

RAPORT ANALITYCZNY MEDINICE S.A. Z SIEDZIBĄ W WARSZAWIE

WYCENA: 31.01 PLN / 1 AKCJA

DATA UDOSTĘPNIENIA: 18.10.2023 R., GODZ.: 8:30:00



ANALITYK:
ALBERT TRĄPCZYŃSKI

INC | DOM
MAKLEERSKI

SPIS TREŚCI

I.	Dane Spółki	3
II.	Podsumowanie	3
1.	Wycena	7
1.1.	Wycena metodą dochodową (rNPV)	7
1.2.	Wrażliwość wyceny na zmianę podstawowych parametrów	9
1.3.	Wycena poszczególnych projektów w portfolio	10
1.4.	Wycena porównawcza	16
2.	Profil Spółki i otoczenie rynkowe	17
2.1.	Profil Spółki	17
2.2.	Analiza branży	24
3.	Wybrane dane i prognozy finansowe	31
3.1.	Wybrane czynniki ryzyka	33
4.	Zastrzeżenia prawne	35

I. Dane Spółki

Na dzień sporządzenia raportu, akcje spółki Medinice S.A. z siedzibą w Warszawie („Spółka”, ticker: ICE) pozostają notowane w obrocie zorganizowanym na rynku głównym GPW w Warszawie.

Podstawowe dane finansowe			
Dane w tys. PLN	2021	2022	1H 2023
Przychody ze sprzedaży	285	246	122
Zysk operacyjny	-3 285	-4 999	-3 009
Zysk netto	-2 883	-4 925	-2 680
Środki pieniężne na koniec okresu	31 941	21 169	17 293

Źródło: Raporty okresowe Spółki

Podstawowe dane rynkowe
Ticker: ICE
Rynek notowań: Rynek Główny GPW
Sektor: Biotech/ MedTech
Cena zamknięcia 17/10/2023 (PLN): 9.98
52 tyg. min/max (PLN): 9.36 / 21.25
Liczba akcji (mln szt.): 6.462
Kapitalizacja (mln PLN): 64.5
Free-float: 62.5%
Średnie obroty na sesję (3M, w szt): 7.164

Źródło: Stooq.pl

II. Podsumowanie

Wycena spółki Medinice S.A. została opracowana w oparciu o dwie metody wyceny – metodę dochodową opartą na podejściu oszacowania sumy bieżącej wartości realizowanych projektów oraz metodę porównawczą. Z uwagi na istotne różnice w profilu prowadzonej działalności przez poszczególne spółki z branży MedTech i biotechnologii, metodzie porównawczej przypisano wagę 15%, natomiast metodzie dochodowej 85%. Obliczona w ten sposób wycena sugeruje wartość 31,01 PLN na jedną akcję Spółki.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	85%	28,58 zł
Wycena porównawcza	15%	44,76 zł
Wycena 1 akcji Medinice S.A.		31,01 zł

Źródło: Dom Maklerski INC S.A.

- Spółka koncentruje swoją działalność na opracowywaniu, tworzeniu, rozwijaniu i komercjalizacji innowacyjnych, małoinwazyjnych urządzeń medycznych w obszarze kardiologii i kardiochirurgii.
- Portfolio Medinice obejmuje prawa własności intelektualnej do 15 projektów, opracowywanych w ramach współpracy z krajowymi i międzynarodowymi ośrodkami badawczymi.
- Obszarem specjalizacji Spółki są przede wszystkim wyroby medyczne klasy III, stanowiące urządzenia służące do leczenia, diagnozowania, monitorowania lub korygowania wad kardiologicznych lub układu krążenia, wykorzystywane w ramach bezpośredniego kontaktu.

- Model biznesowy Medinice zakłada rozwój opatentowanych rozwiązań technicznych i wprowadzenie ich na rynek poprzez udzielanie licencji na produkcję i dystrybucję lub sprzedaż pełnych praw do produktu. Spółka nie rozwija własnych działów produkcji seryjnej, sprzedaży oraz nie prowadzi samodzielnie działań dystrybucyjnych. Medinice komercjalizuje rozwijane projekty poprzez zawieranie strategicznych umów o współpracy badawczej i handlowej z międzynarodowymi firmami z branży medycznej.
- Do najbardziej zaawansowanych, posiadających największy potencjał komercjalizacji i uwzględnionych w wycenie metodą dochodową, rozwiązań tworzonych przez Medinice należą:
 - MiniMax – cewnik łączący w sobie funkcje diagnostyczne oraz ablacji, poprzez możliwość mapowania 3D EAM oraz zastosowaniu pierścieni ablujących RF.
 - PacePress – opaska uciskowa stosowana po zabiegach implantacji urządzeń elektrofizjologicznych, która istotnie zmniejsza występowalność powikłań krwotocznych.
 - CoolCryo – krioaplikator służący do wykonywania krioablacji kardiochirurgicznej przy wykorzystaniu niskiej temperatury.
 - EP Biotom – elektrofizjologiczny cewnik diagnostyczny z przeznaczeniem do przeprowadzania biopsji. Urządzenie posiada specjalny system mapowania elektroanatomicznego, pozwalający na precyzyjne naprowadzanie i monitorowanie cewnika.
 - Atriclamp – innowacyjny zacisk do zamykania uszka lewego serca, który służy do minimalizacji ryzyka wystąpienia udaru mózgu u pacjentów cierpiących na migotanie przedsionków. Projekt składa się z implantu oraz dedykowanego aplikatora, które izolują uszko lewego przedsionka serca i uniemożliwiają powstawanie skrzepin mogących spowodować udar.
- Poza wymienionymi pięcioma głównymi projektami Spółki, zespół Medinice pracuje nad szeregiem innych rozwiązań (m. in. CathAIO, małoinwazyjne kaniule), których potencjału nie uwzględniono (z uwagi na wczesny etap rozwoju oraz warunkową kontynuację prac) w ramach modelu wyceny dochodowej Spółki, a stanowiące opcję wzrostu wartości akcji Spółki. Zgodnie z szacunkami DM INC, wartość dodatkowej części może pozwolić na zwiększenie wartości Spółki o 5-10 PLN na akcję.
- Poszczególne rozwiązania Spółki rozwijane są na rynkach o dużej wartości oraz cechujących się dynamicznym wzrostem, co sprawia, że osiągając stosunkowo niski udział w rynku, wpływy z sprzedaży urządzeń opracowywanych przez Medinice mogą być istotne. Specyfika rynku zaawansowanych urządzeń medycznych sprawia, że oferowane na nim produkty osiągają pełen potencjał sprzedażowy w okresie kilku (5-6 lat) od wprowadzenia, a następnie uzyskują wpływy ze sprzedaży w długim horyzoncie czasowym.
- Charakterystykę i przyjęte do wyceny podstawowe założenia dotyczące głównych projektów Spółki przedstawia poniższa tabela:

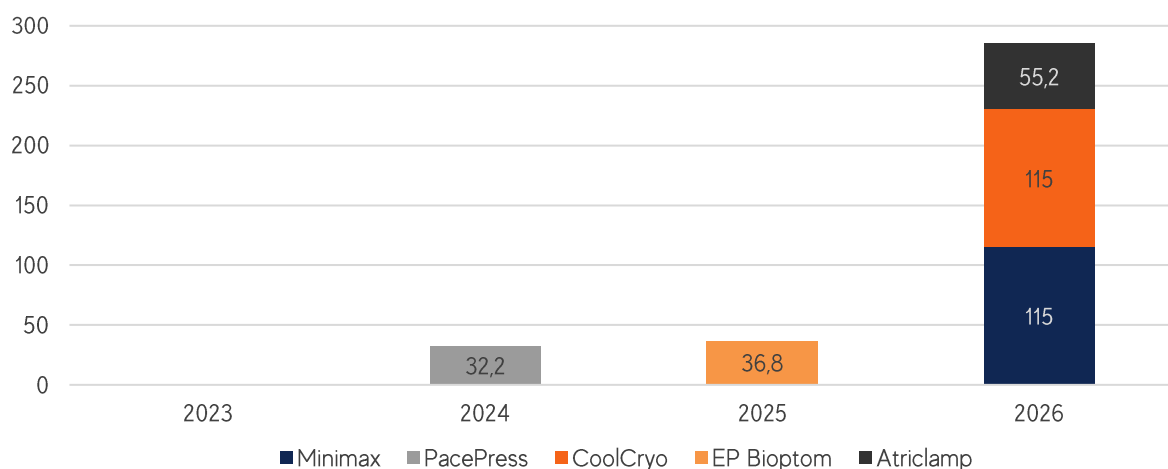
Projekt	Minimax	PacePress	CoolCryo	EP Biotom	Atriclamp
	Badania przedkliniczne	Badania kliniczne	Badania przedkliniczne	Projektowanie	Projektowanie
Faza rozwoju					
Prawdopodobieństwo sukcesu certyfikacji	58%	77%	65%	55%	62%
Cena sprzedaży	€ 2 500	€ 300	€ 6 000	€ 3 000	€ 1 000
Start sprzedaży	2026	2025	2026	2026	2027
Pełen potencjał sprzedażowy	2030	2030	2030	2031	2031
Estymowana wielkość rynku mEUR	10750	600	10075	7500	80
Wzrost wartości rynku	12%	4%	9%	5%	11%
Docelowy udział w rynku	2,0%	3,5%	9,0%	3,0%	7,0%
Royalties (tantiemy)	7%	15%	2%	5%	5%

Źródło: Dom Maklerski INC S.A.

- Zgodnie z deklaracją Zarządu Spółki, najbardziej prawdopodobnym modelem komercjalizacji rozwijanych projektów jest jednorazowa płatność lub kilka płatności uzależnionych od realizacji postępów w projekcie oraz tantiemy (royalties) ze sprzedaży – co stanowi powszechny standard przyjmowany przez spółki zajmujące się działalnością badawczo-rozwojową w branżach biotechnologicznej i technologii medycznych. Model ten przyjęto opracowując wycenę na potrzeby niniejszego raportu.

- Płatności tantiemowe na rynku MedTech wynoszą od kilku do dwudziestu procent (zgodnie z raportem *Royalty Rates for Medical Devices & Diagnostics*) wartości sprzedaży realizowanych przez podmiot będący nabywcą technologii.
- Spółka kładzie duży nacisk na ochronę posiadanej własności intelektualnej. W ramach utrzymywanego portfolio projektów, siedem projektów posiada pełną ochronę patentową, a kolejne osiem czeka na uzyskanie patentu. Łącznie, Medinice dokonało ponad 60 zgłoszeń patentowych.
- Spółka realizuje projekty w niszach o stosunkowo niskim nasileniu konkurencji, a większość jej portfolio nie posiada bezpośredniej konkurencji w postaci zarejestrowanych produktów rynkowych (np. PacePress, Minimax, EP Biotom). Na rynku istnieją natomiast rozwiązania podobne do CoolCryo oraz Atriclamp.
- Medinice jest rozwijana przez wysoko wyspecjalizowanych naukowców i ekspertów. Głównymi wynalazcami spółki są jej założyciele, akcjonariusze, praktykujący lekarze i naukowcy: prof. dr hab. Piotr Suwalski oraz dr hab. Sebastian Stec. Profesor dr hab. Piotr Suwalski jest jednym ze światowych pionierów kardiochirurgicznych zabiegów małoinwazyjnych. Z kolei dr hab. Sebastian Stec jest elektrofizjologiem, który jako jeden z niewielu na świecie wykonuje z dużą skutecznością zabiegi ablacji bez szkodliwego promieniowania RTG.
- Na dzień sporządzenia niniejszego raportu, Spółka zatrudnia 18 pracowników.
- Spółka nawiązała współpracę z wiodącymi ośrodkami badawczymi w Polsce (Uniwersytet Rzeszowski, Politechnika Rzeszowska, Klaster Medyczny Technomed, Politechnika Lubelska, Uniwersytet Rolniczy w Krakowie, Wyższa Szkoła Techniczna w Katowicach) i Europie (Uniwersytet Medyczny w Utrechcie w Holandii, Osypka AG w Niemczech), zaś obecnie rozwija kompetencje w zakresie prowadzenia projektów badawczo-rozwojowych. Medinice wspiera również zespół uznanych autorytetów medycznych (dr Michał Zembala, dr Adam Budzikowski, prof. Paul Grundeman), którzy opiniują proponowane rozwiązania i koncepcje produktów. Medinice pozostaje również w relacjach z największymi koncernami medycznymi, co potencjalnie zwiększa zainteresowanie zakupem praw do jej urządzeń medycznych.
- Zgodnie z przyjętymi założeniami, Spółka powinna osiągnąć jedną płatność w roku 2024 – za projekt PacePress. Na podstawie transakcji porównywalnych przyjęto wpływ ze sprzedaży na poziomie 7 mln EUR (co przy założeniu utrzymania się kursu EUR/PLN na poziomie 4.60 generuje wpływy o wartości 32,2 mln PLN z projektu).
- W roku 2025 EP Biotom powinny osiągnąć fazę rozwoju pozwalającą na uzyskanie wpływów związanych z zawarciem umowy partneringowej¹ (spodziewany wpływ ok. 36,8 mln PLN, oszacowany na podstawie transakcji porównywalnych),
- W roku 2026 kolejne cztery projekty (CoolCryo, Minimax oraz Atriclamp) powinny osiągnąć fazę rozwoju pozwalającą na uzyskanie wpływów związanych z zawarciem umów partneringowych, których wartość oszacowano na podstawie transakcji porównywalnych.

Prognoza wartości wpływów z poszczególnych projektów z tytułu opłat jednorazowych (w mln PLN)

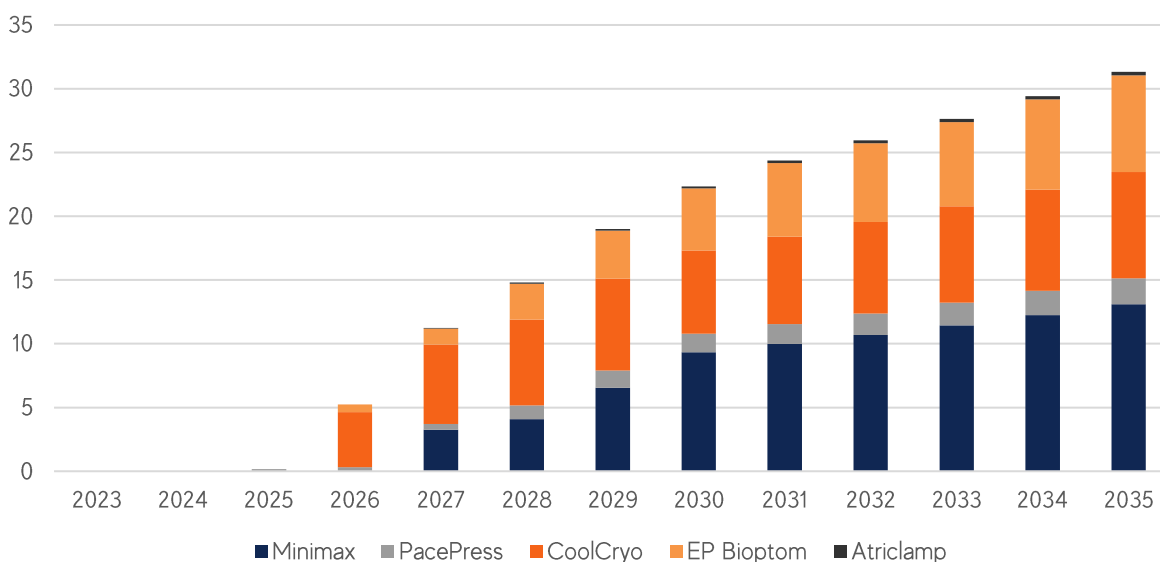


Źródło: Dom Maklerski INC S.A.

¹ Umowa partneringowa - umowa o współpracy z zewnętrzną firmą biotechnologiczną, określając finansowanie przez nią dalszych badań z reguły w formie płatności z góry i podziału wpływów ze sprzedaży urządzenia w przypadku pomyślnej komercjalizacji.

