

# Medicalgorithmics

## Nowy inwestor na horyzoncie?

W tym raporcie aktualizujemy nasze prognozy i wycenę spółki Medicalgorithmics. Obniżamy wartość godziwą akcji do 38.0 PLN, ale podtrzymujemy naszą rekomendację KUPUJ z potencjałem wzrostu 21% w stosunku do obecnej ceny rynkowej. W 4Q25 i 1Q26 kwartalne przychody spółki przekroczyły PLN 10m, a EBITDA pierwszy raz od wdrożenia nowej strategii była pozytywna. Mimo to zakładaliśmy, że przychody w US w 1Q26 będą wyższe od ostatecznie zaraportowanych, a liczba badań zaskakująco spadła kw/kw. Przy wydatkach R&D na poziomie około PLN 4m kwartalnie spółka w dalszym ciągu spala gotówkę i w krótkim terminie kluczowym czynnikiem będzie powrót do wzrostu przychodów kw/kw w 2Q26. Równocześnie umowa z głównym akcjonariuszem BioFund zakłada konwersję długu na akcje, co wydaje się konieczne aby wzmocnić bilans i dać szansę na pozyskanie finansowania bankowego. Istotną nowością jest informacja o zainteresowaniu ze strony nowego inwestora strategicznego, co naszym zdaniem powinno wspierać kurs w krótkim terminie.

**Nowy strategiczny inwestor rozważa inwestycję w spółkę.** Nieujawniona z nazwy luksemburska spółka z grupy kapitałowej notowanej na giełdzie w Sztokholmie podpisała niewiążący list intencyjny w sprawie zbadania potencjalnej transakcji strategicznej i rozpoczęła proces due diligence Medicalgorithmics. W związku z tym widzimy istotną zmianę sentymentu do spółki zdołowanego m.in. po ostatnich dwóch transakcjach ABB od BioFund. Potencjalne wezwanie zdjęłoby nawis podażowy pozostałych akcji BioFund a włączenie w grupę inwestora strategicznego dałoby dostęp do źródła finansowania i potencjalnych synergii.

**1Q26 słabszy przychodowo na rynku US.** Medicalgorithmics za grudzień raportował przychody od największego klienta w US na poziomie USD 0.45-0.5m, natomiast wg naszych szacunków w 1Q26 średnio miesięcznie przychody spadły do około USD 0.3m. Spadek wynika naszym zdaniem z dwóch czynników, po pierwsze z faktu ostrej zimy w styczniu i lutym i po drugie z dodatkowego zlecenia w grudniu które nie powtórzyło się w 1Q26. Wartość przychodowa za 1Q26 jest niska, blisko dolnej granicy deklarowanych wcześniej wartości (PLN 1.1-1.7m miesięcznie w pierwszym roku i PLN 1.5-2.1m w drugim roku). W związku z tym obniżamy prognozę przychodów od tego klienta do PLN 15.0m w 2026, o 36% w porównaniu do wcześniejszego modelu. Obecny poziom przychodów zapewnia rentowność EBITDA ale do osiągnięcia break-even na poziomie generacji gotówki konieczne jest zwiększenie współpracy z tym klientem i integracja kolejnych.

**Konwersja długu na akcje korzystna dla bilansu.** Zgodnie z wcześniejszą deklaracją BioFund dokona zamiany 16.5 mln PLN długu na akcje nowej emisji po cenie PLN 33/akcję. Na emisję 0.5 mln nowych akcji musi wyrazić jeszcze zgodę WZA. Całą transakcję widzimy korzystnie, spółka pozbędzie się wysoko oprocentowanego długu a przy pozytywnej EBITDA będzie mogła posiłkować się długiem bankowym.

Tabela 1. Medicalgorithmics podsumowanie prognoz

PLN m	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przychody	43.1	24.0	31.0	46.3	52.9	59.6
EBITDA	2.8	-12.9	-5.1	9.4	12.8	17.1
Skor. EBITDA	3.0	-12.7	-5.1	9.4	12.8	17.1
EBIT	0.4	-16.5	-9.8	3.9	3.4	4.7
Zysk netto	-0.6	-16.1	-11.7	1.9	2.8	2.2
EPS (PLN)	-0.06	-1.62	-1.17	0.19	0.26	0.21
DPS (PLN)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Stopa uFCF (%)	-5.1%	-5.4%	-1.1%	-3.3%	-2.5%	-1.3%
EV/EBITDA (x)	101.6	n.m.	n.m.	36.4	27.3	20.9
P/E (x)	n.m.	n.m.	n.m.	163.9	118.3	146.5

