

Medicalgorithmics

Break-even w zasięgu ręki

W niniejszym raporcie po wynikach rocznych aktualizujemy nasze prognozy i wycenę Medicalgorithmics. Podwyższamy naszą wartość godziwą do 40,7 PLN. Ponieważ nowa FV implikuje 48% potencjał wzrostu w stosunku do obecnej ceny akcji, podtrzymujemy naszą rekomendację KUPUJ. Podpisana w styczniu duża umowa i finansowanie od Biofund uratowały spółkę przed widmem emisji ratunkowej, a osiągnięcie break-even jest naszym zdaniem kwestią kilku miesięcy. Tym samym najprawdopodobniej pod koniec 2025 domknie się proces odbudowy przychodów w USA a spółka odzyska zdolność generowania gotówki. Równocześnie niepokoi nas brak widocznych postępów w wprowadzaniu na rynek VCAST; ze względu na ograniczone finansowanie zakładamy wejście do US w 2028.

Umowa z dużym klientem daje rentowność w 4Q25. Styczniowa duża umowa z nowym nieujawnionym z nazwy klientem IDTF jest krokiem milowym w realizacji strategii odbudowy biznesu w USA po utracie kontraktu z React. Wartość umowy szacowana jest przez spółkę na 30,9-46,0 mln PLN przez pierwsze 24 miesiące obowiązywania, oczekiwane średniomiesięczne wynagrodzenie 1,1-1,7 mln w pierwszym roku i 1,5-2,1 mln PLN w drugim roku. Aktualnie umowa jest na etapie integracji sprzętowej, faza operacyjna powinna wystartować w 3Q25 a pod koniec 2025 roku wejść na docelowy poziom ilości obsługiwanych procedur. W tym momencie MDG powinien zanotować skokowy wzrost kwartalnych przychodów z usług z 6-7 mln PLN w 1-3Q25 do 11 mln PLN w 4Q25 co wraz z przychodami ze sprzedaży sprzętu powinno pozwolić osiągnąć rentowność operacyjną w 4Q25. Nasza wycena biznesu EKG wynosi 177 mln PLN lub 17,7 PLN na akcję.

Pożyczki od Biofund oddaliły ryzyko emisji akcji. Największy akcjonariusz spółki – Biofund udzielił spółce dwóch pożyczek na łącznie 5,4 mln USD, czym oddalił ryzyko emisji akcji i zapewnił finansowanie do momentu osiągnięcia break-even. Z drugiej strony, szczególnie pierwsza pożyczka jest wysoko oprocentowana i uwzględniając procent od wielkości przychodów z nowych umów będzie znaczącym kosztem dla MDG (ponad 4 mln PLN kosztów odsetkowych w 2026).

VCAST bez widocznych postępów. Skupienie się na biznesie EKG i ograniczone możliwości finansowe negatywnie odbijają się na VCAST – od momentu certyfikacji CE produkt nie wygenerował żadnych przychodów, spółka nie podpisała ani jednej umowy dystrybucyjnej oraz nie rozpoczął się proces rejestracyjny w USA. Dlatego przesuwamy o rok zakładany termin rozpoczęcia certyfikacji (na 2026) oraz wejścia na rynek US (na 2028). Nasza wycena VCAST wynosi 237 mln PLN lub 23,9 PLN na akcję.

Rekomendacja i wycena. Podnosimy naszą FV do PLN 40.7 z PLN 40.1. Ponieważ nowa FV implikuje 48% wzrost w stosunku do obecnej ceny, utrzymujemy naszą rekomendację KUPUJ.