- Ponadto, w ramach modelu wyceny dochodowej, przyjęto założenia odnośnie do wysokości płatności tantiemowych, stanowiących odsetek płatny od wartości przychodów generowanych ze sprzedaży danego urządzenia. Przyjmując stawki tantiemowe wynikające z analizy transakcji rynkowych, uzyskano model przepływów tantiemowych dla pięciu głównych projektów Medinice. Zgodnie z modelem, Spółka wygeneruje łącznie z tego tytułu ponad 235 mln PLN w horyzoncie do końca roku 2035.

Prognoza wartości wpływów z tytułu płatności tantiemowych dla poszczególnych projektów (w mln PLN)



Źródło: Dom Maklerski INC S.A.

1. Wycena

1.1. Wycena metodą dochodową (rNPV)

Wycena metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) została sporządzona w oparciu o metodę skorygowanej wartości bieżącej (rNPV), w ramach której oczekiwane przepływy pieniężne ważone są prawdopodobieństwem przejścia rozwijanego projektu do kolejnej fazy (badań przedklinicznych, badań klinicznych, certyfikacji). Wartość bieżącą przepływów obliczono dyskontując stopą średnioważonego kosztu kapitału (WACC).

Założenia ogólne dla przyjętego modelu wyceny:

- Okres przyjęty do prognozy przychodów z projektów przyjęto w horyzoncie roku 2035-ego,
- Oszacowana wartość poszczególnych projektów stanowiła podstawę do określenia wartości całej Spółki, obliczoną w drodze sumy wycen częściowych,
- Na potrzeby oszacowania wartości Spółki skoncentrowano się na pięciu głównych projektach: MiniMax, PacePress, CoolCryo, EP Biotom oraz Atriclamp,
- Dla analizowanych projektów wyróżniono kluczowe założenia związane z rozwojem projektów innowacyjnych technologii medycznych:
 - oszacowanie prawdopodobieństwa sukcesu przejścia do kolejnych faz badań klinicznych,
 - prognozę rozwoju rynków dla poszczególnych projektów Spółki,
 - wartości i osiągnięcia pełnego potencjału sprzedażowego projektów,
 - szacowane udziały w rynku,
 - parametry potencjalnych transakcji partneringowych,
- Prawdopodobieństwo przejścia projektu do kolejnej fazy oparto na raportach branżowych oraz publikacjach naukowych (m. in. Clinical Trials for Medical Devices MTTA 2022),
- Przyjęto, że Spółka komercjalizuje poszczególne projekty w drodze udzielenia licencji na produkcję i dystrybucję lub sprzedaży pełnych praw do produktu, wykluczając rozwój własnych działów produkcji seryjnej, sprzedaży i dystrybucji,
- Przepływy pieniężne generowane przez poszczególne projekty stanowią sumę odgórnej opłaty związanej z zawarciem umowy partneringowej oraz wpływów wynikających z tantiem (ang. *royalties*), będących procentową opłatą osiąganą przy sprzedaży urządzenia,
- Prognozy rozwoju docelowych rynków zostały opracowane na podstawie raportów rynkowych, opisujących wartości oraz prognozy rozwoju określonych procedur medycznych oraz obszarów terapeutycznych (GlobalMarketInsight.com; Fortunebusinessinsight.com; GMInsight.com; Reportlinker.com),
- Szacunkowe udziały w rynku zostały wyznaczone na drodze analizy dostępnych rozwiązań technologicznych w danych procedurach medycznych,
- Założenia odnośnie do transakcji partneringowych (poziomu tantiem, odgórnych płatności) oszacowano w oparciu o dane z raportu TechTransferCentral 2022 Edition, dotyczące transakcji porównywalnych,
- Wartość całkowitych przepływów z tantiem oszacowano jako iloczyn stopy tantiem, udziału sprzedaży danego rozwiązania w całkowitym rynku oraz wartości rynków dla poszczególnych urządzeń i stopy wzrostu wartości tych rynków,
- W ramach przyjętej strategii rozwoju, Spółka planuje przeprowadzane transakcje przejęć podmiotów branżowych – jak w przypadku przejęcia projektu Atriclamp. Z uwagi na ograniczony zakres informacji w tym obszarze, powyższe pominięto w przygotowanej prognozie,
- Efektywną stopę podatkową przyjęto na poziomie 19%,
- Kursy walutowe pozostają stałe w całym okresie prognozy na poziomie – USD/PLN: 4,4 oraz EUR/PLN: 4,6.
- Koszt dalszego rozwoju pięciu głównych projektów Spółki do momentu komercjalizacji oszacowano na poziomie 28,1 mln PLN, bazując na dotychczasowych i planowanych wydatkach badawczo-rozwojowych Spółki. Przyjęto, że nakłady badawczo-rozwojowe zostaną sfinansowane

z utrzymywanych przez Medinice środków pieniężnych oraz płatności wynikających z zawieranych umów partneringowych,

- Przyjęto, że od momentu podpisania umowy partneringowej, Medinice nie ponosi dalszych kosztów związanych z rozwojem danego projektu,
- Wartość stopy dyskontującej przepływy pieniężne przyjęto jako średnioważony koszt kapitału Medinice,
- Modelując strukturę finansowania Spółki założono 100%-owy udział kapitałów własnych i brak finansowania dłużnego,
- Średnioważony koszt kapitału obliczono jako sumę: (i) rentowności 10-letnich obligacji skarbowych (4,5%), (ii) iloczynu premii za ryzyko związane z rynkiem akcji (6,5%) oraz współczynnika beta dla Spółki (1,35), (iii) premii za wielkość (1,50%) oraz (iv) premii za niższą płynność (0,5%),
- Przyjęto stały poziom średnioważonego kosztu kapitału w całym okresie prognozy,
- W zakresie polityki dywidendowej założono, że Spółka zamierza wypłacać co najmniej 50% wypracowanych zysków w ramach dywidendy,
- Przyjęto, że Spółka nie będzie osiągać przychodów finansowych ani kosztów finansowych,
- Przyjęty w modelu wyceny przepływ pieniężny w okresie rezydualnym przyjęto jako średnią arytmetyczną składowych ostatnich 3 lat szczegółowej prognozy,
- Wzrost przepływów pieniężnych w okresie rezydualnym założono na poziomie 0%,
- Do obliczeń wartości jednej akcji przyjęto całkowitą liczbę akcji jako 6.462.291,
- Końcowa wartość jednej akcji stanowi wycenę na dzień 17 października 2023 roku.

Poniżej przedstawiono podsumowanie wyceny poszczególnych projektów Medinice. Zgodnie z przyjętą metodologią, wycena jednej akcji Spółki wynosi 28,58 PLN.

Projekt	Wartość projektu (tys. PLN)	Udział w wartości portfela projektów
PacePress	27 745	13%
CoolCryo	73 360	34%
EP Bioptom	27 560	13%
Atriclamp	13 800	6%
Minimax	70 329	33%
Wycena projektów	212 794	100%
Koszty badawczo-rozwojowe	28 100	
Wartość netto	184 694	
Liczba akcji	6 462 291	
Wycena na jedną akcję	28,58 zł	

Źródło: Dom Maklerski INC S.A.

Wyznaczenie WACC

Udział KO	0%
Udział KW	100%
Kapitał obcy	
Koszt długu po opodatkowaniu	0,00%
Kapitał własny	
Stopa wolna od ryzyka	4,5%
Premia rynkowa	6,5%
Współczynnik Beta	1,35
Premia za płynność	0,5%
Premia za wielkość	1,5%
Koszt kapitału własnego	15,28%
WACC	15,28%

1.2. Wrażliwość wyceny na zmianę podstawowych parametrów

Z punktu widzenia wartości bieżącej portfolio rozwijanych projektów, kluczowe znaczenie mają parametry dotyczące prawdopodobieństwa sukcesu przejścia danego urządzenia do kolejnej fazy badań oraz wynegocjowanych stawek z tytułu płatności tantiemowych osiągniętych przez poszczególne projekty Medinice.

W celu weryfikacji wrażliwości uzyskanej wyceny na zmiany kluczowych parametrów, przygotowano dwa dodatkowe warianty wyceny – konserwatywny i optymistyczny, różniące się założeniami odnośnie do wpływów tantiemowych oraz prawdopodobieństwa sukcesu kolejnych faz rozwoju poszczególnych projektów.

W wariantcie konserwatywnym dokonano obniżenia przyjętego prawdopodobieństwa sukcesu w kolejnych fazach rozwoju projektu o 5 punktów procentowych oraz obniżenia wpływów z tytułu płatności tantiemowych o 20% względem wariantu bazowego przyjętego w modelu wyceny. Parametry te zmieniono dla wszystkich pięciu głównych projektów Spółki. W efekcie powyższych zmian, wycena jednej akcji Medinice spadła do poziomu 23,55 PLN. Wariant optymistyczny uwzględnił natomiast podwyższenie prawdopodobieństwa sukcesu w kolejnych fazach rozwoju projektów o 5 punktów procentowych oraz wzrost wpływów tantiemowych o 20% względem wariantu bazowego, co powoduje wzrost wartości jednej akcji do ceny 35,11 PLN. W wariantcie bazowym wycena akcji pozostaje niezmienną: 28,58 PLN.

Wycena na akcję w 3 wariantach prognoz

Wariant konserwatywny (stawki wpływów z tantiem -20%, prawdopodobieństwo sukcesu w kolejnych fazach -5 p.p.)	23,55 zł
Wariant bazowy	28,58 zł
Wariant optymistyczny (stawki wpływów z tantiem +20%, prawdopodobieństwo sukcesu w kolejnych fazach +5 p.p.)	35,11 zł

Źródło: Dom Maklerski INC S.A.

Ponadto, dokonano weryfikacji wrażliwości wyceny Spółki na zmiany podstawowych parametrów modelu w zakresie stopy średnioważonego kosztu kapitału oraz stopy wzrostu w okresie rezydualnym.

Aktualna wartość kapitałów własnych (w tys. PLN) w zależności od wzrostu terminalnego i WACC

		WACC						
		13,78%	14,28%	14,78%	15,28%	15,78%	16,28%	16,78%
Wzrost terminalny	-1,50%	202 138	194 954	188 412	182 428	176 932	171 863	167 171
	-1,00%	203 271	195 913	189 226	183 121	177 523	172 369	167 604
	-0,50%	204 483	196 938	190 094	183 859	178 151	172 905	168 062
	0,00%	205 783	198 034	191 021	184 644	178 819	173 473	168 548
	0,50%	207 181	199 210	192 013	185 483	179 530	174 078	169 063
	1,00%	208 688	200 474	193 076	186 380	180 289	174 722	169 611
	1,50%	210 318	201 837	194 220	187 343	181 102	175 410	170 195

Źródło: Dom Maklerski INC S.A.

1.3. Wycena poszczególnych projektów w portfolio

Sporządzając wycenę spółki Medinice S.A. z wykorzystaniem metody dochodowej, dokonano obliczeń wartości bieżącej pięciu głównych projektów w portfolio Spółki: MiniMax, PacePress, CoolCryo, EP Biotom oraz Atriclamp. Poniżej przedstawione zostały główne założenia i kalkulacje dla poszczególnych produktów.

MiniMax

- Bieżący etap rozwoju produktu: faza badań przedklinicznych
- Prawdopodobieństwo sukcesu certyfikacji produktu: 58%
- Data płatności z tytułu umowy partneringowej: 2026 rok
- Oczekiwany rok rejestracji produktu: 2026 rok
- Pierwszy rok sprzedaży produktu: 2026 rok
- Osiągnięcie pełnego potencjału sprzedażowego: 2030 rok
- Segment rynku: zabiegi ablacji serca
- Wysokość odgórnej opłaty z tytułu zawarcia umowy partneringowej: 25M EUR
- Udział Medinice w przepływach (opłata odgórna i tantiem): 100%

Zestawienie głównych założeń do wyceny projektu MiniMax

MiniMax													
Wycena projektu	70 329												
Prawdopodobieństwo sukcesu certyfikacji	58%												
Cena sprzedaży	€	2 500											
Start sprzedaży	2026												
Pełen potencjał sprzedażowy	2030												
Estymowana wielkość rynku mEUR	10750												
Wzrost wartości rynku	12% (7% od 2028)												
Docelowy udział w rynku	2,0%												
Royalties	7%												
Stopa dyskontowa	15,28%												
Kurs EURPLN	4,6												
	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Opłata odgórna (w mEUR)	25												
Prawdopodobieństwo sukcesu (w kolejnych fazach)	90%	80%	80%										
Skumulowane prawdopodobieństwo	90%	72%	58%	58%	58%	58%	58%	58%	58%	58%	58%	58%	58%
Wielkość rynku (w m EUR)	10750	12040	13485	15103	16915	18099	19366	20722	22173	23725	25385	27162	29064
Stopa wzrostu rynku	12%	12%	12%	12%	12%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
Udział w rynku					2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Potencjał sprzedażowy	0%	0%	0%	0%	25%	50%	75%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Tantiemy (w mEUR)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,71	0,89	1,42	2,03	2,17	2,33	2,49	2,66	2,85
Przepływy wężone prawdopodobieństwem	0	0	0	14,40	0,41	0,51	0,82	1,17	1,25	1,34	1,43	1,53	1,64
Podatek	0,00	0,00	0,00	2,74	0,08	0,10	0,16	0,22	0,24	0,25	0,27	0,29	0,31
FCF (w mPLN)	0,0	0,0	0,0	66,2	1,9	2,3	3,8	5,4	5,8	6,2	6,6	7,1	7,5
Stopa dyskontowa	15,28%	15,28%	15,28%	15,28%	15,28%	15,28%	15,28%	15,28%	15,28%	15,28%	15,28%	15,28%	15,28%
Współczynnik dyskontujący	1	0,87	0,75	0,65	0,57	0,49	0,43	0,37	0,32	0,28	0,24	0,21	0,18
DFCF (w mPLN)	0	0,00	0,00	43,24	1,07	1,15	1,61	1,99	1,85	1,71	1,59	1,48	1,37
Suma DFCF (w mPLN)	57,06												

stopa wzrostu	0%
Wartość rezydualna (w mPLN)	9,68
Bieżąca wartość rezydualna (w m PLN)	13,27
Całkowita wartość bieżąca projektu (w mPLN)	70,33

PacePress

- Bieżący etap rozwoju produktu: faza badań klinicznych
- Prawdopodobieństwo sukcesu rejestracji produktu: 72%
- Data płatności z tytułu umowy partneringowej: 2024 rok
- Oczekiwany rok rejestracji produktu: 2025 rok
- Pierwszy rok sprzedaży produktu: 2025 rok
- Osiągnięcie pełnego potencjału sprzedażowego: 2030 rok
- Segment rynku: rozruszniki serca
- Szacowana wielkość rynku: 5.7 mld EUR
- Stopa wzrostu rynku: 4% (od roku 2028: 7%)
- Docelowy udział w rynku: 2.5%
- Wysokość odgórnej opłaty z tytułu zawarcia umowy partneringowej: 7M EUR
- Wysokość tantiem: 15%
- Udział Medinice w przepływach (opłata odgórna i tantiem): 100%

Zestawienie głównych założeń do wyceny projektu PacePress

PacePress

Wycena projektu (w tys. PLN)	27 744
Prawdopodobieństwo sukcesu certyfikacji	77%
Cena sprzedaży	€ 300
Start sprzedaży	2025
Pełen potencjał sprzedażowy	2030
Estymowana wielkość rynku mEUR	600
Wzrost wartości rynku	4% (od 2028: 7%)
Docelowy udział w rynku	3,5%
Royalties	15%
Stopa dyskontowa	15,28%
Kurs EURPLN	4,60 zł

Szczegółowy model wyceny projektu PacePress

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Opłata odgórna (w m EUR)		7											
Prawdopodobieństwo sukcesu (w kolejnych fazach)	95%	90%	90%										
Skumulowane prawdopodobieństwo	95%	86%	77%	77%	77%	77%	77%	77%	77%	77%	77%	77%	77%
Wielkość rynku (w m EUR)	600	624	649	675	702	751	804	860	920	984	1053	1127	1206
Stopa wzrostu rynku	4%	4%	4%	4%	4%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
Udział w rynku				3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Potencjał sprzedażowy	0%	0%	25%	50%	66%	85%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Tantiemy (w m EUR)	0,00	0,00	0,00	0,07	0,10	0,23	0,30	0,32	0,34	0,36	0,39	0,41	0,44
Przepływy ważone prawdopodobieństwem	0	5,985	0	0,05	0,07	0,18	0,23	0,24	0,26	0,28	0,30	0,32	0,34
Podatek	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1

