</b>	<b>2.0</b>	<b>-11.0</b>	<b>-11.7</b>	<b>-12.5</b>	<b>-13.3</b>
<b>Przepływy finansowe</b>	<b>14.0</b>	<b>17.7</b>	<b>10.0</b>	<b>-2.8</b>	<b>-1.5</b>	<b>10.5</b>	<b>2.3</b>	<b>-2.9</b>
Gotówka na początek okresu	11.2	16.2	11.7	26.2	25.5	13.3	9.9	7.9
<b>Gotówka na koniec okresu</b>	<b>16.2</b>	<b>11.7</b>	<b>26.2</b>	<b>25.5</b>	<b>13.3</b>	<b>9.9</b>	<b>7.9</b>	<b>9.9</b>
DPS (PLN)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA

Niniejszy dokument został przygotowany przez: IPOPEMA Securities S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Prózna 9, 00-107 Warszawa, Polska, wpisaną do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000230737, kapitał zakładowy i kapitał wpłacony w wysokości 2.993.783,60 zł, NIP 5272468122, [www.ipopema.pl](http://www.ipopema.pl). Nadzór nad IPOPEMA Securities S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego, ul. Piękna 20, 00-549 Warszawa.

Niniejszy dokument został przygotowany przez IPOPEMA Securities S.A. wyłącznie w celach informacyjnych. Dokument ten jest adresowany do Klientów IPOPEMA Securities S.A. uprawnionych do otrzymania go na podstawie umów o świadczenie usług. Niniejszy dokument, przy wykorzystaniu środków masowego przekazu, może dotrzeć również do innych inwestorów. Dokument został przygotowany niezależnie od spółki o której mowa w niniejszym dokumencie, a wszelkie prognozy, opinie i oczekiwania są prognozami IPOPEMA Securities S.A. O ile nie wskazano inaczej, wszelkie szacunki i opinie zawarte w dokumencie stanowią niezależną ocenę analityków IPOPEMA Securities S.A. sporządzających dokument, na dzień jego wydania.

IPOPEMA Securities S.A. przygotowała niniejszy dokument z zachowaniem należytej staranności, dokładności i rzetelności na podstawie publicznie dostępnych informacji, uważanych przez IPOPEMA Securities S.A. za wiarygodne. Źródłem danych są przede wszystkim: Bloomberg, Reuters, EPFR, PAP, GPW, GUS, NBP, prasa finansowa, internetowe serwisy finansowo-ekonomiczne. IPOPEMA Securities S.A. dołożyła należytej staranności w celu zapewnienia, że podane w dokumencie informacje są dokładne oraz że wszelkie prognozy, opinie i szacunki zawarte w nim są prawdziwe i rzetelne, przy czym IPOPEMA Securities S.A. nie weryfikowała niezależnie informacji podanych w dokumencie. W związku z powyższym, IPOPEMA Securities S.A. nie składa żadnych oświadczeń ani gwarancji, wyraźnych lub dorozumianych, co do rzetelności, dokładności, kompletności lub poprawności informacji i opinii zawartych w dokumencie. Wyrażone w nim opinie mogą ulec zmianie, a IPOPEMA Securities S.A. nie jest zobowiązana do aktualizowania opinii zawartych w dokumencie oraz do informowania o jego zmianach. IPOPEMA Securities S.A. ani żadna inna osoba lub podmiot powiązany nie ponosi jakiegokolwiek odpowiedzialności za jakiegokolwiek straty wynikające z użycia niniejszego dokumentu lub jego zawartości lub straty pozostające w związku z nim w inny sposób, o ile przy jego sporządzaniu zachowała należytą staranność i rzetelność. Niniejszy dokument może być udostępniany w środkach masowego przekazu, przy czym kopiowanie lub publikacja w całości lub w części, jak również rozpowszechnianie informacji zawartych w niniejszym dokumencie wymaga uprzedniej zgody IPOPEMA Securities S.A. Niniejszy dokument ani żadna jego kopia nie może być rozpowszechniany bezpośrednio lub pośrednio w Stanach Zjednoczonych Ameryki, Australii, Kanadzie, Serbii lub Japonii.

Niniejszy dokument nie stanowi jakiegokolwiek oferty sprzedaży lub nakłaniania do jakiegokolwiek oferty kupna lub sprzedaży jakichkolwiek instrumentów finansowych, nie można na nim polegać w związku z jakąkolwiek umową lub zobowiązaniem oraz nie stanowi on reklamy lub promocji instrumentu finansowego ani spółki. Decyzje inwestycyjne powinny być podejmowane wyłącznie na podstawie prospektu emisyjnego lub innych publicznie dostępnych informacji i materiałów.