Tabela 1. Medicalgorithmics podsumowanie prognoz

PLN m	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przychody	62.7	43.1	24.0	35.0	58.7	66.5
EBITDA	21.4	2.8	-12.9	-7.5	12.6	17.1
Skor. EBITDA	16.4	3.0	-12.7	-7.5	12.6	17.1
EBIT	17.2	0.4	-16.5	-11.2	6.1	8.8
Zysk netto	-11.9	-0.6	-16.1	-11.3	1.6	4.2
EPS (PLN)	-1.59	-0.06	-1.62	-1.13	0.16	0.42
DPS (PLN)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Stopa uFCF (%)	-8.4%	-5.1%	-5.4%	-5.5%	-3.0%	0.3%
EV/EBITDA (x)	4.9	101.6	n.m.	n.m.	24.3	18.0
P/E (x)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	169.6	64.8

Źródło: Spółka, IPOPEMA

Ochrona zdrowia

Medicalgorithmics

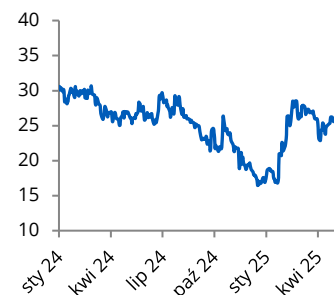
KUPUJ

FV PLN 40.7 poprz. PLN 40.1

48% potencjału wzrostu

Cena z dnia 15 maja 2025 PLN 27.5

Rekomendacja podtrzymana



Podstawowe informacje

Liczba akcji (m)	10.0
Kapitalizacja (EUR m)	64
12M śr. dzienny wolumen (k)	18.6
12M śr. dzienny obrót (EUR m)	0.1
12M max/min (PLN)	30.66/15.57
Waga w WIG (%)	0.03
Reuters	MDG.WA
Bloomberg	MDG.PW

Stopa zwrotu

1M	15.1%
3M	6.2%
12M	5.6%

Akcjonariusze (% akcji)

Biofund	50.0%
PZU Pension Fund	7.1%

Analityk

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

MEDICALGORITHMICS

KUPUJ

FV PLN 40.7

Kapitalizacja EUR 64m

Potencjał wzrostu: 48%

Wskaźniki wyceny	2023	2024	2025E	2026E	2027E
P/E (x)	-526.1	-10.5	-24.3	169.6	64.8
EV/EBITDA (x)	101.6	-13.2	-39.2	24.3	18.0
EV/Sales (x)	6.6	7.1	8.4	5.2	4.6
P/BV (x)	3.3	2.2	4.2	4.1	3.8
Stopa uFCF (%)	-5.1%	-5.4%	-5.5%	-3.0%	0.3%
Stopa dywidendy (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Na akcję	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Liczba akcji (m)	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
EPS (PLN)	-0.1	-1.6	-1.1	0.2	0.4
BVPS (PLN)	9.3	7.8	6.6	6.8	7.2
uFCFPS (PLN)	-1.6	-0.9	-1.5	-0.8	0.1
DPS (PLN)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Zmiana r/r (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Przychody	-31.3%	-44.3%	45.8%	67.8%	13.3%
EBITDA	-81.8%	n.m.	n.m.	n.m.	36.2%
Skor. EBITDA	-86.9%	n.m.	n.m.	n.m.	36.2%
EBIT	-97.5%	n.m.	-32.4%	n.m.	44.4%
Zysk netto	-95.1%	2683.9%	-29.9%	n.m.	n.m.

Leverage and return	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Marża EBITDA (%)	6.5%	-53.8%	-21.4%	21.4%	25.8%
Marża EBIT (%)	1.0%	-68.9%	-32.0%	10.4%	13.3%
Marża netto (%)	-1.3%	-67.0%	-32.2%	2.7%	6.3%
Dług netto / EBITDA (x)	-7.1	-0.2	-2.7	2.6	2.0
Dług netto / KW (x)	-0.2	0.0	0.3	0.5	0.5
Dług netto / Aktywa (x)	-0.2	0.0	0.2	0.2	0.2
ROE (%)	-0.6%	-19.0%	-15.8%	2.4%	6.1%
ROA (%)	-0.5%	-14.1%	-10.3%	1.3%	3.0%

