

Medicalgorithmics

Nowa nadzieja

Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla Medicalgorithmics z zaleceniem KUPUJ i wyceną wartości godziwej na poziomie 45.2 PLN/akcję (26% potencjał wzrostu względem obecnej ceny). Medicalgorithmics przeszedł istotną przemianę w ciągu minionego roku: ma nowego strategicznego akcjonariusza Biofund, mocny bilans, nowy atrakcyjny segment biznesowy Kardiolytics i nową strategię dla biznesu EKG. Kardiolytics opracowuje VCAST, narzędzie AI do analizy tomografii komputerowej serca. Co ważne sama procedura ma już kod refundacyjny w USA i zyskuje udziały w rynku o wartości 10 mld USD jako alternatywne rozwiązanie dla obecnych bardziej inwazyjnych testów. VCAST wkracza w decydujący okres z ważnym napływem wiadomości, powinien wkrótce rozpocząć badania kliniczne i rejestrację w UE i USA. MDG, po raz pierwszy od dłuższego czasu, wydaje się mieć pomysł na biznes EKG, który w poprzednich pięciu latach był serią niepowodzeń. Widzimy już pierwsze pozytywne efekty odejścia od wyłączności na PocketECG, a każda kolejna umowa przybliży MDG do długo oczekiwanego sukcesu na rynku amerykańskim.

Nowa strategia dla biznesu EKG w USA. Z nowym głównym właścicielem, MDG znacząco zmieniło swoją strategię dla segmentu EKG w USA. MDG sprzedała strukturalnie nierentowną spółkę Medi-Lynx firmie React, a następnie odebrała jej wyłączność rynkową na Pocket ECG. Zarząd zamierza podpisać wiele umów IDTF (ang. Independent Diagnostic Testing Facility) na rynku amerykańskim, aby zbudować skalę biznesu i zdywersyfikować strumienie przychodów. W tym celu Medicalgorithmics zdecydowała się rozdzielić swój system Pocket ECG na sprzęt i oprogramowanie oraz zintegrować oprogramowanie (czyli kluczowe aktywo) z wieloma urządzeniami firm trzecich. MDG podpisało już pierwsze umowy integracyjne i pierwsze kontrakty z IDTF innymi niż React. Uważamy, że proces ten będzie kontynuowany, czekamy na nowe większe kontrakty, dzięki którym MDG może ograniczyć ryzyko wysokiej ekspozycji na React, gdzie widzimy ryzyko rozwiązania umowy z MDG.

Kardiolytics. VCAST firmy Kardiolytics wykorzystuje sztuczną inteligencję do wydobywania informacji diagnostycznych na temat zwężenia naczyń krwionośnych serca (miażdżycy) z obrazowania TK serca. Badanie rezerwy przepływu wieńcowego za pomocą TK służy jako alternatywa dla inwazyjnego tradycyjnego testu FFR. Obecnie VCAST zbliża się do zakończenia fazy rozwoju i ma rozpocząć niezbędne badania kliniczne w celu rejestracji. Rozpoczęcie badań klinicznych planowane jest na koniec 2023 r., a złożenie wniosku rejestracyjnego do CE przewidujemy jeszcze w 2023 r., a do FDA w 2024 r. Uważamy, że firma może początkowo uzyskać certyfikat CE dla UE, co może uutorować drogę do potencjalnego partnerstwa. Komercyjne wprowadzenie na rynek planowane jest na 2025 rok. Zakładamy 56% skumulowane prawdopodobieństwo sukcesu. Nasza wycena Kardiolytics wynosi 253 mln PLN lub 25.5 PLN na akcję.

Tabela 1. Medicalgorithmics podsumowanie prognoz

PLN m	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Przychody	111.7	85.3	62.7	39.9	44.3	46.6
EBITDA	-21.6	-14.7	21.4	5.5	7.8	8.2
EBITDA skor.	-21.6	7.1	16.4	5.5	7.8	8.2
EBIT	-37.5	-25.1	17.2	1.6	2.9	2.0
Zysk netto	-12.9	-180.6	-30.4	1.0	2.3	1.4
EPS (PLN)	-3.26	-38.83	-4.07	0.10	0.23	0.14
DPS (PLN)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA (x)	n.m.	n.m.	4.9	62.8	44.5	42.9
P/E (x)	n.m.	n.m.	n.m.	353.6	158.0	250.9

Źródło: Spółka, IPOPEMA

Ochrona zdrowia

Medicalgorithmics

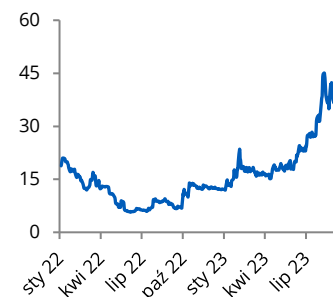
KUPUJ

FV PLN 45.2

26% potencjału wzrostu

Cena z dnia 6 września 2023 PLN 36.0

Raport inicjujący



Podstawowe informacje

Liczba akcji (m)	10.0
Kapitalizacja (EUR m)	76.3
12M śr. dzienny wolumen (k)	33.8
12M śr. dzienny obrót (EUR m)	0.1
12M max/min (PLN)	46.80/6.40
Waga w WIG (%)	0.05%
Reuters	MDG.WA
Bloomberg	MDG.PW

Stopa zwrotu

1M	11.5%
3M	102.2%
12M	354.0%

Akcjonariusze (% akcji)

Biofund	50.0%
PZU PTE	7.3%
NN PTE	5.6%
Pozostali	37.1%

Analitik

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

MEDICALGORITHMICS

KUPUJ

FV PLN 45.2

Kapitalizacja EUR 76m

Potencjał wzrostu: 26%

Wskaźniki wyceny	2021	2022	2023E	2024E	2025E
P/E (x)	-0.5	-3.0	353.6	158.0	250.9
EV/EBITDA (x)	-7.1	4.9	62.8	44.5	42.9
EV/Sales (x)	1.2	1.7	8.7	7.9	7.5
P/BV (x)	1.9	1.1	4.4	4.3	4.2
Stopa FCF (%)	-92.7%	46.5%	1.4%	-0.7%	-0.7%
Stopa dywidendy (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Na akcję	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Liczba akcji (m)	5.0	10.0	10.0	10.0	10.0
EPS (PLN)	-38.8	-4.1	0.1	0.2	0.1
BVPS (PLN)	10.2	10.7	8.1	8.4	8.5
FCFPS (PLN)	-17.6	5.7	0.5	-0.3	-0.3
DPS (PLN)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Zmiana r/r (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Przychody	-23.7%	-26.4%	-36.4%	11.2%	5.2%
EBITDA	-132.7%	132.4%	-66.6%	42.4%	4.7%
Skor. EBITDA	-32.2%	-246.2%	-74.4%	42.4%	4.7%
EBIT	-33.1%	-168.6%	-90.8%	80.3%	-29.8%
Zysk netto	1298.0%	-83.2%	-103.3%	123.8%	-37.0%

Leverage and return	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Marża EBITDA (%)	-17.2%	34.2%	13.8%	17.7%	17.6%
Marża EBIT (%)	-29.4%	27.4%	4.0%	6.4%	4.3%
Marża netto (%)	-211.8%	-48.5%	2.5%	5.1%	3.1%
Dług netto / EBITDA (x)	-0.7	-0.8	-2.4	-1.3	-0.8
Dług netto / KW (x)	0.2	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1
Dług netto / Aktywa (x)	0.1	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1
ROE (%)	-141.8%	-47.7%	1.3%	2.8%	1.7%
ROA (%)	-90.8%	-27.3%	1.0%	2.2%	1.4%