FCF (w m PLN)	0,0	27,5	0,0	0,3	0,3	0,8	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,6
Stopa dyskontowa	15,28%	15,28%	15,28%	15,28%	15,28%	15,28%	15,28%	15,28%	15,28%	15,28%	15,28%	15,28%	15,28%
Współczynnik dyskontujący	1,00	0,87	0,75	0,65	0,57	0,49	0,43	0,37	0,32	0,28	0,24	0,21	0,18
DFCF (w m PLN)	0,00	23,88	0,00	0,16	0,20	0,41	0,45	0,41	0,38	0,36	0,33	0,31	0,28
Suma DFCF (w m PLN)	27,17												
stopa wzrostu	0%												
Wartość rezydualna (w m PLN)	2,01												
Bieżąca wartość rezydualna (w m PLN)	0,57												
Całkowita wartość bieżąca projektu (w m PLN)	27,74												

CoolCryo

- Bieżący etap rozwoju produktu: faza badań przedklinicznych
- Prawdopodobieństwo sukcesu rejestracji produktu: 65%
- Data płatności z tytułu umowy partneringowej: 2024 rok
- Oczekiwany rok rejestracji produktu: 2024 rok
- Pierwszy rok sprzedaży produktu: 2026 rok
- Osiągnięcie pełnego potencjału sprzedażowego: 2030 rok
- Segment rynku: zabiegi ablacji serca
- Szacowana wielkość rynku: 10.75 mld EUR
- Stopa wzrostu rynku: 9% (od 2030 spadek do 5%)
- Docelowy udział w rynku: 2%
- Wysokość odgórnej opłaty z tytułu zawarcia umowy partneringowej: 25M EUR
- Wysokość tantiem: 10%
- Udział Medinice w przepływach (opłata odgórna i tantiem): 100%

Zestawienie głównych założeń do wyceny projektu CoolCryo

CoolCryo	
Wycena projektu (w tys. PLN)	73 360
Prawdopodobieństwo sukcesu certyfikacji	65%
Cena sprzedaży	€ 6 000
Cena sprzedaży systemu	€ 25 000
Start sprzedaży	2026
Pełen potencjał sprzedażowy	2030
Estymowana wielkość rynku m EUR	10 075
Wzrost wartości rynku	9% (od 2030: 5%)
Docelowy udział w rynku	2,0%
Royalties	8%
Stopa dyskontowa	15,28%
Kurs EURPLN	4,60 zł

Szczegółowy model wyceny projektu CoolCryo

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Opłata odgórna (w m EUR)				25									
Prawdopodobieństwo sukcesu (w kolejnych fazach)	90%	85%	85%										
Skumulowane prawdopodobieństwo	90%	77%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%
Wielkość rynku (w m EUR)	10075	10982	11970	13047	14222	15502	16897	17742	18629	19560	20538	21565	22643
Stopa wzrostu rynku	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Udział w rynku	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Potencjał sprzedażowy	0%	0%	0%	50%	66%	85%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Tantiemy (w m EUR)	0,00	0,00	0,00	0,94	1,35	1,90	2,43	1,42	1,49	1,56	1,64	1,73	1,81
Przepływy ważone prawdopodobieństwem	0	0	0,00	16,87	0,88	1,23	1,58	0,92	0,97	1,02	1,07	1,12	1,18
Podatek	0,00	0,00	0,00	3,20	0,17	0,23	0,30	0,18	0,18	0,19	0,20	0,21	0,22
FCF (w m PLN)	0,00	0,00	0,00	77,59	4,04	5,68	7,28	4,25	4,46	4,68	4,91	5,16	5,42
Stopa dyskontowa	15,28%	15,28%	15,28%	15,28%	15,28%	15,28%	15,28%	15,28%	15,28%	15,28%	15,28%	15,28%	15,28%
Współczynnik dyskontujący	1	0,87	0,75	0,65	0,57	0,49	0,43	0,37	0,32	0,28	0,24	0,21	0,18
DFCF (w mPLN)	0	0,00	0,00	50,65	2,29	2,79	3,10	1,57	1,43	1,30	1,19	1,08	0,98
Suma DFCF (w mPLN)	66,38												
stopa wzrostu	0%												
Wartość rezydualna (w mPLN)	7,09												
Bieżąca wartość rezydualna (w m PLN)	6,98												
Całkowita wartość bieżąca projektu (w mPLN)	73,36												

EP Bioptom

- Bieżący etap rozwoju produktu: faza projektowania urządzenia
- Skumulowane prawdopodobieństwo sukcesu rejestracji produktu: 55%
- Data płatności z tytułu umowy partneringowej: 2024 rok
- Oczekiwany rok rejestracji produktu: 2025 rok
- Pierwszy rok sprzedaży produktu: 2026 rok
- Osiągnięcie pełnego potencjału sprzedażowego: 2031 rok
- Segment rynku: biopsje mięśnia sercowego i diagnostyka chorób mięśnia sercowego
- Szacowana wielkość rynku: 7.5 mld EUR
- Stopa wzrostu rynku: 5%
- Docelowy udział w rynku: 3%
- Wysokość odgórnej opłaty z tytułu zawarcia umowy partneringowej: 8M EUR
- Wysokość tantiem: 5%
- Udział Medinice w przepływach (opłata odgórna i tantiem): 100%

Zestawienie głównych założeń do wyceny projektu EP Bioptom

EP Bioptom	
Wycena projektu	27 559
Prawdopodobieństwo sukcesu certyfikacji	55%
Cena sprzedaży	€ 3 000
Start sprzedaży	2026
Pełen potencjał sprzedażowy	2031
Estymowana wielkość rynku mEUR	7500

Wzrost wartości rynku (CAGR)	5%
Docelowy udział w rynku	3,0%
Royalties	5%
Stopa dyskontowa	15,28%
Kurs EURPLN	4,6

Szczegółowy model wyceny projektu EP Biotom

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Opłata odgórna (w m EUR)			8										
Prawdopodobieństwo sukcesu (w kolejnych fazach)	90%	80%	80%	95%									
Skumulowane prawdopodobieństwo	90%	72%	58%	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%
Wielkość rynku (w m EUR)	7 500	7 875	8 269	8 682	9 116	9 754	10 437	11 168	11 950	12 786	13 681	14 639	15 663
Stopa wzrostu rynku	5%	5%	5%	5%	5%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
Udział w rynku				3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Potencjał sprzedażowy	0%	0%	0%	20%	40%	60%	75%	90%	100%	100%	100%	100%	100%
Tantiemy (w m EUR)	0,00	0,00	0,00	0,13	0,27	0,61	0,82	1,06	1,25	1,34	1,44	1,54	1,64
Przepływy ważone prawdopodobieństwem	0	0	4,608	0,07	0,15	0,34	0,45	0,58	0,69	0,73	0,79	0,84	0,90
Podatek	-	-	0,88	0,01	0,03	0,06	0,09	0,11	0,13	0,14	0,15	0,16	0,17
FCF (w m PLN)	0,00	0,00	21,20	0,33	0,69	1,55	2,07	2,66	3,16	3,38	3,62	3,87	4,14
Stopa dyskontowa	15,28%	15,28%	15,28%	15,28%	15,28%	15,28%	15,28%	15,28%	15,28%	15,28%	15,28%	15,28%	15,28%
Współczynnik dyskontujący	1	0,87	0,75	0,65	0,57	0,49	0,43	0,37	0,32	0,28	0,24	0,21	0,18
DFCF (w m PLN)	0	0,00	15,95	0,21	0,39	0,76	0,88	0,98	1,01	0,94	0,87	0,81	0,75
Suma DFCF (w m PLN)	23,57												
stopa wzrostu	0%												
Wartość rezydualna (w m PLN)	5,31												
Bieżąca wartość rezydualna (w m PLN)	3,99												
Całkowita wartość bieżąca projektu (w m PLN)	27,56												

Atriclamp

- Bieżący etap rozwoju produktu: faza badań przedklinicznych
- Prawdopodobieństwo sukcesu rejestracji produktu: 77%
- Data płatności z tytułu umowy partneringowej: 2024 rok
- Oczekiwany rok rejestracji produktu: 2024 rok
- Pierwszy rok sprzedaży produktu: 2025 rok
- Osiągnięcie pełnego potencjału sprzedażowego: 2030 rok
- Segment rynku: rynek zamykania uszka lewego przedsionka
- Szacowana wielkość rynku: 3.15 mld EUR
- Stopa wzrostu rynku: 9%
- Docelowy udział w rynku: 2%
- Wysokość odgórnej opłaty z tytułu zawarcia umowy partneringowej: 12M EUR
- Wysokość tantiem: 8%
- Udział Medinice w przepływach (opłata odgórna i tantiem): 100%

Zestawienie głównych założeń do wyceny projektu Atriclamp

Atriclamp	
Wycena projektu (w tys. PLN)	13 800
Prawdopodobieństwo sukcesu certyfikacji	62%
Cena sprzedaży	€ 1 000
Udział Medinice	40%
Start sprzedaży	2027
Pełen potencjał sprzedażowy	2031
Estymowana wielkość rynku mEUR	80
Wzrost wartości rynku (CAGR)	11%
Docelowy udział w rynku	7%
Royalties	7%
Stopa dyskontowa	15,28%
Kurs EURPLN	4,6

Szczegółowy model wyceny projektu Atriclamp

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Opłata odgórna				12									
Prawdopodobieństwo sukcesu (w kolejnych fazach)	90%	85%	85%	95%									
Skumulowane prawdopodobieństwo	90%	77%	65%	62%	62%	62%	62%	62%	62%	62%	62%	62%	62%
Wielkość rynku	80	88,96	98,92	110,00	122,32	136,02	151,26	168,20	187,04	207,99	231,28	257,18	285,99
Stopa wzrostu rynku	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%
Udział w rynku	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
Potencjał sprzedażowy	0%	0%	0%	0%	40%	60%	75%	90%	100%	100%	100%	100%	100%
Tantiemy	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01	0,02	0,02	0,03	0,04	0,05	0,05	0,06	0,06
Przepływy ważone prawdopodobieństwem	0	0	0,00	7,41	0,01	0,01	0,02	0,02	0,03	0,03	0,03	0,03	0,04
Podatek	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
FCF	0	0	0	34,10	0,03	0,05	0,07	0,09	0,12	0,13	0,14	0,16	0,18
Stopa dyskontowa	15,28%	15,28%	15,28%	15,28%	15,28%	15,28%	15,28%	15,28%	15,28%	15,28%	15,28%	15,28%	15,28%
Współczynnik dyskontujący	1	0,87	0,75	0,65	0,57	0,49	0,43	0,37	0,32	0,28	0,24	0,21	0,18
DFCF	0	0,00	0,00	22,26	0,02	0,03	0,03	0,03	0,04	0,04	0,03	0,03	0,03
Suma DFCF	13,80												
stopa wzrostu	0%												
Wartość rezydualna	0,22												
Bieżąca wartość rezydualna	0,01												
Całkowita wartość bieżąca projektu	13,80												

1.4. Wycena porównawcza

- Uzupełniając w stosunku do metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych opracowano również wycenę Spółki przy wykorzystaniu metody porównawczej, w ramach której wartość akcji wyznaczana jest w oparciu o rynkowe wyceny porównywalnych podmiotów notowanych na globalnych rynkach akcji.
- W wycenie porównawczej wykorzystano pięć powszechnie stosowane mnożniki wyceny: EV/S (Enterprise Value to Sales – wartość przedsiębiorstwa/przychody ze sprzedaży), EV/EBITDA (Enterprise Value to Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization – wartość przedsiębiorstwa/zysk operacyjny przed amortyzacją), P/E (Price to Earnings – cena/zysk), P/S (Price to Sales – cena/przychody ze sprzedaży) oraz P/BV (Price to Book Value – cena/wartość księgowa kapitałów własnych). Obliczeń dokonano w oparciu o wskaźniki typu forward (dla roku 2024 – stan aktualny na dzień 11.10.2023.), każdemu z nich nadając równą wagę (20%).
- Obliczając wartość Spółki posłużono się prognozami wyników finansowych dla roku 2024.
- Dokonując selekcji spółek porównywalnych, wybrano spółki z branży MedTech, których profil działalności pozostaje zbliżony do Medinice. Z uwagi na brak notowanych na krajowym rynku giełdowym podmiotów porównywalnych, grupę porównawczą wyłoniono spośród spółek zagranicznych, głównie notowanych w Stanach Zjednoczonych.
- W praktyce, model Spółki dość istotnie różni się od grupy porównawczej, w związku z czym obniżono wagę dla metody porównawczej w końcowej kalkulacji wyceny, która w procesie wyceny ma charakter raczej nadania kontekstu branżowego dla działalności Spółki.

Wycena porównawcza względem globalnych producentów urządzeń medycznych

Spółka	Państwo	EV/Sales	EV/EBITDA	P/E	P/S	P/BV
AtriCure	USA	5,47	19,4	17,8	5,45	4,44
Afreeze	Austria	4,88	16,2	15,8	4,23	3,56
Medtronic	USA	3,82	13,65	28,7	3,28	2,02
Boston Scientific	USA	6,44	17,44	38,02	5,7	4,24
Abbott Laboratories	USA	4,35	17,29	32,67	4,18	4,47
Stryker Corporation	USA	5,95	14,14	28,68	5,33	5,99
Intuitive Surgical	USA	6,55	23,91	43,96	5,58	8,72
Becton, Dickinson and Company	USA	4,77	18,64	21,63	3,85	2,88
TransMedics Group	USA	11,38	-	-	11,1	11,84
Mediana		5,175	16,745	28,69	4,78	4,34
Medinice S.A.		6,29	7,00	47,90	6,46	6,16
Premia/dyskonto		22%	-58%	0,67	35%	42%
Wycena wg wskaźnika		141 811 zł	567 337 zł	786 196 zł	130 987 zł	360 365 zł
Wycena 1 akcji wg wskaźników (PLN)		21,94 zł	87,79 zł	121,66 zł	20,27 zł	55,76 zł
Waga wskaźnika		30%	10%	10%	30%	20%
Wycena końcowa 1 akcji (PLN)		44,76 zł				

Źródło: Dom Maklerski INC S.A.

