

20 luty 2013

Europa | Polska | Biotechnologia

DR. KALLIWODA
RESEARCH GmbH

Initiating Coverage

KUPUJ

PT: PLN 18,15

Najważniejsze dane

Branża:	Biotechnologia
Kraj:	Polska
ISIN:	PLPHRMN00011
Reuters:	PHR.WA
Bloomberg:	PHR PW
Strona internetowa:	pharmena.com.pl

Cena:	7,45
	Maks Min
Cena 52 tyg.:	22,02 6,05
Kapitalizacja (PLN mln)	52,42
Liczba akcji (mln)	7,04

Akcjonariat

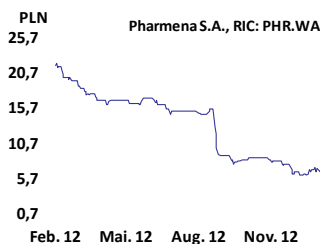
Grupa Pelion S.A.	45,83%
Jerzy Gębicki	15,60%
Konrad Palka	10,66%
Anna Sysa-Jedrzejowska	6,42%
Master Farm Sp. z o.o	5,21%
Pozostali akcjonariusze	16,28%

Stopa zwrotu

4 tygodni	11,34%
13 tygodni	-6,63%
26 tygodni	-49,73%
52 tygodni	-66,26%
YTD	19,36%

Dywidenda

	PLN	in %
2008	0,06	0,81%
2009	0,05	0,60%
2010	0,01	0,13%
2011	0,05	0,62%



Analizy

Adrian Kowollik
Email: ak@kalliwoda.com

Dr. Norbert Kalliwoda
Email: nk@kalliwoda.com

Pharmena S.A.

Rynek nie uwzględnia potencjału leku 1-MNA

- Pharmena S.A. jest polską spółką, która powstała w celu komercjalizacji odkrycia przez naukowców Politechniki Łódzkiej i Uniwersytetu Medycznego w Łodzi substancji czynnej 1-MNA. Od 2003 roku Spółka wprowadziła na rynek 34 dermokosmetyki przeciw nadmiernemu wypadaniu włosów, łupieżowi oraz wrażliwej skórze. W tym czasie osiągnęła drugą pozycję w segmencie Hair Care w Polsce. Na wszystkie produkty, które opierają się na 1-MNA, Pharmena S.A. posiada ochronę patentową w Europie, Ameryce Północnej i Azji do min. 2020 roku.
- Od 2007 roku Pharmena S.A. prowadzi badania nad lekiem przeciwmiażdżycowym 1-MNA. Lek ten znajduje się w fazie II badań i naszym zdaniem zostanie wprowadzony na rynek za około 5 lat. Według PhARMA globalny rynek chorób krążenia, w szczególności dyslipidemii, jest obecnie wart USD 42 mld. Ze względu na brak skutków ubocznych i fakt, iż wszystkie konkurencyjne leki tracą ochronę patentową najpóźniej w 2016 roku, lek Pharmeny S.A. posiada ogromny potencjał rynkowy.
- W roku 2012 skonsolidowane przychody Grupy Pharmena osiągnęły wartość PLN 9,1 mln (+23,4%). Znaczny wzrost r/r wynikał z poszerzenia oferty asortymentowej oraz działań promocyjnych. Na poziomie skonsolidowanego EBIT (PLN -3,1 mln) i wyniku netto (PLN -4,1 mln), które uwzględniają spółkę zależną Cortria Corporation w USA, Grupa odnotowała stratę, działalność Pharmeny związana ze sprzedażą dermokosmetyków i suplementów diety wygenerowała jednak marżę EBIT >18%. Mimo straty netto pozycja gotówkowa Grupy zwiększyła się z PLN 3 mln pod koniec 2011 roku do PLN 3,2 mln, co wynikało z emisji akcji serii C w październiku wartej PLN 4,9 mln netto. Pod koniec 2012 roku bilans Grupy Pharmena nie wykazywał żadnego długu odsetkowego.
- Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla Pharmeny S.A. z 12-miesięczną ceną docelową PLN 18,15 i zaleceniem KUPUJ. Nasza wycena stanowi średnią ważoną metody Sum-of-the-Parts (70%) oraz grupy porównawczej (30%). Uważamy, iż obecna wycena rynkowa Spółki w ogóle nie uwzględnia wartości leku 1-MNA.

