

Medicalgorithmics S.A.

Ciężkie kwartały przed spółką

Rozpoczynamy wydawanie raportów analitycznych dotyczących spółki Medicalgorithmics. Nasz model wyceny wskazuje na 12-miesięczną cenę docelową dla akcji spółki na poziomie 23,50 zł. Spółka świadczy usługi diagnostyki kardiologicznej głównie na rynku amerykańskim przy użyciu własnych urządzeń Pocket ECG przez spółkę zależną Medi-Lynx. Medi-Lynx po zmianie prezesa przechodzi reorganizację oraz zmienia model współpracy z klientami na bezpośredni zamiast przez pośredników jak do tej pory, co w dłuższym terminie może wpłynąć na wzrost ilości badań. MDG planuje rozszerzyć działalność na inne rynki jednak przeszkodą jest brak refundacji na długoterminową zdalną diagnostykę EKG poza USA.

■ **Dalszy ciąg problemów na rynku amerykańskim.** Medicalgorithmics poinformował o wypowiedzeniu umowy dotyczącej stawek z Multiplan, pośrednikiem zrzeszającym ubezpieczycieli. W 2018 roku Multiplan wygenerował 22% przychodów Medi-Lynx.

■ **Scenariusz przejęcia najlepszym wyjściem?** Medicalgorithmics ogłosił w zeszłym roku przegląd opcji strategicznych. Wśród opcji spółka zakłada pozyskanie inwestora strategicznego lub finansowego ewentualnie sprzedaż Medi-Lynx. W obliczu presji na ceny świadczeń w USA i do tej pory nieskuteczne próby zwiększenia wolumenu sprzedaży scenariusz przejęcia i potencjalne wezwanie na spółkę jest realną opcją i traktujemy ten scenariusz jako dodatkowy pozytywny czynnik, jednak nieujęty w naszej wycenie.

■ **Oczekiwane pogorszenie zysków w kolejnych kwartałach.** Spadek średniej ceny związany z wypowiedzeniem umowy przez Multiplan i mocny spadek wolumenu będzie miał odzwierciedlenie w wynikach począwszy od drugiego kwartału 2019. Szczególnie trudny może się okazać trzeci kwartał. W całym 2019 oczekujemy wyniku netto około zera, a strata może się jeszcze delikatnie pogłębić w 2020 roku, głównie przez efekt bazy z pierwszych miesięcy 2019, jednak wolumeny powinny już wtedy delikatnie rosnać.

	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody (mln zł)	203,4	199,4	170,6	163,9	169,0
EBITDA (mln zł)	54,3	36,3	17,5	11,6	13,9
EBIT (mln zł)	41,8	24,7	0,5	-5,6	-3,4
Zysk netto (mln zł)	25,5	14,4	-0,3	-3,3	-1,9
Zysk na akcję (zł)	7,1	4,0	-0,1	-0,9	-0,5
Dywidenda na akcję (zł)	2,0	1,4	0,0	0,0	0,0
C/Z (x)	28,2	6,6	n.a.	n.a.	n.a.
EV/EBITDA (x)	13,7	2,6	7,2	10,7	8,8
Stopa dywidendy (%)	1,0	5,4	0,0	0,0	0,0

Źródło: Medicalgorithmics, Pekao Investment Banking S.A.

NB: Historyczne wskaźniki wyceny bazują na cenach z odpowiednich lat.

Cena zamknięcia (19 lipca 2019)	30,90 zł
12-miesięczna cena docelowa	23,50 zł
Cena zamknięcia (maks./min.) (12m)	128,40/23,30 zł

PROFIL SPÓŁKI

Medicalgorithmics świadczy usługi diagnostyki kardiologicznej przy użyciu własnych urządzeń Pocket ECG. Spółka jest w trakcie przeglądu opcji strategicznych.

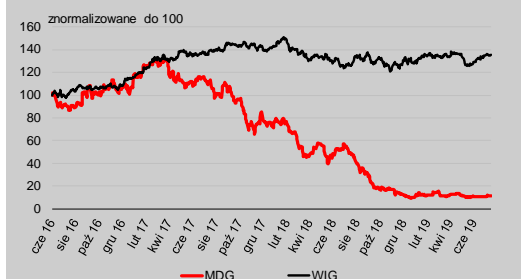
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

Spadki wolumenów i średniej ceny usług medycznych w USA
 Pogorszenie wyników finansowych w najbliższych kwartałach
 Przegląd opcji strategicznych

Reuters/Bloomberg	MDG.WA/MDG.PW
Średni obrót dzienny ('000 akcji)	5,8
Akcje w wolnym obrocie (%)	88,9
Wycena rynkowa (mln zł)	110
Liczba akcji (mln)	3,6
Główni akcjonariusze	Marek Dziubiński 11,1%, NN OFE 12,5%, PZU OFE 10,8%, Aegon OFE 5,4%,

WYDARZENIA KORPORACYJNE

Raport półroczny	3 września 2019
Raport po 3 kwartałach	26 listopada 2019



ZMIANA KURSU (%)

	1M	3M	6M
Absolutna	7,1	-16,1	-4,5
Relatywna do MSCI	5,3	-19,5	-13,5
Relatywna do WIG	2,7	-13,2	-9,6

Łukasz Kosiarski, Equity Analyst
(Pekao Investment Banking S.A.)

+48 22 586-23 59
lukasz.kosiarski@pekaioib.pl



Tezy inwestycyjne i czynniki ryzyka

Dalszy ciąg problemów na rynku amerykańskim

Niemalże 100% przychodów Medicalgorithmics pochodzi z rynku USA. Rynek ten od samego początku działalności spółki generował największe przychody a wynikało to z faktu, że w USA długoterminowa diagnostyka kardiologiczna jest refundowana. Wyceniano ją jako oddzielne produkty, dużo wyżej niż podstawowe badanie holterowskie. W obliczu relatywnie niedużej konkurencji i niewątpliwych przewag produktowych, produkt MDG – Pocket ECG – osiągnął znaczącą pozycję rynkową. Po przejęciu Medi-Lynx i bazy klientów AMI, Medicalgorithmics stał się bezpośrednim usługodawcą dla amerykańskich klientów. Niestety, poniekąd wymuszone przejęcie Medi-Lynx ujawniło i cały czas ujawnia jak słabe były fundamenty spółki prowadzonej przez poprzednich właścicieli – Medicalgorithmics na przestrzeni ostatnich kwartałów informował o karze nałożonej przez Departament Sprawiedliwości za tzw. overbilling (sugerowanie przez system droższej refundacji), nieprawidłowo naliczonych podatkach. Do tego Medi-Lynx nie był bezpośrednio partnerem dla ubezpieczycieli, a rozliczenia następowały przez pośredników, co skutkowało wprowadzając wyższą wyceną ale z drugiej strony mogło blokować wzrost wolumenów.

Brak wzrostu wolumenów badań od wielu kwartałów

Od pełnego przejęcia biznesu w USA mijają właśnie 2 lata. W tamtym czasie spółka raportowała miesięczny wolumen wniosków o płatność do ubezpieczycieli na poziomie 9-10 tys. Domknięcie przejęcia AMI miało przynieść nowe otwarcie a wolumen świadczonych usług miał rosnać w tempie ok. 10% rocznie. Poza pojedynczymi miesiącami nie udało się spółce osiągnąć zakładanego tempa wzrostu, wolumen przez ostatnie 2 lata kształtował się na poziomie 7-8 tys. wniosków o płatność miesięcznie. Brak wzrostu spółka tłumaczyła na różne sposoby – przyczyną braku wzrostu rdr miały być huragany, święta czy ilość dni wolnych od pracy. Ostatecznie ze spółką pożegnał się założyciel Medi-Lynx i właściciel 25% udziałów Andrew Bogdan, który odpowiadał również za działania sprzedażowe i pozyskiwanie nowych klientów. Na początku br. Medicalgorithmics poinformował o wypowiedzeniu umowy ze znaczącym klientem Multiplan dotyczącej stawek. Skutki tego widać w postaci ponad 20% spadku wolumenów rdr w maju i czerwcu oraz oczekiwanego spadku średniego przychodu z badania.

Przejęcie z modelu out-of-network na in-network

Sytuacja z Multiplan przyspiesza strategię spółki polegającą na odejściu od rozliczeń w modelu out-of-network (współpraca przez pośrednika zreszającego ubezpieczycieli) i przejście na bezpośrednie umowy z ubezpieczycielami w modelu in-network. Przewagą rozwiązania out-of-network była wyższa wycena pojedynczego badania, co krótkoterminowo poprawiało wyniki, jednak w długim terminie ograniczało możliwości wzrostu wolumenu badań. Przejście na model in-network w dużej części powinno nastąpić w bieżącym roku, co z kolei powinno negatywnie wpłynąć na wyniki przez spadek wolumenu i średniego przychodu z badania.