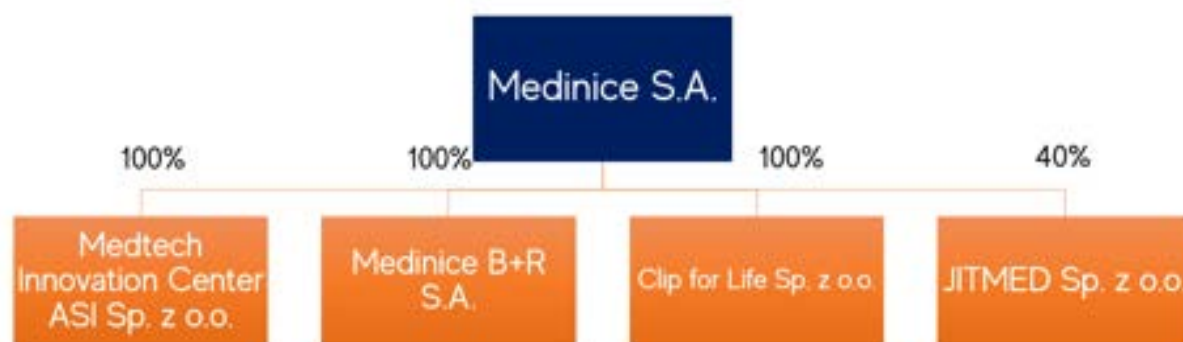
2. Profil Spółki i otoczenie rynkowe

2.1. Profil Spółki

Historia Spółki

- Medinice S.A. utworzono w 2012 roku z inicjatywy trzech założycieli – dwóch specjalistów z dziedziny kardiologii i kardiochirurgii – prof. dr. hab. Piotra Suwalskiego i dr. hab. Sebastiana Steca – oraz doświadczonego menedżera, Sanjeeva Choudhary. Od początku istnienia Spółka zajmuje się tworzeniem, rozwijaniem i komercjalizacją innowacyjnych, bezpiecznych, małoinwazyjnych i prostych w obsłudze technologii medycznych, w szczególności w obszarach kardiologii oraz kardiochirurgii.
- Medinice prowadzi działalność w branży MedTech, skupiając się przede wszystkim na rozwiązaniach kardiologicznych i kardiochirurgicznych. Specjalizacja obszaru działania pozwoliła Spółce na współpracę zarówno z zewnętrznymi, jak i wewnętrznymi ekspertami w dziedzinie kardiologii i kardiochirurgii, z którymi realizowane są innowacyjne projekty. Dzięki zbudowaniu szerokiej sieci kontaktów w środowisku medycznym Grupa posiada możliwość pozyskiwania, selekcji i rozwoju nowych, innowacyjnych inicjatyw biznesowych.
- Model biznesowy Medinice zakłada rozwój opatentowanych rozwiązań technicznych i wprowadzenie ich na rynek poprzez udzielanie licencji na produkcję i dystrybucję lub sprzedaż pełnych praw do produktu. Spółka nie rozwija własnych działów produkcji seryjnej, sprzedaży oraz nie prowadzi samodzielnie działań dystrybucyjnych. Komercjalizacja rozwijanych projektów ma się odbywać poprzez zawieranie strategicznych umów o współpracy badawczej i handlowej z międzynarodowymi firmami z branży medycznej.
- Spółka planuje kierować w dużej mierze swoje projekty do krajów wysokorozwiniętych, gdzie problemy kardiologiczne są najbardziej powszechne i dotyczą znaczącej części populacji. Spółka oraz jej Rada Naukowa posiada relacje i jest w kontakcie z wiodącymi globalnymi producentami i dystrybutorami produktów medycznych, którzy w przyszłości mogliby zostać potencjalnymi kupującymi technologie rozwijane przez Medinice.
- W celu zwiększenia możliwości komercjalizacji poszczególnych projektów, Medinice zawarło umowę z Clairfield Partners LLC, której przedmiotem jest doradztwo w procesie komercjalizacji opracowywanych przez spółkę urządzeń medycznych. Clairfield będzie pełnił rolę doradcą m.in. w procesie due diligence oraz strategii negocjacyjnej. Doradca będzie również koordynatorem procesów wymaganych przez partnerów transakcyjnych. Współpracą zostały objęte kluczowe projekty prowadzone przez Emitenta, czyli: Pacepress® [inteligentny opatrunek], CoolCryo® [system do krioablacji], Minimax® [elektroda do ablacji RF z mapowaniem 3D], EpBioptom® [elektroda do biopsji z mapowaniem 3D] oraz AtriClamp® [zacisk do LAAO]. Wynagrodzenie z tytułu realizacji usług obejmuje część stałą oraz część zmienną w postaci success fee. Warunki umowy nie odbiegają od warunków powszechnie stosowanych dla tego typu umów w tym sektorze, a płatności z tytułu prowizji przy sprzedaży projektu zostały uwzględnione w prognozowanych wpływach.
- Z uwagi na badawczo-rozwojowy profil działalności Spółki, istotnym źródłem finansowania jej działalności pozostają dotacje. Na przestrzeni swojej działalności, Medinice pozyskało dotacje z różnych programów grantowych finansowanych ze środków krajowych i europejskich. Uzyskane z Programu Operacyjnego Inteligentny Rozwój oraz Programu Operacyjnego Innowacyjna Gospodarka dotacje związane były z projektami dotyczącymi zapewnienia ochrony praw własności intelektualnej dla nowych urządzeń oraz na promocję oferty projektów, utworzenie Centrum Badawczo-Rozwojowego, a także funduszu MediAlfa. Łączna wartość dotacji pozyskanych przez Spółkę na rozwój swoich projektów przekracza kwotę 40 mln PLN. Wpływy z dotacji zostały uwzględnione w modelu wyceny.
- Medinice S.A. jako podmiot dominujący tworzy Grupę Kapitałową, w skład której wchodzi następujące podmioty: Medinice B+R Sp. z o.o., MedTech Innovation Center ASI sp. z o.o., PacePress Inc., JitMed Sp. z o.o. oraz SMI Polska Sp. z o.o.

Struktura Grupy Kapitałowej spółki Medinice S.A.



Źródło: Spółka

Nazwa Spółki	Siedziba	Profil działalności	Udział Medinice S.A. w kapitale
Medinice B+R Sp. z o.o.	Warszawa	Prace B+R	100%
Medtech Innovation Center ASI Sp. z o.o.	Warszawa, Polska	Działność inwestycyjna	100%
Clif For Life Sp. z o.o.	Warszawa, Polska	Prace B+R Atriclamp	100%
JitMed Sp. z o.o.	Warszawa, Polska	Prawa własności Atriclamp	40%

Źródło: Spółka

- W spółce Jitmed sp. z o.o. Emitent posiada 40% udziałów w kapitale zakładowym, uprzywilejowanych co do dywidendy, dających prawo do 50% udziałów w zyskach spółki. Spółka jest jednostką stowarzyszoną. Jednostka ta nie jest objęta konsolidacją ze względu na brak sprawowania nad nią kontroli.

Struktura akcjonariatu

Struktura akcjonariatu przedstawia się zgodnie z poniższą tabelą. Dominujący udział w Spółce posiadają kluczowe dla rozwoju Spółki osoby, które odpowiadają za jej działalność operacyjną.

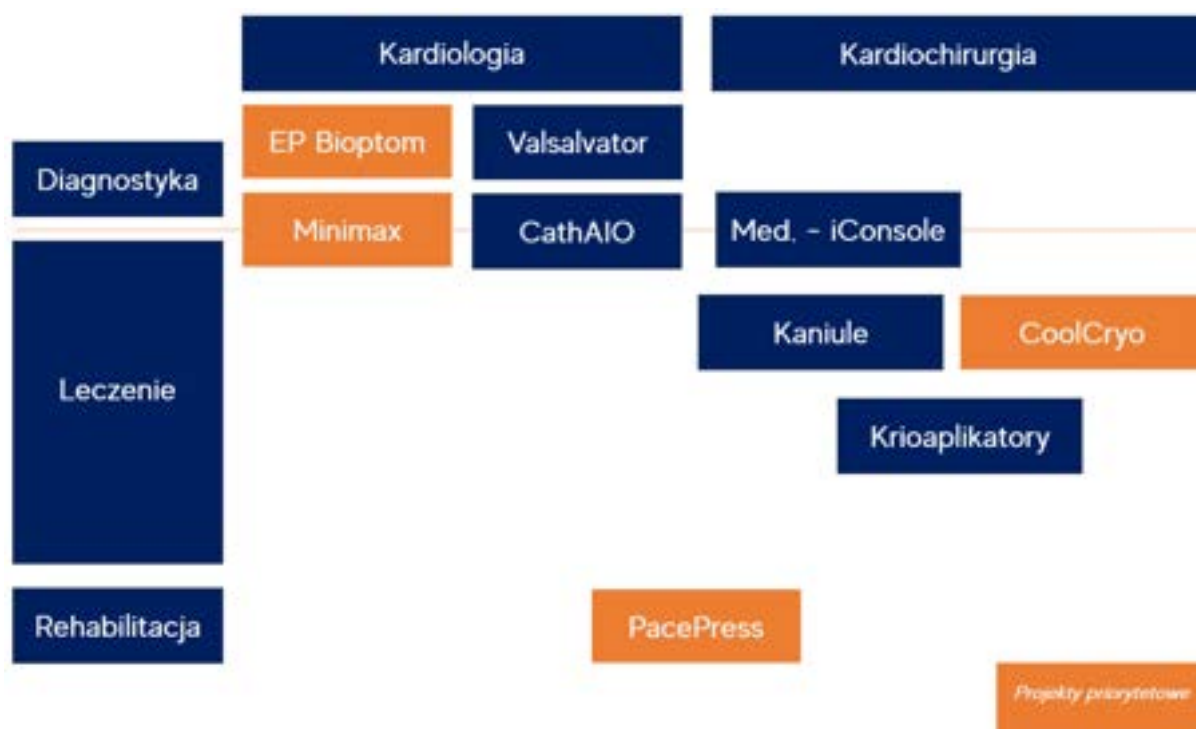
Akcjonariusz	Liczba akcji	% udział w KZ	% udział w głosach
Sanjeev Choudhary (Prezes Zarządu)	1 502 985	23,26%	23,26%
Piotr Suwalski	472 408	7,31%	7,31%
Sebastian Stec	444 102	6,87%	6,87%
Pozostali akcjonariusze	4 042 796	62,56%	62,56%
Łącznie	6 462 291	100,00%	100,00%

Źródło: Spółka

W dniu 22 czerwca 2022 Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy podjęło uchwałę w sprawie utworzenia Programu Motywacyjnego dla członków Rady Nadzorczej, Zarządu oraz kluczowej kadry kierowniczej w oparciu o kapitał docelowy na lata 2023-2025. W wyniku realizacji programu motywacyjnego do 2025 roku może wyemitować do 320 000 akcji w ramach kapitału docelowego.

Główne projekty

- Prace zespołu Medinice koncentrują się przede wszystkim na rozwoju pięciu głównych projektów: MiniMax, PacePress, CoolCryo, EP Biopatom i Atriclamp, których szczegółowy opis został przedstawiony poniżej. Portfolio Spółki w schemacie z podziałem na obszary i segmenty rynku medycznego zawiera poniższy rysunek.



Źródło: Dokument Rejestracyjny Spółki

MiniMax

- MiniMax to innowacyjna elektroda do ablacji arytmii serca, która umożliwia mapowanie trójwymiarowe serca bez konieczności korzystania z RTG, co przekłada się na zmniejszenie ekspozycji pacjentów i zespołów medycznych na promieniowanie rentgenowskie. Wynalazek szybko zyskał uznanie i zainteresowanie ze strony ekspertów medycznych, gdyż powstał w odpowiedzi na potrzeby nowoczesnej elektrofizjologii ablacyjnej, która prowadzi do uproszczenia technik diagnostycznych oraz szerokiego wprowadzania technik nawigacji i mapowania z wykorzystaniem trójwymiarowego systemu elektroanatomicznego. Elektroda ta wykorzystuje technologię ablacji prądem o częstotliwości radiowej i pozwala na wykonanie minimalnie inwazyjnych zabiegów elektrofizjologicznych.
- MiniMax łączy w sobie funkcje diagnostyczne, mapujące i możliwość precyzyjnej lokalizacji w systemach 3D-EAM, co poprawia skuteczność i bezpieczeństwo wykonywanych procedur medycznych oraz znacznie je skraca. Dodatkowo, dzięki połączeniu różnych funkcjonalności, MiniMax umożliwia redukcję liczby wkłut naczyń i tym samym ilości użytych elektrod, co z kolei przekłada się pozytywnie na redukcję kosztów zabiegu.
- Projekt jest w końcowej fazie badań przedklinicznych, które realizowane są wraz z Uniwersytetem Przyrodniczym we Wrocławiu. Pierwsza transza elektrod Minimax została poddana testom we Wrocławiu w grudniu 2022. Badania na zwierzętach prowadzone są w celu potwierdzenia bezpieczeństwa i skuteczności wyrobu medycznego. W trakcie kolejnych etapów testów inżynierowie badają funkcję użyteczności i wprowadzają niezbędne zmiany.
- Podczas ostatnich badań wytypowane zostały zmiany ergonomiczne oraz propozycja rozbudowy funkcjonalnej. Kolejny, ostatni etap badania fazy przewlekłej na zwierzętach planowany jest na wrzesień 2023 roku. Równolegle prowadzone są prace związane z przygotowaniem umów z podmiotami, które będą realizować badania kliniczne (CRO i Ośrodki Badawcze).
- W 2018 r. Spółka zawarła z Narodowym Centrum Badań i Rozwoju umowę na dofinansowanie projektu MiniMax. Wartość projektu to 4.731.379,33 zł, a kwota dofinansowania to 2.995.042,43 zł.

Trójwymiarowa mapa elektroanatomiczna, stworzona przy wykorzystaniu urządzenia MiniMax



Źródło: Spółka

PacePress

- PacePress jest innowacyjną opaską uciskową, która może zmniejszyć ryzyko powikłań po implantacji urządzeń elektroterapeutycznych w sercu, takich jak stymulatory lub kardiowertery-defibrylatory. Dzięki temu produktowi można uniknąć pooperacyjnych krwotoków wewnętrznych, które stanowią poważne zagrożenie dla pacjentów i zwiększają koszty leczenia. PacePress został zaprojektowany w taki sposób, aby był łatwy w użyciu i nie wymagał udziału specjalistycznego personelu medycznego, a dodatkową zaletą jest możliwość używania go w domu przez przeszkolonego pacjenta.

Opaska PacePress w wykorzystaniu na pacjencie



Źródło: Spółka

- Projektując prototyp, stawiano na minimalizację traumatyzacji tkanki, niskie koszty eksploatacji, łatwość utrzymania higieny, uniwersalność i możliwość automatycznej regulacji siły docisku przez lekarza oraz pacjenta w warunkach domowych. Inwestycja w PacePress może przynieść nie tylko korzyści zdrowotne, ale także

finansowe, ponieważ zmniejszy koszty powikłań po implantacji urządzeń elektroterapeutycznych i skróci czas hospitalizacji.

- Projekt pozostaje w trakcie badań klinicznych, podczas których testowane są również ulepszone wersje mankietów uciskowych. Bazując na informacjach zwrotnych od użytkowników, czyli lekarzy oraz pacjentów, zespół inżynierów Spółki rozwija mniejszą, lżejszą i cichszą wersję jednostki sterującej mającej możliwość agregowania i przesyłania danych poprzez aplikację mobilną.
- Aktualnie badania prowadzone są w sześciu ośrodkach w całej Polsce. Dodatkowo w celu zwiększenia dynamiki rekrutacji pacjentów zostały wprowadzone zmiany w protokole badania. Po zakończeniu badań klinicznych i otrzymaniu oficjalnego raportu z wynikami, Emitent planuje rozpoczęcie procesu certyfikacji CE według nowych standardów MDR i FDA.

CoolCryo

- CoolCryo to krioaplikator do ablacji kardiologicznej który do niszczenia tkanek, wykorzystuje bardzo niską temperaturę. CoolCryo został zaprojektowany specjalnie do ablacji kardiologicznej z zastosowaniem innego medium chłodzącego niż w obecnie dostępnych tego typu wyrobach medycznych, dzięki czemu uzyskiwana będzie niższa temperatura, a zabiegi będą trwać krócej, co wpływa na większe bezpieczeństwo oraz wyższą skuteczność.
- Ponadto wykorzystywanie innego tańszego oraz łatwiej dostępnego medium chłodzącego będzie wpływało na niższy koszt zabiegu i wpłynie na większą dostępność tej metody. Obecnie dostępne na rynku urządzenia do chłodzenia wykorzystują argon lub podtlenek azotu, które są drogie i trudno dostępne. Urządzenie oparte jest na krioterminii (aplikacji niskich temperatur) i reprezentuje grupę najbezpieczniejszych i najskuteczniejszych urządzeń w kardiologii i kardiologii. Krioterminia jest najstarszym i najlepiej przebadanym źródłem energii używanym w medycynie. Zdaniem Zarządu Spółki te przewagi konkurencyjne mogą przełożyć się na sukces rynkowy wynalazku.
- CoolCryo powstał w odpowiedzi na zapotrzebowanie lekarzy oraz na podstawie doświadczeń klinicznych prof. Piotra Suwalskiego. Krioaplikator umożliwia precyzyjną manipulację dzięki nadaniu mu specjalnego kształtu, który pozwala na sprawne wykonanie odpowiednich linii ablacyjnych. Aktywna część krioaplikatora została skonstruowana tak, aby umożliwić wykonanie odpowiedniej krioablacji w obrębie lewego i prawego przedsionka serca.
- Na początku 2023 zakończona została faza badań na zwierzętach. Aktualnie prowadzone są testy biokompatybilności oraz budowane są zestawy do krioablacji potrzebne do przeprowadzenia testów walidacji sterylizacji i EMC oraz do zastosowania podczas fazy klinicznej. Równolegle kompletowana jest dokumentacja niezbędna do uzyskania pozwolenia na prowadzenie badań klinicznych.
- W dniu 4 sierpnia 2023 Emitent podpisał umowę na usługi CRO (obsługa badania klinicznego) z firmą BioStat sp. z o.o. Podpisanie umowy stanowi istotny element realizacji rozwoju projektu. Niezależnie od planowanej ścieżki certyfikacji na rynku europejskim zgodnie ze standardami MDR, Emitent analizuje możliwe scenariusze dopuszczenia przez FDA produktu CoolCryo na rynku USA.