Założenia (PLNm)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Przychody, w tym:	85.3	62.7	39.9	44.3	46.6
Usługi	38.5	51.9	38.0	42.2	44.4
Urządzenia	9.8	10.8	1.9	2.1	2.2
Usługi (USDm), w tym:	11.6	8.9	10.1	11.3	
React	8.3	4.8	4.5	2.3	
Nowe IDTF			0.0	1.1	3.0
Poza USA		3.5	4.1	4.5	4.9
Koszty, w tym:	-94.3	-46.3	-38.4	-41.5	-44.6
Materiały i energia	-12.4	-12.4	-4.3	-3.2	-3.3
Koszty pracownicze	-48.4	-17.1	-19.8	-21.8	-23.5
Amortyzacja	-10.4	-4.0	-3.9	-5.0	-6.2
Usługi obce	-20.8	-12.2	-9.8	-10.9	-10.9
Pozostałe	-2.3	-0.7	-0.5	-0.6	-0.6

RACHUNEK WYNIKÓW (PLNm)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Przychody	111.7	85.3	62.7	39.9	44.3	46.6
Koszty	150.1	94.3	46.3	38.4	41.5	44.6
Pozostała działalność operacyjna	0.8	-16.1	0.8	0.1	0.0	0.0
Skor. EBITDA	-21.6	7.1	16.4	5.5	7.8	8.2
EBITDA	-21.6	-14.7	21.4	5.5	7.8	8.2
EBIT	-37.5	-25.1	17.2	1.6	2.9	2.0
Przychody (koszty) finansowe	-2.4	2.8	0.7	-0.6	-0.6	-0.6
Zysk brutto	-40.0	-22.3	17.9	1.0	2.3	1.4
Podatek	12.3	3.4	0.2	0.0	0.0	0.0
Udziały mniejszości	14.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Działalność zaniechana	0.0	-161.8	-48.5	0.0	0.0	0.0
Zysk netto	-12.9	-180.6	-30.4	1.0	2.3	1.4

BILANS (PLNm)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Aktywa trwałe	242.7	7.7	65.9	71.0	75.8	80.3
Rzeczowe aktywa trwałe	10.4	-6.4	0.9	0.9	0.9	0.9
Aktywa z tytułu prawa do użytk.	13.1	9.5	1.1	1.1	1.1	1.1
Wartość firmy	84.4	0.8	19.0	19.0	19.0	19.0
Wartości niematerialne i prawne	117.4	3.7	44.9	50.0	54.8	59.3
Pozostałe	17.4	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Aktywa obrotowe	40.7	106.7	42.8	30.8	28.7	26.1
Zapasy	0.0	7.1	8.8	4.5	5.1	5.3
Należności handlowe	16.2	6.9	7.9	4.1	4.6	4.9
Środki pieniężne i ekwiwalenty	16.2	2.3	26.2	22.2	19.1	15.9
Pozostałe aktywa obrotowe	8.4	90.4	0.0	0.0	0.0	0.0
Aktywa razem	283.4	114.4	108.7	101.8	104.5	106.4
Kapitał własny	207.4	47.4	80.1	81.1	83.4	84.8
Mniejszości	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zobowiązania długotermin.	38.9	14.7	17.1	8.6	8.6	8.6
Kredyty i pożyczki	29.3	7.0	4.2	4.2	4.2	4.2
Pozostałe zobow. długotermin.	9.6	7.7	12.8	4.3	4.3	4.3
Zobowiązania krótkotermin.	37.1	52.3	11.6	12.2	12.6	13.1
Zobowiązania handlowe	3.4	4.7	5.8	6.3	6.8	7.2
Kredyty i pożyczki	10.1	5.2	5.0	5.0	5.0	5.0
Pozostałe zobow. krótkotermin.	23.6	42.4	0.8	0.8	0.8	0.8
Pasywa	283.4	114.4	108.7	101.8	104.5	106.4
Cykl konwersji gotówki (w dn.)	67.9	51.3	21.6	48.9	51.1	51.9
Dług brutto (PLN m)	39.4	12.2	9.3	9.3	9.3	9.3
Dług netto (PLN m)	23.2	10.0	-16.9	-12.9	-9.8	-6.6

PRZEPŁYWY PIEN. (PLNm)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Przepływy operacyjne	-4.0	-6.5	6.3	5.6	7.2	8.1
Zysk netto	-12.9	-180.6	-30.4	1.0	2.3	1.4
Amortyzacja	15.9	10.4	4.2	3.9	5.0	6.2
Zmiana kapitału obrotowego	-4.6	7.8	-26.5	8.6	-0.5	-0.1
Pozostałe	-2.3	155.9	59.0	-7.9	0.6	0.6
Przepływy inwestycyjne	-5.0	-15.8	-1.8	-8.5	-9.3	-10.2
Capex	-5.0	-15.9	-12.4	-8.5	-9.3	-10.2
Pozostałe	0.0	0.1	10.6	0.0	0.0	0.0
Przepływy finansowe	14.0	17.7	10.0	-1.0	-1.1	-1.1
Zmiana kapitału własnego	12.6	11.4	13.9	0.0	0.0	0.0
Zmiana długu	-0.9	-27.1	-3.0	0.0	0.0	0.0
Dywidenda	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zmiana leasingów	0.0	0.0	0.0	-0.5	-0.5	-0.5
Odsetki	0.0	0.0	0.0	-0.6	-0.6	-0.6
Pozostałe	2.4	33.4	-0.9	0.0	0.0	0.0
Zmiana stanu gotówki	5.0	-4.5	14.5	-4.0	-3.1	-3.2
Gotówka na koniec okresu	16.2	11.7	26.2	22.2	19.1	15.9

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA

Spis treści

Spis treści	3
Wycena	4
Wycena rNPV – Kardiolitics.....	4
Wycena DCF – biznes EKG	5
Model biznesowy i strategia	6
Nowa struktura właścicielska.....	6
Profil Biofund	6
Właściciele Biofund	7
Kardiolitics	7
FFR.....	8
Potencjał rynku	9
Główni konkurenci – HeartFlow i Cleerly	9
Strategia biznesowa	11
Strategia na lata 2023-2026	11
Nowe podejście do biznesu EKG	11
Sprzedaż Medi-Lynx	11
Rozdzielenie sprzętu i oprogramowania	12
Pierwsze umowy z nowymi IDTF podpisane	13
Bez większych zmian strategicznych na rynkach poza USA	13
Czynniki ryzyka	14
Prognozy wyników na 2Q23	15
Prognozy finansowe	16

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 45.2 PLN na akcję, tj. 26% powyżej obecnej ceny rynkowej, co implikuje rekomendację KUPUJ.