Przegląd opcji strategicznych

Medicalgorithmics ogłosiło w zeszłym roku przegląd opcji strategicznych. Wśród rozważanych opcji są: pozyskanie inwestora strategicznego, inwestora finansowego, sprzedaż Medi-Lynx lub utrzymanie obecnego statusu. Naszym zdaniem rozsądną opcją z punktu widzenia akcjonariuszy wydaje się być pozyskanie inwestora



strategicznego, w tym scenariuszu potencjalne wezwanie mogłoby się odbyć z premią do obecnej ceny rynkowej. Jednak patrząc przez pryzmat sytuacji wewnątrz firmy bardziej optymalne byłoby pozyskanie takiego inwestora już po przejściu trudnego 2019 roku. Naszym zdaniem inwestor strategiczny mógłby zaoferować wyższą cenę niż finansowy. Na rynku diagnostyki kardiologicznej mamy do czynienia z konsolidacją – Biotelemetry, największy gracz kupił Lifewatch czyli druga pod względem wielkości spółkę. Sprzedaż Medi-Lynx oznaczałaby powrót do poprzedniego modelu funkcjonowania Medicalgorithmics, czyli sprzedaży urządzeń w modelu abonamentowym, jednak taki scenariusz rodziłby ryzyka, które już się urzeczywistniły przy współpracy z AMI, gdy kontrahent próbował opracować swoje urządzenie i zastąpić nim Pocket ECG. Na dzień dzisiejszy najbardziej realną opcją wydaje się być utrzymanie obecnego statusu.

Spadki wyników i brak dywidendy

Wypowiedzenie umowy przez Multiplan i przejście na model in-network będzie miało negatywny wpływ na wyniki spółki. Spadek powinien naszym zdaniem być widoczny od wyników za drugi kwartał 2019 w którym spodziewamy się wejścia w straty na poziomie netto. Mamy więc przed sobą serię kilku kwartałów z negatywną dynamiką i niepewny moment w którym może być widoczne odbicie. Na to wszystko nakłada się sytuacja bilansowa spółki, która wykupiła 50 mln zł obligacji i zapłaciła przedostatnią ratę płatności za Medi-Lynx posiłkując się kredytem bankowym. W obliczu tego, Medicalgorithmics, który historycznie regularnie płacił dywidendę, nie podzieli się w tym roku zyskiem z akcjonariuszami. Szacujemy, że powrót do wypłaty dywidendy nie nastąpi szybko, zakładamy pierwszą dywidendę od 2023 roku.

Ryzyko odpisów na horyzoncie

Dużą pozycją na bilansie spółki stanowią przejęte bazy danych klientów Medi-Lynx i AMI. W obliczu pogorszenia wyników widzimy ryzyko dokonania odpisów tych aktywów. Odpis taki mocno negatywnie wpłynąłby na bieżące wyniki i Medicalgorithmics zaraportowałby znaczącą stratę netto. Taka transakcja nie wiązałaby się z wypływem gotówki co oznacza brak wpływu na wycenę. Na ten moment nie zakładamy w modelu odpisów.

Nowe produkty i nowe rynki

Medicalgorithmics prowadzi prace nad kilkoma nowymi produktami, które w przyszłości mogą zdywersyfikować źródła przychodów spółki. Pierwszym z produktów jest Pocket ECG CRS który ma służyć do zdalnej rehabilitacji kardiologicznej, drugim 12-kanalowy Pocket ECG. Dodatkowo spółka pracuje nad wprowadzeniem podstawowego produktu Pocket ECG na nowe rynki. Kluczową kwestią jest wypracowanie z lokalnymi regulatorami kodów refundacyjnych na usługi wykonywane przez urządzenia MDG, gdyż przychody z prywatnej opieki zdrowotnej nie pozwalają na osiągnięcie dużej skali i rentownej działalności.

12-miesięczna cena docelowa oszacowana na 23,50 zł na akcję

Nasz model wyceny oparty w 100% na wycenie metodą DCF wskazuje na 12-miesięczną cenę docelową dla akcji Medicalgorithmics na poziomie 23,50 zł wobec ceny rynkowej na poziomie 30,90 zł na akcję. Szczegóły dotyczące prognoz i założeń przedstawiamy w dalszej części raportu.



Wybrane czynniki ryzyka

Poniżej przedstawiamy wybrane czynniki ryzyka, które mogą wpływać na nasze prognozy, wycenę oraz zachowanie się kursu akcji Medicalgorithmics.

Spadek średniej ceny badań w USA. Zakładamy, że przejście na model in-network będzie wpływało na spadek rdr średniej ceny badania do połowy 2020. W dalszym okresie zakładamy inflacyjny wzrost ceny. W przeszłości kilkakrotnie widzieliśmy spadki poziomu refundacji u poszczególnych ubezpieczycieli, sytuacja może się powtórzyć w przyszłości.

Spadek wolumenu badań. Zakładamy w najbliższych miesiącach utrzymanie ilości złożonych wniosków o płatność na poziomie ok. 6-7 tys. miesięcznie, później zakładamy stopniowy wzrost w związku z przejściem na model in-network. Widzimy dla tego scenariusza zarówno ryzyko kontynuacji spadku jak i mocniejszego odbicia.

Oszczędności kosztowe. Medi-Lynx dokonał znaczących oszczędności kosztowych na przełomie roku, co miało odzwierciedlenie w wynikach za 1 kwartał 2019. Widzimy, że mimo dużych kosztów stałych spółka ma zdolność do pewnej elastyczności kosztowej i potencjał do dalszej poprawy efektywności.

Ryzyko konkurencyjne. Zarówno Medicalgorithmics jak i główny konkurent Biotelemetry używają od pewnego czasu ten sam typ urządzeń. Jak na każdym rynku bazującym na nowych technologiach widzimy ryzyko pojawienia się nowego gracza z przewagą technologiczną. Przykładem jest negatywna reakcja rynku na ogłoszenie przez Apple wyposażenie iWatch w moduł badający EKG.

Sytuacja polityczna i gospodarcza w USA. USA są największym rynkiem ochrony zdrowia na świecie, mocno wspierającym innowacyjne rozwiązania. Dzięki temu takie usługi jak event monitoring czy telemetria są tam refundowane. USA są jedynym rynkiem na świecie z refundacją na obie usługi. Polityczna decyzja w kierunku ograniczenia rekordowych wydatków budżetowych może przełożyć się negatywnie na przychody z tego rynku.

Zmiany prawne i ograniczenia regulacyjne. Medicalgorithmics czerpie przychody w dużej części od ubezpieczycieli zdrowotnych. Przychody bazują na wycenie poszczególnych usług medycznych w ramach refundacji. Ubezpieczyciele mogą zdecydować o zmianie stawek refundacyjnych, co widzimy jako ryzyko dla MDG. Z drugiej strony refundacja na event monitoring czy telemetrię winnym kraju niż Stany Zjednoczone byłaby szansą na dodatkowe źródło przychodów.



Wycena

Podsumowanie wyceny

Nasze obliczenia wskazują na 12-miesięczną cenę docelową dla akcji spółki Medicalgorithmics na poziomie 23,50 zł. Poniżej przedstawiamy dyskusję dotyczącą wybranych metod wyceny, przyjętych założeń i wrażliwości wyceny na zmiany w wybranych założeniach.

Nasza wycena spółki Medicalgorithmics opiera się w 100% na metodzie zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF). Dla celów prezentacyjnych przedstawiamy także wynik wyceny opartej na metodzie porównawczej. W naszej opinii wycena oparta o zdyskontowane przepływy pieniężne jest bardziej adekwatna niż inne metody wyceny z uwagi m.in. na: 1. Możliwość zawarcia w wycenie prognozy długoterminowych zysków i nakładów inwestycyjnych, 2. Uwzględnienie w wycenie specyficznych dla spółki czynników oraz 3. Ograniczoną grupę spółek porównywalnych o podobnym profilu ryzyka, zbliżonych perspektywach wzrostu i zdolności generacji gotówki.

W modelu DCF wykorzystujemy szczegółowe prognozy dla lat 2019-2028 oraz uwzględniamy wartość rezydualną.

Do wyliczenia stopy dyskontowej stosujemy stopę wolną od ryzyka (RFR) na poziomie 2.5%, premię za ryzyko kapitału własnego (ERP) na poziomie 5.0% oraz niezależarowany współczynnik beta na poziomie 1.0x. Ostatecznie otrzymujemy średni ważony koszt kapitału (WACC) na poziomie 7.5%.

Stopę wzrostu w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 1.0%.

Szczegółowy opis założeń i prognoz finansowych przedstawiamy w dalszej części raportu.

**MEDICALGORITHMICS: OBLICZANIE WACC**

Stopa wolna od ryzyka (%)	2,5
Odlewarowana beta (x)	1,0
Premia rynku akcji (%)	5,0
Koszt kapitału (%)	7,5
Stopa wolna od ryzyka (%)	2,5
Premia rynku długu (%)	2,5
Stopa podatkowa (%)	19,0
Koszt długu po podatku (%)	4,1
% długu	0
% kapitału	100
WACC (%)	7,5

Źródło: Pekao Investment Banking S.A.