EP Biopatom

- EP Biopatom to elektroda do przeprowadzania, kierowanej mapowaniem 3D, biopsji mięśnia sercowego (EMB), które jest badaniem pozwalającym na przeprowadzenie badań morfologicznych, immunohistologicznych i strukturalnych w mikroskopie elektronowym. System do mapowania elektroanatomicznego 3D-EAM daje możliwość tworzenia trójwymiarowych map serca pozwalających na określanie obszarów patologicznych.
- Dodatkowo mapowanie 3D pozwala na określenie układu przewodzenia i okolicy zastawek, co redukuje ryzyko wykonania biopsji z okolicy układu przewodzenia aparatu zastawkowego i wystąpienia związanych z tym powikłań. Mapowanie 3D zostało użyte również ze względu na możliwość manipulacji cewnikiem i pozycjonowanie go bez fluoroskopii co zwiększa prawdopodobieństwo sukcesu zabiegu, w szczególności w skomplikowanych arytmii serca oraz w przypadku nietypowych anatomii.
- Obecna metoda wykonania biopsji kierowanej mapowaniem elektroanatomicznym polega na zastosowaniu oddzielnego narzędzia do EAM i EMB. Innowacyjne rozwiązanie Medinice przejawia się w opracowaniu uniwersalnego pojedynczego narzędzia. W efekcie urządzenie pozwala na jednoczesne wykonanie mapowania oraz biopsji. Najważniejszym czynnikiem determinującym chęć do korzystania z wynalazku Spółki będzie obniżenie ryzyka powikłań. Grupą pacjentów, wśród której występuje najwyższe zapotrzebowanie na biopsje

mięśnia sercowego, to pacjenci po przeszczepach serca. W pierwszym roku po zabiegu wykonuje się do 10 zabiegów, stąd zarówno ryzyko wystąpienia komplikacji, jak i dążenie do jego redukcji są istotne.

- W styczniu 2023 roku została podpisana umowa z niemieckim podwykonawcą na prace R&D związane z zaprojektowaniem cewnika EP Bioptom. Zakończona została pierwsza faza prac projektowych, w ramach której Emitent otrzymał funkcjonalne prototypy urządzenia przeznaczone do testów wewnętrznych. Emitent zamówił kolejną partię cewników z przeznaczeniem do użycia w badaniach na zwierzętach. Rozpoczęcie badań na zwierzętach planowane jest w IV kwartale 2023.

Atriclamp

- AtriClamp to innowacyjny zacisk do zamykania uszka lewego serca (LAAO), który służy do minimalizacji ryzyka wystąpienia udaru mózgu u pacjentów cierpiących na migotanie przedsionków. Projekt składa się z implantu oraz dedykowanego aplikatora, które izolują uszko lewego przedsionka serca i uniemożliwiają powstawanie skrzeplin, które mogą spowodować udar.
- Urządzenie AtriClamp jest urządzeniem wsierdziowym, co oznacza, że jest to alternatywny sposób na zabieg LAAO w stosunku do rynku, który jest monopolizowany przez rozwiązania nasierdziowe. AtriClamp jest przełomowy ze względu na nowe podejście do sposobu nakładania implantu, które redukuje ryzyko wydostania się zakrzepów z uszka podczas zabiegu oraz umożliwia zmianę ułożenia zacisku po zamknięciu uszka lewego przedsionka, co ogranicza manipulacje w obrębie tej struktury.
- Projekt znajduje się w fazie projektowania nowej wersji zacisku do zamykania uszka lewego przedsionka. W ramach prac koncepcyjnych nad projektem nowej wersji urządzenia Emitent przeprowadził szereg prac związanych z doбором nowego materiału, zmianą kształtu oraz zmianą technologii produkcji zacisku. W perspektywie IV kwartału 2023 planowane jest zaprezentowanie nowego produktu jednostce stowarzyszonej Jitmed sp. z o.o. będącej właścicielem praw do patentu i uzgodnienie warunków dalszego prowadzenia rozwoju projektu.

Strategia rozwoju

- Zgodnie z przyjętą strategią rozwoju, podstawowym celem biznesowym Spółki i jej podmiotów zależnych jest komercjalizacja poszczególnych projektów Medinice S.A. i wypłata zysku w postaci dywidendy zgodnie z przyjętą polityką dywidendową.
- Realizacja celu strategicznego ma się odbywać poprzez aktywne zarządzanie patentami, dynamiczny rozwój technologii medycznych w obszarach kardiologii i kardiochirurgii, sukcesywne poszerzanie portfolio o nowe technologie medyczne oraz rozbudowę unikatowych kompetencji zespołu pracowników.
- Sukcesywnie w miarę osiągania kolejnych kamieni milowych na najbardziej zaawansowanych projektach Spółka zamierza poszerzać swoje obecne portfolio poprzez rozwijanie własnych projektów oraz aktywne monitorowanie rynku w celu poszukiwania nowych projektów, będących potencjalnym celem przyszłych akwizycji.
- Model biznesowy Grupy Kapitałowej zakłada sprzedaż pełnych praw do produktu lub udzielenie licencji na produkcję i dystrybucję produktu zewnętrznym podmiotom branżowym, które posiadają wieloletnie doświadczenie, szeroką sieć dystrybucji oraz rozbudowane kontakty. Jest to model powszechnie stosowany na świecie przez małe i średnie firmy zajmujące się działalnością badawczo-rozwojową w branżach: biotechnologicznej i technologii medycznych. Zgodnie ze sprawozdaniem z działalności zarządu, Spółka nie posiada i nie jest zainteresowana rozwijaniem kompetencji w zakresie sprzedaży produktów medycznych bezpośrednio do końcowego klienta tj. szpitali, klinik, przychodni i innych placówek o charakterze medycznym. Najczęściej spotykane na rynku modele sprzedaży technologii medycznych to:
 - Udzielenie licencji na produkcję i dystrybucję produktu – wynagrodzenie oparte o tantiemy (royalties) ze sprzedaży.
 - Sprzedaż pełnych praw do produktu – jednorazowe wynagrodzenie płatne wraz z zawarciem umowy lub jednorazowe wynagrodzenie oraz kolejne płatności za realizację postępów w projekcie (milestones) np. za ukończenie badań przedklinicznych, badań klinicznych lub uzyskanie certyfikatu umożliwiającego dopuszczenie danej technologii medycznej do sprzedaży.
 - Model pośredni – wynagrodzenie stanowiące połączenie obu wariantów. Jednorazowa płatność lub kilka płatności uzależnionych od realizacji postępów w projekcie oraz tantiemy (royalties) ze sprzedaży.

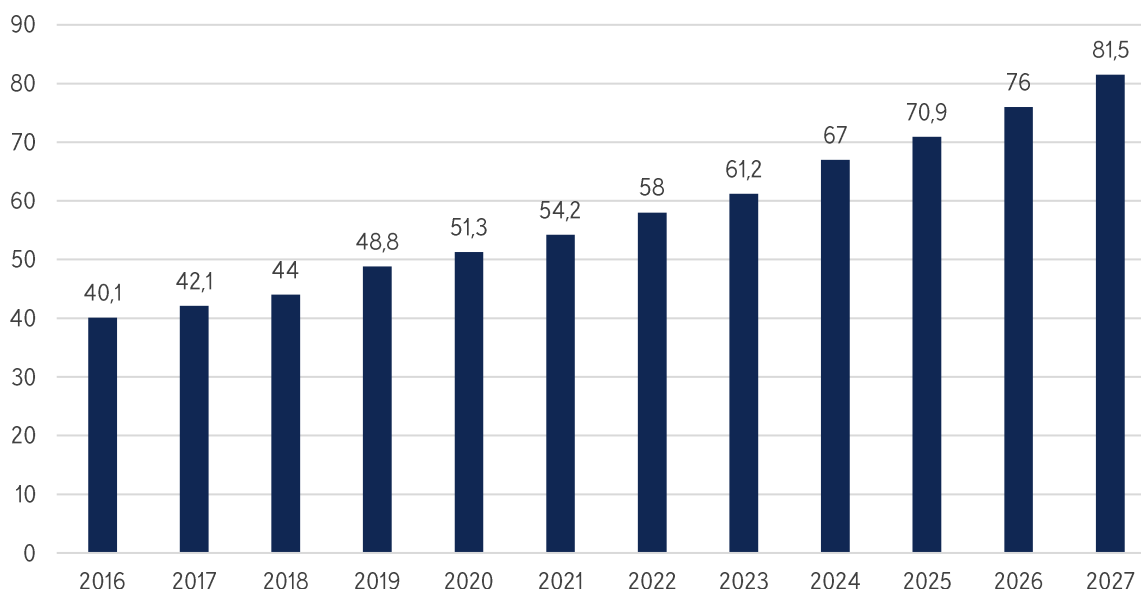
- Spółka spodziewa się, że w odniesieniu do posiadanych w portfolio technologii wyrobów medycznych klasy III najbardziej prawdopodobne modelem sprzedaży jest model pośredni, który to model został przyjęty do wyceny poszczególnych projektów z portfolio Medinice.

2.2. Analiza branży

Rynek urządzeń medycznych

Rozwiązania opracowywane przez Spółkę mają potencjał globalny, w związku z czym otoczenie rynkowe ma wymiar międzynarodowy. Choroby sercowo-naczyniowe są najczęstszą przyczyną zgonów na świecie. Według danych Institute for Health Metrics and Evaluation średnio co roku minimum 30% zgonów na świecie jest z powodów sercowo-naczyniowych. Częstość występowania migotania przedsionków, a więc najczęstszej arytmii narasta z wiekiem. Dane statystyczne wskazują, że poniżej 49 roku życia 2% dorosłego społeczeństwa ma migotanie przedsionków. W wieku 60-70 lat odsetek ten wzrasta do 4%, zaś powyżej 80 roku życia wynosi 20%. Jednym z głównych czynników determinujących zapotrzebowanie na projekty tworzone przez Spółkę jest starzenie się populacji na świecie. W 2015 r. na świecie żyło 901 mln ludzi powyżej 60 roku życia. Zgodnie z przewidywaniami demografów do 2050 r. liczba ta ma wzrosnąć do blisko 2,1 mld osób. Starzenie się społeczeństwa, a także złe nawyki żywieniowe oraz siedzący tryb życia zwiększają prawdopodobieństwo wystąpienia arytmii serca. Ponadto większa świadomość społeczeństwa dotycząca chorób sercowo-naczyniowych i rosnąca popularność nowoczesnych metod leczenia zaburzeń rytmu serca będą wpływały na wzrost zapotrzebowania na projekty rozwijane przez Spółkę.

Globalny rynek technologii sercowo-naczyniowych (mld USD)



Źródło: *Global Cardiovascular Devices Forecast, Visiongate*

Globalny rynek urządzeń medycznych kardiologicznych i kardiochirurgicznych obejmuje szeroki zakres produktów i usług, które służą do diagnozowania, leczenia i monitorowania chorób serca i układu krążenia. W ostatnich latach ten rynek doświadcza szybkiego wzrostu ze względu na starzenie się populacji, zwiększenie liczby osób z chorobami serca i poprawę dostępności opieki zdrowotnej.

Etapy rozwoju projektów MedTech

- Prowadzenie projektów badawczo-rozwojowych w obszarze technologii medycznych jest procesem wieloetapowym i długotrwałym. Wzrost wartości projektu uzależniony jest od wielu czynników. Na początkowych etapach rozwoju projektu (konceptja technologii medycznej czy złożenie zgłoszenia patentowego) wartość projektu przyszłej technologii medycznej jest stosunkowo niewielka. Dopiero po sukcesywnym realizowaniu kolejnych etapów w procesie powstawania nowej technologii (opracowanie działającego prototypu rozwiązania, pozytywne przeprowadzenie badań przedklinicznych i klinicznych), co wpływa na wzrost prawdopodobieństwa potwierdzenia bezpieczeństwa stosowania, skuteczności terapeutycznej technologii i możliwości wprowadzenia technologii na rynek, jej wartość rośnie.

- Globalnym trendem są zabiegi małoinwazyjne powodujące możliwie najmniejszą ingerencję lekarza w ciało pacjenta. Trend ten stymuluje rozwój nowych technologii medycznych umożliwiających bezpieczne wykonywanie zabiegów małoinwazyjnych. Zdecydowana większość projektów znajdujących się w portfolio Medinice umożliwia wykonywanie zabiegów małoinwazyjnych. Zgodnie z głoszonym zamiarem Spółki również, aby projekty, które w przyszłości będą zasilaty jej portfolio spełniały kryteria umożliwiające wykonywanie zabiegów małoinwazyjnych, bezpiecznych i przyjaznych zarówno dla pacjentów, jak i personelu medycznego.
- W obszarze projektów dotyczących opracowania urządzeń z obszaru MedTech, prace projektowe można podzielić na etapy obejmujące:
 - Przygotowanie zgłoszenia patentowego. Mając na uwadze konieczność zapewnienia ochrony praw własności intelektualnej opracowywanym wynalazkom, spółka dokonuje zgłoszenia patentowego w krajowym, a także w europejskim i amerykańskim biurze patentowym. W zależności od wybranej procedury zgłoszenia (krajowa/międzynarodowa procedura przyznania ochrony IP), opracowywane projekty mogą być chronione na różnych obszarach geograficznych.
 - Opracowanie specyfikacji technicznej i funkcjonalnej. Spółka opracowuje i weryfikuje założenia produktu powstałego na bazie zrealizowanych prac badawczo-rozwojowych. Efektem tego etapu prac jest przygotowanie pełnej dokumentacji technicznej dot. opracowywanej technologii.
 - Przygotowanie prototypu. Spółka przygotowuje prototyp rozwiązania, na którym przeprowadzane są niezbędne testy, czego efektem jest powstanie działającego prototypu wraz ze specyfikacją techniczną.
 - Badania na zwierzętach oraz badania kliniczne na pacjentach. W celu otrzymania zgody od komisji bioetycznej na realizację badań, spółka przygotowuje niezbędne dokumenty (m.in. protokół badań) oraz harmonogram realizacji badań klinicznych, za które odpowiada podmiot posiadający uprawnienia do prowadzenia badań klinicznych.
- Uzyskanie certyfikatu (np.: CE i FDA) oraz dopuszczenie do sprzedaży. W przypadku pozytywnych wyników badań klinicznych, spółka składa wnioski o wydanie certyfikatu i zgodę na wprowadzenie na rynek urządzenia. Certyfikat CE związany jest ze spełnieniem wymogów Unii Europejskiej w zakresie bezpieczeństwa wyrobu. Rejestracja może nastąpić m.in. w polskim urzędzie rejestracji Produktów Leczniczych, Wyrobów Medycznych i Produktów Biobójczych, w Europejskiej Agencji Leków (EMA) i Amerykańskiej Agencji ds. Żywności i Leków (FDA).
- Osiągnięcie kolejnych etapów rozwoju projektów istotnie wpływa na ich wartość, która rośnie wraz z kolejnymi kamieniami milowymi. Poniższy schemat przedstawia etapy dla urządzeń medtech.

Wzrost wartości projektów medtech w momencie osiągnięcia kamieni milowych projektu.