Niniejszy dokument został sporządzony bez uwzględniania potrzeb i sytuacji odbiorców dokumentu. Przy przygotowywaniu dokumentu, IPOPEMA Securities S.A. nie bada celów inwestycyjnych odbiorcy dokumentu, poziomu tolerancji ryzyka, horyzontu czasowego oraz sytuacji finansowej. Spółka lub instrumenty finansowe o których mowa w niniejszym dokumencie mogą być nieodpowiednie dla odbiorców dokumentu, w tym mogą być niedostosowane do konkretnych celów inwestycyjnych i horyzontu czasowego lub ich sytuacji finansowej. Niniejszy dokument nie może być traktowany jako ekwiwalent usługi w zakresie doradztwa inwestycyjnego. Wartość instrumentów finansowych może ulegać wahaniom, w tym może ulegać obniżeniu. Zmiany kursów walut mogą mieć negatywny wpływ na wartość inwestycji. Inwestycja w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem inwestycyjnym, w tym ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. Wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji osiągnięcia wyników w przyszłości. IPOPEMA Securities S.A. zwraca uwagę, że na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od spółki i wyników jej działalności. Można do nich zaliczyć m. in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne, polityczne i podatkowe. IPOPEMA Securities S.A. mogła wydać w przeszłości lub może wydać w przyszłości inne dokumenty, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszym dokumencie. Takie dokumenty odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków.

Inwestorzy powinni mieć świadomość, że IPOPEMA Securities S.A. lub jej podmioty powiązane mogą mieć konflikt interesów, który mógłby wpłynąć na obiektywność niniejszego dokumentu. Inwestor powinien założyć, że IPOPEMA Securities S.A. lub podmioty powiązane mogą świadczyć usługi na rzecz spółki i uzyskać z tego tytułu wynagrodzenie. Mogą również mieć inne relacje ze spółką. IPOPEMA Securities S.A. lub jej podmioty powiązane mogą nawiązać relacje biznesowe ze spółką lub innymi podmiotami wymienionymi w dokumencie. IPOPEMA Securities S.A. posiada strukturę organizacyjną i wewnętrzne regulacje zapewniające, że interesy inwestora nie zostaną naruszone w przypadku konfliktu interesów, w związku z przygotowaniem niniejszego dokumentu. Polityka zarządzania konfliktami interesów w IPOPEMA Securities S.A. jest dostępna na stronie internetowej pod adresem <https://www.ipopemasecurities.pl/analiza-i-rekomendacje.p162>. Niniejszy dokument został przygotowany niezależnie od interesów IPOPEMA Securities S.A., spółki będącej przedmiotem niniejszego dokumentu oraz posiadaczy instrumentu finansowego wyemitowanego przez ww. spółkę. IPOPEMA Securities S.A., jej akcjonariusze, pracownicy i współpracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w instrumentach finansowych spółki lub innych instrumentach finansowych powiązanych z instrumentami finansowymi spółki.

Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem dokumentu (o ile występuje) znajdują się poniżej.

□

Na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), IPOPEMA Securities S.A. tworzy materiały analityczne dla następujących spółek: Marvipo Development S.A., Medicalgorithmics S.A., Miraculum S.A., ML System S.A., Scope Fluidics S.A., Sunex S.A., VIGO Photonics S.A. GPW przysługują autorskie prawa majątkowe do tych materiałów. Za sporządzanie materiałów IPOPEMA Securities S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Informacje na temat programu dostępne są na stronie internetowej <https://www.gpw.pl/gpwpa>.

Na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych S.A. w Bukareszcie („BVB”), IPOPEMA Securities S.A. tworzy materiały analityczne dla następujących spółek: Bittnet Systems S.A., Impact Developer & Contractor S.A., OMV Petrom S.A. and Safetech Innovations S.A. BVB przysługują autorskie prawa majątkowe do tych materiałów. Za sporządzanie materiałów IPOPEMA Securities S.A. otrzymuje od BVB wynagrodzenie.

IPOPEMA Securities S.A. korzysta z szeregu metod wyceny, w tym modeli zdyskontowanych przepływów pieniężnych (takich jak zdyskontowane zyski operacyjne lub model zdyskontowania dywidend), a także modeli opartych na zyskach i przepływach pieniężnych, które oparte są na porównywaniu wycenianego podmiotu do spółek reprezentujących podobną branżę lub sektor. Modele przepływów pieniężnych opierają się na prognozowanych przepływach pieniężnych generowanych przez wycenianą spółkę i są szeroko stosowane w branży inwestycyjnej. Metody porównawcze uwzględniają między innymi różne stopy wzrostu i wskazują, jaką wartość ma przedsiębiorstwo na tle spółek wybranych do grupy porównawczej. Subiektywne opinie analityka lub analityków tworzących wycenę, oparte są na ich wiedzy i doświadczeniu i odgrywają istotną rolę w procesie wyceny. Dotyczy to między innymi wielu zmiennych ekonomicznych, takich jak stopy procentowe, inflacja i kursy walutowe, których niewielkie rozbieżności w oszacowaniu mogą prowadzić do znacząco różnych wyników wyceny. Mocną stroną modeli opartych na zyskach i przepływach pieniężnych jest skupienie się na tym co dzieje się w samej spółce i powiązanie wyceny z wartością fundamentalną. Słabością takiej metody jest wysoka liczba przyjmowanych założeń, których niewielka zmiana powoduje sporą różnicę w oszacowanej wartości wycenianej spółki. Metody porównawcze są co prawda mniej zależne od subiektywnych założeń analityka, jednak ich skuteczność maleje gdy wartość jednej ze spółek z grupy porównawczej jest przeszacowana lub niedowartościowana. Co więcej, wykorzystywane w metodach porównawczych wskaźniki uwzględniające prognozowane przyszłe zyski, wartości księgowe, zysk operacyjny lub przepływy pieniężne, bazują w dużym stopniu na subiektywnych założeniach analityka.