MEDICALGORITHMICS: WYCENA DCF

mln zł	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
NOPAT	0,4	-4,5	-2,8	-1,0	0,8	2,8	4,7	6,8	9,0	11,2
Amortyzacja	17,0	17,2	17,3	17,5	17,7	17,9	18,0	18,2	18,4	18,6
Zmiana kapitału obrotowego	-5,2	-0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Wydatki inwestycyjne	11,2	11,7	12,1	11,1	11,2	11,4	11,5	11,7	11,9	12,0
Wolne przepływy pieniężne	11,4	1,2	2,3	5,3	7,1	9,0	11,0	13,1	15,3	17,5
WACC (%)	7,5									
Zdyskontowane przepływy pieniężne 2019-2028	58,7									
Wzrost po okresie prognozy (%)	1,0									
Zdyskontowana wartość rezydualna	81,7									
Wartość przedsiębiorstwa (EV)	140,4									
- Dług netto (1 stycznia 2019)	23,9					0,0	0,5	1,0	1,5	2,0
- Udziały mniejszości	40,9				8,5	14,8	15,9	17,2	18,6	20,3
Wartość kapitału własnego (1 stycznia 2019)	75,6				WACC	8,0	17,3	18,6	20,1	21,9
Liczba akcji (mln, rozwodniona)	3,6				(%)	7,5	20,1	21,7	23,5	25,6
Wartość godziwa (zł/akcję)	21,9					7,0	23,4	25,3	27,5	30,1
Cena docelowa 12-miesięczna (zł/akcję)	23,5					6,5	27,1	29,4	32,2	35,5

Źródło: Medicalgorithmics, Pekao Investment Banking S.A.



Wycena porównawcza

Poniżej przedstawiamy wyniki wyceny porównawczej. Jak wspomnieliśmy we wcześniejszych akapitach uważamy ją za nieoptymalną w celu wyznaczenia ceny docelowej Medicalgorithmics. Stąd poniższy model wyceny publikujemy jedynie w celach prezentacyjnych.

Wynik wyceny opartej o mnożnik dla spółek międzynarodowych wskazuje na 12-miesięczną cenę docelową dla akcji Medicalgorithmics na poziomie 62,4 zł. Ze względu na prognozowane straty w latach 2019-21P wycena porównawcza oparta jest w 100% na EV/EBITDA.

MEDICALGORITHMICS: WYCENA PORÓWNAWCZA

Spółka	Kod Bloomberg	Cena	Waluta	Kapita- lizacja (mln EUR)	C/Z (x)			EV/EBITDA (x)		
					2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021
BioTelemetry	BEAT US	46,56	USD	1 402	111,7	58,6	54,2	n.a.	n.a.	n.a.
Medtronic	MDT US	101,34	USD	121 091	23,2	22,1	21,4	14,3	13,2	12,6
GHP Specialty Care	GHP SS	13,85	SEK	90	69,3	25,4	173,1	7,1	5,8	5,0
Nihon Kohden	6849 JT	2948,00	JPY	2 161	24,2	25,3	24,6	10,8	9,7	8,8
LiDCO Group	LID LN	4,90	GBp	13	16,3	n.a.	n.a.	n.a.	15,2	n.a.
Boston Scientific	BSX US	42,64	USD	52 831	46,6	38,7	33,7	20,4	17,5	15,1
Abbott Laboratories	ABT US	87,76	USD	137 941	40,8	39,8	35,1	20,1	17,2	15,3
Sonova Holding	SOON SW	224,10	CHF	13 216	40,4	37,7	33,2	19,6	18,1	16,0
Mediana					40,6	37,7	33,7	16,9	15,2	13,8
Medicalgorithmics	MDG PW	30,90	PLN	26	n.a.	n.a.	n.a.	7,2	10,7	8,8
MDG premia/dyskonto do mediany (%)					n.a.	n.a.	n.a.	-57,6	-29,3	-36,7
Implikowana 12-miesięczna cena (zł/akcję)										62,4

Źródło: Bloomberg, Pekao Investment Banking S.A.



Model biznesowy i strategia

Medicalgorithmics - profil spółki

Medicalgorithmics jest spółką z branży zaawansowanych technologii telemedycznych. Specjalizuje się w dostarczaniu rozwiązań z zakresu diagnostyki kardiologicznej, głównie w obszarze analizy sygnału EKG. Firma została założona w 2005 roku przez dra Marka Dziubińskiego oraz dra Marcina Szumowskiego. W 2011 odbył się debiut spółki na Alternatywnym Systemie Obrotu prowadzonym przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie – NewConnect. Notowania akcji Medicalgorithmics zostały przeniesione na rynek główny GPW w 2014 roku. Główna siedziba spółki zlokalizowana jest w Warszawie, natomiast zakład produkcyjny mieści się w Gdańsku. Medicalgorithmics prowadzi swoją działalność w wielu krajach na kilku kontynentach, w tym w Ameryce Północnej oraz Południowej, Europie, Azji oraz Australii. Zdecydowana większość przychodów generowana w Stanach Zjednoczonych. Tam za pośrednictwem spółki zależnej Medi-Lynx spółka świadczy usługi medyczne przy użyciu własnych urządzeń. Medicalgorithmics posiada 75% udziałów w Medi-Lynx, reszta należy do założyciela Andrew Bogdana. Model ten będzie kopiowany na rynek polski i indyjski po tym jak MDG dokonał w ostatnich kwartałach niewielkich akwizycji. Na pozostałych rynkach spółka wynajmuje wyspecjalizowanym dostawcom usług swoje urządzenia za co pobiera miesięczną opłatę abonamentową.

PocketECG jest flagowym produktem Medicalgorithmics. Urządzenie jest kompletną technologią służącą diagnostyce arytmii serca. PocketECG transmituje pełny sygnał EKG online do 30 dni, monitorując aktywności fizyczną dla każdego uderzenia serca poprzez wbudowany akcelerometr. Urządzenie rozpoznaje i oznacza morfologie każdego uderzenia serca, identyfikując różne arytmie, takie jak: rytmu serca, komorowe, nadkomorowe, migotanie przedsionków. Dane dostarczone przez urządzenie prezentowane są w statystycznym oraz graficznym raporcie, który pomaga lekarzowi w zdiagnozowaniu pacjenta. PocketECG jest obecny na rynku od 10 lat. Największa grupa jego odbiorców zlokalizowana jest w Stanach Zjednoczonych, gdzie został zatwierdzony i dopuszczony do sprzedaży przez Amerykańską Agencję Żywności i Leków (FDA) w maju 2009 roku.

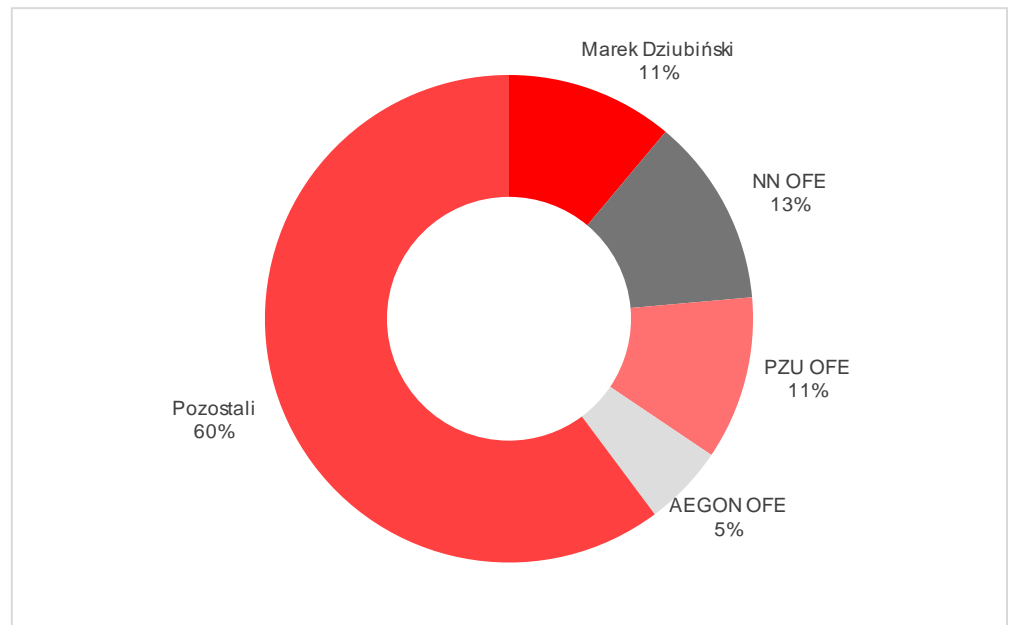
PocketECG CRS znajduje się w fazie pilotażu. Urządzenie służy do zdalnej rehabilitacji kardiologicznej w szpitalach, klinikach a także w domu pacjenta. Podczas sesji rehabilitacyjnej urządzenie przesyła w czasie rzeczywistym pełny zapis EKG oraz tętna pacjenta poprzez platformę internetową do lekarza lub rehabilitanta monitorującego przebieg ćwiczeń.

Struktura akcjonariatu

Akcjonariat spółki Medicalgorithmics jest mocno rozproszony. Prezes i założyciel spółki Marek Dziubiński dysponuje pakietem 11.1% akcji. Pośród inwestorów instytucjonalnych ujawnione są trzy fundusze emerytalne: NN OFE (12,5% akcji), PZU OFE (10,8% akcji) oraz AEGON OFE (5,4% akcji).



MEDICALGORITHMICS: STRUKTURA AKCJONARIATU



Źródło: Medicalgorithmics, Pekao Investment Banking S.A.