Źródło: Spółka, IPOPEMA

Ochrona zdrowia

## Medicalgorithmics

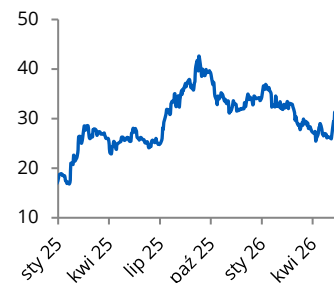
### KUPUJ

**FV PLN 38.0** poprz. PLN 41.0

21% potencjału wzrostu

Cena z dnia 13 maja 2026 PLN 31.3

Rekomendacja podtrzymana



#### Podstawowe informacje

Liczba akcji (m)	10.0
Kapitalizacja (EUR m)	73.3
12M śr. dzienny wolumen (k)	48.0
12M śr. dzienny obrót (EUR m)	0.4
12M max/min (PLN)	42.80/23.3
Waga w WIG (%)	0.04
Reuters	MDG.WA
Bloomberg	MDG.PW

#### Stopa zwrotu

1M	17.2%
3M	-2.6%
12M	15.9%

#### Akjonariusze (% akcji)

Biofund	13.6%
NN OFE	8.3%
Pozostali	78.1%

#### Analityk

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

## MEDICALGORITHMICS

## KUPUJ

FV PLN 38.0

Kapitalizacja EUR 73m

Potencjał wzrostu: 21%

Wskaźniki wyceny	2024	2025	2026E	2027E	2028E
P/E (x)	-10.5	-28.6	163.9	118.3	146.5
EV/EBITDA (x)	-13.2	-69.3	36.4	27.3	20.9
EV/Sales (x)	7.1	11.4	7.4	6.6	6.0
P/BV (x)	2.2	5.2	3.8	3.8	3.7
Stopa uFCF (%)	-5.4%	-1.1%	-3.3%	-2.5%	-1.3%
Stopa dywidendy (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Na akcję	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Liczba akcji (m)	10.0	10.0	10.5	10.5	10.5
EPS (PLN)	-1.6	-1.2	0.2	0.3	0.2
BVPS (PLN)	7.8	6.5	8.1	8.2	8.4
uFCFPS (PLN)	-0.9	-0.4	-1.0	-0.8	-0.4
DPS (PLN)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Zmiana r/r (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Przychody	-44.3%	29.1%	49.4%	14.3%	12.5%
EBITDA	n.m.	n.m.	n.m.	36.5%	33.0%
Skor. EBITDA	n.m.	n.m.	n.m.	36.5%	33.0%
EBIT	n.m.	-41.0%	n.m.	-13.3%	37.8%
Zysk netto	2683.9%	-27.4%	n.m.	n.m.	n.m.

Leverage and return	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Marża EBITDA (%)	-53.8%	-16.5%	20.3%	24.3%	28.7%
Marża EBIT (%)	-68.9%	-31.5%	8.5%	6.5%	7.9%
Marża netto (%)	-67.0%	-37.7%	4.2%	5.2%	3.7%
Dług netto / EBITDA (x)	-0.2	-3.9	1.7	1.8	1.8
Dług netto / KW (x)	0.0	0.3	0.2	0.3	0.3
Dług netto / Aktywa (x)	0.0	0.2	0.1	0.2	0.2
ROE (%)	-19.0%	-16.5%	2.6%	3.3%	2.6%
ROA (%)	-14.1%	-10.9%	1.7%	2.1%	1.6%

Założenia (PLNm)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>Przychody, w tym:</b>	<b>24.0</b>	<b>31.0</b>	<b>46.3</b>	<b>52.9</b>	<b>59.6</b>
Usługi	21.6	28.9	40.3	49.6	56.6
Urządzenia	2.4	2.1	6.0	3.3	2.9
<b>Usługi (USDm), w tym:</b>	<b>5.9</b>	<b>7.7</b>	<b>11.0</b>	<b>13.2</b>	<b>14.8</b>
React	0.0	1.3	4.1	4.7	4.9
Nowe IDTF	1.0	1.8	1.8	1.8	1.9
Poza USA	4.4	4.7	5.1	5.6	6.2
<b>Koszty, w tym:</b>	<b>-42.1</b>	<b>-41.4</b>	<b>-43.9</b>	<b>-49.5</b>	<b>-54.8</b>
Materiały i energia	-3.6	-3.6	-4.5	-2.5	-2.2
Koszty pracownicze	-18.2	-13.7	-12.1	-12.8	-13.5
Amortyzacja	-3.6	-4.6	-5.5	-9.4	-12.4
Usługi obce	-15.7	-18.8	-21.1	-24.1	-26.1
Pozostałe	-1.0	-0.6	-0.6	-0.7	-0.7