Źródło: Spółka

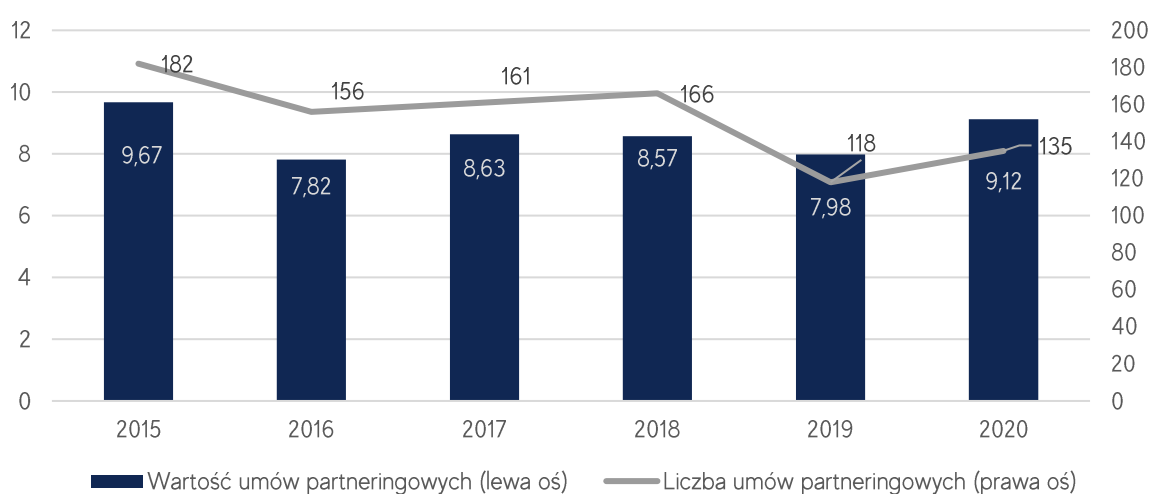
Transakcje na rynku MedTech

Zakładając przyjęty przez Spółkę model komercjalizacji projektów, oparty na otrzymaniu przez Medinice jednorazowej płatności uzależnionej od realizacji postępów w projekcie oraz tantiemy (royalties) ze sprzedaży urządzenia, jednym z kluczowych założeń było ustalenie wysokości stawek wynagrodzenia tantiemowego. W

tym celu dokonano przeglądu transakcji w branży MedTech, bazując na raporcie opracowanym przez TechTransferCentral.

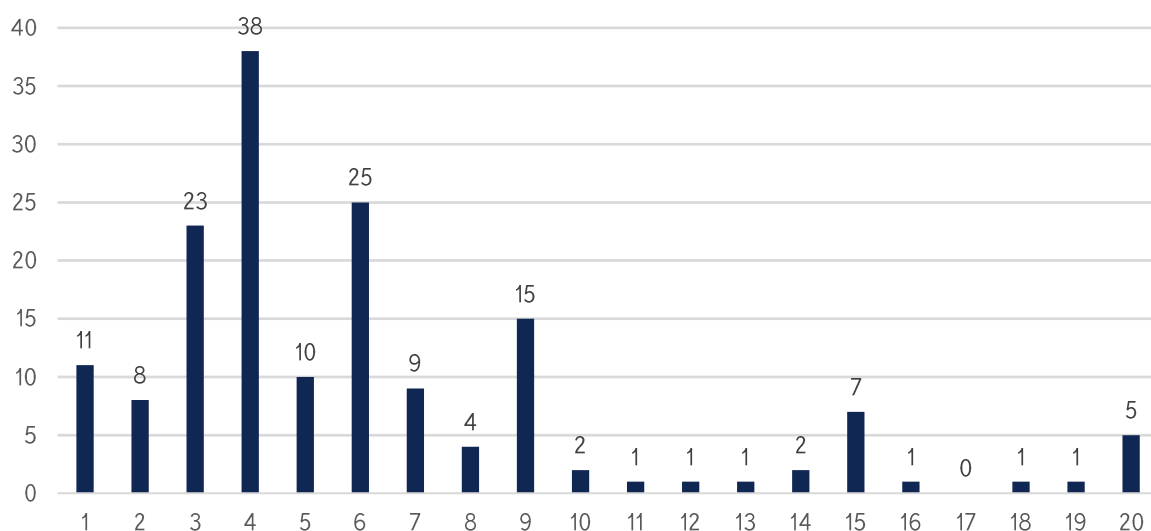
Na przestrzeni ostatniej dekady liczba zawieranych transakcji w branży MedTech utrzymywała się na dość stabilnym poziomie. Wg danych zawartych w raporcie EvaluatePharma, najwięcej wstępnych umów partneringowych o ujawnionej wartości odnotowano w 1Q15, 4Q17 i 4Q18 (odpowiednio 58, 55 i 52). Analiza transakcji zawieranych w okresie 2015–2019 wskazuje na lekki trend spadkowy w obszarze liczby zawieranych umów współpracy. W 2019 r. liczba zawiązanych umów wstępnych wyniosła 118 (vs. 166 w 2018), co oznacza spadek o blisko 30 % r./r. Zmniejszyła się również łączna wartość kontraktów o ponad 13% r./r. (8,48 mld USD w 2018 vs. 7,35 mld USD w 2019). Największą transakcją w ostatnich latach było przejęcie przez światowego lidera w zakresie technologii, usług i rozwiązań medycznych, Medtronic Plc spółki Covidien Plc, która stała się oddziałem zabiegów małoinwazyjnych (Minimally Invasive Therapies Group). Wartość transakcji wyniosła 49,9 mld USD.

Łączna wartość oraz liczba umów partneringowych w segmencie MedTech (latach 2015–2020)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie EvaluatePharma MedTech World Preview 2021

Stawki płatności tantiemowych w branży MedTech w latach 2000–2020 (liczba transakcji)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie Royalty Rates for Medical Devices & Diagnostics 2022; TechTransferCentral.com

Rozpatrując transakcje w branży należy zauważyć, że dominują wynagrodzenia w przedziale 3-6% wartości przychodów generowanych ze sprzedaży danego urządzenia. Dla wysokości osiąganych stawek z tytułu płatności tantiemowych istotne znaczenie ma innowacyjność danego rozwiązania oraz liczba rozwiązań konkurencyjnych. Analizując portfolio Spółki, przyjęto, że największe szanse na uzyskanie wysokiej stawki ma PacePress, stąd przypisanie royalties na poziomie 15%. Dla pozostałych projektów przyjęto niższe poziomy, pomiędzy 5% a 8%.

Tendencje w kluczowych dla Medinice segmentach rynku

Rynek rozruszników serca

Według Amerykańskiego Stowarzyszenia Kardiologów w samych Stanach Zjednoczonych jest ok 6,5 mln osób kwalifikujących się do wszczepienia rozrusznika. Globalnie jest to potencjał na ponad 30 mln operacji, po których potrzebny byłby Pacepress. Ponieważ liczba wszczepień rozruszników serca pokazuje potencjalny popyt na opaskę elektroniczną PacePress, po każdym z takich zabiegów wymagane jest założenie opatrunku uciskowego, który zmniejsza ryzyko powstania krwiaka w loży po implantacji urządzeń wykorzystywanych w elektroterapii serca. Według Zarządu Emitenta szczegółowe dane na temat całkowitego rynku opatrunków specjalistycznych nie istnieją lub nie są dostępne. Zawiera się on w rynku opatrunkowym/rynku rozwiązań do zarządzania ranami. Globalny rynek opatrunków po operacyjnych oceniany jest na ok. 6 mld USD rocznie. Pacepress jest pierwszym na świecie urządzeniem do zapobiegania i niwelowania komplikacji pooperacyjnych, dlatego też wielkość potencjalnego rynku w rozumieniu całościowym wyznaczona została poprzez wartość sprzedaży urządzenia dla każdego zabiegu. Na podstawie niezależnych raportów oraz opinii praktyków stwierdzono, że zasadne jest dalsze tworzenie niniejszego projektu, ze względu na stopień zaawansowania projektu oraz jego realne przewagi konkurencyjne. Rocznie w Europie i USA wykonywanych jest minimum 900 tysięcy zabiegów, po których Pacepress kwalifikuje się do użycia. Zgodnie z przewidywaniami rynek ten będzie rozwijał się stabilnie w długim okresie dzięki starzeniu się społeczeństw, a w konsekwencji ogólnego wzrostu liczby pacjentów leczonych w przychodniach i szpitalach. Wśród czynników stymulujących wzrost wymienia się także wsparcie rządowe w postaci finansowania rozwoju produktów do pielęgnacji ran, zwiększenie populacji chorych na cukrzycę oraz otyłość, które prowadzą do powstawania przewlekłych ran. Zapotrzebowanie na opatrunki specjalistyczne wykorzystywane podczas zabiegów implantacji urządzeń medycznych w elektroterapii serca będzie jednak w głównej mierze generowane przez liczbę podobnych zabiegów.

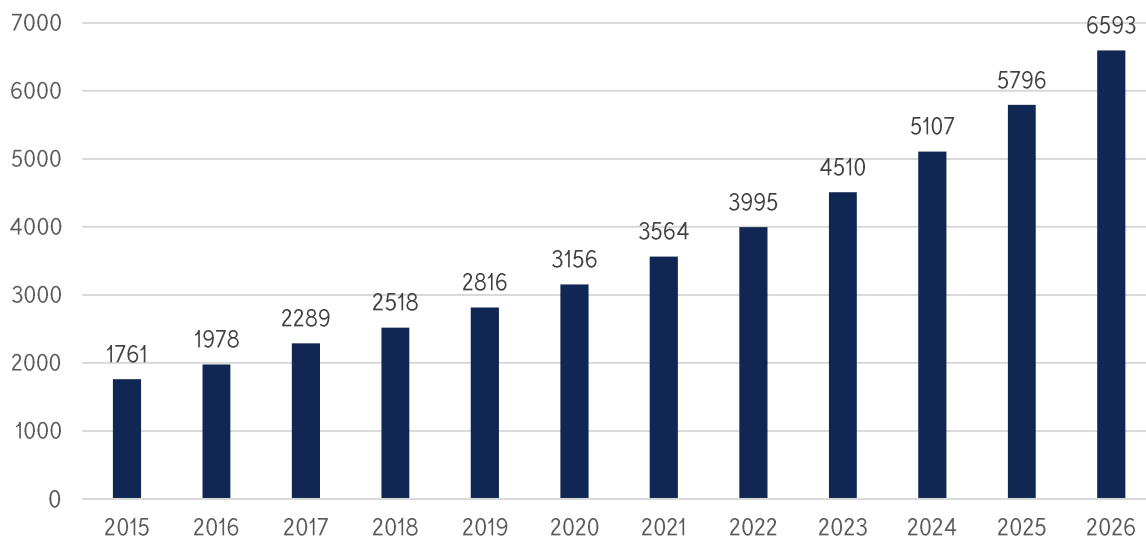
Rynek krioablacji

Analitycy z Citibanku szacują, że rynek ablacji będzie rósł dwucyfrowo. CoolCryo jest oparty o dozowanie najtańszego medium chłodzącego jakim jest ciekły azot, tym samym ma szansę na wyparcie z rynku części urządzeń do innego rodzaju ablacji. Globalny rozmiar podsegmentu urządzeń do krioablacji szacowany jest na 600 milionów USD w 2021 roku, natomiast wartość całego rynku urządzeń do przeprowadzania ablacji to 7,5 miliardów USD rocznie w 2021, z szacowanym wzrostem do 16 miliardów po 2028 roku. Zarząd wierzy, że ciągle zasadne jest tworzenie niniejszego projektu, ze względu na realne przewagi konkurencyjne oraz potencjał komercjalizacji urządzenia. Rocznie na świecie wykonywanych jest minimum 1 milion zabiegów ablacji, co stanowi podstawową wielkość rynku dla CoolCryo. Należy mieć na uwadze, że sprzedawane również będą wielorazowe systemy do obsługi krioaplikatorów, co również będzie źródłem dużego przychodu w pierwszych latach od komercjalizacji.

Rynek ablacji

Globalne przychody ze sprzedaży urządzeń do ablacji od wielu lat znajdują się w stałym trendzie rosnącym. Minimax łączy w sobie dwa podsegmenty rynku urządzeń medycznych, czyli urządzeń do ablacji RF oraz urządzeń do naprowadzania ablacji. Globalny rozmiar podsegmentu urządzeń do ablacji RF szacowany jest na wartość ponad 1 miliard USD w 2021 roku i prognozuje się CAGR 12%. Natomiast wartość podsegmentu rynku odpowiadającego za urządzenia do naprowadzania podczas ablacji serca w 2022 roku wyceniono na ok. 2,1 miliarda dolarów. Spółka uważa, że ciągle zasadne jest tworzenie niniejszego projektu, ze względu na realne przewagi konkurencyjne oraz potencjał komercjalizacji urządzenia. MiniMax pozwoli na przeprowadzenie ablacji przy użyciu mapowania, co w efekcie jest szybszym i bezpieczniejszym rozwiązaniem. W jednej elektrodzie połączonych zostało kilka cech dostępnych zazwyczaj w postaci różnych osobnych elektrod, takich jak elektroda do mapowania 3D EAM (koszt ok 2 tys. USD) i osobnej elektrody do przeprowadzenia ablacji RF (koszt ok 3 tys. USD). Rocznie na świecie wykonywanych jest minimum 1 milion zabiegów ablacji.

Światowy rynek ablacji serca



Źródło: Global Market Insights – rynek ablacji serca

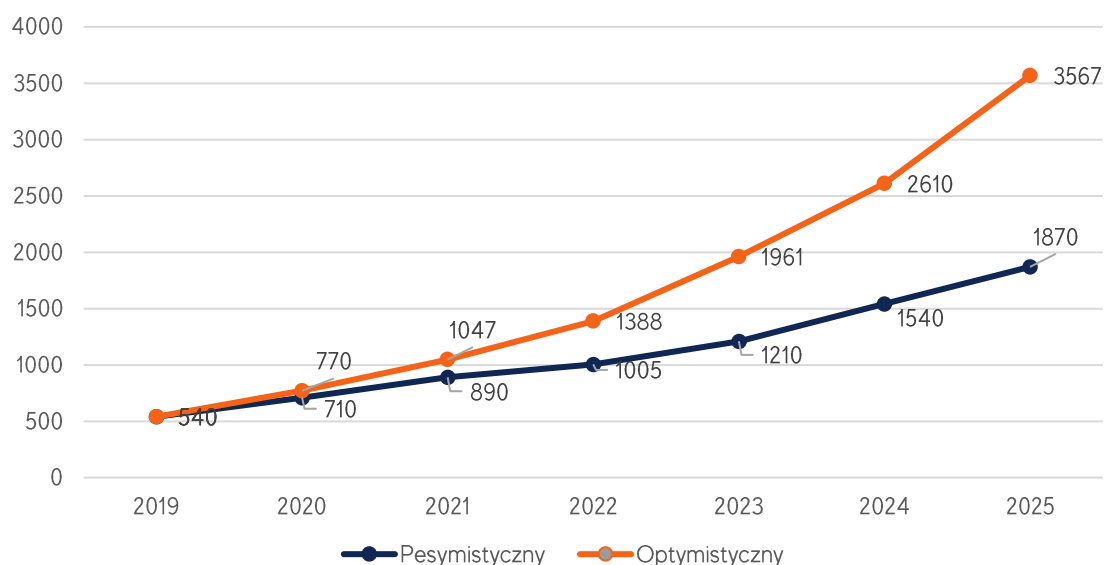
Według Global Market Insights światowy rynek ablacji serca w 2022 r. był warty prawie 4 mld USD. Prognozowany średnioroczny wzrost tego rynku w latach 2020-2026 wyniesie 13,1%. W 2026 r. jego wartość sięgnie blisko 6,6 mld USD.

Rynek biopsji mięśnia sercowego

Globalna sprzedaż urządzeń do biopsji charakteryzuje się dynamicznym wzrostem w ujęciu rocznym (w odróżnieniu do np. rynku defibrylatorów i stymulatorów, która charakteryzuje się tendencją spadkową). Globalny rozmiar podsegmentu urządzeń do przeprowadzania biopsji mięśnia sercowego jest szacowany na wartość 105,2 miliona USD w 2021 roku i prognozuje się, że do 2028 roku osiągnie ponownie skorygowany rozmiar 193,7 miliona USD, przy CAGR 9,0% w okresie prognozy 2022-2028. Najszybciej będzie rozwijał się podsegment urządzeń do biopsji na bazie igieł (needle-based guns, ze średniorocznym wzrostem 8% – jest to podsegment EP BIOPTOM). Jednakże najważniejszym podsegmentem rynku pozostaną urządzenia do naprowadzania biopsji, którego wartość w 2020 roku wyceniono na ok. 607,5 mln dolarów. Innowacyjne urządzenie EP Biotom łączy obydwa powyższe podsegmenty. Spółka stwierdza, że ciągle zasadne jest tworzenie niniejszego projektu, ze względu na realne przewagi konkurencyjne oraz potencjał komercjalizacji urządzenia. EP Biotom pozwoli na przeprowadzenie badań morfologicznych, immunohistologicznych i strukturalnych mięśnia sercowego. W jednej elektrodzie połączonych zostało kilka cech dostępnych zazwyczaj w postaci różnych osobnych elektrod np. elektrody do mapowania 3D – EAM i osobnych szczyptec do wykonania biopsji. Rocznie w Europie lub USA wykonywanych jest ok. 80 tysięcy biopsji mięśnia sercowego.