Tabela 1. Medicalgorithmics: podsumowanie wyceny (PLN mln)

	PLN mln	PLN/akcję
Biznes EKG – wycena DCF (EV)	165.3	16.6
Kardiolytics – wycena rNPV (EV)	253.4	25.5
Wartość przedsiębiorstwa	418.8	42.1
Gotówka netto (1Q23)	31.1	3.1
Wartość godziwa	449.9	45.2

Źródło: IPOPEMA

Wycena rNPV – Kardiolytics

Tabela 2. Kardiolytics: Wycena

Faza	Rok	Prawdopodobieństwo sukcesu	Skumulowane prawdopodobieństwo
Rozwój	2023	100%	100%
Badania kliniczne	2024	75%	75%
Rejestracja	2025	75%	56%
Sprzedaż	2026	100%	56%
Średnia roczna sprzedaż (USD mln)	46.8		
Sprzedaż szczytowa (USD mln)	62.5		
rNPV (PLN mln)	253.4		
rNPV (PLN/akcję)	25.5		

Źródło: IPOPEMA

Tabela 3. Medicalgorithmics: Kardiolytics założenia

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	Okres rezyd.
Faza	Rozwój	Badania kliniczne	Rejestracja	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	-0.5	-0.5	-0.8	-0.5	-0.6	-0.6	-0.7	-0.7	-0.8	-0.9	-1.0
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)	-0.5	-0.5	-0.6	0.9	4.3	8.4	12.0	15.3	17.7	19.8	21.5
Dyskonto	88%	77%	67%	59%	52%	46%	40%	35%	31%	27%	24%
USDPLN	4.27	4.18	3.93	3.93	3.93	3.93	3.93	3.93	3.93	3.93	3.93
Przepływy pieniężne (PLNm)	-1.9	-1.6	-1.5	2.2	8.8	15.0	18.8	21.1	21.4	21.0	20.0
rNPV (PLN mln)	253.4										

Źródło: IPOPEMA

Wycena DCF – biznes EKG

Do wyceny biznesu EKG Medicalgorithmics, używamy modelu DCF opartego na naszych prognozach wolnych przepływów pieniężnych na okres 2023E-2032E. Zastosowaliśmy 5.5% premię za ryzyko rynku akcji, 5.60% 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	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	Okres rezyd.
NOPAT	1.6	2.8	2.0	4.1	9.7	13.5	19.4	24.4	30.9	33.1	33.1
+ Amortyzacja	3.9	5.0	6.2	7.6	9.2	10.8	11.8	12.9	14.1	15.4	-
+ Zmiana kapitału obrotowego	8.6	-0.5	-0.1	-0.9	-1.8	-1.4	-1.9	-1.7	-2.2	-1.1	-1.1
+ Wydatki inwestycyjne	-9.0	-9.8	-10.7	-11.7	-12.8	-14.0	-15.3	-16.8	-18.4	-20.1	-
Wolne przepływy pieniężne	5.1	-2.6	-2.6	-0.9	4.3	8.9	14.0	18.8	24.5	27.2	31.9
WACC	11.1%	11.1%	11.2%	11.2%	11.3%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%
Zdyskontowane przepływy 2023E-2032E	40.5										
Wzrost po okresie prognozy	2.0%										
Zdyskontowana wartość rezydualna	124.8										
Wartość przedsiębiorstwa	165.3										

Źródło: IPOPEMA

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

PLN m	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
Stopa wolna od ryzyka	5.6%	5.6%	5.7%	5.7%	5.8%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%
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	11.1%	11.1%	11.2%	11.2%	11.3%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%
Stopa wolna od ryzyka	5.6%	5.6%	5.7%	5.7%	5.8%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%
Premia długu	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
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	6.5%	6.5%	6.6%	6.7%	6.7%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%
% długu	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
% kapitału	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
WACC	11.1%	11.1%	11.2%	11.2%	11.3%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%

Źródło: IPOPEMA

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

	Stopa wzrostu rezydualnego (%)					
	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	
	12.1%	132.8	137.6	143.0	148.8	155.4
	11.6%	141.8	147.3	153.4	160.2	167.8
WACC	11.1%	151.9	158.2	165.3	173.2	182.1
	10.6%	163.2	170.6	178.8	188.1	198.5
	10.1%	176.1	184.7	194.4	205.2	217.7

Źródło: IPOPEMA

Model biznesowy i strategia

Nowa struktura właścicielska

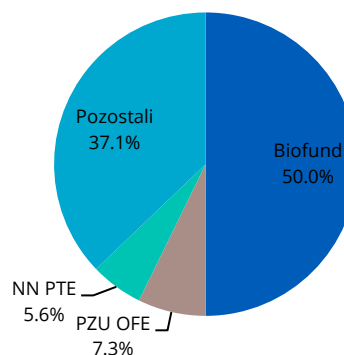
W październiku 2022 r. spółka Medicalgorithmics podpisała umowę inwestycyjną z Biofund Capital Management, kończąc tym samym przegląd opcji strategicznych. Biofund zgodził się objąć 4.976.384 nowych akcji (stanowiących 50.0% udziałów pomniejszonych o jedną akcję po transakcji) za 13.8 mln PLN w gotówce oraz 100% udziałów w Kardiolytics.

Oprócz wkładu pieniężnego, Biofund zobowiązał się do zapewnienia spółce dodatkowego finansowania w wysokości do 13.8 mln PLN w okresie trzech lat od daty objęcia akcji. Zobowiązanie to jest uzależnione od uzasadnionych potrzeb Medicalgorithmics oraz możliwości pozyskania finansowania od podmiotów trzecich, na warunkach i w terminach uzgodnionych z Radą Nadzorczą.

Inwestycja Biofund znacząco zmieniła strukturę akcjonariatu. Obecnie, poza Biofundem, udziały powyżej 5% posiadają dwa podmioty - PZU PTE oraz NN PTE (OFE i DFE). Udziały Miri Capital Management oraz Pana Marka Dziubińskiego spadły w wyniku transakcji poniżej progu 5%.

Ponadto Biofund powołał trzech członków do Rady Nadzorczej: Pana Krisa Siemionowa, Pana Pawła Lewickiego oraz Pana Davida Casha. W rezultacie mają teraz trzech przedstawicieli w siedmiosobowej radzie..

Tabela 7. Medicalgorithmics struktura akcjonariatu



Źródło: Dane spółki, IPOPEMA

Profil Biofund

Biofund został założony w 2015 r. przez dr Krisa Siemionowa i dr Paula Lewickiego. Oprócz Medicalgorithmics i Kardiolytics, portfolio Biofund obejmuje inne podmioty: Biometryks (twórca systemów diagnostycznych opartych na sztucznej inteligencji) oraz dwie firmy biotechnologiczne, Dystrogen Therapeutics i Dystrogen Gene Therapies.

Co więcej, Biofund ma na koncie dwie transakcje wyjścia z inwestycji Holo Surgical i Inteneural Networks. Holo Surgical Inc. to firma zajmująca się chirurgią cyfrową, która opracowała oparty na sztucznej inteligencji system naprowadzania chirurgicznego, obecnie wykorzystywany klinicznie. Holo Surgical została przejęta przez Surgalign w październiku 2020 roku. Surgalign zapłacił 30 mln USD w gotówce i 12 mln USD w akcjach Surgalign. Ponadto Surgalign zgodził się zapłacić do 83 mln USD w gotówce i akcjach po osiągnięciu określonych regulacyjnych, rozwojowych i komercyjnych kamieni milowych.

Inteneural Networks Inc. to firma wykorzystująca uczenie maszynowe do diagnozowania zaburzeń neurodegeneracyjnych. Inteneural zawarł strategiczną umowę o współpracy z Surgalign w czerwcu 2021 r., a następnie Surgalign nabył 42% udziałów w INN za 21 mln USD w grudniu 2021 r. (5 mln USD w gotówce, 10.6 mln USD w obligacjach i 5.4 mln USD w akcjach). Surgalign zabezpieczył opcję nabycia pozostałych 58% udziałów w Inteneural w

trzech równych transzach do 2027 r., za kwotę do 58 mln USD, w oparciu o określone regulacyjne, rozwojowe i komercyjne kamienie milowe oparte na przychodach.