RACHUNEK WYNIKÓW (PLNm)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Przychody	43.1	24.0	31.0	46.3	52.9	59.6
Koszty	42.1	42.1	41.4	43.9	49.5	54.8
Pozostała działalność operacyjna	-0.5	1.6	0.6	1.5	0.0	0.0
<b>Skor. EBITDA</b>	<b>3.0</b>	<b>-12.7</b>	<b>-5.1</b>	<b>9.4</b>	<b>12.8</b>	<b>17.1</b>
<b>EBITDA</b>	<b>2.8</b>	<b>-12.9</b>	<b>-5.1</b>	<b>9.4</b>	<b>12.8</b>	<b>17.1</b>
<b>EBIT</b>	<b>0.4</b>	<b>-16.5</b>	<b>-9.8</b>	<b>3.9</b>	<b>3.4</b>	<b>4.7</b>
Przychody (koszty) finansowe	-0.7	0.8	-1.9	-1.5	0.0	-1.9
<b>Zysk brutto</b>	<b>-0.2</b>	<b>-15.8</b>	<b>-11.7</b>	<b>2.4</b>	<b>3.4</b>	<b>2.8</b>
Podatek	-0.3	-0.3	0.0	-0.5	-0.6	-0.5
Udziały mniejszości	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Działalność zaniechana	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Zysk netto</b>	<b>-0.6</b>	<b>-16.1</b>	<b>-11.7</b>	<b>1.9</b>	<b>2.8</b>	<b>2.2</b>

BILANS (PLNm)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>78.4</b>	<b>83.4</b>	<b>91.4</b>	<b>103.5</b>	<b>113.4</b>	<b>120.7</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	0.8	0.5	1.0	0.8	0.6	0.4
Aktywa z tytułu prawa do użytk.	1.5	1.8	1.9	1.9	2.0	2.1
Wartość firmy	19.0	19.0	19.0	19.0	19.0	19.0
Wartości niematerialne i prawne	53.7	59.5	68.3	80.7	90.7	98.2
Pozostałe	3.4	2.6	1.1	1.1	1.1	1.1
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>43.2</b>	<b>22.4</b>	<b>16.8</b>	<b>18.8</b>	<b>22.9</b>	<b>28.7</b>
Zapasy	9.3	9.4	5.5	6.5	7.3	8.0
Należności handlowe	8.4	7.5	8.7	10.3	11.8	13.3
Środki pieniężne i ekwiwalenty	25.5	5.5	2.7	2.0	3.8	7.5
Pozostałe aktywa obrotowe	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Aktywa razem</b>	<b>121.6</b>	<b>105.8</b>	<b>108.2</b>	<b>122.3</b>	<b>136.3</b>	<b>149.5</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>92.6</b>	<b>77.2</b>	<b>64.6</b>	<b>83.1</b>	<b>85.9</b>	<b>88.1</b>
Mniejszości	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Zobowiązania długoter.</b>	<b>16.8</b>	<b>19.7</b>	<b>30.6</b>	<b>25.5</b>	<b>35.5</b>	<b>45.5</b>
Kredyty i pożyczki	2.5	5.5	20.1	15.0	25.0	35.0
Pozostałe zobow. długoter.	14.3	14.2	10.5	10.5	10.5	10.5
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>12.3</b>	<b>9.0</b>	<b>13.0</b>	<b>13.7</b>	<b>14.8</b>	<b>15.8</b>
Zobowiązania handlowe	4.4	3.4	6.4	7.0	8.2	9.2
Kredyty i pożyczki	3.2	2.2	2.5	2.5	2.5	2.5
Pozostałe zobow. krótkoterm.	4.6	3.3	4.1	4.1	4.1	4.1
<b>Pasywa</b>	<b>121.6</b>	<b>105.8</b>	<b>108.2</b>	<b>122.3</b>	<b>136.3</b>	<b>149.5</b>
Cykl konwersji gotówki (w dn.)	85.3	73.8	72.9	81.0	81.8	84.0
Dług brutto (PLN m)	5.7	7.7	22.6	17.5	27.5	37.5
<b>Dług netto (PLN m)</b>	<b>-19.8</b>	<b>2.2</b>	<b>19.8</b>	<b>15.5</b>	<b>23.7</b>	<b>30.0</b>

PRZEPŁYWY PIEN. (PLNm)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>Przepływy operacyjne</b>	<b>0.2</b>	<b>-13.1</b>	<b>-1.8</b>	<b>6.9</b>	<b>11.1</b>	<b>15.3</b>
Zysk netto	-0.6	-16.1	-11.7	1.9	2.8	2.2
Amortyzacja	2.4	3.6	4.6	5.5	9.4	12.4
Zmiana kapitału obrotowego	-3.7	0.1	2.7	-2.0	-1.1	-1.2
Pozostałe	2.1	-0.7	2.5	1.5	0.0	1.9
<b>Przepływy inwestycyjne</b>	<b>2.0</b>	<b>-7.4</b>	<b>-13.8</b>	<b>-16.6</b>	<b>-18.2</b>	<b>-18.6</b>
Capex	-11.3	-10.0	-13.8	-16.6	-18.2	-18.6
Pozostałe	13.3	2.6	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Przepływy finansowe</b>	<b>-2.8</b>	<b>0.4</b>	<b>12.8</b>	<b>8.9</b>	<b>8.9</b>	<b>6.9</b>
Zmiana kapitału własnego	0.0	0.0	0.0	16.5	0.0	0.0
Zmiana długu	-3.6	2.0	14.8	-5.1	10.0	10.0
Dywidenda	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zmiana leasingów	0.0	-0.4	0.0	-1.0	-1.1	-1.1
Odsetki	0.0	0.8	-1.9	-1.5	0.0	-1.9
Pozostałe	0.8	-2.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Zmiana stanu gotówki</b>	<b>-0.7</b>	<b>-20.0</b>	<b>-2.8</b>	<b>-0.8</b>	<b>1.8</b>	<b>3.7</b>
<b>Gotówka na koniec okresu</b>	<b>25.5</b>	<b>5.5</b>	<b>2.7</b>	<b>2.0</b>	<b>3.8</b>	<b>7.5</b>