Założenia (PLNm)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Przychody, w tym:	43.1	24.0	35.0	58.7	5.9
Usługi	35.3	21.6	31.2	53.6	6.1
Urządzenia	7.8	2.4	3.8	5.1	-0.3
Usługi (USDm), w ty	8.4	5.0	8.1	14.4	1.5
React	3.7	0.0	0.0	0.0	0.0
Nowe IDTF	0.0	1.0	1.9	2.2	0.4
Poza USA	4.6	4.4	4.7	5.1	1.1
Koszty, w tym:	-42.1	-42.1	-46.2	-52.6	-8.8
Materiały i energia	-7.2	-3.6	-3.0	-4.3	-0.8
Koszty pracownicze	-18.1	-18.2	-22.3	-23.6	-2.8
Amortyzacja	-2.4	-3.6	-3.7	-6.5	-1.0
Usługi obce	-13.4	-15.7	-16.2	-17.2	-4.0
Pozostałe	-1.1	-1.0	-1.0	-1.0	-0.3

RACHUNEK WYNIKÓW (PLN)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Przychody	62.7	43.1	24.0	35.0	58.7	66.5
Koszty	46.3	42.1	42.1	46.2	52.6	57.7
Pozostała działalność operacyjna	0.8	-0.5	1.6	0.0	0.0	0.0
Skor. EBITDA	16.4	3.0	-12.7	-7.5	12.6	17.1
EBITDA	21.4	2.8	-12.9	-7.5	12.6	17.1
EBIT	17.2	0.4	-16.5	-11.2	6.1	8.8
Przychody (koszty) finansowe	8.0	-0.7	0.8	-2.7	-4.1	-3.6
Zysk brutto	25.3	-0.2	-15.8	-13.9	2.0	5.2
Podatek	0.2	-0.3	-0.3	2.6	-0.4	-1.0
Udziały mniejszości	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Działalność zaniechana	-37.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zysk netto	-11.9	-0.6	-16.1	-11.3	1.6	4.2

BILANS (PLNm)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Aktywa trwałe	65.9	78.4	83.4	90.0	94.8	99.0
Rzeczowe aktywa trwałe	0.9	0.8	0.5	0.4	0.4	0.3
Aktywa z tytułu prawa do użytk.	1.1	1.5	1.8	2.3	2.7	3.1
Wartość firmy	19.0	19.0	19.0	19.0	19.0	19.0
Wartości niematerialne i prawne	44.9	53.7	59.5	65.7	70.2	74.0
Pozostałe	0.0	3.4	2.6	2.6	2.6	2.6
Aktywa obrotowe	56.1	43.2	22.4	23.4	41.4	42.3
Zapasy	8.8	9.3	9.4	11.8	18.8	20.8
Należności handlowe	21.1	8.4	7.5	9.4	12.6	14.2
Środki pieniężne i ekwiwalenty	26.2	25.5	5.5	2.3	10.0	7.2
Pozostałe aktywa obrotowe	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Aktywa razem	122.0	121.6	105.8	113.4	136.2	141.3
Kapitał własny	94.7	92.6	77.2	65.9	67.5	71.7
Mniejszości	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zobowiązania długoterm.	17.1	16.8	19.7	34.2	54.2	54.2
Kredyty i pożyczki	4.2	2.5	5.5	20.0	40.0	40.0
Pozostałe zobow. długoterm.	12.8	14.3	14.2	14.2	14.2	14.2
Zobowiązania krótkoterm.	10.3	12.3	9.0	13.3	14.5	15.4
Zobowiązania handlowe	4.5	4.4	3.4	7.8	9.0	9.9
Kredyty i pożyczki	5.0	3.2	2.2	2.2	2.2	2.2
Pozostałe zobow. krótkoterm.	0.8	4.6	3.3	3.3	3.3	3.3
Pasywa	122.0	121.6	105.8	113.4	136.2	141.3
Cykl konwersji gotówki (w dn.)	55.0	85.3	73.8	48.6	20.5	7.9
Dług brutto (PLN m)	9.3	5.7	7.7	22.2	42.2	42.2
Dług netto (PLN m)	-16.9	-19.8	2.2	20.0	32.2	35.1