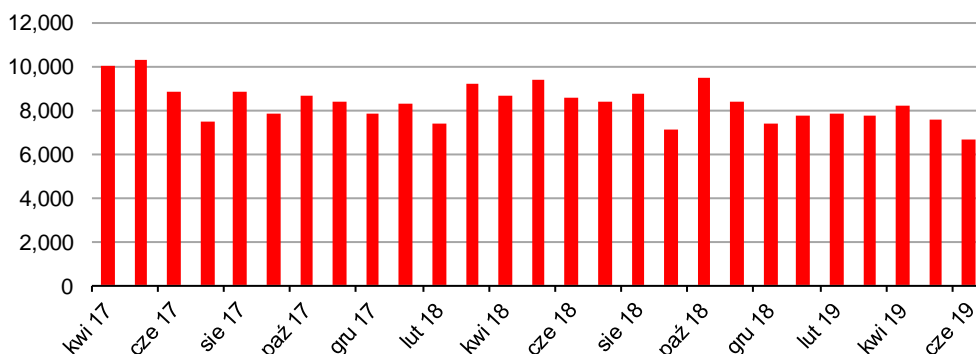
Przychody

Po integracji pionowej czyli przejęciu Medi-Lynx i bazy klientów AMI 100% przychodów z rynku amerykańskiego to przychody z usług medycznych. Medi-Lynx świadczy usługi diagnostyczne na rzecz pacjentów w ponad 35 stanach i uzyskuje przychody od podmiotów, w których ubezpieczeni są pacjenci korzystający z systemu PocketECG. Usługi świadczone przez Medi-Lynx dzielą się na trzy główne kategorie: podstawowy Holter (monitoring EKG pacjenta przez 1 dobę najczęściej w szpitalu, Event Monitoring (monitoring długoterminowy gdzie pacjent aktywuje urządzenie przy wystąpieniu objawów arytmii) oraz telemetrię (długoterminowy monitoring EKG pacjenta podczas jego normalnego funkcjonowania).

Badania są rozliczane w oparciu o kody refundacyjne (Commercial Procedural Terminology lub CPT). Na podstawie zbieranych przy użyciu PocketECG danych, zatrudnieni przez Medi-Lynx technicy EKG sporządzają kompleksowe raporty służące później lekarzom do diagnozowania zaburzeń pracy serca wykrytych w trakcie przeprowadzanego badania.

Podobny do tego model działalności spółka planuje wdrożyć w Polsce i Indiach przez spółki nabyte w ostatnich miesiącach. Pozostała część przychodów to przychody z innych rynków gdzie w starym modelu spółka sprzedaje urządzenia PocketECG w modelu abonamentowym, za stałą miesięczną opłatą.

Medicalgorithmics raportuje miesięczny wolumen wniosków o płatność od ubezpieczycieli. Spółka średnio raportuje około 8 tys. wniosków od ubezpieczycieli miesięcznie, jednak maj i czerwiec przyniosły duże spadki wolumenów i rekordowo niski wolumen w czerwcu – 6 657 badań. Spółka nie raportuje szczegółowego podziału według typów usług na Holter, Event Monitoring i Telemetrię mocno różniące się cenowo.

**MEDICALGORITHMICS: MIESIĘCZNA LICZBA WNIOSKÓW O PŁATNOŚĆ OD UBEZPIECZYCIELI**

Źródło: Medicalgorithmics, Pekao Investment Banking S.A.

Koszty

Po przejęciu spółki Medi-Lynx i bazy klientów AMI Medicalgorithmics stał się pionowo zintegrowaną spółką. Spółka świadczy usługi medyczne przy użyciu własnych urządzeń.

Największą i najważniejszą pozycją kosztową w grupie stanowią koszty wynagrodzeń. Świadczenia pracownicze w 2018 wyniosły ponad 110 mln zł i stanowiły 64% ogółu kosztów.

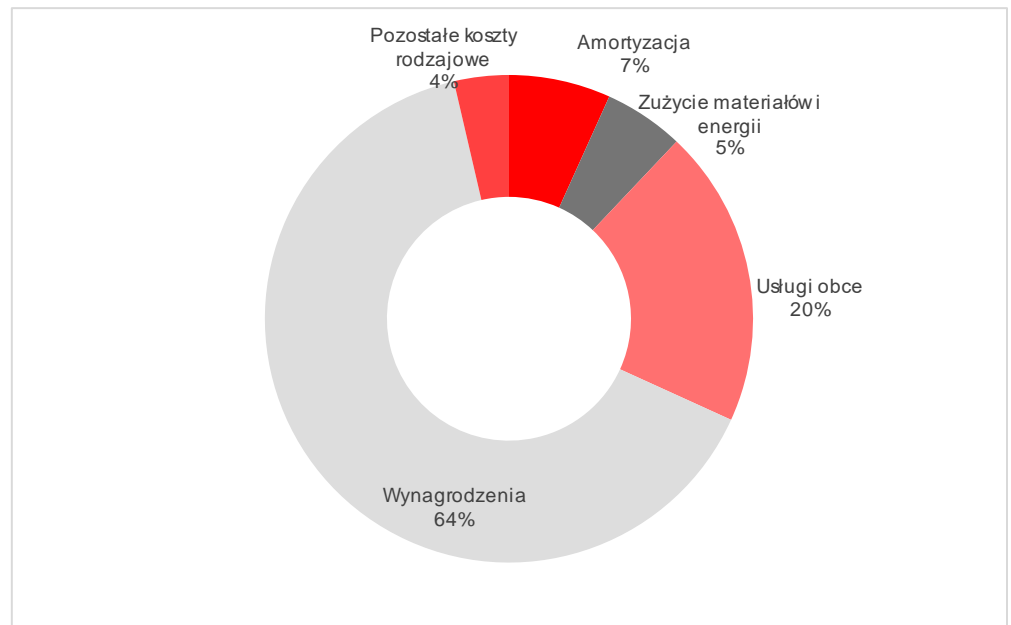
Z tego koszty pracownicze spółce matce wyniosły 15 mln zł, pozostałe przypadły na Medi-Lynx. Koszty głównie dotyczą zespołu techników EKG, który opisuje badania wykonane przy użyciu Pocket ECG. Koszty pracownicze Medi-Lynx wyrażone w USD wyniosły w 2018 między 6,3 a 6,8 mln USD kwartalnie. Wraz ze zmianą Prezesa, Medi-Lynx dokonał reorganizacji i restrukturyzacji kosztowej, czego skutkiem był spadek kosztów pracowniczych w 1 kwartale 2019 do poziomu 5,6 mln USD. Zakładamy, że jest to poziom docelowy i nie zakładamy dalszego spadku kosztów pracowniczych w Medi-Lynx w kolejnych kwartałach.

Produkcja Pocket ECG odbywa się w zakładzie produkcyjnym w Gdańsku, urządzenia są produkowane z komponentów sprowadzanych z Azji. Koszty produkcji urządzeń widoczne są w pozycji zużycie materiałów i energii.

Koszty amortyzacji wynoszą ok. 4 mln zł kwartalnie (1 kwartał 2019), duża część z nich to amortyzacja baz danych przejętych w ramach spółki Medi-Lynx oraz aktywów AMI. Amortyzacja baz danych jest rozpisana na 20 lat, koszt amortyzacji w 2018 roku wyniósł 5,7 mln zł. Dodatkowo spółka amortyzuje urządzenia Pocket ECG używane przez Medi-Lynx. Sprzęt amortyzowany jest przez okres 3 lat, w 2018 koszty amortyzacji Pocket ECG wyniosły 3 mln zł.

Pozycja usługi obce obejmuje szeroki zakres różnych pozycji kosztowych, z których jednak żadna nie ma dominującego wpływu. Usługi obce wyniosły 33 mln zł w 2018 roku, z tego największe pozycje to usługi transportowe (5,7 mln zł), najem i dzierżawa (5,4 mln zł), usługi telekomunikacyjne i internetowe (5,1 mln zł), usługi doradcze (4,9 mln zł).

MEDICALGORITHMICS: STRUKTURA KOSZTOWA, 2018



Źródło: Medicalgorithmics, Pekao Investment Banking S.A.

Wyboista historia obecności w USA

Działalność Medicalgorithmics na rynku amerykańskim to pasmo przeplatających się sukcesów i problemów. Medicalgorithmics, w czasie gdy debiutował na rynku NewConnect był zdecydowanie spółką technologiczną. Spółka odpowiadała za produkcję swojego urządzenia do zdalnej diagnostyki kardiologicznej. Podczas debiutu było to jeszcze urządzenie PocketECG 2 generacji, składającego się z osobnego smartfona i osobnego modułu diagnostycznego. W PocketECG obecnej 3 generacji całość jest zintegrowana w jednym urządzeniu.

W tamtym czasie głównym odbiorcą urządzeń spółki była firma AMI działająca na rynku w USA prowadzona przez dwóch braci – Andrew i Joe Bogdana. AMI zatrudniała techników EKG i świadczyła usługi medyczne używając urządzeń PocketECG. AMI zamawiało coraz więcej urządzeń a przychody abonamentowe Medicalgorithmics rosły, przy tym spółka utrzymywała wysoką rentowność.

W pewnym momencie drogi Andrew i Joe Bogdana się rozeszły, Andrew odszedł ze spółki AMI i otworzył własną – Medi-Lynx. Wkrótce potem podpisał umowę z Medicalgorithmics i spółka od tej pory miała dwóch klientów w USA. W podobnym okresie Medicalgorithmics podpisał kilka umów na inne rynki, jednak żadna z nich nie okazała się znacząca.

Po podziale głównego kontrahenta na dwie spółki, Medicalgorithmics dostał znaczące zamówienia na sprzęt, w tym momencie przenosił produkcję do fabryki w Gdańsku i przez wiele miesięcy nie nadążał z produkcją.