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA

# Spis treści

Spis treści.....	3
Wycena .....	4
Wycena rNPV – Kardiolytics.....	4
Wycena DCF – biznes EKG .....	5
Zmiana prognoz.....	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 38.0 PLN na akcję, tj. 21% powyżej obecnej ceny rynkowej, co implikuje rekomendację KUPUJ. Uzględniamy w modelu konwersję części długu na akcje zgodnie z propozycją na WZA.

Tabela 1. Medicalgorithmics: podsumowanie wyceny (PLN mln)

	PLN mln	PLN/akcję
Biznes EKG - wycena DCF (EV)	157.3	15.0
Kardiolytics - wycena rNPV (EV)	243.2	23.3
<b>Enterprise value</b>	<b>400.4</b>	<b>38.3</b>
Gotówka (4Q25)	-19.8	-1.9
Konwersja długu	16.5	1.6
<b>Wartość godziwa</b>	<b>397.1</b>	<b>38.0</b>

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)	243.2		
<b>rNPV (PLN/akcję)</b>	<b>23.3</b>		

Źródło: IPOPEMA

Tabela 3. Medicalgorithmics: Kardiolytics założenia

	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P	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%	5%	19%	36%	51%	65%	75%	84%	91%	97%
Przychody (USD mln)	0.0	0.0	3.1	11.9	22.5	31.9	40.6	46.9	52.5	56.9	60.6
Koszty	-4.5	-4.9	-5.4	-5.6	-5.7	-5.8	-5.9	-6.0	-6.1	-6.3	-6.4
Przychody po kosztach i podatku (USD mln)	0.0	0.0	2.2	8.2	15.5	21.9	28.0	32.3	36.1	39.2	41.7
Prawdopodobieństwo sukcesu	75%	75%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Skumulowane prawdopodobieństwo	100%	75%	56%	56%	56%	56%	56%	56%	56%	56%	56%
Przepływy pien. ważone ryzykiem (USD mln)	-4.5	-3.7	-1.9	1.5	5.5	9.1	12.4	14.8	16.9	18.5	19.9
Dyskonto	88%	77%	69%	61%	54%	48%	42%	37%	33%	29%	26%
USDPLN	3.66	3.76	3.83	3.83	3.83	3.83	3.83	3.83	3.83	3.83	3.83
Przepływy pieniężne (PLNm)	-14.4	-10.8	-4.9	3.4	11.4	16.6	20.0	21.1	21.3	20.7	19.6
<b>NPV ważone ryzykiem (PLN mln)</b>	<b>243.2</b>										

Źródło: IPOPEMA

## Wycena DCF – biznes EKG

Do wyceny biznesu EKG Medicalgorithmics, używamy modelu DCF opartego na naszych prognozach wolnych przepływów pieniężnych na okres 2026P-2035P. 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 rezydualnym.

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

PLN m	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P	Okres rezyd.
<b>NOPAT</b>	<b>3.2</b>	<b>2.8</b>	<b>3.8</b>	<b>5.5</b>	<b>7.2</b>	<b>11.3</b>	<b>15.8</b>	<b>21.5</b>	<b>27.1</b>	<b>33.9</b>	<b>33.9</b>
+ Amortyzacja	4.1	5.1	6.3	7.5	8.7	10.6	10.9	11.2	11.4	11.6	11.6
+ Zmiana kapitału obrotowego	-1.3	-1.3	-1.6	-1.9	-1.8	-2.5	-2.5	-3.0	-3.0	-3.5	-3.5
+ Wydatki inwestycyjne	-9.4	-10.0	-9.3	-9.5	-9.7	-9.9	-10.2	-10.4	-10.6	-10.9	-11.6
<b>Wolne przepływy pieniężne</b>	<b>-3.4</b>	<b>-3.5</b>	<b>-0.8</b>	<b>1.6</b>	<b>4.3</b>	<b>9.5</b>	<b>14.0</b>	<b>19.2</b>	<b>24.9</b>	<b>31.1</b>	<b>30.4</b>
WACC	10.9%	10.9%	10.9%	10.9%	10.9%	10.9%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%
Zdyskontowane przepływy 2026P-2035P	38.2										
Wzrost po okresie prognozy	2.0%										
Zdyskontowana wartość rezydualna	119.1										
<b>Wartość przedsiębiorstwa</b>	<b>157.3</b>										