PRZEPŁYWY PIEN. (PLNm)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Przepływy operacyjne	6.3	0.2	-13.1	-4.7	3.2	13.3
Zysk netto	-11.9	-0.6	-16.1	-11.3	1.6	4.2
Amortyzacja	4.2	2.4	3.6	3.7	6.5	8.3
Zmiana kapitału obrotowego	-26.5	-3.7	0.1	0.1	-9.0	-2.9
Pozostałe	40.5	2.1	-0.7	2.7	4.1	3.6
Przepływy inwestycyjne	-1.8	2.0	-7.4	-8.7	-9.8	-10.9
Capex	-12.4	-11.3	-10.0	-8.7	-9.8	-10.9
Pozostałe	10.6	13.3	2.6	0.0	0.0	0.0
Przepływy finansowe	10.0	-2.8	0.4	10.3	14.3	-5.3
Zmiana kapitału własnego	13.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zmiana długu	-3.0	-3.6	2.0	14.5	20.0	0.0
Dywidenda	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zmiana leasingów	0.0	0.0	-0.4	-1.5	-1.6	-1.6
Odsetki	0.0	0.0	0.8	-2.7	-4.1	-3.6
Pozostałe	-0.9	0.8	-2.0	0.0	0.0	0.0
Zmiana stanu gotówki	14.5	-0.7	-20.0	-3.2	7.7	-2.9
Gotówka na koniec okresu	26.2	25.5	5.5	2.3	10.0	7.2

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA

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 40.7 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)	176.4	17.7
Kardiolytics - wycena rNPV (EV)	237.5	23.9
Enterprise value	413.8	41.6
Gotówka (1Q25P)	-9.2	-0.9
Wartość godziwa	404.6	40.7

Źródło: IPOPEMA

Wycena rNPV – Kardiolytics

Tabela 2. Kardiolytics: Wycena

Faza	Rok	Prawdopodobieństwo sukcesu	Skumulowane prawdopodobieństwo
Rozwój	2025	100%	100%
Badania kliniczne	2026	75%	75%
Rejestracja	2027	75%	56%
Sprzedaż	2028	100%	56%
Średnia roczna sprzedaż (USD mln)	38.5		
Sprzedaż szczytowa (USD mln)	56.9		
rNPV (PLN mln)	237.5		
rNPV (PLN/akcję)	23.9		

Źródło: IPOPEMA

Tabela 3. Medicalgorithmics: Kardiolytics założenia

	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	Okres Rezyd.
Faza	Rozwój	Badanie 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	-2.2	-2.4	-2.7	-2.9	-3.0	-3.0	-3.1	-3.2	-3.2	-3.3	-3.4
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%
Przepływ pien. ważone ryzykiem (USD mln)	-2.2	-2.4	-2.0	-0.4	2.9	7.0	10.6	14.0	16.3	18.5	20.1
Dyskonto	88%	78%	69%	61%	54%	48%	43%	38%	33%	29%	26%
USDPLN	3.84	3.73	3.83	3.83	3.83	3.83	3.83	3.83	3.83	3.83	3.83
Przepływy pieniężne (PLNm)	-7.5	-7.1	-5.3	-1.0	6.1	12.9	17.3	20.1	20.8	20.8	20.1
rNPV (PLN mln)	237.5										

Źródło: IPOPEMA

Wycena DCF – biznes EKG

Do wyceny biznesu EKG Medicalgorithmics, używamy modelu DCF opartego na naszych prognozach wolnych przepływów pieniężnych na okres 2025P-2034P. Zastosowaliśmy 5.5% premię za ryzyko rynku akcji, 5.5% 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 rezidualnym.