Surgalign napotkał ostatnio trudności finansowe. Pomimo wdrożenia środków redukcji kosztów i zwolnień w 2023 r., spółka złożyła wniosek o ogłoszenie upadłości (Chapter 11) i rozpoczęła proces zbycia aktywów. Augmedics z powodzeniem złożył ofertę na wszystkie aktywa i niektóre długi związane z cyfrową działalnością zdrowotną Surgalign za 0.9 mln USD.

Właściciele Biofund

Dr Kris Siemionow jest chirurgiem ortopedą i przedsiębiorcą, który założył i współtworzył wiele firm medycznych wykorzystujących zaawansowane technologie w celu poprawy wyników klinicznych. Dr Siemionow ukończył rezydenturę w Cleveland Clinic Foundation w zakresie chirurgii ortopedycznej oraz staż w zakresie chirurgii kręgosłupa w Rush University Medical Center. Jego doktorat koncentrował się na wpływie stanu zapalnego na funkcjonowanie komórek nerwowych. Dr Siemionow jest współzałożycielem Global Spine Outreach, organizacji non-profit, której misją jest "ratowanie dzieci z poważnymi deformacjami kręgosłupa".

Paul Lewicki jest kognitywistą, przedsiębiorcą i inwestorem. W latach 1984-2009 był profesorem psychologii poznawczej na Uniwersytecie w Tulsie, gdzie założył Laboratorium Nieświadomego Przetwarzania Informacji, korzystając z wielu grantów badawczych z National Science Foundation i National Institutes of Health.

Paul Lewicki założył StatSoft, firmę, która była pionierem komercyjnych zastosowań eksploracji danych. StatSoft szybko stał się dużym deweloperem rozwiązań do eksploracji danych dla wszystkich branż, z biurami w 30 krajach i ponad 1 mln klientów, gdzie był CEO i głównym udziałowcem. StatSoft został sprzedany firmie Dell w 2014 roku.

Kardiolytics

Kardiolytics to firma AI medtech specjalizująca się w kardiologii, założona w 2018 roku przez Paula Lewickiego i Krisa Siemionowa.

Kardiolytics jest twórcą technologii VCAST, która wykorzystuje sztuczną inteligencję do wydobywania informacji diagnostycznych o zwężeniu naczyń krwionośnych serca (miażdżycy) z obrazowania tomografii komputerowej serca.

Badanie rezerwy przepływu wieńcowego za pomocą tomografii komputerowej (FFR_{CT}) służy jako alternatywa dla inwazyjnego tradycyjnego testu FFR.

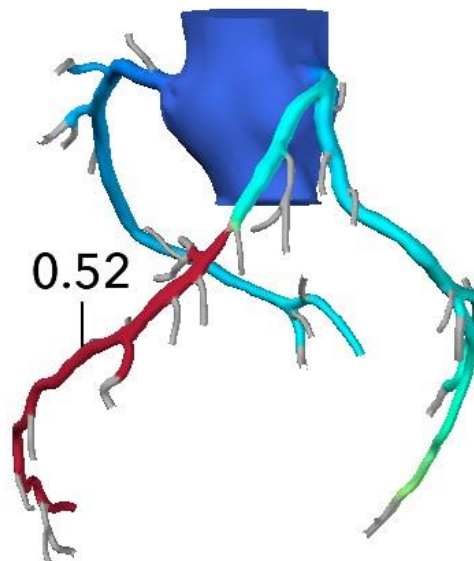
Obecnie VCAST zbliża się do zakończenia fazy rozwoju i ma rozpocząć niezbędne badania kliniczne w celu rejestracji. Na początkowym etapie Kardiolytics planuje uzyskać rejestrację w UE poprzez uzyskanie certyfikatu CE, a w USA poprzez proces rejestracji FDA. Rozpoczęcie badań klinicznych planowane jest na koniec 2023 r., a złożenie wniosku rejestracyjnego do CE przewidujemy jeszcze w 2023 r., a do FDA w 2024 r. Uważamy, że firma może początkowo uzyskać certyfikat CE dla UE, ponieważ proces rejestracji jest mniej złożony niż w USA. Komercyjne wprowadzenie na rynek planowane jest wg naszych założeń na 2025 rok.

W tym momencie przewidujemy dwa potencjalne scenariusze dla Kardiolytics. Po pierwsze, firma mogłaby kontynuować komercyjne wdrażanie niezależnie, wykorzystując sieć sprzedaży Medicalgorithmics i osiągając pewne ograniczone synergie z ich produktem EKG. W naszym modelu jest to scenariusz bazowy. Po drugie, widzimy możliwość przejścia Kardiolytics przez inwestora strategicznego po lub nawet przed uzyskaniem zezwoleń regulacyjnych na wprowadzenie produktu na rynek. Przemawia za tym fakt, że główni akcjonariusze wielokrotnie sprzedawali swoje spółki inwestorom strategicznym. Co więcej, CCTA stanowi stosunkowo nowatorską metodę diagnostyczną z ograniczoną liczbą konkurentów, co generuje potencjalne zainteresowanie np. producentów tomografów komputerowych nabyciem takiej technologii.

Firma Kardiolytics nakreśliła już plan rozwoju aktualizacji oprogramowania VCAST, który zostanie wdrożony po rejestracji oryginalnego urządzenia VCAST. Aktualizacje te będą koncentrować się przede wszystkim na dwóch głównych kierunkach rozwoju: dalszej

automatyzacji procesu diagnostycznego oraz rozszerzeniu zakresu usług, np. w obszarze badania blaszek miażdżycowych.

Tabela 8. Medicalgorithmics przykładowy wynik badania FFR_{CT}



Źródło: Dane spółki, IPOPEMA

FFR

FFR to skrót od angiografii rezerwy przepływu wieńcowego (ang. Fractional Flow Reserve). Jest to test diagnostyczny stosowany w kardiologii do oceny stopnia zwężenia lub zablokowania tętnic wieńcowych, które dostarczają krew do mięśnia sercowego. FFR pomaga ustalić, czy konkretne zwężenie powoduje znaczące zmniejszenie przepływu krwi i czy wymaga interwencji, takiej jak angioplastyka lub wszczepienie stentu.

Podczas testu FFR, specjalnie zaprojektowany przewód ciśnieniowy jest wprowadzany do tętnic wieńcowych poprzez niewielkie nacięcie w pachwinie lub nadgarstku. Przewód jest przesuwany do miejsca zainteresowania, zwykle zwężonego odcinka tętnicy wieńcowej. Po umieszczeniu przewodu, mierzy on ciśnienie wewnątrz tętnicy wieńcowej zarówno przed, jak i po zwężeniu.

Pomiar FFR jest uzyskiwany poprzez porównanie ciśnienia za zwężeniem (za zwężonym odcinkiem) z ciśnieniem przed zwężeniem (przed zwężonym odcinkiem). Poprzez obliczenie stosunku tych ciśnień, ustala się wartość FFR. Wartość FFR równa 1.0 wskazuje na normalny przepływ krwi, podczas gdy wartość poniżej 1.0 sugeruje, że zwężenie powoduje znaczące zmniejszenie przepływu krwi.