Źródło: IPOPEMA

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

PLN m	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
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	12.5%	12.3%	12.4%	12.4%	12.1%	12.2%	11.0%	11.2%	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	25.2%	22.2%	23.6%	23.3%	19.8%	21.4%	0.2%	4.4%	0.0%	0.0%
% kapitału	74.8%	77.8%	76.4%	76.7%	80.2%	78.6%	99.8%	95.6%	100.0%	100.0%
WACC	10.9%	10.9%	10.9%	10.9%	10.9%	10.9%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%

Źródło: IPOPEMA

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

		Stopa wzrostu rezydualnego (%)					
		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	
WACC	11.9%	135.1	140.6	146.7	153.5	161.1	
	11.4%	139.8	145.5	151.9	159.0	166.9	
	10.9%	144.6	150.6	<b>157.3</b>	164.7	173.0	
	10.4%	149.7	156.0	163.0	170.7	179.4	
	9.9%	155.1	161.6	168.9	177.0	186.1	

Źródło: IPOPEMA

## Zmiana prognoz

W tabeli poniżej porównujemy nasze nowe prognozy na lata 2026P-2028P z prognozami z poprzedniego raportu.

Tabela 7. Medicalgorithmics: Zmiana prognoz (PLN m)

	2026E			2027E			2028E		
	Nowa	Poprzednia	Zmiana	Nowa	Poprzednia	Zmiana	Nowa	Poprzednia	Zmiana
Przychody	46.3	56.6	-18.2%	52.9	63.0	-16.0%	59.6	70.2	-15.1%
EBITDA	9.4	13.4	-30.0%	12.8	16.6	-22.7%	17.1	20.9	-18.2%
EBIT	3.4	7.0	-51.0%	3.4	8.3	-58.8%	4.7	10.5	-55.2%
Zysk netto	2.8	2.3	20.9%	2.8	3.8	-27.2%	2.2	6.6	-66.3%

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 partnerskich, a także na potencjał sprzedażowy produktów opracowywanych przez Medicalgorithmics. Ponadto zmiany w trendach partnerskich mogą negatywnie wpłynąć na potencjał spółki do podpisania umowy partnerskiej, 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 8. Medicalgorithmics prognozy finansowe 2022-2029P