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

PLN m	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	Okres rezyd.
NOPAT	-9.1	4.9	7.1	9.7	11.5	14.2	17.8	22.7	27.1	32.8	32.8
+ Amortyzacja	3.7	6.5	8.3	10.4	12.5	15.1	15.7	16.2	16.5	16.8	-
+ Zmiana kapitału obrotowego	0.7	-9.7	-3.8	-3.4	-2.8	-3.5	-3.2	-4.0	-3.5	-4.3	-4.3
+ Wydatki inwestycyjne	-6.0	-6.8	-7.4	-7.2	-7.5	-7.7	-7.9	-8.2	-8.4	-8.7	-
Wolne przepływy pieniężne	-10.7	-5.1	4.3	9.4	13.8	18.1	22.4	26.7	31.7	36.6	28.4
WACC	10.9%	10.9%	10.9%	10.9%	10.9%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%
Zdyskontowane przepływy 2025P-2034P	61.4										
Wzrost po okresie prognozy	2.0%										
Zdyskontowana wartość rezidualna	114.9										
Wartość przedsiębiorstwa	176.4										

Źródło: IPOPEMA

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

PLN m	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Stopa wolna od ryzyka	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
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	11.7%	12.8%	12.9%	13.0%	11.8%	11.1%	11.3%	11.0%	11.0%	11.0%
Stopa wolna od ryzyka	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Premia długu	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
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	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%
% długu	13.4%	28.3%	29.5%	31.0%	15.6%	1.8%	5.5%	0.0%	0.0%	0.0%
% kapitału	86.6%	71.7%	70.5%	69.0%	84.4%	98.2%	94.5%	100.0%	100.0%	100.0%
WACC	10.9%	10.9%	10.9%	10.9%	10.9%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%

Źródło: IPOPEMA

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

		Stopa wzrostu rezidualnego (%)				
		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
WACC	11.9%	145.9	150.4	155.4	160.9	167.0
	11.4%	154.3	159.5	165.2	171.6	178.7
	10.9%	163.8	169.7	176.4	183.8	192.1
	10.4%	174.5	181.4	189.1	197.8	207.6
	9.9%	186.6	194.6	203.7	213.9	225.7