Test FFR pomaga kardiologom podejmować decyzje dotyczące konieczności interwencji w przypadkach choroby wieńcowej. Jeśli wartość FFR jest poniżej pewnego progu, zwykle 0.80, wskazuje to, że zwężenie powoduje znaczące zmniejszenie przepływu krwi i wymaga leczenia. Natomiast jeśli wartość FFR jest powyżej progu, sugeruje to, że zwężenie może nie powodować krytycznego zmniejszenia przepływu krwi i można je potencjalnie leczyć za pomocą leków lub środków konserwatywnych.

Badanie FFR często jest wykonywane w połączeniu z angiografią wieńcową, która dostarcza obrazowe zdjęcia tętnic wieńcowych. Połączenie FFR i angiografii pomaga kardiologom dokładnie ocenić funkcjonalne znaczenie zwężenia i określić najodpowiedniejsze postępowanie dla pacjenta.

Ogólnie rzecz biorąc, badanie FFR to wartościowe narzędzie w interwencyjnej kardiologii, które pomaga w ocenie i podejmowaniu decyzji dotyczących pacjentów z chorobą wieńcową, przyczyniając się do optymalizacji.

Potencjał rynku

W Stanach Zjednoczonych całkowita liczba procedur diagnostycznych dotyczących tętnic wieńcowych wynosi około 10 mln rocznie. Jednak w 2021 r. tylko około 5% tych procedur zostało przeprowadzonych przy użyciu obrazowania TK. Oczekuje się, że wykorzystanie obrazowania TK, które jest nieinwazyjną metodą z ulepszoną diagnostyką oprogramowania, wzrośnie, prawdopodobnie stając się standardowym podejściem diagnostycznym w ciągu najbliższych 15-20 lat.

W Stanach Zjednoczonych Centers for Medicare & Medicaid Services (CMS) ustaliło krajową stawkę płatności w wysokości 930.34 USD za analizę FFR_{CT} w gabinetach lekarskich i centrach obrazowania. W przypadku analiz przeprowadzanych w szpitalnych warunkach ambulatoryjnych, CMS utrzymuje krajową stawkę płatności w wysokości 950.50 USD.

Biorąc pod uwagę stawkę refundacji wynoszącą prawie 1,000 USD i około 10 mln procedur, całkowity potencjalny rynek dla FFR_{CT} wynosi około 10 mld USD rocznie. Ponadto, ponieważ Kardiolytics zamierza rozszerzyć swoje oprogramowanie o analizę blaszek miażdżycowych, może to potencjalnie stworzyć dodatkowy strumień przychodów. Jeden z konkurentów Kardiolytics, działający już w USA HeartFlow, szacuje, że rynek dla badania blaszki miażdżycowej wynosi 7 mld USD rocznie. Badanie TK blaszki miażdżycowej ma już krajową stawkę płatności w wysokości 950 USD.

Z naszej perspektywy rynki poza Stanami Zjednoczonymi oferują dalsze możliwości rozwoju dla Kardiolytics. Procedury FFR_{CT} mają już kody refundacyjne ustalone w Wielkiej Brytanii i Japonii, podczas gdy podstawowe angiogramy TK naczyń wieńcowych (CCTA) mają kody w różnych krajach UE, Kanadzie, Australii, Zjednoczonych Emiratach Arabskich i Azji Wschodniej.

Główni konkurenci – HeartFlow i Cleerly

Kardiolytics ma dwóch głównych konkurentów w dziedzinie angiogramów naczyń wieńcowych z użyciem TK - HeartFlow i Cleerly. Obaj konkurenci są bardziej zaawansowani we wdrażaniu swoich produktów w USA i są już dostępni na rynku. VCAST firmy Kardiolytics zbliża się do końca przygotowań do badania klinicznego, które powinno potrwać kilka miesięcy, po czym nastąpi rejestracja przez FDA. Naszym zdaniem VCAST może zostać wprowadzony na rynek amerykański w 2025 r., kilka lat po swoich konkurentach.

HeartFlow oferuje trzy produkty: Analizę RoadMap (do identyfikacji zwężeń w tętnicach wieńcowych), analizę FFR_{CT} i analizę blaszek miażdżycowych. HeartFlow twierdzi, że jego system jest dostępny w 725 szpitalach na całym świecie i do tej pory obsłużył ponad 180 000 pacjentów.

Cleerly zapewnia analizę zwężeń i blaszek miażdżycowych.

W porównaniu do swoich konkurentów, VCAST będzie oferować trzy główne produkty: FFR_{CT}, stenozy i analizę blaszki miażdżycowej, ale będzie również oferować badania RFR (Resting Full-Cycle Ratio) i EFR (Energy Flow Reference index) obecnie nie oferowane przez HeartFlow i Cleerly.

Tabela 9. Kardiolytics porównanie z konkurencją

	Kardiolytics	HeartFlow	Cleerly
FFR _{CT}	Tak	Tak	Nie
RFR	Tak	Nie	Nie
EFR	Tak	Nie	Nie
Zwężenia	Tak	Tak	Tak
Ocena blaszek miażdżycowych	Pełna	Pełna	Częściowa: NCP, CP, LD-NCP
Pomiary odległości	Tak	Tak	Tak
Segmentacja obszaru zainteresowania	Automatyczna	Manualna oraz półautomatyczna	Manualna oraz półautomatyczna
Czas realizacji	<2h	>4h	>2h
Certyfikacja	USA, UE (planowana)	USA, UE, Japonia	USA

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA

Najnowsze dostępne wyniki finansowe HeartFlow pochodzą z września 2021 roku. Heartflow ujawnił swoje wyniki finansowe za 2020 r. i 1H21 r. oraz cele finansowe na lata 2021-2025.

Tabela 10. HeartFlow prognozy przychodów z 2021

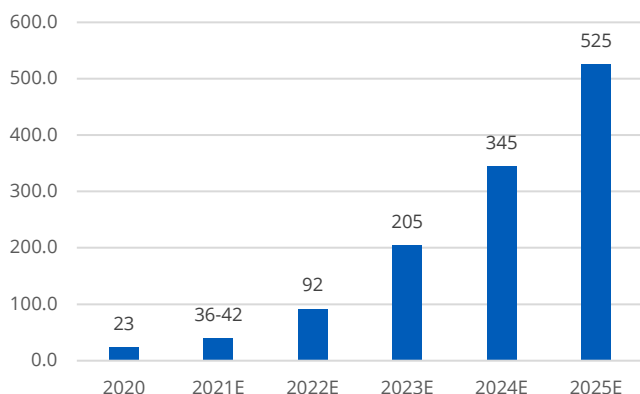
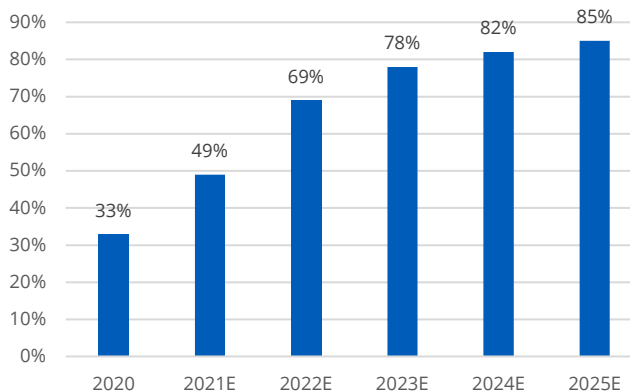


Tabela 11. HeartFlow prognozy marży brutto z 2021



Źródło: Dane spółki, IPOPEMA

W kwietniu 2023 r. spółka HeartFlow pomyślnie zakończyła rundę finansowania o wartości 215 mln USD, przy wycenie transakcji na poziomie 1.5 mld USD (według Dealroom.co).