Rachunek wyników (PLNm)	2022	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P
<b>Przychody</b>	<b>62.7</b>	<b>43.1</b>	<b>24.0</b>	<b>31.0</b>	<b>46.3</b>	<b>52.9</b>	<b>59.6</b>	<b>67.2</b>
Koszty	46.3	42.1	42.1	41.4	43.9	49.5	54.8	60.4
Pozostała działalność operacyjna	0.8	-0.5	1.6	0.6	1.5	0.0	0.0	0.0
<b>Skor. EBITDA</b>	<b>16.4</b>	<b>3.0</b>	<b>-12.7</b>	<b>-5.1</b>	<b>9.4</b>	<b>12.8</b>	<b>17.1</b>	<b>22.2</b>
<b>EBITDA</b>	<b>21.4</b>	<b>2.8</b>	<b>-12.9</b>	<b>-5.1</b>	<b>9.4</b>	<b>12.8</b>	<b>17.1</b>	<b>22.2</b>
EBIT	17.2	0.4	-16.5	-9.8	3.9	3.4	4.7	6.8
Przychody (koszty) finansowe	8.0	-0.7	0.8	-1.9	-1.5	0.0	-1.9	-2.2
Zysk brutto	25.3	-0.2	-15.8	-11.7	2.4	3.4	2.8	4.6
Podatek	0.2	-0.3	-0.3	0.0	-0.5	-0.6	-0.5	-0.9
Udziały mniejszości	0.0	0.0	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	0.0	0.0
<b>Zysk netto</b>	<b>-11.9</b>	<b>-0.6</b>	<b>-16.1</b>	<b>-11.7</b>	<b>1.9</b>	<b>2.8</b>	<b>2.2</b>	<b>3.7</b>
EPS (PLN)	-1.59	-0.06	-1.62	-1.17	0.19	0.26	0.21	0.35
Marża EBITDA (%)	34.2%	6.5%	-53.8%	-16.5%	20.3%	24.3%	28.7%	33.0%
Marża EBIT (%)	27.4%	1.0%	-68.9%	-31.5%	8.5%	6.5%	7.9%	10.1%
Marża netto (%)	-18.9%	-1.3%	-67.0%	-37.7%	4.2%	5.2%	3.7%	5.5%
ROE	-16.7%	-0.6%	-19.0%	-16.5%	2.6%	3.3%	2.6%	4.1%
Bilans (PLN m)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>56.1</b>	<b>43.2</b>	<b>22.4</b>	<b>16.8</b>	<b>18.8</b>	<b>22.9</b>	<b>28.7</b>	<b>28.7</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	26.2	25.5	5.5	2.7	2.0	3.8	7.5	4.9
Aktywa z tytułu prawa do użyt.	21.1	8.4	7.5	8.7	10.3	11.8	13.3	15.0
Wartość firmy	8.8	9.3	9.4	5.5	6.5	7.3	8.0	8.9
Wartości niematerialne i prawne	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Pozostałe</b>	<b>65.9</b>	<b>78.4</b>	<b>83.4</b>	<b>91.4</b>	<b>103.5</b>	<b>113.4</b>	<b>120.7</b>	<b>125.5</b>
Aktywa obrotowe	0.9	0.8	0.5	1.0	0.8	0.6	0.4	0.2
Zapasy	1.1	1.5	1.8	1.9	1.9	2.0	2.1	2.1
Należności handlowe	44.9	53.7	59.5	68.3	80.7	90.7	98.2	103.0
Środki pieniężne i ekwiwalenty	19.0	19.0	19.0	19.0	19.0	19.0	19.0	19.0
Pozostałe aktywa obrotowe	0.0	3.4	2.6	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
<b>Aktywa razem</b>	<b>122.0</b>	<b>121.6</b>	<b>105.8</b>	<b>108.2</b>	<b>122.3</b>	<b>136.3</b>	<b>149.5</b>	<b>154.2</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>94.7</b>	<b>92.6</b>	<b>77.2</b>	<b>64.6</b>	<b>83.1</b>	<b>85.9</b>	<b>88.1</b>	<b>91.8</b>
Mniejszości	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Zobowiązania długoterm.</b>	<b>17.1</b>	<b>16.8</b>	<b>19.7</b>	<b>30.6</b>	<b>25.5</b>	<b>35.5</b>	<b>45.5</b>	<b>45.5</b>
Kredyty i pożyczki	4.2	2.5	5.5	20.1	15.0	25.0	35.0	35.0
Pozostałe zobow. długoterm.	12.8	14.3	14.2	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5
<b>Zobowiązania krótkotermowe</b>	<b>10.3</b>	<b>12.3</b>	<b>9.0</b>	<b>13.0</b>	<b>13.7</b>	<b>14.8</b>	<b>15.8</b>	<b>16.9</b>
Zobowiązania handlowe	5.0	3.2	2.2	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
Kredyty i pożyczki	4.5	4.4	3.4	6.4	7.0	8.2	9.2	10.2
Pozostałe zobow. krótkoterm.	0.8	4.6	3.3	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1
<b>Pasywa</b>	<b>122.0</b>	<b>121.6</b>	<b>105.8</b>	<b>108.2</b>	<b>122.3</b>	<b>136.3</b>	<b>149.5</b>	<b>154.2</b>
Dług netto	-16.9	-19.8	2.2	19.8	15.5	23.7	30.0	32.6
Dług netto/EBITDA (x)	-0.8	-7.1	-0.2	-3.9	1.7	1.8	1.8	1.5
Rachunek przepływów pieniężnych (PLN m)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E
<b>Przepływy operacyjne</b>	<b>6.3</b>	<b>0.2</b>	<b>-13.1</b>	<b>-1.8</b>	<b>6.9</b>	<b>11.1</b>	<b>15.3</b>	<b>19.8</b>
Zysk netto	-11.9	-0.6	-16.1	-11.7	1.9	2.8	2.2	3.7
Amortyzacja	4.2	2.4	3.6	4.6	5.5	9.4	12.4	15.4
Zmiana kapitału obrotowego	-26.5	-3.7	0.1	2.7	-2.0	-1.1	-1.2	-1.5
Pozostałe	40.5	2.1	-0.7	2.5	1.5	0.0	1.9	2.2
<b>Przepływy inwestycyjne</b>	<b>-1.8</b>	<b>2.0</b>	<b>-7.4</b>	<b>-13.8</b>	<b>-16.6</b>	<b>-18.2</b>	<b>-18.6</b>	<b>-19.0</b>
<b>Przepływy finansowe</b>	<b>10.0</b>	<b>-2.8</b>	<b>0.4</b>	<b>12.8</b>	<b>8.9</b>	<b>8.9</b>	<b>6.9</b>	<b>-3.4</b>
Gotówka na początek okresu	11.7	26.2	25.5	5.5	2.7	2.0	3.8	7.5
<b>Gotówka na koniec okresu</b>	<b>26.2</b>	<b>25.5</b>	<b>5.5</b>	<b>2.7</b>	<b>2.0</b>	<b>3.8</b>	<b>7.5</b>	<b>4.9</b>
DPS (PLN)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA

## Zastrzeżenia prawne

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 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 sporządzeniu zachowała należyłą 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 rozpowszechniana 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.

W ciągu ostatnich dwunastu miesięcy IPOPEMA Securities S.A. otrzymała wynagrodzenie w związku ze świadczeniem usług firm inwestycyjnych związanych z Cognor Holding S.A. Wspomniane usługi inwestycyjne obejmowały doradztwo dla przedsiębiorstw odnoszące się do struktury kapitałowej, strategii i odnośnych kwestii oraz oferowanie instrumentów finansowych emitowanych przez Cognor Holding S.A. IPOPEMA Securities S.A. otrzymała wynagrodzenie w związku ze świadczeniem usług firm inwestycyjnych związanych z Huuuge, Inc. w ciągu ostatnich dwunastu miesięcy. Wspomniane usługi inwestycyjne obejmowały doradztwo dla przedsiębiorstw odnoszące się do struktury kapitałowej, strategii i odnośnych kwestii.