W kwietniu 2015 rozpoczął się okres, gdy spółka głównie zajmowała się sporami sądowymi a nie biznesem, co może mieć skutki do dnia dzisiejszego. Medicalgorithmics wypowiedział umowę o strategiczne partnerstwo z AMI, po tym jak dowiedział się, że AMI bez wiedzy spółki i niezgodnie z umową, jak później potwierdził amerykański sąd, prowadzi prace nad własnym urządzeniem do zdalnej



diagnostyki kardiologicznej, którym ma zastąpić PocketECG. Jednocześnie Medicalgorithmics podpisał umowę kupna 75% spółki Medi-Lynx od Andrew Bogdana. Spory sądowe trwały półtora roku, koszty prawników mocno obciążły wyniki spółki i dość skutecznie odwróciły uwagę kadry zarządzającej od wzrostu biznesu.

Ostatecznie sądy amerykańskie orzekły, że spółka prawidłowo wypowiedziała umowę AMI oraz prawidłowo dokonała zakupu Medi-Lynx, a wszystkie koszty procesu zwrócił AMI. Niedługo później doszło do porozumienia z właścicielem AMI i Medicalgorithmics odkupił bazę klientów AMI.

Medi-Lynx jest konsolidowane od 2 kwartału 2016, konsolidacja AMI rozpoczęła się rok później. W ten, trochę wymuszony sposób, Medicalgorithmics ze spółki technologicznej stał się dostawcą usług medycznych w USA.

Po zakończeniu sporów sądowych spółka mogła się wreszcie skupić na biznesie. Jednak początek 2016 przyniósł obniżkę stawek refundacyjnych, a kwartalne zyski EBIT Medi-Lynx z poziomu 11-13 mln zł w 2015 roku się mniej więcej przepołowiły. Równocześnie wbrew zapowiedziom Medicalgorithmics nie była w stanie wygenerować wzrostu ilości świadczonych usług, która od momentu przejęcia bazy klientów AMI oscyluje w granicach 8 tys. miesięcznie. Dodatkowo w międzyczasie okazało się, że AMI i Medi-Lynx nieprawidłowo sugerowały naliczanie wyższej refundacji, skutkowało to karą od Departamentu Sprawiedliwości w wysokości ponad 13 mln USD. Kara w większości przypadła na spółkę AMI, co pokazuje słuszność decyzji kupna samej bazy danych klientów a nie całej spółki AMI.

Produkty w trakcie prac rozwojowych

Medicalgorithmics prowadzi prace rozwojowe w kierunku doskonalenia obecnego systemu PocketECG oraz prace nad nowymi technologiami z zakresu monitorowania pracy serca. Najważniejsze dla spółki nowe projekty rozwojowe to:

- PocketECG CRS;
- PocketECG 12Ch;
- ECG TechBot.

PocketECG CRS jest systemem służącym zdalnej rehabilitacji kardiologicznej. 12 lipca 2018 roku spółka otrzymała zawiadomienie od Agencji Żywności i Leków (FDA) o rejestracji produktu zgodnie z procedurą 510(k). Medicalgorithmics po otrzymaniu zgody FDA rozpoczął działania w celu komercjalizacji urządzenia na terenie Stanów Zjednoczonych. Spółka rozpoczęła działania promocyjne nowego produktu na początku bieżącego roku. Zainicjonowane zostały również wdrożenia pilotażowe systemu w kilku polskich szpitalach. Tak jak w przypadku produktu Pocket ECG, kluczem do monetyzacji jest refundacja. W przypadku Pocket ECG CRS kod refundacyjny w USA na rehabilitację kardiologiczną istnieje, lecz nie przewiduje prowadzenia takiej rehabilitacji zdalnie. Jeśli jednak regulator dopuści możliwość rozliczeń w ramach istniejącego kodu refundacyjnego będzie to pozytywny scenariusz dla Medicalgorithmics. W wypadku gdy takiej możliwości nie będzie, spółka będzie musiała lobbować u regulatora wprowadzenie osobnego kodu, co oznacza dalszą perspektywę monetyzacji, potencjalnie wyższe koszty i brak gwarancji wypracowania takiego kodu.



PocketECG 12Ch składa się z urządzenia oraz systemu, który służy do zdalnego, natychmiastowego opisu EKG (12-kanalowe EKG). Prace nad urządzeniem obecnie zostały wstrzymane, natomiast rozwój algorytmiki kontynuowany jako projekt ECG TechBot. Wznowienie prac nad kompletnym produktem (urządzenie oraz oprogramowanie) nastąpi po opracowaniu globalnej wersji PDA z LTE. Komercjalizacja produktu planowana jest na rok 2022.

ECG TechBot jest dedykowanym oprogramowaniem, które poprzez zestaw algorytmów ma za zadanie dokonać automatycznej interpretacji sygnału EKG wykorzystując metody deep learningu. Celem projektu jest opracowanie i wdrożenie na rynek oprogramowania, które będzie dostarczać w czasie rzeczywistym wyniki oraz analizę zapisu EKG dokonanej za pomocą dowolnego urządzenia. Dzięki zautomatyzowaniu procesu analizy i interpretacji zapisu badania elektrokardiograficznego czas diagnozy oraz rozpoczęcie docelowej terapii uległby skróceniu. Projekt jest współfinansowany przez Narodowe Centrum Badań i Rozwoju. Szacowany koszt projektu oraz całkowita wartość kosztów kwalifikowanych wynosi 11,2 mln. zł, natomiast maksymalna wartość dofinansowania została ustalona w wysokości 6,4 mln. zł.



Prognozy finansowe

Założenia przychodowe

Zakładamy, że liczba wniosków o płatność od ubezpieczycieli nie będzie dalej spadać i w zależności od miesiąca będzie się kształtować na poziomie 6-7 tys. badań miesięcznie. Efekt wysokiej bazy powinien być widoczny do początku 2020 roku, w kolejnych latach zakładamy niewielki inflacyjny wzrost także dzięki potencjalnemu dołączeniu nowej usługi rehabilitacji kardiologicznej.

Zakładamy jednoczynowy spadek średniego przychodu z wniosku w 2019 roku w związku z przejściem na model in-network. Od połowy 2020 zakładamy delikatny wzrost rdr wynikający ze zmieniającego się miksu produktowego, mniejszego udziału nisko wycenianego Holtera.

Przychody ze sprzedaży urządzeń powinny rosnąć w kolejnych latach. Spółka jest zdeterminowana aby bardziej zdywersyfikować swój biznes w ujęciu geograficznym.

Założenia kosztowe

Koszty pracownicze w Medi-Lynx zostały mocno ograniczone w wyniku reorganizacji spółki, co było już widoczne w wynikach za 1 kwartał 2019. Zakładamy utrzymanie poziomu ok. 5,7 mln USD kosztów w kolejnych kwartałach 2019 i inflacyjny 1% rdr wzrost w kolejnych latach.

W pozostałych pozycjach kosztowych zakładamy niewielkie niskie jednocyfrowe wzrosty wynikające ze wzrostu biznesu, przy zachowaniu obecnej struktury kosztowej.

Zyski

Po spadku EBITDA o 33% rdr w 2018, spodziewamy się dalszych spadków EBITDA przez 2 kolejne lata. Przy naszych założeniach w żadnych z nadchodzących kwartałów nie zakładamy ujemnego wyniku EBITDA. Natomiast rentowność EBIT powinna spaść w okolice 0 w 2019 roku i pozostać na ujemnym poziomie w 3 kolejnych latach.

Poniżej EBIT zakładamy niższe koszty finansowe po tym jak spółka wykupiła relatywnie drogie obligacje. Zakładamy, że spółka matka pozostanie rentowna, w związku z tym MDG będzie płacić podatek CIT, natomiast ze względu na stratę w Medi-Lynx, udziałowcowi mniejszościowemu będzie przypisana część straty tego podmiotu.