Rynek zamykania uszka lewego przedsionka

Wartość rynku urządzeń służących do zamykania uszka lewego przedsionka (LAAO) w 2022 roku przekroczyła 1 miliard dolarów. Według raportu Global Market Insights wzrost CAGR w latach 2020- 2026 będzie wynosił około 14% pozwalając osiągnąć w 2026 wartość rynku na średnim poziomie około 2 miliardów dolarów. Według niezależnych opinii głównym powodem spowalniającym rozwój rynku są wysokie koszty produkcji urządzeń do zamykania uszka oraz oprzyrządowania potrzebnego do ich wprowadzania do serca. Na te potrzeby odpowiada projekt Atriclamp.



Źródło: Outlook & Forecast Arizton 2020-2025, LAAO Devices Market 2020-2026 Global Market Insights

Otoczenie konkurencyjne dla Medinice S.A.

- Rynek medtech pozostaje silnie konkurencyjny. Urządzenia medyczne są mniej chronione przed konkurencją niż inne branże, m.in. farmaceutyki. Wyniki prac badawczo rozwojowych (produkty/technologie) charakteryzują się innowacyjnością i mogą być objęte ochroną patentową. Urządzenia konkurencji mogą szybko wejść na rynek przy minimalnych modyfikacjach oryginalnego projektu produktu, zdobywając duże udziały w rynku. Wraz z rosnącymi wydatkami na opiekę zdrowotną i jej cenami, konkurencja cenowa stanowi poważne zagrożenie.
- Wśród dziesięciu największych spółek sektora MedTech, siedem spółek ma siedziby w Stanach Zjednoczonych. Obecnym liderem jest Medtronic, wśród spółek z największym udziałem rynkowym wyróżnić można m.in. Abbott Laboratories, Boston Scientific, Edwards Lifesciences, Terumo, Icu Medical technology, Abiomed. Medtronic w ramach swojej działalności rozwija urządzenia dedykowane różnym obszarom terapeutycznym, m.in. kardiologii, medycyny rekonstrukcyjnej, terapii małoinwazyjnych oraz cukrzycy. W obszarze kardiologii, Medtronic dostarcza na rynek szereg produktów, które przywracają i regulują rytm serca pacjenta, jak również poprawiają czynność serca jako pompy. Należą do nich wszczepialne stymulatory serca, defibrylatory, cewniki do ablacji serca i urządzenia do resynchronizacji serca. Firma sprzedaje również automatyczne defibrylatory zewnętrzne (AED) - które coraz częściej spotyka się w miejscach publicznych. Medtronic opracował pierwszą w branży medycznej sieć opartą na Internecie, która umożliwia lekarzom zdalne opiekowanie się pacjentami posiadającymi urządzenia wspomagające pracę serca.
- Abbott Laboratories oferuje produkty z zakresu diagnostyki, rozwiązań dedykowanych układowi sercowo-naczyniowemu oraz opiece diabetologicznej. W obszarze kardiologii, Abbott oferuje m.in. cewniki do ablacji serca oraz rozruszniki.
- Boston Scientific Corporation działa w obszarze badań nad rozwojem, produkcji oraz sprzedaży aparatury medycznej wykorzystywanej w medycynie interwencyjnej, w tym kardiologii, neuromodulacji, elektrofizjologii, kardiologii, angioplastyce, endoskopii, onkologii, urologii oraz ginekologii. Koncern jest znany z badań nad rozwojem stentów będących jednocześnie nośnikiem leków, stosowanych podczas zabiegu angioplastyki w leczeniu zwężonych w wyniku choroby (najczęściej miażdżycy) naczyń krwionośnych.
- Edwards Lifesciences specjalizuje się w opracowywaniu sztucznych zastawek serca i rozwiązań hemodynamicznego monitoringu. Produkty Spółki są podzielone na cztery obszary: technologie zastawek chirurgicznych, zastawki przezcewnikowe serca (THV), terapie przezcewnikowe zastawki mitralnej i trójdzielnej (TMTT) oraz terapie krytyczne.
- W obszarze rozwiązań opracowywanych przez Medinice, główne projekty podlegają ochronie patentowej co przekłada się na znaczne zminimalizowanie potencjalnych projektów konkurencyjnych. W projektach MiniMax, PacePress oraz CathAIO na światowym rynku MedTech nie zidentyfikowaliśmy bezpośrednich projektów konkurencyjnych. Dla projektu CoolCryo, obecnie na rynku dostępne są rozwiązania, które mogą być

potencjalnymi rozwiązaniami konkurencyjnymi - CoolLoop Afreeze oraz CryoCath Medtronic. Urządzenie CoolLoop oferuje możliwość przeprowadzenia procesu krioablacji w temperaturze -85°C , podczas gdy CryoCath oferuje możliwość chłodzenia poniżej -80°C . Wymienione urządzenia wykorzystują do procesu chłodzenia argon lub podtlenek azotu, których koszt zakupu jest wysoki. W porównaniu do tych urządzeń, CoolCryo oferuje możliwość zrealizowania zabiegu w temperaturze ok. -160°C , co może przełożyć się na większą skuteczność procesu ablacji i większe bezpieczeństwo dla pacjenta.

- Spółka nawiązała relacje z wiodącymi globalnymi producentami i dystrybutorami produktów medycznych – pozostaje we współpracy z przedstawicielami takich kluczowych podmiotów jak Medtronic, Atricure, Abbott Laboratories czy Boston Scientific. Współpraca z wiodącymi spółkami z branży może wpłynąć na minimalizację ryzyka konkurencji oraz umożliwić wprowadzenie rozwijanych produktów na rynek międzynarodowy.

3. Wybrane dane i prognozy finansowe

W ramach sporządzonej na potrzeby raportu wyceny, przygotowano prognozy sprawozdania finansowego Spółki. Poniżej zamieszczono prognozowany bilans oraz rachunek zysków i strat.

AKTYWA (tys. PLN)	2021	2022	HY 2023	2023P	2024P
A. AKTYWA TRWAŁE	16 251	19 849	21 698	21 708	20 881
I. Wartości niematerialne i prawne	10 489	13 218	15 881	15 881	15 881
II. Rzeczowe aktywa trwałe	532	831	827	827	0
III. Należności długoterminowe	0	0	0	0	0
IV. Inwestycje długoterminowe	0	0	0	0	0
V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	5 230	5 800	4 990	5 000	5 000
B. AKTYWA OBROTOWE	32 864	22 140	18 916	15 080	43 983
I. Zapasy	5	13	13	13	13
II. Należności krótkoterminowe	918	732	557	1 341	1 341
III. Inwestycje krótkoterminowe	31 941	21 169	17 293	13 500	42 403
IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0	226	1 053	226	226
C. Należne wpłaty na kapitał (fundusz) podstawowy	0	0	0	0	0
D. Udziały (akcje) własne	0	0	0	0	0
AKTYWA RAZEM	49 115	41 989	40 614	36 788	64 864

PASYWA (tys. PLN)	2021	2022	HY 2023	2023P	2024P
A. KAPITAŁ (FUNDUSZ) WŁASNY	40 512	37 334	35 640	36 138	64 214
I. Kapitał (fundusz) podstawowy	619	627	646	627	627
II. Kapitał (fundusz) zapasowy, w tym:	47 420	47 420	47 420	28 887	46 587
III. Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny, w tym:	0	0	0		
IV. Pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe, w tym:	3 608	5 140	6 107	6 624	
V. Zysk (strata) z lat ubiegłych	-11 135	-15 853	-18 533		
VI. Zysk (strata) netto	0	0	0	0	18 819
VII. Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego (-)	0	0	0	0	0
B. ZOBOWIĄZANIA I REZERWY NA ZOBOWIĄZANIA	8 603	4 655	4 974	650	650
I. Rezerwy na zobowiązania	8	3	3	0	0
II. Zobowiązania długoterminowe	272	288	349	0	0
III. Zobowiązania krótkoterminowe	1 161	897	628	650	650
IV. Rozliczenia międzyokresowe	7 162	3 467	3 994	0	0
PASYWA RAZEM	49 115	41 989	40 614	36 788	64 864

Źródło: Opracowanie własne Domu Maklerskiego INC S.A.

RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT (tys., PLN)	2021	2022	HY 2023	2023P	2024P
A. PRZYCHODY NETTO ZE SPRZEDAŻY I ZRÓWNANE Z NIMI	285	246	122	400	32 600
I. Przychody netto ze sprzedaży produktów	285	246	122	400	32 600
IV. Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów	0	0		0	0
B. KOSZTY DZIAŁALNOŚCI OPERACYJNEJ	3 785	4 883	3 131	6 100	9 367
C. ZYSK (STRATA) ZE SPRZEDAŻY	-3 500	-4 637	-3 009	-5 700	23 233
D. Pozostałe przychody operacyjne	215			0	0
E. Pozostałe koszty operacyjne		362		0	0
F. ZYSK (STRATA) Z DZIAŁALNOŚCI OPERACYJNEJ	-3 285	-4 999	-3 009	-5 700	23 233
G. Przychody finansowe	903	415	567	0	0
H. Koszty finansowe	494	341	238	0	0
I. ZYSK (STRATA) BRUTTO	-2 876	-4 925	-2 680	-5 700	23 233
J. Podatek dochodowy	10	0	0	-1 083	4 414
Pozostałe obowiązkowe zmniejszenia zysku	-3	0	0		
K. Zysk/strata mniejszości	0	0	0	0	0
L. ZYSK (STRATA) NETTO	-2 883	-4 925	-2 680	-4 617	18 819

Źródło: Opracowanie własne Domu Maklerskiego INC S.A.

3.1. Wybrane czynniki ryzyka

Ryzyko związane z brakiem komercjalizacji projektów

Medinice rozwija projekty, które w opinii zarządu Spółki są atrakcyjne rynkowo i innowacyjne. Istnieje ryzyko, że skończony produkt nie spełni wymagań rynku i potencjalnych nabywców oraz nie dojdzie do transakcji sprzedaży. Średnioterminowa strategia Medinice opiera się na komercjalizacji 5 produktów i brak sprzedaży, któregośkolwiek z nich negatywnie wpłynie na przyszłą sytuację finansową Spółki.

Opóźnienia w dostawach materiałów skutkujące wydłużeniem produkcji prototypów

Spółka prowadząc prace badawczo-rozwojowe jest mocno uzależniona od partnerów biznesowych i badawczych. Jakiegokolwiek opóźnienia (np. w dostawie odpowiednich komponentów), trudności ze strony tych podmiotów mogą mieć znaczące skutki dla działalności Medinice ze względu na brak możliwości szybkiego znalezienia innego podmiotu i rozpoczęcia z nim współpracy.

Nierozwiązanie wyzwań technicznych w prowadzonych projektach

Na etapie realizacji każdego z etapów projektowych tj. opracowanie działającego prototypu rozwiązania, przeprowadzenie badań przedklinicznych i klinicznych istnieje szereg problemów do rozwiązania i wynikających z nich ryzyk (np. brak możliwości opracowania działającego prototypu rozwiązania, brak pozytywnych wyników badań wskazujących na bezpieczeństwo i skuteczność danej technologii) uniemożliwiających osiągnięcie w założonym czasie kamieni milowych. Tym samym może to opóźnić lub zahamować dynamiczny rozwój prowadzonych projektów, a tym samym realizację strategii Spółki.

Opóźnienia projektowe wynikające z braku wyłonienia podwykonawców produkujących prototypy

Medinice ze względu na swój model biznesowy nie zajmuje się samodzielną produkcją, dystrybucją oraz prototypowaniem urządzeń. Z tego powodu jest zależny od współpracy z podwykonawcami. Brak wyłonienia w zakładanym terminie podwykonawcy w znaczący sposób utrudni dalszy rozwój projektów i osiągnięcie kolejnych kamieni milowych co może przełożyć się na opóźnienia w realizacji projektów.

Opóźnienia projektowe wynikające z niedotrzymaniem uzgodnionych terminów przez kluczowych podwykonawców

Spółka w istotnym stopniu polega na efektach prac podwykonawców. Przy wyborze podwykonawców Medinice kieruje wdrożonymi procedurami jakościowymi w celu zachowania należytej staranności i minimalizacji ryzyka niewykonania umowy. W przypadku zmaterializowania się ryzyk operacyjnych u kluczowego podwykonawcy Spółka może nie być w stanie przenieść zadań projektowych do alternatywnego podwykonawcy bez wpływu na wydłużenie harmonogramu projektu. Emitent ze względu na rodzaj prowadzonej działalności w okresie rozwijania wynalazków ponosi znaczne wydatki związane z prowadzeniem prac badawczo-rozwojowych w prowadzonych projektach. W czasie prac badawczo-rozwojowych wynalazek nie generuje przychodów ze sprzedaży. Istnieje ryzyko niedoszacowania kosztów projektowych, co może wpłynąć na przekroczenie zakładanego budżetu oraz z braku środków finansowych, wpłynąć na opóźnienia, a nawet niedokończenie danych projektów.

Ryzyko związane z utratą kluczowych członków organu zarządzającego oraz kadry kierowniczej wyższego szczebla

Działalność i zaangażowanie członków organu zarządzającego oraz kadry kierowniczej wyższego szczebla ma istotne znaczenie dla bieżącego funkcjonowania Spółki i realizacji jej strategii rozwoju. Realizacja zamierzonych celów biznesowych oraz umocnienie pozycji Medinice na rynku uzależnione jest od obecności w zespole zarządzającym oraz w kadrze kierowniczej wyższego szczebla osób posiadających wysokie kwalifikacje oraz wiedzę w zakresie prowadzonej działalności. Ewentualna rezygnacja któregośkolwiek z kluczowych członków organu zarządzającego oraz kadry kierowniczej wyższego szczebla Emitenta mogłaby mieć przejściowo niekorzystny wpływ na bieżącą działalność i realizację strategicznego celu Medinice.

Ryzyko związane z dostępem do finansowania oraz z możliwością utraty płynności finansowej

Obecnie Spółka nie generuje znaczących regularnych przychodów ze sprzedaży przez co jej bieżące funkcjonowanie i rozwój nowych produktów jest uzależnione przede wszystkim od finansowania pozyskanego od inwestorów i dotacji. Sukcesywne poszerzanie portfolio o nowe technologie medyczne jest jednym z trzech celów strategicznych. Jednym z dwóch źródeł pozyskiwania projektów są projekty własne kreowane przez członków Rady Naukowej Emitenta, w której zasiadają praktykujący lekarze. Istnieje ryzyko, że członkowie Rady

Naukowej Emitenta zrezygnują z członkostwa, co spowoduje spadek lub całkowity brak możliwości kreowania pomysłów i projektów, które mogłyby poszerzać portfolio o nowe technologie medyczne. Drugim źródłem pozyskiwania projektów są projekty od zewnętrznych pomysłodawców. Istnieje ryzyko, że Medinice nie będzie mogła pozyskiwać projektów od zewnętrznych pomysłodawców ze względu na potencjalny brak atrakcyjnych do rozwoju i komercjalizacji projektów lub brak wystarczających środków finansowych umożliwiających przejęcie projektów od zewnętrznych pomysłodawców.

Ryzyko walutowe dotyczące wahania kursu złotego w stosunku do EUR i USD

Koszty zewnętrznych zleceń i usług badawczo-rozwojowych np. produkcja elektrod MiniMax czy EP Biotom oraz dostawy materiałów, które wykonywane są przez zagranicznych kontrahentów w dużej części są denominowane w walutach obcych. Grupa kupuje waluty na rynku SPOT w momencie zapłaty za usługę i osłabienie PLN w stosunku do walut obcych może spowodować przekroczenie zakładanych budżetów projektowych.