Drugi konkurent, Cleerly, zakończył rundę finansowania o wartości 223 mln USD w lipcu 2022 roku. Dealroom.co szacuje implikowaną wycenę transakcji na 0.9-1.3 mld USD.

Strategia biznesowa

Strategia na lata 2023-2026

Poniżej przedstawiamy główne punkty ze strategii Medicalgorithmics na lata 2023-26.

- Spółka koncentruje się na komercjalizacji własnego oprogramowania do analizy danych medycznych, algorytmów AI/ML oraz oprogramowania do integracji z urządzeniami innych firm.
- Spółka planuje ekspansję geograficzną i produktową. MDG koncentruje się na dalszym rozwoju swojej technologii i wzmacnianiu struktur sprzedaży na kluczowych rynkach (w tym w USA).
- Medicalgorithmics koncentruje się na wzroście organicznym poprzez pozyskiwanie nowych klientów, ale nie wyklucza potencjalnych fuzji i przejęć w przyszłości w celu zwiększenia kompetencji technologicznych i zasięgu geograficznego, poza obecnym planem strategicznym i finansowaniem.
- MDG rozwiązało umowę na wyłączność z partnerem z USA, planuje pozyskać nowych klientów (IDTF).
- Rok 2023 jest rokiem przejściowym, przychody mogą spaść w porównaniu z rokiem 2022.
- Medicalgorithmics zakłada wzrost rentowności operacyjnej od 2024 r., dalszy wzrost przychodów spoza USA (arytmia i VCAST) oraz wzrost liczby badań kontrolnych średnio o min. 15-20%.
- MDG planuje nakłady inwestycyjne w wysokości 12-15 mln zł rocznie na rozwój produktów do analizy rytmu serca i obrazowania serca oraz zaoferowanie zupełnie nowego typu oprogramowania do obrazowania serca VCAST.
- Spółka ma zabezpieczone środki w wysokości 39 mln zł na realizację celów strategicznych do 2026 r., ponadto posiada wsparcie inwestora strategicznego Biofund.
- MDG planuje rozpocząć komercjalizację VCAST w 2024 roku.

Nowe podejście do biznesu EKG

Medicalgorithmics, po inwestycji Biofund, znacząco zmieniła swoją strategię dla biznesu EKG. Spółka sprzedała swoją amerykańską spółkę zależną Medi-Lynx i tym samym powróciła do swojego pierwotnego modelu biznesowego, który jest dostawcą technologii medycznych zamiast dostawcą usług medycznych. Co więcej, firma nie współpracuje już wyłącznie z jednym amerykańskim partnerem, planuje zbudować sieć klientów korzystających z kardiologicznych algorytmów diagnostycznych MDG na różnych urządzeniach, nie tylko na PocketECG.

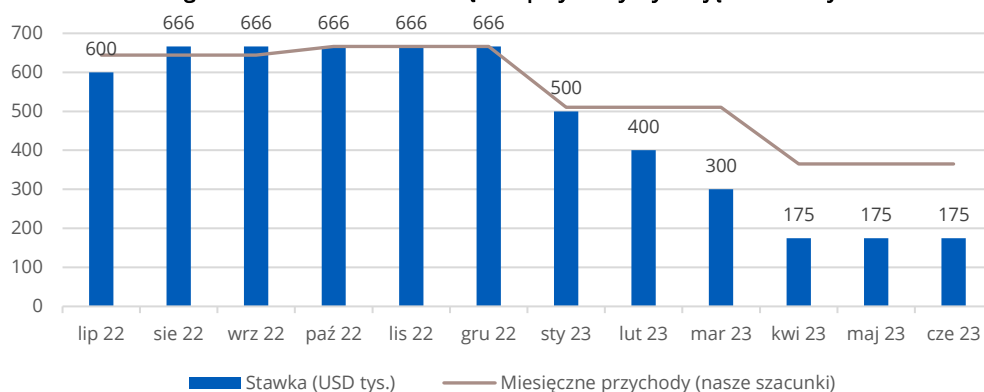
Sprzedaż Medi-Lynx

Poprzednia strategia Medicalgorithmics zakładała ekspansję w USA jako dostawca usług medycznych (ang. IDTF - Independent Diagnostic Testing Facility) okazała się porażką, Medi-Lynx był strukturalnie niezdolny do zapewnienia wzrostu biznesu i osiągnięcia rentowności, jedynym momentem, w którym osiągnięto zyski, była pomoc w ramach amerykańskich tarcz antykrzysowych podczas pandemii Covid-19. W lipcu 2022 r. Medicalgorithmics sprzedał 100% udziałów w Medi-Lynx spółce React Health za 1.75 mln USD. Ponadto obie strony zgodziły się na ustanowienie nowej kalkulacji przychodów dla usług MDG. W 2022 r. MDG miało stały przychód w wysokości 0.6 mln USD/0.66 mln USD miesięcznie, natomiast od stycznia 2023 r. przychód jest oparty na liczbie procedur z minimalnym poziomem przychodów: 0.5 mln USD w styczniu, 0.4 mln USD w lutym, 0.3 mln USD w marcu i 0.175 mln USD miesięcznie od kwietnia 2023 roku. React miał wyłączność na Pocket ECG na rynku amerykańskim.

W lutym 2023 r. Medicalgorithmics reneocjował umowę z React Health, a od 1 marca 2023 r. React utracił prawo wyłączności na Pocket ECG w USA. Był to ważny kamień milowy we wdrażaniu nowej strategii, ponieważ Medicalgorithmics planuje sprzedawać swoją

technologię wielu firmom IDTF z różnych stanów. Tempo realizacji tej strategii jest naszym zdaniem kluczowe dla perspektyw biznesowych tego segmentu.

Tabela. 12. Medicalgorithmics: minimalne miesięczne przychody wynikające z umowy z React



Źródło: Dane spółki, IPOPEMA

Uważamy, że istnieje znaczne ryzyko, że React rozwiąże umowę i zamknie dawną działalność Medi-Lynx. Diagnostyka kardiologiczna nie jest głównym obszarem działalności React, który koncentruje się bardziej na rozwoju, produkcji i dystrybucji urządzeń medycznych do leczenia zaburzeń oddychania podczas snu i tlenoterapii. React w 2022 r. przejął inny IDTF - MediComp - i prawdopodobnie wprowadzi pewne działania mające na celu reorganizację i poprawę finansów dawnego Medi-Lynx, co może oznaczać ujednoczenie technologii stosowanej w monitorowaniu serca - widzimy tutaj ryzyko porzucenia Pocket ECG na rzecz innego rozwiązania. W najgorszym przypadku, jeśli zarówno MediComp, jak i Medi-Lynx pozostaną nierentowne, React może zdecydować się na zamknięcie tej jednostki biznesowej.