MEDICALGORITHMICS: GŁÓWNE ZAŁOŻENIA MODELOWE

	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2026P	2027P	2028P
Kurs USDPLN	3,78	3,61	3,80	3,80	3,80	3,80	3,80	3,80	3,80	3,80	3,80	3,80	3,80
Liczba wniosków o płatność	94,982	100,821	86,347	84,620	86,312	88,038	89,799	91,595	93,427	95,296	97,202	99,146	101,128
rdr (%)	69,9	6,1	-14,4	-2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Średni przychód z wniosku (USD)	554,2	542,2	510,1	499,9	504,9	510,0	515,1	520,2	525,4	530,7	536,0	541,4	546,8
rdr (%)	2,6	-2,2	-5,9	-2,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Przychody z usług medycznych (mln USD)	53,6	54,7	44,1	42,3	43,6	44,9	46,3	47,7	49,1	50,6	52,1	53,7	55,3
rdr (%)	68,9	2,0	-19,3	-4,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Przychody z usług medycznych (mln zł)	202,6	197,6	167,5	160,8	165,6	170,6	175,8	181,1	186,5	192,2	198,0	204,0	210,1
rdr (%)	62,2	-2,5	-15,2	-4,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Przychody ze sprzedaży urządzeń (mln zł)	0,7	1,8	3,0	3,2	3,3	3,5	3,7	3,9	4,1	4,3	4,5	4,7	4,9
rdr (%)	-75,2	142,6	67,7	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Przychody razem (mln zł)	203,4	199,4	170,6	163,9	169,0	174,1	179,4	184,9	190,6	196,4	202,5	208,7	215,1
Koszty amortyzacji (mln zł)	12,5	11,5	17,0	17,2	17,3	17,5	17,7	17,9	18,0	18,2	18,4	18,6	18,8
Koszty zużycia materiałów (mln zł)	6,3	9,1	9,6	10,6	11,1	11,6	12,1	12,7	13,2	13,8	14,4	15,1	15,7
Koszty usług obcych (mln zł)	30,4	33,8	36,7	35,2	36,3	37,4	38,6	39,8	41,0	42,2	43,5	44,9	46,2
Koszty wynagrodzeń (mln zł)	106,6	110,6	101,4	100,7	101,7	102,7	103,7	104,8	105,8	106,9	107,9	109,0	110,1
rdr (%)	92,8	3,8	-8,3	-0,7	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Koszty wynagrodzeń – jednostka dominująca (mln zł)	17,2	15,3	14,9	15,0	15,2	15,3	15,5	15,6	15,8	15,9	16,1	16,2	16,4
rdr (%)	38,4	-11,4	-2,8	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Koszty wynagrodzeń - Medi-Lynx (mln USD)	23,7	26,4	22,8	22,5	22,8	23,0	23,2	23,5	23,7	23,9	24,2	24,4	24,7
rdr (%)	0,0	11,2	-13,6	-1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Pozostałe koszty	5,3	6,2	6,0	5,8	5,9	6,1	6,3	6,5	6,7	6,9	7,1	7,3	7,5
Pozostałe przychody/koszty operacyjne (netto)	-0,5	-3,4	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA (mln zł)	54,3	36,3	17,5	11,6	13,9	16,3	18,7	21,3	23,9	26,6	29,5	32,4	35,4
rdr (%)	6,2	-33,2	-51,7	-33,7	19,7	17,0	15,1	13,6	12,4	11,4	10,6	9,9	9,4
marża (%)	26,7	18,2	10,3	7,1	8,2	9,3	10,4	11,5	12,5	13,6	14,6	15,5	16,5
EBIT (mln zł)	41,8	24,7	0,5	-5,6	-3,4	-1,2	1,0	3,4	5,9	8,4	11,1	13,8	16,7
rdr (%)	-10,1	-40,9	-97,9	-1192,6	-38,0	-63,8	-183,2	228,7	72,2	43,5	31,5	24,8	20,6
marża (%)	20,6	12,4	0,3	-3,4	-2,0	-0,7	0,6	1,8	3,1	4,3	5,5	6,6	7,7

Źródło: Medicalgorithmics, Pekao Investment Banking S.A.



Prognozy na 2 kwartał 2019

Spodziewamy się słabych wyników finansowych w 2 kwartale 2019 głównie z powodu spadku przychodów rdr. Zakładamy spadek średniego przychodu z wniosku z powodu efektu obniżenia stawek dla klientów Multiplan. Dodatkowo spółka zaraportowała ponad 20% spadki rdr ilości wniosków o płatność do ubezpieczycieli w maju i czerwcu. Negatywny efekt powinien być częściowo osłabiony przez bardziej korzystny kurs USD i oszczędności kosztowe w Medi-Lynx, które były już widoczne w wynikach za 1 kwartał. Niemniej spodziewamy się mocnych spadków zysków na wszystkich liniach.

Główne punkty:

- Liczba wniosków o płatność do ubezpieczycieli wyniosła w 2 kw. 2019 22,466 (-16% rdr),
- Zakładamy średni przychód z wniosku na poziomie 491 USD (-5% rdr),
- Przychody abonamentowe powinny wynieść 8.7 mln USD (41.9 mln zł),
- Zakładamy przychody ze sprzedaży urządzeń na poziomie 0.2 mln zł,
- Zakładamy koszty płac w Medi-Lynx na poziomie 5.7 mln USD (-15% rdr), łączne koszty na poziomie skonsolidowanym na poziomie 25.9 mln zł,
- Spodziewamy się EBITDA na poziomie 2.9 mln zł (-56% rdr), straty na poziomie EBIT na poziomie -1.3 mln zł,
- Strata netto powinna wynieść 1.0 mln zł, efekt udziałów mniejszościowych powinien być pozytywny ze względu na stratę w Medi-Lynx.
- Medicalgorithmics przedstawi wyniki za 2 kwartał 2019 w dniu 3 września 2019

MEDICALGORITHMICS: PROGNOZY KWARTALNE

mln zł	1 kw. 2018	2 kw. 2018	3 kw. 2018	4 kw. 2018	1 kw. 2019	2 kw. 2019P	rdr (%)	kdk (%)
Przychody	44,5	49,2	48,8	56,9	48,7	42,1	-14,4	-13,5
Koszty	-37,2	-43,7	-45,1	-45,3	-43,0	-43,5	-0,5	1,0
Pozostałe przychody/koszty operacyjne, netto	-0,2	-1,8	-0,2	-1,2	0,6	0,0	n.m.	n.m.
EBITDA	9,7	6,6	6,4	13,5	10,4	2,9	-56,4	-72,4
EBIT	7,1	3,8	3,5	10,4	6,3	-1,3	n.m.	n.m.
Przychody/koszty finansowe	-0,8	-0,3	-1,0	-1,0	-0,9	-0,2	n.m.	n.m.
Zysk brutto	6,2	3,5	2,5	9,4	5,4	-1,5	n.m.	n.m.
Podatek	-0,9	-0,3	0,0	-1,3	-0,5	-0,8	142,9	54,5
Udziały mniejszości	-1,2	-0,7	-0,6	-2,0	-0,4	1,3	n.m.	n.m.
Zysk netto	4,1	2,4	1,8	6,0	4,5	-1,0	n.m.	n.m.
Marża operacyjna (%)	15,9	7,7	7,1	18,3	12,9	-3,2	-10,9	-16,1
Marża netto (%)	9,2	4,9	3,8	10,6	9,2	-2,3	-7,3	-11,5

Źródło: Medicalgorithmics, Pekao Investment Banking S.A.



Podsumowanie prognoz finansowych

MEDICALGORITHMICS: RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT

mln zł	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	127,9	203,4	199,4	170,6	163,9	169,0
Koszty	108,7	161,0	171,3	170,6	169,5	172,4
Pozostałe przychody/koszty operacyjne netto	27,3	-0,5	-3,4	0,6	0,0	0,0
EBITDA	51,1	54,3	36,3	17,5	11,6	13,9
EBIT	46,5	41,8	24,7	0,5	-5,6	-3,4
Koszty/przychody finansowe netto	-1,5	-5,2	-3,2	-0,9	0,1	0,4
Zysk przed podatkiem	45,1	36,6	21,6	-0,4	-5,4	-3,1
Podatek dochodowy	3,1	2,9	2,6	-0,1	-1,0	-0,6
Zyski należne udziałowcom mniejszościowym	1,9	8,1	4,5	-0,1	-1,0	-0,6
Zysk netto	40,1	25,5	14,4	-0,3	-3,3	-1,9
Marża EBITDA (%)	40,0	26,7	18,2	10,3	7,1	8,2
Marża netto (%)	31,4	12,6	7,2	-0,1	-2,0	-1,1
Wzrost przychodów (%)	159,3	59,0	-1,9	-14,5	-3,9	3,1
Wzrost EBITDA (%)	124,8	6,2	-33,2	-51,7	-33,7	19,7
Wzrost zysków netto (%)	188,0	-36,3	-43,6	n.a.	n.a.	n.a.

Źródło: Medicalgorithmics, Pekao Investment Banking S.A.

MEDICALGORITHMICS: RACHUNEK PRZEPŁYWÓW PIENIĘŻNYCH

mln zł	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	35,5	28,6	44,2	20,7	12,8	14,9
Zysk netto	42,0	33,7	18,9	-0,3	-4,4	-2,5
Amortyzacja	4,6	12,5	11,5	17,0	17,2	17,3
Zmiany kapitału pracującego	22,3	-20,0	4,4	5,2	0,3	-0,2
Inne	-33,5	2,5	9,4	-1,2	-0,3	0,2
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-80,7	-22,0	2,4	-11,2	-11,7	-12,1
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	72,8	-21,6	-19,0	-54,4	-9,5	-2,3
Przepływy pieniężne netto razem	27,6	-15,0	27,7	-44,9	-8,4	0,4

Źródło: Medicalgorithmics, Pekao Investment Banking S.A.