PLN mln	2009 (jedn.)	2010 (jedn.)	2011 (jedn.)	2012 (skons. niezau.)	2013E (skons.)	2014E (skons.)
Przychody netto	6,38	7,70	8,78	9,13	12,03	18,74
EBITDA	0,65	0,05	0,82	-2,92	-9,70	-2,85
EBIT	0,52	-0,07	0,69	-3,05	-9,87	-3,11
Zysk netto	0,77	0,12	0,61	-4,13	-8,44	-2,95
EPS	0,12	0,02	0,10	-0,59	-0,96	-0,34
Tangible BVPS	2,58	2,54	2,63	1,27	1,56	1,22
RoE	4,83%	0,77%	3,76%	-32,55%	-74,52%	-24,12%
Marża EBIT	8,22 %	-0,87 %	7,92 %	-33,36 %	-82,00 %	-16,60 %
C/Z	60,39	376,58	76,51	neg	neg	neg
P/Tangible BVPS	2,88	2,93	2,83	5,86	4,78	6,09
EV/EBITDA	92,41	1131,67	73,31	neg	neg	neg

Spis treści

1	Profil spółki.....	3
2	Analiza SWOT.....	3
3	Wycena.....	4
4	Wyniki za rok obrotowy 2012 i prognoza	6
5	Model biznesowy	9
6	Analiza rynku	14
7	Władze spółki.....	17
8	Rachunek zysków i strat	18
9	Bilans	19
10	Rachunek przepływów pieniężnych.....	20
11	Wskaźniki finansowe	20

1 Profil spółki

Pharmena S.A. to spółka działająca w branży kosmetyczno-biotechnologicznej, która została założona w listopadzie 2002 roku przez naukowców wywodzących się z Politechniki Łódzkiej oraz Uniwersytetu Medycznego w Łodzi. Głównym obszarem działalności Grupy Pharmena jest opracowywanie i komercjalizacja innowacyjnych dermokosmetyków, leków przeciwmiażdżycowych oraz suplementów diety powstałych na bazie opatentowanej fizjologicznej i naturalnej substancji czynnej 1-MNA. Pharmena S.A. jest notowana na rynku NewConnect od 2008 roku i obecnie zatrudnia 15 pracowników (10 w dziale sprzedaży, 5 w administracji).