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

IPOPEMA Securities S.A. korzysta z szeregu metod wyceny, w tym modeli zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF), modeli zdyskontowanych dywidend (DDM), metody porównawczej, ważonej ryzykiem wartości bieżącej netto (rNPV), wartości aktywów netto (NAV), sumy części (SoTP), lub wariantów tych metod, lub innych metod uznanych za właściwe. W powyższych wycenach są uwzględnione opinie autora lub autorów raportu, w tym prognozy finansowe dla spółki lub spółek. Subiektywne założenia autora/autorów raportu są oparte o wiedzę i doświadczenie i odgrywają istotną rolę w wycenie. Wykorzystywane są również założenia oparte o liczne zmienne ekonomiczne, w tym o stopy procentowe, inflację, kursy walutowe. Zmiana tych założeń może spowodować istotne różnice w opiniach autora/autorów oraz wycenie/wycenach.

Modele DCF przedstawiają oczekiwane kształtowanie się przepływów pieniężnych spółek i są powszechnie używane w sektorze finansowym. Modele DCF uwzględniają wiele uznaniowych założeń dotyczących modelu operacyjnego spółki, przyszłych wyników finansowych oraz otoczenia rynkowego. Modele DCF zazwyczaj prezentują tylko jeden wybrany wariant przyszłości, przez co do analizy różnych scenariuszy potrzebna jest analiza wrażliwości (dla założeń operacyjnych lub parametrów wyceny, lub obu tych obszarów jednocześnie). Słabe punkty metody DCF uwzględniają wrażliwość na zmiany poszczególnych założeń oraz fakt, że metoda DCF prezentuje tylko jeden wybrany uznaniowy scenariusz przyszłości.

Modele DDM opierają się na oczekiwanym poziomie dystrybucji środków do akcjonariuszy w postaci dywidend. Umożliwiają one wycenę efektywnego poziomu strumienia pieniędzy z perspektywy akcjonariuszy (tylko w przypadku dywidend, modele DDM mogą nie w pełni uwzględniać skupy akcji). Słabymi punktami modeli DDM są wrażliwość na zmiany poszczególnych założeń operacyjnych lub dotyczących wyceny, nieuchwycenie całości łącznej dystrybucji do akcjonariuszy jeśli spółka przeprowadza skup akcji własnych równoległe z wypłaceniem dywidendy, oraz kłódnienie mniejszego nacisku na specyficzną sytuację finansową spółki.

Metoda porównawcza bazuje na porównaniu mnożników wyceny z mnożnikami innych spółek z danego sektora. Mnożniki dla obecnego i przyszłych lat dla porównywanej spółki bazujące na przyszłych wynikach, wartości księgowej, wyniku operacyjnym czy przepływach pieniężnych uwzględniają prognozy autora/autorów raportu. Metoda porównawcza jest mniej zależna od indywidualnych ocen autora/autorów raportu odnoszących się do pojedynczych parametrów, podczas gdy jest bardziej zależna od składu grupy porównawczej spółek. Słabymi punktami metody porównawczej są jakość i podobieństwo grupy porównawczej (w tym różnice w modelach biznesowych, otoczeniu operacyjnym, fazie wzrostu, itd.), selekcji porównywalnych spółek, jakości konsensusu prognoz wyników dla spółek porównywanych, oraz praktyce porównywania mnożników do średniej/mediany zamiast do historycznych premii/dyskont.

Metoda rNPV uwzględnia prawdopodobieństwa przypisane przyszłym przepływom gotówkowym, co pozwala oszacować specyficzne ryzyka. rNPV jest powszechnie stosowana w wycenach innowacyjnych spółek, bądź w przypadkach gdy określone kamienie milowe muszą być osiągnięte przed momentem regularnego generowania gotówki. Słabe punkty metody rNPV to subiektywne przypisanie zastosowanych wag ryzyka / dyskonta oraz wrażliwość na zmiany przyjętych poszczególnych założeń.

Metody NAV i SoTP są często używane w przypadkach wyceny osobnych części biznesu spółki w celu otrzymania skonsolidowanej wartości. NAV i SoTP mogą uwzględniać różne metody wyceny dla wybranych aktywów, w tym modele DCF i DDM, wycenę bazującą na docelowym mnożniku, wycenę rynkową, lub inne metody, które łącznie są często korygowane o dodatkowe uznaniowe dyskonta (jak na przykład dyskonto za strukturę holdingową). Słabe punkty metod NAV/SoTP uwzględniają specyficzne słabe strony użytych metod oraz wrażliwość na przyjęte uznaniowe korekty jak dyskonto za strukturę holdingową.

Niniejszy dokument nie został przekazany do spółki przed jego publikacją. Niniejszy dokument został przygotowany zgodnie z opinią, założeniami i wiedzą autora/autorów.

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 analizowanej/analizowanych spółki/spółek.