MEDICALGORITHMICS: BILANS

mln zł	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywa obrotowe	89,6	60,7	88,9	36,6	27,5	28,4
Środki pieniężne	47,5	32,5	60,2	15,3	6,8	7,3
Należności krótkoterminowe	18,2	24,0	22,8	15,4	14,8	15,2
Zapasy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inne	23,8	4,2	5,9	5,9	5,9	5,9
Aktywa trwałe	280,3	228,6	227,2	221,4	215,9	210,7
Rzeczowe aktywa trwałe	22,1	17,2	14,7	16,2	17,8	19,5
Wartości niematerialne i prawne	237,4	196,9	210,5	203,5	196,4	189,4
Należności długoterminowe	2,1	3,5	1,8	1,6	1,5	1,6
Inne	18,7	10,9	0,2	0,2	0,2	0,2
Zobowiązania krótkoterminowe	73,3	17,9	72,1	20,5	12,8	10,9
Kredyty i pożyczki krótkoterminowe	10,6	8,8	58,5	9,5	2,3	0,0
Zobowiązania handlowe	21,8	7,5	10,7	8,5	8,2	8,4
Inne	40,9	1,6	2,8	2,4	2,3	2,4
Zobowiązania długoterminowe	81,7	67,6	13,3	7,1	4,6	4,7
Kredyty i pożyczki długoterminowe	77,0	63,8	7,7	2,3	0,0	0,0
Inne	4,7	3,9	5,6	4,8	4,6	4,7
Kapitał własny	177,0	168,9	189,9	189,5	185,2	182,7
Pasywa	369,9	289,3	316,1	258,0	243,5	239,1
Dług netto	13,4	25,0	0,0	-9,5	-10,6	-13,4
Dług netto/EBITDA (x)	0,5	0,7	0,0	-0,5	-0,9	-1,0

Źródło: Medicalgorithmics, Pekao Investment Banking S.A.



Warunki prawne

Niniejszy raport analityczny („Raport”) został przygotowany przez Pekao Investment Banking S.A. („Pekao IB”) w ramach Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („Program”) Informacje dotyczące Programu dostępne są pod adresem <https://www.gpw.pl/gpwpa>. Prawa autorskie do Raportu przysługują Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

Z tytułu sporządzenia Raportu Pekao IB będzie przysługiwało wynagrodzenie od Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. na zasadach wskazanych w umowie zawartej pomiędzy Pekao IB a Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

Raport został sporządzony w oparciu o publicznie dostępne informacje, które Pekao IB uważa za prawdziwe, rzetelne i wiarygodne, w tym informacje udostępniane przez emitenta w ramach wypełniania obowiązków informacyjnych nałożonych przez przepisy prawa. Pekao IB nie ponosi jednak odpowiedzialności za prawdziwość i rzetelność i wiarygodność tych informacji.

O ile nie wskazano inaczej, szacunki i opinie zawarte w raporcie stanowią niezależną ocenę analityków, sporządzających Raport na dzień wydania Raportu.

Pekao IB zastrzega sobie prawo do zmiany poglądów wyrażonych w Raporcie w dowolnym czasie i bez dodatkowego uprzedzenia.

Ponadto zastrzegamy sobie prawo do nieaktualizowania tych informacji lub całkowitego zaprzestania ich udostępniania bez uprzedzenia.

Raport został sporządzony przy dołożeniu należytej staranności oraz dla celów wyłącznie informacyjnych. W celu uniknięcia wątpliwości Raport nie stanowi ani nie jest częścią oferty sprzedaży lub subskrypcji jakiegokolwiek instrumentu finansowego, ani też nie nakłania do nabycia jakiegokolwiek instrumentu finansowego, nie stanowi reklamy i promocji instrumentu finansowego ani emitenta.

Emitenci lub instrumenty finansowe omawiane w Raporcie mogą być nieodpowiednie dla odbiorców Raportu tj. mogą być niedostosowane do konkretnych celów inwestycyjnych i horyzontu czasowego lub ich sytuacji finansowej. Wartość instrumentów finansowych może ulegać wahanom, 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 takich wyników w przyszłości.

Informacje zawarte w Raporcie są podawane bez żadnych gwarancji na zasadzie "tak jak jest" i nie mogą być traktowane jako ekwiwalent usługi w zakresie doradztwa inwestycyjnego. Pekao IB nie świadczy usług w zakresie zarządzania portfelem w odniesieniu do portfeli składających się z jednego lub więcej Instrumentów Finansowych ani usług doradztwa finansowego. Raport został sporządzony bez uwzględniania potrzeb i sytuacji odbiorców Raportu, w szczególności przy sporządzaniu Raportu nie bada się celów inwestycyjnych klienta, poziomu tolerancji ryzyka, horyzontu czasowego oraz sytuacji finansowej klientów.

Inwestorzy muszą dokonać własnej oceny odpowiedzialności inwestycji w jakiegokolwiek instrumenty, o których mowa w niniejszym dokumencie, w oparciu o przesłanki merytoryczne i ryzyko związane z inwestycją, własną strategią inwestycyjną oraz swoją sytuację prawną, podatkową i finansową. Ponieważ niniejszy dokument nie kwalifikuje się jako doradztwo inwestycyjne ani niniejszy dokument, ani żadna jego część nie może stanowić podstawy do zawarcia jakiegokolwiek umowy lub zaciągnięcia zobowiązania, ani też nie może stanowić zachęty do zawarcia jakiegokolwiek umowy lub zobowiązania. Inwestorów zachęca się do skontaktowania się z doradcą inwestycyjnym w celu uzyskania indywidualnych porad.

Z zastrzeżeniem bezwzględnie obowiązujących przepisów prawa polskiego Pekao IB ani żadna osoba prawna należąca do tej samej grupy kapitałowej, ani żaden z ich dyrektorów, członków zarządu lub pracowników, ani żadna inna osoba nie ponosi żadnej odpowiedzialności za jakiegokolwiek szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem Raportu z wykorzystania niniejszego dokumentu lub jego zawartości lub w inny sposób z nim związane.

Odpowiedzialność za treść niniejszej publikacji spoczywa na:

Pekao Investment Banking Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, ul. Żwirki i Wigury 31, 02-091 Warszawa, Polska, wpisana do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000149937, kapitał zakładowy i kapitał wpłacony w wysokości 225.141.851,00 zł, NIP 525-22-56-380.

Pekao Investment Banking Spółka Akcyjna jest nadzorowana przez Komisję Nadzoru Finansowego, Piękna 20, 00-549 Warszawa, Polska i może podlegać ograniczonym regulacjom oraz niektórych innych organów regulacyjnych w Unii Europejskiej. Szczegóły dotyczące zakresu uprawnień Pekao Investment Banking w Unii Europejskiej są dostępne na naszej stronie internetowej: www.pekaioib.pl/research-disclaimer-authorization-in-the-eu.

POTENCJALNE KONFLIKTY INTERESÓW

Brak

1: Analizowana spółka posiada co najmniej 5% kapitału akcyjnego Pekao Investment Banking S.A.

2: Pekao Investment Banking S.A. i/lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy była wiodącym lub współzarządzającym (gwarantem lub współgwarantem) w okresie ostatnich 12 miesięcy publicznie dostępnej oferty instrumentów finansowych emitenta.

3: Pekao Investment Banking S.A. i/lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w zakresie instrumentów finansowych emitenta.

4: Analizowana spółka oraz Pekao Investment Banking S.A. i/lub jakakolwiek powiązana osoba prawna zawarły umowę o sporządzenie analiz.

5: Analityk lub osoba powiązana z nim jest w radzie nadzorczej/zarządzie spółki, której dotyczy.

6: Pekao Investment Banking S.A. posiada pozycję długą netto przekraczającą 0,5% wyemitowanego kapitału zakładowego emitenta.

7: Pekao Investment Banking S.A. posiada pozycję krótką netto przekraczającą 0,5% wyemitowanego kapitału zakładowego emitenta.

Informacja dotycząca historii raportów analitycznych wydawanych przez Pekao IB

Historia wydawanych raportów analitycznych i historia w zakresie zmian rekomendacji i/lub cen docelowych, jak również zestawienie w kategoriach względnych naszych rekomendacji inwestycyjnych znajdują się na naszej stronie internetowej www.pekaioib.pl/research-disclaimer-stocks-ratings

Nota dotycząca wyceny udziałowych instrumentów finansowych

W naszych raportach przedstawiamy wyniki wyceny opartej na dwóch metodach wyceny wybranych spośród następujących: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych, modelu mnożnikowego lub metody wyceny majątkowej.

Modele zdyskontowanych przepływów pieniężnych pozwalają na oszacowanie wartości przedsiębiorstwa na bazie przyszłych przepływów pieniężnych ustalanych na bazie prognoz finansowych. Przepływy pieniężne są dyskontowane do wartości bieżącej przy zastosowaniu odpowiedniej stopy dyskonta. Modele te charakteryzują się jednoczesnym i kompleksowym uwzględnieniem kluczowych zmiennych wpływających na kształtowanie się wartości wewnętrznej przedsiębiorstwa, np. przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej, nakładów inwestycyjnych, kosztu kapitału (WACC). Wyceny uzyskane przy wykorzystaniu modeli zdyskontowanych są jednak bardzo wrażliwe na zmiany założeń takich jak m.in. długookresowy poziom zysków, stopa wolna od ryzyka lub stop wzrostu w



okresie nieobjętym szczegółowymi prognozami finansowymi (okres rezydualny). Co więcej, prognozy nie mogą być określone z całkowitą pewnością; nieprzewidziane przyszłe zdarzenia mogą spowodować nieważność prognoz finansowych.

Porównawcze modele wyceny polegają na przyjęciu założenia, że spółki o zbliżonym profilu (przede wszystkim działające w tej samej branży) powinny być handlowane ze wskaźnikami wyceny na tym samym lub zbliżonym poziomie. Do najczęściej wykorzystywanych mnożników w modelach wyceny porównawczej należą: cena/zysk (C/Z), wartość przedsiębiorstwa/EBITDA (EV/EBITDA) i cena/wartość księgowa (C/WK). Wśród mocnych stron modeli mnożnikowych możemy podkreślić ich prostotę, ponieważ są one łatwe do obliczenia i zrozumienia. Ponadto do wyceny wykorzystywane są kluczowe dla inwestorów statystyki. Z drugiej strony, mnożniki są oparte najczęściej na prognozach krótkoterminowych. Wyceny oparte na mnożnikach nie będą zatem w stanie uchwycić różnic w przewidywanych wynikach w dłuższej perspektywie czasowej. Wreszcie, wybór odpowiedniej grupy porównawczej może być problematyczny.