2 Analiza SWOT

Strengths/Mocne strony	Weaknesses/Słabe strony
- Pharmena S.A. jest wiodącą polską spółką kosmetyczno-biotechnologiczną; wszystkie produkty Grupy jako jedyne na rynku zawierają substancję 1-MNA i są chronione patentami w Europie, Ameryce Północnej i Azji do min. 2020 roku - Pharmena S.A. posiada silny akcjonariat w postaci dwóch inwestorów branżowych (Pelion S.A. i Master Pharm Polska sp. z o.o.) oraz inwestorów finansowych - Projekt leku 1-MNA jest bardzo perspektywistyczny ze względu na to, iż bazuje na substancji naturalnej i fizjologicznej oraz nie prowadzi do skutków ubocznych - Pharmena S.A. współpracuje z wiodącymi ośrodkami badawczymi w Polsce i za granicą np. Uniwersytetem Jagiellońskim czy Montreal Heart Institute - Dermena jest liderem polskiego rynku dermokosmetyków Hair Care pod względem sprzedanych opakowań - 65% kosztów Pharmeny ma charakter zmienny - Produkty dermokosmetyczne (obecnie 34) są sprzedawane w aptekach i drogeriach; Spółka współpracuje z największymi dystrybutorami farmaceutyków w Polsce tzn. Neuca, Pelion oraz Farmacol - Brak zadłużenia odsetkowego; pod koniec grudnia 2012 net gearing wynosił -35,7%	- Pharmena S.A. jest małą spółką i ma ograniczone możliwości finansowe - Segment NewConnect, w którym Pharmena jest notowana, charakteryzuje się niską płynnością - Ponieważ do 2010 roku Pharmena miała współdziałalców w Cortrii Corporation (Domain Associated, MVM Science), w przypadku komercjalizacji lub sprzedaży leku 1-MNA inwestorowi branżowemu Grupa będzie musiała obniżyć wartość projektu o kwotę USD 100 mln - W 2011 roku 64% przychodów Pharmeny było generowanych przez trzech dystrybutorów - Pharmena nie kontroluje bezpośrednio procesu wytwarzania swoich produktów; ponadto Grupa outsourcuje księgowość, logistykę oraz badania nad nowymi produktami - Do tej pory Pharmena S.A. generowała prawie wszystkie przychody na terenie Polski
Opportunities/Szanse	Threats/Zagrożenia
- Globalny rynek dyslipidemi, w który celuje Pharmena S.A. z lekiem 1-MNA, jest wart USD 42 mld; Niaspan, jeden z konkurencyjnych leków, generuje roczne przychody około USD 1 mld - Globalna utrata ochrony patentowej na większość kluczowych terapii w dyslipidemii - Wprowadzenie na rynek leku przeciwmiażdżycowego 1-MNA lub sprzedaż leku jednemu z globalnych koncernów farmaceutycznych w 2015 roku; ceny podobnych leków które w przeszłości zostały sprzedane po zakończeniu fazy II badań, wynosiły kilkaset milionów dolarów - Wprowadzenie na rynek kolejnych dermokosmetyków; sprzedaż na zasadzie licencji na innych rynkach europejskich - Rynek dermokosmetyków w Polsce jest wart PLN 967 mln, a w Europie USD 5 mld; w latach 2006-2011 wzrost w Polsce sięgał średnio 16,2% r/r - Dywersyfikacja kanałów dystrybucji np. drogerie poprzez sieć Rossmann od I. kw 2012; podjęcie współpracy z kolejnymi nowymi odbiorcami - Sprzedaż suplementu diety 1-MNA od 2013 roku; docelowo Pharmena zamierza przejąć 12% rynku (około PLN 36 mln)	- Ryzyko związane ze zmianami regulacji prawnych - Wzrost presji konkurencyjnej - Ryzyko związane z zakłóceniami procesu produkcyjnego - Ryzyko związane z rejestracją suplementu diety i nowego leku na bazie 1-MNA; przedłużenie rejestracji lub nieotrzymanie zezwolenia może bardzo negatywnie wpłynąć na wyniki Grupy Pharmena - Utrata kluczowych pracowników - Ryzyko związane z ochroną praw patentowych i wartości intelektualnych - Ryzyko związane z kolejnymi emisjami akcji i rozwodnieniem obecnych akcjonariuszy

3 Wycena

Nasza wycena Pharmeny S.A. stanowi średnią ważoną metody Sum-of-the-Parts (70%) – działalność związana z dermokosmetykami i suplementami diety oraz projekt badawczy leku 1-MNA - i grupy porównawczej (30%). Nasza 12-miesięczna cena docelowa dla akcji Grupy wynosi PLN 18,15 (SOTP PLN 19,51; grupa porównawcza PLN 6,85), co implikuje potencjał wzrostu w wysokości 143,6%.

Dermoskosmetyki i suplementy diety

Nasz model DCF, którym wyceniliśmy wartość obydwu obszarów działalności, jest „post-money” tzn. uwzględnia wzrost stanu gotówki netto oraz liczby akcji w obrocie po emisji w I kw. 2013. W ramach emisji akcji serii D Pharmena S.A. zamierza pozyskać USD 4 mln (PLN 12,8 mln netto) od obecnych akcjonariuszy w celu sfinansowania fazy II badań nad lekiem 1-MNA.