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>.

Definicje terminów użytych w dokumencie obejmują:

AGM/EGM – zwyczajne/nadzwyczajne walne zgromadzenie akcjonariuszy.

BVPS – wartość księgowa na akcję - wartość księgowa kapitału własnego spółki przypadająca akcjonariuszom dominującym podzielona przez liczbę istniejących akcji na koniec okresu z wyłączeniem akcji własnych.

CAGR - łączna średnioroczna stopa wzrostu.

CFO – przepływy pieniężne z działalności operacyjnej netto.

C/I (koszty/przychody) - koszty operacyjne podzielone przez przychody.

D&A – amortyzacja.

DCF – zdyskontowany model przepływów pieniężnych – metoda wyceny bazująca na sumie zdyskontowanych przyszłych przepływów pieniężnych z właściwymi korektami (jak dług netto, itd., jeśli są potrzebne).

DDM – metoda zdyskontowanych dywidend – metoda wyceny bazująca na sumie zdyskontowanych przyszłych dywidend.

DPS – dywidenda na akcję - dywidenda za dany rok podzielona przez liczbę istniejących akcji na moment dystrybucji z wyłączeniem akcji własnych.

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

EBIT – zyski przed odsetkami i podatkami.

EBITDA – zyski przed odsetkami, podatkami i amortyzacją.

EPS – zysk na akcję - zysk netto (lub skorygowany zysk netto) podzielony przez liczbę istniejących akcji na koniec okresu z wyłączeniem akcji własnych.

EV – wartość przedsiębiorstwa – kapitalizacja skorygowana o akcje własne, plus dług brutto, pomniejszony o wartość środków pieniężnych i ekwiwalentów, pomniejszony o wartość spółek stowarzyszonych, plus wartość kapitałów mniejszości.

EV/EBITDA – EV podzielona przez EBITDA.

EV/S lub EV/przychody – EV podzielone przez przychody.

FCFE – wolny przepływ środków pieniężnych dla właścicieli kapitału własnego.

FCFF – wolny przepływ środków pieniężnych dla właścicieli firmy.

FV – wartość godziwa – wartość godziwa spółki obliczana na podstawie metod wyceny przedstawionych w dokumencie.

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

ND – dług netto – dług brutto i wartość leasingów (w zależności od standardu rachunkowości) pomniejszona o wartość środków pieniężnych i ekwiwalentów.

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

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

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

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

P/E – wskaźnik ceny do zysku – cena podzielona przez EPS.

PEG – wskaźnik P/E podzielony przez roczny wzrost EPS, zwykle przez dany okres.

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

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

ROIC – zwrot z zainwestowanego kapitału – EBIT \* (1 – stawka podatku) podzielona przez średni zainwestowany kapitał.

uFCF – underlying free cash flow – wskaźnik (obliczany przez IPOPEMA) odzwierciedlający wartość potencjalnej generacji gotówki możliwej do dystrybucji do akcjonariuszy przed wpływami na uznaniowe cele (takimi jak transfer do akcjonariuszy, nieogłoszone wcześniej przejęcia, aktywa finansowe, itd.), policzona następująco: przepływy operacyjne z operacji netto, pomniejszone o CAPEX na aktywa trwałe i niematerialne oraz ogłoszone przejęcia, pomniejszone o odsetki netto płatne na długi, pożyczkach i leasingach, pomniejszone o płatności leasingowe, pomniejszone o płatności dywidend do akcjonariuszy mniejszościowych, powiększone o otrzymane dywidendy, powiększone jeśli konieczne o inne wpływy/wypływy specyficzne dla spółki w zależności od jej specyfiki/prezentacji.

uFCFps – uFCF podzielone przez liczbę akcji na koniec okresu z wyłączeniem akcji własnych.

WACC – średni ważony koszt kapitału.

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.

KUPUJ – różnica pomiędzy FV a ostatnią ceną przekracza +10%.

TRZYMAJ – różnica pomiędzy FV a ostatnią ceną jest pomiędzy i/lub równa -10% oraz +10%.

SPRZEDAJ – różnica pomiędzy FV a ostatnią ceną jest poniżej -10%.

Cena stosowana w rekomendacji do obliczania odpowiednich wskaźników jest „ostatnią” ceną podaną na pierwszej stronie niniejszego dokumentu. Data i godzina podana na pierwszej stronie stanowi datę przygotowania dokumentu. Dokument został dystrybuowany w dniu 14 maja 2026 o godzinie 7:30 CEST.

#### IPOPEMA Research – Rozkład ratingów (1 stycznia 2026 – 31 marca 2026)

	Liczba	%
Kup	6	46%
Trzymaj	6	46%
Sprzedaj	1	8%
Suma	13	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
21.10.2025	KUPUJ	PLN 40.5	PLN 34.5	Łukasz Kosiarski
05.12.2025	KUPUJ	PLN 41.0	PLN 32.0	Łukasz Kosiarski
14.05.2026	KUPUJ	PLN 38.0	PLN 31.3	Łukasz Kosiarski