Rozdzielenie sprzętu i oprogramowania

Aby móc dotrzeć do wielu IDTF, firma Medicalgorithmics zdecydowała się rozdzielić swój system Pocket ECG na sprzęt i oprogramowanie. Zarząd i nowi właściciele zidentyfikowali oprogramowanie MDG jako kluczowy czynnik kreujący wartość, ponieważ sprzęt jest raczej łatwy do odtworzenia przez konkurencję. Dlatego MDG będzie oferować oprogramowanie niezależnie, bez wymogu przyjęcia pełnego systemu. Pierwszym krokiem do osiągnięcia tego celu jest integracja oprogramowania firmy z urządzeniami firm trzecich. Pierwsze takie integracje zostały już ogłoszone przez spółkę i spodziewamy się, że kolejne będą się pojawiać w nadchodzących miesiącach.

Do tej pory Medicalgorithmics podpisał trzy umowy integracyjne z dms-service, livetec i trzecim nieujawnionym partnerem.

Współpraca z amerykańskim dostawcą monitoringu holterowskiego dms-service zakłada, że urządzenia dms-service zostaną wzbogacone o rozwiązanie diagnostyczne MDG AI. Firma oferuje myPatch Holter, a także 2-kanalowe i 3-kanalowe holtery myPatch. Umowa otwiera dla MDG nowe możliwości ekspansji na rynku amerykańskim, ponieważ rozwiązania myPatch są dostępne na tym rynku.

Medicalgorithmics podpisał umowę na integrację trzykanałowego systemu holterowskiego liveECG z algorytmiką i oprogramowaniem PocketECG PC Client. Twórcą liveECG jest niemiecka firma livetec Ingenieurbüro GmbH, dostawca urządzeń medycznych wykorzystywanych w diagnostyce chorób serca. W ramach umowy algorytmy MDG zautomatyzują i przyspieszą proces interpretacji danych serca pacjentów.

W pierwszym etapie rejestrator livetec wraz z oprogramowaniem Medicalgorithmics będzie dostępny w Unii Europejskiej, a także w Wielkiej Brytanii, Kanadzie i Indiach. Obie firmy przewidują, że wspólne rozwiązanie będzie stopniowo wprowadzane na kolejne rynki.

Trzecia umowa integracyjna została podpisana z nieujawnionym dostawcą Patch z siedzibą w USA, żadne inne szczegóły nie zostały ujawnione.

Pierwsze umowy z nowymi IDTF podpisane

Medicalgorithmics wykonał już pierwsze kroki w realizacji nowej strategii w zakresie pozyskiwania nowych IDTF na rynku amerykańskim i zmniejszenia ekspozycji na React.

Zgodnie z niedawno ogłoszoną umową, Medicalgorithmics dostarczy nieujawnionej firmie IDTF z siedzibą w Teksasie w USA oprogramowanie i algorytmy do diagnostyki sercowo-naczyniowej. Technologia MDG, zawierająca algorytmy sztucznej inteligencji, zostanie zintegrowana z systemami klienta i wykorzystana przez niego do świadczenia usług diagnostycznych placówkom medycznym w USA. Pod koniec sierpnia firma podpisała kolejną podobną umowę z innym nieujawnionym z nazwy IDTF. Podobnie jak w poprzednim przypadku, nie ujawniono żadnych szczegółów odnośnie warunków umowy.

Ponadto Medicalgorithmics podpisała list intencyjny z Cardiologix, dotyczący potencjalnej dostawy co najmniej 200 urządzeń PocketECG na rynek amerykański. Cardiologix to mała indyjska firma, która aktualnie ubiega się o status IDTF na rynku amerykańskim.

Zwracamy uwagę, że kontrakty zostały ogłoszone w komunikacie prasowym, a nie za pośrednictwem systemu ESPI, dlatego uważamy, że pomimo podpisania pierwszych IDTF innego niż React w USA jest rzeczywiście ważnym kamieniem milowym, ale skala biznesowa i potencjalny nowy strumień przychodów prawdopodobnie będą ograniczone i znacznie poniżej przychodów z kontraktu React.

Bez większych zmian strategicznych na rynkach poza USA

Strategia nie zakłada większych zmian dla biznesu poza rynkiem amerykańskim. Powodem tego jest fakt, że obecna strategia jest prawidłowa, Medicalgorithmics buduje sieć partnerów w kilku krajach, w Kanadzie, Europie Zachodniej, Australii i Azji.

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.

Ryzyko wysokiej ekspozycji na React. Uważamy, że istnieje znaczne ryzyko, że React rozwiąże umowę i zamknie dawną działalność Medi-Lynx. Diagnostyka kardiologiczna nie jest podstawową działalnością React, która koncentruje się bardziej na rozwoju, produkcji i dystrybucji urządzeń medycznych do leczenia zaburzeń oddychania podczas snu i tlenoterapii. React w 2022 r. przejął inny IDTF - MediComp - i prawdopodobnie wprowadzi pewne działania mające na celu reorganizację i poprawę finansów Medi-Lynx, co może oznaczać ujednoczenie technologii stosowanej w monitorowaniu serca - widzimy tutaj ryzyko porzucenia Pocket ECG na rzecz innego rozwiązania. W najgorszym przypadku, jeśli zarówno MediComp, jak i Medi-Lynx pozostaną nierentowne, React może zdecydować się na zamknięcie tej jednostki biznesowej. Może to nastąpić, zanim Medicalgorithmics pozyska innych klientów IDTF, co w konsekwencji spowoduje spadek przychodów, rentowności i przepływów pieniężnych.

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 wyników na 2Q23

Medicalgorithmics opublikuje wyniki za 2Q23 28 września 2023 roku.

Spodziewamy się raczej przeciętnych wyników za 2Q23, sprzedaż powinna być niższa kw/kw ze względu na niższe przychody z React (wartość gwarantowanych przychodów wg umowy jest niższa od kwietnia), z drugiej strony koszty powinny nieznacznie wzrosnąć kw/kw, w konsekwencji EBITDA powinna spaść zarówno r/r i kw/kw.

Przychody w 2Q23 szacujemy na poziomie 9.4 mln PLN (-32% r/r). Zakładamy 4.6 mln PLN przychodów z React (dawny Medi-Lynx), niższe kw/kw ze względu na nowe stawki zgodnie z umową oraz 4.3 mln PLN spoza USA. Ponadto zakładamy 0.5 mln PLN ze sprzedaży urządzeń.

Po stronie kosztowej zakładamy 10.3 mln PLN kosztów operacyjnych wobec 9.5 mln PLN w 1Q23, głównie z powodu wyższych kosztów materiałów i energii, z drugiej strony zakładamy niższe koszty usług obcych.

W konsekwencji oczekujemy EBITDA na poziomie 0.1 mln PLN wobec EBITDA 8.2 mln PLN w 2Q22. EBIT powinien wynieść -0.8 mln PLN wobec 7.3 mln PLN w 2Q22. Zakładamy 0.5 mln PLN kosztów finansowych (strata z tytułu różnic kursowych). Strata netto powinna wynieść 1.1 mln PLN.