Discounted Cash Flow Model (Basis 2/2013)

PLN mln	Phase 1								
	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Przychody	12,03	18,74	26,33	37,23	43,22	48,19	52,12	56,01	59,83
(zmiana r/r)	31,8%	55,8%	40,5%	41,4%	16,1%	11,5%	8,2%	7,5%	6,8%
Zysk operacyjny	-9,87	-3,11	2,11	5,40	7,48	8,34	8,96	9,58	10,17
(Marża operacyjna)	-82,0%	-16,6%	8,0%	14,5%	17,3%	17,3%	17,2%	17,1%	17,0%
NOPLAT	-7,99	-2,52	1,71	4,37	6,06	6,75	7,26	7,76	8,24
+ Amortyzacja	0,17	0,26	0,37	0,52	0,61	0,68	0,73	0,79	0,84
= Przepływy operacyjne netto	-7,82	-2,26	2,08	4,89	6,66	7,43	7,99	8,54	9,08
- Inwestycje (Capex oraz WC)	-2,44	-4,54	-5,05	-6,56	-3,95	-3,40	-2,88	-2,87	-2,80
Capex	-0,88	-0,95	-1,11	-0,77	-0,83	-0,86	-0,91	-0,94	-0,92
Working Capital	-1,57	-3,59	-3,94	-5,79	-3,12	-2,55	-1,97	-1,93	-1,88
= Free Cash flow (FCF)	-10,27	-6,80	-2,97	-1,66	2,72	4,03	5,11	5,67	6,28
Wartość aktualna FCFs	-9,07	-5,20	-1,97	-0,95	1,35	1,73	1,90	1,83	1,75

Wartość bieżąca w olnych przepływów	-8,63
Wartość bieżąca w wartości końcowej	16,72
Wartość firmy	8,09
+ gotówka / - w artosć zobowiązań finansowych (koniec 2013)	5,55
Wartość kapitału własnego	13,64
Liczba akcji (mln)	8,80
WACC	15,5%
Koszty kapitału własnego	15,5%
Koszty długu przed opodatkowaniem	8,0%
Stopa podatkowa	19,0%
Koszty długu po opodatkowaniu	6,5%
Udział kapitału własnego	100,0%
Udział długu	0,0%
Wartość na akcje w PLN	1,55
Wartość na akcje w PLN (12 miesięcy)	1,79

Sensitivity Analysis		Terminal EBIT margin						
WACC		14,0%	15,0%	16,0%	17,0%	18,0%	19,0%	20,0%
	12,5%	2,65	2,89	3,13	3,38	3,62	3,86	4,10
	13,5%	2,12	2,32	2,53	2,73	2,93	3,14	3,34
	14,5%	1,70	1,87	2,04	2,21	2,38	2,56	2,73
	15,5%	1,35	1,50	1,65	1,79	1,94	2,08	2,23
	16,5%	1,07	1,19	1,32	1,44	1,57	1,69	1,82
	17,5%	0,83	0,94	1,05	1,15	1,26	1,37	1,48

Źródło: Dr. Kalliwoda Research GmbH

Projekt badawczy leku 1-MNA

Za pomocą metody NPV oszacowaliśmy wartość leku 1-MNA, który w roku 2013 wejdzie w II fazę badań. Wychodzimy z założenia, iż Pharmena S.A. sprzeda prawa do tego leku jednemu z dużych koncernów farmaceutycznych w 2015 roku, czyli już po zakończeniu fazy II. Cenę sprzedaży leku oceniliśmy według porównywalnych transakcji, natomiast prawdopodobieństwo sukcesu według danych IMA/Industry Report 2011. Wartość bieżącą uzyskaliśmy poprzez zdyskontowanie szacowanej wartości na dzień dzisiejszy.