Modele majątkowe polegają przede wszystkim na ustaleniu wartości przedsiębiorstwa poprzez oszacowanie wartości aktywów pomniejszonych o zobowiązania lub poprzez oszacowanie nakładów inwestycyjnych niezbędnych dla odtworzenia majątku przedsiębiorstwa. Zaletą tych modeli jest fakt, że mogą być stosowane nawet wtedy, gdy firma ma krótką historię zysków lub jej przyszłe istnienie jest niepewne. Jednakże ustalenie wartości rynkowej niektórych aktywów, w szczególności wartości niematerialnych, może być trudne. Ponadto modele wyceny majątkowej nie uwzględniają przyszłych zmian wyników finansowych, ani nie obejmują pozycji pozabilansowych, takich jak know-how.

Wyceny przedsiębiorstwa oparte na wspomnianych modelach wyceny zależą od czynników makroekonomicznych, takich jak stopy procentowe, kursy walutowe, ceny surowców oraz od założeń dotyczących gospodarki. Ponadto nastroje rynkowe wpływają na rynkową wycenę przedsiębiorstw. Wycena opiera się również na oczekiwaniach, które mogą ulec szybkiej i niezapowiedzianej zmianie, w zależności od rozwoju sytuacji w poszczególnych branżach wpływając na poziom cen docelowych wynikających z modeli wyceny.

Ceny docelowe odnoszą się zazwyczaj do horyzontu 12-miesięcznego. Podlegają one jednak również warunkom rynkowym i mogą stanowić jedynie obraz sytuacji. Ceny docelowe mogą być osiągnięte szybciej lub wolniej, niż się spodziewano, lub też mogą wymagać korekty w górę lub w dół. W tabelach i wykresach w niniejszym raporcie oznaczamy lata z literą "E", aby zaznaczyć, że przedstawione dane liczbowe są prognozami i szacunkami.

Ceny wykorzystane w analizie są cenami zamknięcia odpowiedniego lokalnego systemu obrotu lub cenami zamknięcia na odpowiednich lokalnych giełdach papierów wartościowych.

Częstotliwość wydawania raportów i ich aktualizacji

Przewiduje się, że każdy z raportów analitycznych będzie aktualizowany przynajmniej dwa razy w roku począwszy od daty publikacji raportu inicjującego, oraz w przypadku kluczowych wydarzeń i/lub zmian w założeniach dotyczących raportu.

W ostatnich 12 miesiącach Pekao Investment Banking S.A. nie sporządziło żadnego raportu dotyczącego emitenta.

ZNACZĄCY INTERES FINANSOWY

Pekao IB S.A. i/lub inna osoba prawna należąca do tej samej grupy kapitałowej może prowadzić regularny obrót akcjami lub innymi instrumentami finansowymi analizowanej spółki. Pekao IB i/lub inne powiązane z nimi osoby prawne mogą posiadać znaczące otwarte pozycje pochodne na akcjach spółki, które nie są delta neutralne. Banki i inne osoby prawne z Grupy Pekao mogły udzielać analizowanej spółce znacznych pożyczek. Pekao IB i/lub inne powiązane osoby prawne mogą mieć istotny interes finansowy związany z analizowaną spółką lub mogą mieć taki interes w dowolnym momencie w przyszłości. Ze względu na fakt, że Pekao IB S.A. i/lub jakakolwiek osoba prawna z nią powiązana jest uprawniona, w zależności od obowiązujących przepisów prawa, do wykonywania takich czynności w dowolnym momencie w przyszłości, które mogą prowadzić do istnienia istotnego interesu finansowego, należy dla celów niniejszej informacji przyjąć, że Pekao IB i/lub jakakolwiek osoba prawna z nią powiązana faktycznie wykona takie czynności, które mogą prowadzić do istnienia istotnego interesu finansowego związanego z analizowaną spółką.

Analizy mogą odnosić się do jednej lub kilku spółek i emitowanych przez nie papierów wartościowych. W niektórych przypadkach analizowani emitenci aktywnie przekazywali informacje na potrzeby analiz.

TRANSAKCJE BANKOWOŚCI INWESTYCYJNEJ

Analizowana spółka oraz Pekao IB i/lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy mogła zawrzeć w okresie ostatnich 12 miesięcy umowę dotyczącą świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B Załącznika I do Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE, w zamian za co Pekao IB i/lub taka osoba prawna należąca do tej samej grupy otrzymała świadczenie wzajemne lub obietnicę zapłaty lub zamierza to uczynić. Ze względu na fakt, że Pekao IB lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy jest uprawniona do zawarcia, z zastrzeżeniem obowiązujących przepisów prawa, umowy o świadczenie usług związanych ze świadczeniem usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z analizowaną spółką w dowolnym momencie w przyszłości i może otrzymać świadczenie wzajemne lub obietnicę zapłaty, dla celów niniejszej informacji należy przyjąć, że Pekao IB lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy faktycznie zawrze takie umowy i w rzeczywistości otrzyma takie świadczenie lub obietnicę zapłaty.

DEKLARACJA ANALITYKA

Wynagrodzenie Pekao Investment Banking S.A. lub osób pracujących dla Pekao Investment Banking S.A., które uczestniczyły w przygotowaniu Raportu, nie jest bezpośrednio związane z transakcjami w zakresie usług Pekao Investment Banking S.A. określonych w sekcjach A i B Załącznika I do Dyrektywy 2014/65/UE lub innego rodzaju transakcji, które wykonuje Pekao Investment Banking S.A. lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy, ani z prowizjami maklerskimi, które otrzymuje Pekao Investment Banking S.A. lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy.

USTALENIA ORGANIZACYJNO-ADMINISTRACYJNE MAJĄCE NA CELU UNIKANIE I ZAPOBIEGANIE KONFLIKTOM INTERESÓW

W celu zapobiegania lub zarządzania konfliktami interesów, Pekao IB i/lub inna osoba prawna należąca do tej samej grupy ustanowiła formy organizacyjne wymagane z punktu widzenia prawnego i nadzorczego, których przestrzeganie jest monitorowane przez jej departament zgodności. Powstające konflikty interesów są zarządzane przez bariery prawne i fizyczne oraz niefizyczne (zwane łącznie "Barierami Informacyjnymi") mające na celu ograniczenie przepływu informacji pomiędzy jednym obszarem/departamentem Pekao IB i/lub innymi obszarami/departamentami Pekao IB i powiązanymi z nimi osobami prawnymi. W szczególności jednostki Bankowości Inwestycyjnej, w tym doradztwo finansowe, działalność na rynku kapitałowym, i inne działania związane z pozyskiwaniem kapitału, są oddzielone fizycznie i niefizycznie od jednostek związanych z działalnością maklerską polegającą na przyjmowaniu i przekazywaniu oraz wykonywaniu zleceń, jak również od departamentu analiz. W badaniu ujawnia się publicznie dostępne konflikty interesów i inne istotne interesy.



Niniejszy dokument nie może być rozpowszechniany w Australii, Kanadzie, Japonii lub Stanach Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii ani na obszarze żadnej innej jurysdykcji, gdzie rozpowszechnianie takie stanowiłoby naruszenie właściwych przepisów danej jurysdykcji lub wymagało zarejestrowania w tej jurysdykcji.

Raport stanowi badanie inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565

W raporcie używamy cen zamknięcia z dnia 19 lipca 2019.

Data i godzina zakończenia sporządzania Raportu: 22.07.2019, godz. 17.30. Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Raportu: 23.07.2019, godz. 08.30.

Raport nie został przekazany analizowanej spółce do wglądu przed publikacją.

Raport został sporządzony zgodnie z prawem polskim.



Equity Research

Marcin Gatarz, Dyrektor Departamentu Analiz
+48 22 586-2964, marcin.gatarz@pekaob.pl

Analizy sektorowi

Banki

Jerzy Kosiński, CFA
+48 22 586-2967
jerzy.kosinski@pekaob.pl

Spółki konsumenckie

Maria Mickiewicz
+48 22 586-2972
maria.mickiewicz@pekaob.pl

Przemysł

Marcin Gatarz, CFA
+48 22 586-2964
marcin.gatarz@pekaob.pl

Górnictwo i metale

Marcin Gatarz, CFA
+48 22 586-2964
marcin.gatarz@pekaob.pl

Nieruchomości

Maria Mickiewicz
+48 22 586-2972
maria.mickiewicz@pekaob.pl

Technologie i telekomy

Łukasz Kosiński
+48 22 586-2359
lukasz.kosiński@pekaob.pl

Energetyka

Maksymilian Piotrowski
+48 22 586-2353
maksymilian.piotrowski@pekaob.pl

Strategia rynkowa

Marcin Gatarz, CFA
+48 22 586-2964
marcin.gatarz@pekaob.pl

Publication Address

Pekao Investment Banking S.A.
ul. Żwirki i Wigury 31
02-091 Warsaw
Poland

Internet
www.pekaob.pl