Ryzyko związane ze strukturą akcjonariatu

Większość akcji Emitenta na datę sporządzenia Raportu Roczego posiadanych jest przez pięciu głównych akcjonariuszy, tj. pana Sanjeeva Choudhary, pana Piotra Suwalskiego, pana Sebastiana Steca, Fundusze Esaliens TFI oraz Fundusze Nationale-Nederlanden PTE S.A. Akcjonariusze posiadający znaczne pakiety akcji mogą zawierać porozumienia dotyczące nabywania lub obejmowania akcji Emitenta, zgodnego głosowania na walnym zgromadzeniu lub prowadzenia trwałej polityki wobec Emitenta. Zawarcie porozumienia przez akcjonariuszy może skutkować koncentracją akcji Emitenta, zapewniającą tym akcjonariuszom możliwość wywierania znaczącego wpływu na działalność Emitenta. Wówczas wpływ na sposób zarządzania i funkcjonowanie Spółki przez akcjonariuszy mniejszościowych zostanie znacznie ograniczony.

4. Zastrzeżenia prawne

INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

Niniejszy raport (dalej również: opracowanie, dokument, analiza, materiał analityczny) został przygotowany na zlecenie Emitenta, w związku z czym nie został przygotowany zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność badań inwestycyjnych i że nie podlega żadnym zakazom w zakresie rozpowszechniania badań inwestycyjnych.

Niniejszy raport stanowi publikację handlową w rozumieniu art. 36 ust. 2 Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Dokument może być przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych Domu Maklerskiego INC S.A., jak również innych klientów Domu Maklerskiego INC S.A. upoważnionych do otrzymywania raportów analitycznych w oparciu o zawarte umowy. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci Domu Maklerskiego INC S.A.

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez Dom Maklerski INC S.A. Raport będzie publikowany na stronie internetowej Domu Maklerskiego INC S.A. oraz przekazywany indywidualnie do jego klientów.

Data sporządzenia materiału: 18 października 2023 r.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom Domu Maklerskiego INC S.A.: 18 października 2023 r. (8:30 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 18 października 2023 r. (8:30 CEST).

Od momentu publikacji majątkowe prawa autorskie do niniejszego raportu przysługują Domowi Maklerskiemu INC S.A.

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a Dom Maklerski INC S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w raporcie lub jakichkolwiek elementów raportu. Opracowanie nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Raport, ani żadna jego kopia, nie mogą być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji raportu na stronach internetowych Emitenta, Domu Maklerskiego INC S.A. lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego Dom Maklerski INC S.A. nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. Dom Maklerski INC S.A. nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora. Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obarczona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie, ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Ostateczna decyzja w zakresie dokonania określonych transakcji / inwestycji w oparciu o raport, w szczególności nabycia lub zbycia instrumentu finansowego lub powstrzymania się od dokonania takich transakcji / inwestycji, należy wyłącznie do inwestora.

W opinii Domu Maklerskiego INC S.A., niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski INC S.A. uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. Dom Maklerski INC S.A. nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Dom Maklerski INC S.A. bez uzgodnień ze spółkami

ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. Dom Maklerski INC S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą. Tym samym w opinii Domu Maklerskiego INC S.A. niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. Dom Maklerski INC S.A. nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. Dom Maklerski INC S.A. nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez Dom Maklerski INC S.A. Dom Maklerski INC S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych raportów w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu informacyjnego GPW lub innych serwisów. Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Raporty analityczne wydawane przez Dom Maklerski INC S.A. obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez Dom Maklerski INC S.A. raportów analitycznych (rekomedacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Sprawozdanie z wykazem rekomendacji o charakterze ogólnym opublikowanych w okresie nie krótszym niż ostatnie dwanaście miesięcy” zawierającym m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych. Przedmiotowe sprawozdanie znajduje się w serwisie informacyjnym Domu Maklerskiego INC S.A.: <https://dminc.pl>

DODATKOWE INFORMACJE, KTÓRE MOGĄ WPŁYWAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ SPORZĄDZONEGO MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

Raport został sporządzony przez Dom Maklerski INC S.A. na zlecenie Emitenta.

Raport przed publikacją został ujawniony Emitentowi w celu sprawdzenia zgodności ze zobowiązaniami prawnymi i został zmieniony w zakresie założeń dotyczących wielkości rynku oraz wartości kwot płatności z tytułu umów partneringowych.

Dom Maklerski INC S.A. otrzymał od Emitenta wynagrodzenie stałe z tytułu sporządzenia niniejszego raportu, określone w umowie dotyczącej sporządzenia raportu analitycznego. Analityk nie jest stroną jakiegokolwiek umowy zawartej z Emitentem i nie otrzymuje wynagrodzenia od Emitenta. Wynagrodzenie przysługujące Analitykowi z tytułu sporządzenia raportu należne od Domu Maklerskiego INC S.A. nie jest bezpośrednio powiązane z transakcjami dotyczącymi usług maklerskich świadczonych przez Dom Maklerski INC S.A. na rzecz Emitenta.

Nie można wykluczyć, że wynagrodzenie, które może przysługiwać w przyszłości Analitykowi od Domu Maklerskiego INC S.A. z innego tytułu, może być w sposób pośredni uzależnione od wyników finansowych Domu Maklerskiego INC S.A., w tym z uzyskiwanych w ramach transakcji dotyczących instrumentów finansowych Emitenta.

Emitent nie był dotychczas klientem domu maklerskiego. Dom Maklerski INC S.A., aby zapobiec konfliktom interesów lub nimi zarządzić wyznaczył bariery organizacyjne wymagane z punktu widzenia prawnego i nadzorczego, których przestrzeganie jest monitorowane przez Inspektora Nadzoru. Podstawowym dokumentem regulującym zarządzanie potencjalnym konfliktem interesu w Domu Maklerskim INC S.A. jest „Regulamin zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim INC S.A.". Dom Maklerski INC S.A. stosuje wypracowane mechanizmy, aby konflikty interesów były zarządzane przez bariery prawne oraz administracyjne mające na celu ograniczenie przepływu informacji pomiędzy jednostkami organizacyjnymi / poszczególnymi osobami zatrudnionymi w Domu Maklerskim INC S.A. lub innymi osobami. W szczególności struktura organizacyjna Domu Maklerskiego INC S.A. zapewnia organizacyjne oddzielenie od siebie Analityków od osób (zespołów) wykonujących czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów oraz zapobiega powstawaniu konfliktów interesów, a w przypadku powstania takiego konfliktu umożliwia ochronę interesów Klienta przed szkodliwym wpływem tego konfliktu. Dom Maklerski INC S.A. dba o to, by nie istniała możliwość wywierania przez osoby trzecie jakiegokolwiek niekorzystnego wpływu na sposób wykonywania pracy przez Analityków. Dom Maklerski INC S.A. dba o to, by nie istniały żadne powiązania pomiędzy wysokością wynagrodzeń pracowników jednej jednostki organizacyjnej oraz wysokością wynagrodzeń pracowników innej jednostki organizacyjnej lub wysokością przychodów osiągniętych przez tę inną jednostkę organizacyjną, jeżeli jednostki te wykonują czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe. Jednocześnie Zarząd Domu Maklerskiego INC S.A. ma prawo przyznać analitykowi wynagrodzenie premiowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez Dom Maklerski INC S.A., jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, które były lub mogły być uzyskiwane przez Dom Maklerski INC S.A.

Dom Maklerski INC S.A. posiada wdrożony Regulamin świadczenia usługi sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych w Domu Maklerskim INC S.A. DM INC ujawnia w treści sporządzanych raportów wszelkie powiązania i okoliczności, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzanych raportów.

Zakazane jest przyjmowanie przez Dom Maklerski INC S.A. lub Analityka korzyści materialnych lub niematerialnych (innych niż wynagrodzenie za sporządzenie raportu analitycznego) od podmiotów posiadających istotny interes w treści raportu, czy też proponowanie Emitentowi przez Dom Maklerski INC S.A. lub Analityka treści korzystnej dla tego Emitenta. Zakazane jest udostępnianie Emitentowi lub innym osobom niż Analitycy, raportu zawierającego treść zalecenia lub cenę docelową przed rozpoczęciem jego dystrybucji, w celach innych niż weryfikacja zgodności działania Domu Maklerskiego INC S.A. z jego zobowiązaniami prawnymi.

Dom Maklerski INC S.A. nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy Domu Maklerskiego INC S.A. lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac analitycznych (rozpoczęcia stałego monitoringu analitycznego przez analityka) są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Działu Doradztwa Inwestycyjnego i Analiz.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy Domem Maklerskim INC S.A. a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomym, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zająć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że Dom Maklerski INC S.A. może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Dom Maklerski INC S.A. jest nadzorowany przez Komisję Nadzoru Finansowego.

Rozpowszechnianie lub powielanie raportu (w całości lub w jakiegokolwiek części) bez pisemnej zgody Domu Maklerskiego INC S.A. jest zabronione.

WYKAZ STOSOWANYCH SKRÓTÓW ORAZ POJĘĆ:

Rotacja należności w dniach – Pokazuje, średnio po ilu dniach środki pieniężne z tytułu należności trafiają do firmy, liczona według formuły 365/ (przychody ze sprzedaży/ średni stan należności w danym okresie).

Rotacja zapasów w dniach – Pokazuje, średnio po ilu dniach zapasy są sprzedawane i odnawiane, liczona według formuły 365/ (koszt sprzedanych towarów/ średni stan zapasów w danym okresie).

Rotacja zobowiązań handlowych w dniach – Pokazuje liczoną w dniach średnią szybkość regulacji zobowiązań handlowych, liczona jest według formuły 365/ (koszt wytworzenia sprzedaży/ średni stan zobowiązań handlowych w danym okresie).

Płynność bieżąca – Pokazuje, w jakim stopniu możliwa jest ewentualna spłata zobowiązań krótkoterminowych poprzez zamianę na gotówkę majątku obrotowego, liczona jest jako stosunek aktywów obrotowych pomniejszonych o krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe do zobowiązań krótkoterminowych.

Płynność szybka – Pokazuje zdolność do zapłaty zobowiązań krótkoterminowych poprzez zamianę na gotówkę najbardziej płynnych składników aktywów obrotowych, liczona jako stosunek aktywów obrotowych pomniejszonych o zapasy i krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe do zobowiązań krótkoterminowych.

Wskaźnik pokrycia odsetek – Pokazuje stopień zabezpieczenia obsługi długu, liczony jako stosunek zysku z działalności gospodarczej powiększonego o odsetki do wartości odsetek.

Marża brutto na sprzedaży – Procentowy stosunek zysku brutto ze sprzedaży do wartości przychodów ze sprzedaży.

EBIT – wynik na działalności operacyjnej

EBITDA – wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację

Spółka, Emitent – Plot Twist S.A. z siedzibą w Krakowie

Dług netto – zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty

WACC – średni ważony koszt kapitału

CAGR – średnioroczny wzrost

Marża EBITDA – Procentowy stosunek zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację do wartości przychodów ze sprzedaży.

Marża EBIT – Procentowy stosunek zysku operacyjnego do wartości przychodów ze sprzedaży. Marża zysku przed opodatkowaniem – Procentowy stosunek zysku przed opodatkowaniem do wartości przychodów ze sprzedaży.

ROS – Procentowy stosunek zysku netto do wartości przychodów ze sprzedaży.

ROE – Procentowy stosunek zysku netto do wartości kapitału własnego przedsiębiorstwa na koniec danego okresu.

ROA – Procentowy stosunek zysku netto do wartości aktywów przedsiębiorstwa na koniec danego okresu.

ROIC – Procentowy stosunek wyniku na działalności operacyjnego do zainwestowanego kapitału

IC – Suma kapitału własnego i kapitału obcego (oprocentowanego)

EV – Wielkość przybliżająca teoretyczny koszt przejęcia przedsiębiorstwa, liczona jako kapitalizacja spółki powiększona o oprocentowane zobowiązania i pomniejszona o gotówkę i jej odpowiedniki (np.: krótkoterminowe płynne papiery dłużne).

EPS – Zysk netto przypadający na jedną akcję wyemitowaną przez spółkę.

DPS – Wysokość dywidendy przypadającej na 1 akcję.

CE – Zysk netto powiększony o wartość amortyzacji.

CEPS – Zysk netto powiększony o wartość amortyzacji przypadający na 1 akcję.

EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży

EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację

P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej

MC/S – stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży

P/E – stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto

P/BV – stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej

P/CE – wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję

Stopa dywidendy brutto – Procentowy stosunek wartości dywidendy przed potrąceniem podatku do bieżącej ceny akcji.

Sprzedaż kasowa – sprzedaż liczona kasowo. Wartość sprzedaży wynikająca ze sprawozdań finansowych za dany okres (ujęta memoriałowo), liczona jako wartość memoriałowa sprzedaży skorygowana o zmianę stanu należności handlowych.

Kasowe koszty operacyjne – Koszty operacyjne ujęte kasowo. Koszty operacyjne ujęte memoriałowo skorygowane odpowiednio o zmianę stanu zapasów, zmianę stanu zobowiązań handlowych, amortyzację, zapłacony podatek i zmianę podatków odroczonech.

SILNE I SŁABE STRONY METOD WYCENY STOSOWANYCH PRZEZ NAS W RAPORCIE:

Metoda DCF (ang. discounted cash flow) – uważana jest za najbardziej właściwą metodologicznie technikę wyceny i polega na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez oceniany podmiot. Silne strony tej metody to uwzględnienie wszystkich strumieni gotówki, jakie wpływają i wypływają ze spółki oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami metody wyceny DCF są: duża ilość założeń i parametrów, które trzeba oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych czynników. Odmianą tej metody jest metoda zdyskontowanych dywidend.

Metoda porównawcza – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży, w której działa oceniany podmiot. Metoda ta bardzo dobrze odzwierciedla bieżący stan rynku, wymaga mniejszej liczby założeń oraz jest prostsza w zastosowaniu (stosunkowo duża dostępność wskaźników dla podmiotów porównywanych). Do jej wad można zaliczyć dużą zmienność związaną z wahaniami cen i indeksów giełdowych (w przypadku porównywania do spółek giełdowych), subiektywizm w doborze grupy porównywalnych firm oraz uproszczenie obrazu spółki prowadzące do pominięcia pewnych istotnych parametrów (np. tempo wzrostu, corporate governance, aktywa pozaoperacyjne, różnice w standardach rachunkowości).

WYKAZ ANALIZ LUB REKOMENDACJI WYDANYCH W CIAGU OSTATNICH 12 MIESIĘCY:

<i>Spółka</i>	<i>Rekomendacja/ Analiza</i>	<i>Cena docelowa</i>	<i>Cena przy wydaniu</i>	<i>Typ rekomendacji</i>	<i>Data wydania</i>	<i>Sporządził</i>
=	=	=	=	=	=	=

OPIS STANOWISK:

Dom Maklerski INC S.A.

ul. Arcybiskupa Antoniego Baraniaka 6, 61- 131 Poznań

tel.: 61 845 50 00

biuro@dminc.pl

DZIAŁ DORADZTWA INWESTYCYJNEGO I ANALIZ

Dr hab. Paweł Śliwiński, prof. nadzw. UEP

Prezes Zarządu, Dyrektor Działu Doradztwa Inwestycyjnego i Analiz

Doradca Inwestycyjny, Makler Papierów Wartościowych

Pawel.Sliwinski@dminc.pl

Adrian Przymuszała

Makler Papierów Wartościowych

Adrian.Przymuszała@dminc.pl

dr Albert Trąpczyński

Makler Papierów Wartościowych

Albert.Trapczynski@dminc.pl

Spółka:

Medinice S.A.
Ul. Hankiewiczza 2
02-103 Warszawa
KRS: 0000443282
www.medinice.pl

Firma Inwestycyjna:

Dom Maklerski INC S.A.
Ul. Abpa A. Baraniaka 6
61-131 Poznań
KRS: 0000371004
www.dminc.pl