Według naszej wyceny projekt leku 1-MNA jest obecnie wart PLN 17,96 na jedną akcję, przy czym liczba akcji uwzględnia rozwodnienie wskutek emisji w I kw. 2013.

Sprzedający	Nabywca	Faza badań	Wartość transakcji (USD mln)	Rok
Portola	Novartis	II	575	2009
Portola	Merck	II	470	2009
Corthera	Novartis	po II	620	2009
Calixa	Cubist	II	402	2009
Średnia			516,75	

Wartość bieżąca leku 1-MNA

Wartość leku 1-MNA (USD mln) po zakończeniu fazy II	516,75
minus USD 100 mln dla byłych akcjonariuszy Cortria Corporation	416,75
Prawdopodobieństwo zakończenia fazy II badań	0,4330
Stopa dyskontowa (WACC = 15,5%)	2,8603
Wartość leku 1-MNA (USD mln) dzisiaj	63,09
USD - PLN	3,1298
Wartość leku 1-MNA (PLN mln) dzisiaj	197,46
Liczba akcji	8,80
Wartość leku 1-MNA na 1 akcję (PLN)	22,45
Wartość leku 1-MNA na 1 akcję (PLN) z 20% dyskontem	17,96

Źródło: Prawdopodobieństwo według IMAP/Industry Report 2011, Oanda.com, Dr. Kalliwoda Research

Analiza grupy porównawczej

Nasza grupa porównawcza zawiera 10 spółek biotechnologicznych o podobnym profilu jak Pharmena S.A. Ze względu na niską płynność Spółki cena docelowa uwzględnia analizę peer group tylko w 30%.

Spółka	EV/Sales		EV/EBITDA		EV/EBIT		C/Z		Marża EBITDA	Net gearing	C/WK
	2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E	ostatnia	ostatnia	ostatnia
Neptune Technol. & Bioress. Inc. (USD)	5,27	4,26	neg	neg	neg	31,31	neg	neg	-25,97%	-107,37%	5,75
Pronova BioPharma ASA (NOK)	2,68	2,64	5,83	6,04	11,09	9,86	12,47	10,08	48,08%	64,81%	2,50
Oculus Innovative Sciences Inc. (USD)	1,84	1,56	neg	16,20	neg	15,44	neg	17,25	-48,19%	n.a.	n.a
Sangamo BioSciences Inc. (USD)	21,42	14,78	neg	neg	neg	neg	neg	neg	-102,51%	-14,22%	6,85
Perrigo Company (USD)	2,89	2,74	11,49	10,59	12,53	11,75	17,40	15,99	23,73%	43,39%	5,05
Salix Pharmaceuticals Ltd. (USD)	3,25	2,71	8,39	6,81	8,62	6,70	14,44	11,47	32,48%	17,50%	5,40
BioCryst Pharmaceuticals Inc. (USD)	19,59	neg	neg	neg	neg	neg	neg	1,38	-102,43%	-112,64%	7,33
Geron Corp. (USD)	30,45	23,50	neg	neg	neg	neg	neg	neg	n.a	-100,68%	1,99
BioMarine Pharmaceuticals Inc. (USD)	12,26	10,10	neg	neg	neg	neg	neg	neg	-7,54%	-7,70%	6,86
Obagi Medical Products Inc. (USD)	1,79	1,65	9,56	5,95	9,10	6,85	17,06	12,42	18,84%	-37,67%	4,64
Median	4,26	2,74	8,97	6,81	10,09	10,81	15,75	11,94	-7,54%	-14,22%	5,40
Pharmena S.A. (PLN)	4,61	2,96	neg	neg	neg	neg	neg	neg	-31,84%	-35,70%	5,86
Premia/Dyskonto	8,25%	8,17%	neg	neg	neg	neg	neg	neg			
Wartość godziwa Pharmena S.A. (PLN)	6,85										