Tabela 13. Medicalgorithmics podsumowanie prognoz kwartalnych

PLN m	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	R/R	K/K
Przychody	31.4	27.7	11.6	14.6	12.9	13.8	17.4	18.6	11.3	9.4	-31.8%	-16.6%
usługi	30.1	-9.4	11.5	6.4	10.6	15.5	15.6	10.2	10.8	8.9	-42.8%	-18.0%
sprzęt	1.3	0.2	0.1	8.2	2.3	-1.7	1.8	8.4	0.5	0.5	-131.0%	17.1%
Koszty	-36.4	-36.9	-9.9	-11.1	-11.2	-6.4	-15.3	-13.5	-9.5	-10.3	59.9%	7.9%
Skor. EBITDA	-0.8	0.6	2.8	4.5	2.8	8.2	2.9	2.6	2.8	0.1	-99.1%	-97.5%
Marża skor. EBITDA (%)	-2.7%	2.3%	24.3%	30.6%	21.3%	59.2%	16.5%	14.1%	24.9%	0.8%	-58.5%	-24.2%
EBITDA	-0.8	0.6	2.8	-17.3	2.8	8.2	7.7	2.6	2.8	0.1	-99.1%	-97.5%
EBIT	-5.1	-3.5	1.8	-18.3	1.6	7.3	6.7	1.6	1.9	-0.8	n.m.	n.m.
Koszty finansowe	1.8	-1.8	2.2	0.6	1.7	-1.0	-0.3	0.3	0.2	-0.5	n.m.	n.m.
Zysk przed podatkiem	-3.3	-5.3	4.1	-17.7	3.3	6.3	6.4	1.9	2.1	-1.3	n.m.	n.m.
Podatek dochodowy	2.3	3.5	-4.4	2.0	-1.7	4.7	-1.8	-0.9	-0.6	0.3	-94.6%	n.m.
Dz. zaniechana	0.0	0.0	-1.1	-160.7	-57.0	-4.1	22.8	-10.3	0.0	0.0	n.m.	n.m.
Zysk netto	-1.0	-1.9	-1.4	-176.4	-55.4	6.9	27.4	-9.3	1.5	-1.1	n.m.	n.m.
Marża netto (%)	-3.2%	-6.7%	-11.7%	-1206.9%	-429.2%	50.2%	157.3%	-50.2%	13.5%	-11.6%	-61.8%	-25.0%

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA

Prognozy finansowe

Tabela 14. Medicalgorithmics prognozy finansowe 2019-2026E

Rachunek wyników (PLNm)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
Przychody	173.9	111.7	85.3	62.7	39.9	44.3	46.6	53.6
Koszty	174.2	150.1	94.3	46.3	38.4	41.5	44.6	49.5
Pozostała działalność operacyjna	0.3	0.8	-16.1	0.8	0.1	0.0	0.0	0.0
Skor. EBITDA	18.6	-21.6	7.1	16.4	5.5	7.8	8.2	11.7
EBITDA	18.6	-21.6	-14.7	21.4	5.5	7.8	8.2	11.7
EBIT	-0.1	-37.5	-25.1	17.2	1.6	2.9	2.0	4.1
Przychody (koszty) finansowe	-2.6	-2.4	2.8	0.7	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6
Zysk brutto	-2.7	-40.0	-22.3	17.9	1.0	2.3	1.4	3.6
Podatek	2.4	12.3	3.4	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
Udziały mniejszości	4.6	14.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Działalność zaniechana	0.0	0.0	-161.8	-48.5	0.0	0.0	0.0	0.0
Zysk netto	4.3	-12.9	-180.6	-30.4	1.0	2.3	1.4	3.5
EPS (PLN)	1.19	-3.26	-38.83	-4.07	0.10	0.23	0.14	0.35
Marża EBITDA (%)	10.7%	-19.3%	-17.2%	34.2%	13.8%	17.7%	17.6%	21.8%
Marża EBIT (%)	0.0%	-33.6%	-29.4%	27.4%	4.0%	6.4%	4.3%	7.7%
Marża netto (%)	2.5%	-11.6%	-211.8%	-48.5%	2.5%	5.1%	3.1%	6.6%
ROE	1.9%	-6.0%	-141.8%	-47.7%	1.3%	2.8%	1.7%	4.1%
Bilans (PLN m)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
Aktywa trwałe	36.4	40.7	106.7	42.8	30.8	28.7	26.1	26.2
Rzeczowe aktywa trwałe	11.2	16.2	2.3	26.2	22.2	19.1	15.9	14.4
Aktywa z tytułu prawa do użyt.	21.3	16.2	6.9	7.9	4.1	4.6	4.9	5.6
Wartość firmy	0.0	0.0	7.1	8.8	4.5	5.1	5.3	6.1
Wartości niematerialne i prawne	3.9	8.4	90.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Pozostałe	246.9	242.7	7.7	65.9	71.0	75.8	80.3	84.5
Aktywa obrotowe	31.7	10.4	-6.4	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0
Zapasy	0.0	13.1	9.5	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
Należności handlowe	124.5	117.4	3.7	44.9	50.0	54.8	59.3	63.3
Środki pieniężne i ekwiwalenty	85.2	84.4	0.8	19.0	19.0	19.0	19.0	19.0
Pozostałe aktywa obrotowe	5.4	17.4	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Aktywa razem	283.3	283.4	114.4	108.7	101.8	104.5	106.4	110.6
Kapitał własny	224.7	207.4	47.4	80.1	81.1	83.4	84.8	88.3
Mniejszości	28.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zobowiązania długoterm.	30.6	38.9	14.7	17.1	8.6	8.6	8.6	8.6
Kredyty i pożyczki	24.2	29.3	7.0	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2
Pozostałe zobow. długoterm.	6.4	9.6	7.7	12.8	4.3	4.3	4.3	4.3
Zobowiązania krótkoterminowe	27.9	37.1	52.3	11.6	12.2	12.6	13.1	13.8
Zobowiązania handlowe	16.1	10.1	5.2	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
Kredyty i pożyczki	2.1	3.4	4.7	5.8	6.3	6.8	7.2	7.9
Pozostałe zobow. krótkoterm.	9.8	23.6	42.4	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
Pasywa	283.3	283.4	114.4	108.7	101.8	104.5	106.4	110.6
Dług netto	29.2	23.2	10.0	-16.9	-12.9	-9.8	-6.6	-5.2
Dług netto/EBITDA (x)	1.6	-1.1	-0.7	-0.8	-2.4	-1.3	-0.8	-0.4
Rachunek przepływów pieniężnych (PLN m)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
Przepływy operacyjne	13.5	-4.0	-6.5	6.3	5.6	7.2	8.1	10.8
Zysk netto	4.3	-12.9	-180.6	-30.4	1.0	2.3	1.4	3.5
Amortyzacja	18.7	15.9	10.4	4.2	3.9	5.0	6.2	7.6
Zmiana kapitału obrotowego	-7.5	-4.6	7.8	-26.5	8.6	-0.5	-0.1	-0.9
Pozostałe	-2.0	-2.3	155.9	59.0	-7.9	0.6	0.6	0.6
Przepływy inwestycyjne	-2.8	-5.0	-15.8	-1.8	-8.5	-9.3	-10.2	-11.1
Przepływy finansowe	-59.7	14.0	17.7	10.0	-1.0	-1.1	-1.1	-1.1
Gotówka na początek okresu	60.2	11.2	16.2	11.7	26.2	22.2	19.1	15.9
Gotówka na koniec okresu	11.2	16.2	11.7	26.2	22.2	19.1	15.9	14.4
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. 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/analizy-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/analizy-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 kwietnia 2023 – 30 czerwca 2023)

	Liczba	%
Kup	73	72%
Trzymaj	21	21%
Sprzedaj	7	7%
Suma	101	100%

Historia ratingów – Medicalgorithmics

Data	Rekomendacja	FV	Cena z rekomendacji	Autor
06.09.2023	KUPUJ	PLN 45.2	PLN 36.0	Łukasz Kosiarski