Niniejszy dokument nie został przekazany do spółki przed jego publikacją.

Rekomendacje wydawane przez IPOPEMA Securities S.A. obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. IPOPEMA Securities S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków. W ostatnich dwunastu miesiącach IPOPEMA Securities S.A. nie sporządziła żadnej rekomendacji dotyczącej spółki.

Niniejszy dokument stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Lista wszystkich rekomendacji dotyczących jakiegokolwiek instrumentu finansowego lub emitenta wydanych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez IPOPEMA Securities S.A. jest dostępna na stronie internetowej: <https://www.ipopemasecurities.pl/analiza-i-rekomendacje.p162>.

Data i godzina podana na pierwszej stronie stanowi datę przygotowania dokumentu. Cena stosowana w rekomendacji do obliczania odpowiednich wskaźników jest „ostatnią” ceną podaną na pierwszej stronie niniejszego dokumentu.

Definicje terminów użytych w dokumencie obejmują:

NII - wynik z tytułu odsetek - dochód odsetkowy minus koszt odsetek.

Netto F&C - przychody z opłat i prowizji netto - przychody z opłat i prowizji minus koszty prowizji i opłat.

LLP - rezerwy na straty kredytowe - koszt odłożony jako odpis na złe kredyty.



NPL - pożyczka zagrożona - pożyczki, które są niewypłacalne lub zbliżone do niespłaconych.

Koszty / przychody - koszty operacyjne podzielone przez przychody.

ROE - zwrot z kapitału - dochód netto (lub skorygowany dochód netto) podzielony przez średni kapitał własny.

ROA - zwrot z aktywów - dochód netto (lub skorygowany dochód netto) podzielony przez średnie aktywa.

EBIT - zyski przed odsetkami i podatkami.

EBITDA - zyski przed odsetkami, podatkami, amortyzacją.

EPS - zysk na akcję - zysk netto (lub skorygowany zysk netto) podzielony przez liczbę występujących akcji).

Wskaźnik P / E - cena do zysku - cena podzielona przez zysk na akcję.

Wskaźnik PEG - P / E podzielony przez roczny wzrost EPS, zwykle w określonym czasie.

CAGR - łączna roczna stopa wzrostu.

BVPS - wartość księgowa na akcję, wartość księgowa kapitału własnego spółki podzielona przez liczbę pozostałych akcji.

P / BV - cena do wartości księgowej - cena podzielona przez BVPS.

DPS - dywidenda na akcję - dywidenda za dany rok podzielona przez liczbę akcji pozostających w obrocie.

DY - stopa dywidendy - dywidenda na akcję w danym roku podzielona przez bieżącą cenę akcji.

DDM - metoda zdyskontowanych dywidend - podstawowa metoda wyceny oparta na założeniu, że wartość akcji równa się sumie wszystkich zdyskontowanych przyszłych dywidend.

FV - wartość godziwa, obliczana na podstawie metod wyceny przedstawionych w dokumencie.

Autor dokumentu nie ma konfliktu interesów ze spółką, o której mowa w dokumencie. Punkt widzenia wyrażony w dokumencie odzwierciedla osobistą opinię autora dokumentu na temat analizowanej spółki i jej papierów wartościowych. Inwestorzy powinni mieć świadomość, że elastyczna część wynagrodzenia autora może zależeć od ogólnych wyników finansowych IPOPEMA Securities S.A.

IPOPEMA Securities S.A. działa z należytą starannością, uczciwie, rzetelnie, profesjonalnie i zgodnie z przepisami obowiązującego prawa.

IPOPEMA Securities S.A. nie gwarantuje osiągnięcia celu inwestycyjnego inwestora, wyników spółki ani potencjalnych cen, o których mowa w niniejszym dokumencie.

Przy stosowaniu ratingów dla firm stosuje się następujące kryteria w odniesieniu do różnicy między FV IPOPEMA a ceną spółki w dniu rekomendacji:

Rating	Różnica pomiędzy FV i ceną z rekomendacji
Kup	Powyżej 10%
Trzymaj	Pomiędzy (i włączając) -10% and 10%
Sprzedaj	Poniżej -10%

#### IPOPEMA Research – Rozkład ratingów (1 stycznia 2023 – 31 marca 2024)

	Liczba	%
Kup	12	75%
Trzymaj	3	19%
Sprzedaj	1	6%
Suma	16	100%

#### Historia ratingów – Medicalgorithmics

Data	Rekomendacja	FV	Cena z rekomendacji	Autor
06.09.2023	KUPUJ	PLN 45.2	PLN 36.0	Łukasz Kosiarski
16.11.2023	KUPUJ	PLN 41.2	PLN 27.4	Łukasz Kosiarski
30.06.2024	KUPUJ	PLN 42.6	PLN 28.8	Łukasz Kosiarski