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 2021-2028P

Rachunek wyników (PLNm)	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody	85.3	62.7	43.1	24.0	35.0	58.7	66.5	74.7
Koszty	94.3	46.3	42.1	42.1	46.2	52.6	57.7	62.8
Pozostała działalność operacyjna	-16.1	0.8	-0.5	1.6	0.0	0.0	0.0	0.0
Skor. EBITDA	7.1	16.4	3.0	-12.7	-7.5	12.6	17.1	22.3
EBITDA	-14.7	21.4	2.8	-12.9	-7.5	12.6	17.1	22.3
EBIT	-25.1	17.2	0.4	-16.5	-11.2	6.1	8.8	11.9
Przychody (koszty) finansowe	2.8	8.0	-0.7	0.8	-2.7	-4.1	-3.6	-2.4
Zysk brutto	-22.3	25.3	-0.2	-15.8	-13.9	2.0	5.2	9.5
Podatek	3.4	0.2	-0.3	-0.3	2.6	-0.4	-1.0	-1.8
Udziały mniejszości	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Działalność zaniechana	-161.8	-37.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zysk netto	-180.6	-11.9	-0.6	-16.1	-11.3	1.6	4.2	7.7
EPS (PLN)	-38.83	-1.59	-0.06	-1.62	-1.13	0.16	0.42	0.78
Marża EBITDA (%)	-17.2%	34.2%	6.5%	-53.8%	-21.4%	21.4%	25.8%	29.9%
Marża EBIT (%)	-29.4%	27.4%	1.0%	-68.9%	-32.0%	10.4%	13.3%	16.0%
Marża netto (%)	-211.8%	-18.9%	-1.3%	-67.0%	-32.2%	2.7%	6.3%	10.3%
ROE	-141.8%	-16.7%	-0.6%	-19.0%	-15.8%	2.4%	6.1%	10.2%
Bilans (PLN m)	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Aktywa trwałe	106.7	56.1	43.2	22.4	23.4	41.4	42.3	48.4
Rzeczowe aktywa trwałe	2.3	26.2	25.5	5.5	2.3	10.0	7.2	9.4
Aktywa z tytułu prawa do użytk.	6.9	21.1	8.4	7.5	9.4	12.6	14.2	16.0
Wartość firmy	7.1	8.8	9.3	9.4	11.8	18.8	20.8	22.9
Wartości niematerialne i prawne	90.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Pozostałe	7.7	65.9	78.4	83.4	90.0	94.8	99.0	101.5
Aktywa obrotowe	-6.4	0.9	0.8	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3
Zapasy	9.5	1.1	1.5	1.8	2.3	2.7	3.1	3.6
Należności handlowe	3.7	44.9	53.7	59.5	65.7	70.2	74.0	76.0
Środki pieniężne i ekwiwalenty	0.8	19.0	19.0	19.0	19.0	19.0	19.0	19.0
Pozostałe aktywa obrotowe	0.1	0.0	3.4	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6
Aktywa razem	114.4	122.0	121.6	105.8	113.4	136.2	141.3	149.9
Kapitał własny	47.4	94.7	92.6	77.2	65.9	67.5	71.7	79.5
Mniejszości	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zobowiązania długoterm.	14.7	17.1	16.8	19.7	34.2	54.2	54.2	54.2
Kredyty i pożyczki	7.0	4.2	2.5	5.5	20.0	40.0	40.0	40.0
Pozostałe zobow. długoterm.	7.7	12.8	14.3	14.2	14.2	14.2	14.2	14.2
Zobowiązania krótkoterm.	52.3	10.3	12.3	9.0	13.3	14.5	15.4	16.3
Zobowiązania handlowe	5.2	5.0	3.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
Kredyty i pożyczki	4.7	4.5	4.4	3.4	7.8	9.0	9.9	10.7
Pozostałe zobow. krótkoterm.	42.4	0.8	4.6	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3
Pasywa	114.4	122.0	121.6	105.8	113.4	136.2	141.3	149.9
Dług netto	10.0	-16.9	-19.8	2.2	20.0	32.2	35.1	32.8
Dług netto/EBITDA (x)	-0.7	-0.8	-7.1	-0.2	-2.7	2.6	2.0	1.5
Rachunek przepływów pieniężnych (PLN m)	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Przepływy operacyjne	-6.5	6.3	0.2	-13.1	-4.7	3.2	13.3	17.5
Zysk netto	-180.6	-11.9	-0.6	-16.1	-11.3	1.6	4.2	7.7
Amortyzacja	10.4	4.2	2.4	3.6	3.7	6.5	8.3	10.4
Zmiana kapitału obrotowego	7.8	-26.5	-3.7	0.1	0.1	-9.0	-2.9	-3.0
Pozostałe	155.9	40.5	2.1	-0.7	2.7	4.1	3.6	2.4
Przepływy inwestycyjne	-15.8	-1.8	2.0	-7.4	-8.7	-9.8	-10.9	-11.1
Przepływy finansowe	17.7	10.0	-2.8	0.4	10.3	14.3	-5.3	-4.1
Gotówka na początek okresu	16.2	11.7	26.2	25.5	5.5	2.3	10.0	7.2
Gotówka na koniec okresu	11.7	26.2	25.5	5.5	2.3	10.0	7.2	9.4
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: Marvipol 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 dywidendy), 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 dokumentu 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 2025 – 31 marca 2025)

	Liczba	%
Kup	18	56%
Trzymaj	8	25%
Sprzedaj	6	19%
Suma	32	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
28.11.2024	KUPUJ	PLN 40.1	PLN 19.2	Łukasz Kosiarski
16.05.2025	KUPUJ	PLN 40.7	PLN 27.5	Łukasz Kosiarski