Źródło: Dr. Kalliwoda Research GmbH, Thomson Reuters Knowledge

4 Wyniki za rok obrotowy 2012 i prognoza

Przychody

13 lutego 2013 Pharmena S.A. opublikowała raport za IV kw. 2012. Wynika z niego, iż mimo 2% spadku rynku dermokosmetyków w Polsce w całym 2012 roku skonsolidowane przychody Grupy wzrosły o 23,4% r/r do PLN 9,3 mln. Powodem poprawy były wyższa sprzedaż ze względu na poszerzenie oferty asortymentowej oraz działania promocyjne. Ze względu na obroty uzyskane za usługi świadczone na rzecz jej 100% spółki zależnej Cortria Corporation z siedzibą w USA przychody jednostkowe Pharmeny, które obejmują tylko działalność związaną z dermokosmetykami oraz suplementami diety, były wyższe i wynosiły PLN 10,8 mln.

Między styczniem a grudniem 2012 Grupa Pharmena wprowadziła na rynek 14 nowych produktów dermokosmetycznych (np. szampon, lotion i kurację w ampułkach Dermena Men). Ponadto od września 2012 Grupa prowadzi również sprzedaż suplementu diety w kapsułkach Dermena Complex przeciwko nadmiernemu wypadaniu włosów.

W naszej ocenie segment Hair Care był w 2012 roku odpowiedzialny za około 62% całkowitych skonsolidowanych przychodów Grupy Pharmena, podczas gdy udział produktów Skin Care szacujemy na około 20%. Grupa nie opublikowała jeszcze zaudytowanego raportu rocznego za 2012 rok.

Wyniki 2012 w porównaniu z rokiem poprzednim

2012 w porównaniu z rokiem poprzednim

PLN mln	2012	2011	Różnica (%)
Przychody skonsol. Grupy Pharmena	9,13	7,40	23,4%
Przychody jednostkowe	10,84	8,78	23,5%
EBITDA (skonsol. Grupy Pharmena)	-2,91	-2,29	26,9%
Marża EBITDA	-31,8%	-31,0%	
EBITDA (jednostk.)	2,13	0,82	160,5%
EBIT (skonsol. Grupy Pharmena)	-3,05	-2,41	26,2%
Marża EBIT	-33,4%	-32,6%	
EBIT (jednostk.)	2,00	0,70	187,5%
Zysk netto (skonsol. Grupy Pharmena)	-4,13	-2,90	42,7%
Marża netto	-45,3%	-39,2%	
Zysk netto (jednostk.)	1,45	0,61	138,6%

Źródło: Informacje spółki, Dr. Kalliwoda Research GmbH

Rentowność

Pod koniec grudnia 2012 skonsolidowany EBIT Grupy Pharmena wynosił PLN -3,1 mln wobec PLN -2,4 mln rok wcześniej. Na poziomie jednostkowych (bez Cortrii Corp., jedynie dermokosmetyki i suplementy diety) zwiększył on się jednak o 187,5% r/r do PLN 2 mln (marża EBIT: 18,4%), czego głównym powodem była zmiana miejsca wytwarzania dermokosmetyków. Spółka zależna Cortria Corporation ponosi wysokie koszty związane z badaniami nad nowym lekiem przeciwmiażdżycowym 1-MNA (patenty, doradztwo), które w 2012 były wyższe niż w roku poprzednim ze względu na przygotowania do fazy II badań.

Ponieważ Grupa Pharmena zleca produkcję, magazynowanie, księgowość oraz logistykę podmiotom trzecim, większość kosztów jest zawarta w kosztach sprzedaży. W roku 2012 wzrosły one na poziomie skonsolidowanym o 24,2% do PLN 12,2 mln, czyli bardziej niż obroty.

Bilans i rachunek przepływów pieniężnych

Pod koniec grudnia 2012 największe pozycje w skonsolidowanym bilansie Grupy Pharmena stanowiły kapitał własny (PLN 8,9 mln, udział 77,5%) oraz środki pieniężne (PLN 3,2 mln). Mimo możliwości produkcji mniejszych serii kosmetyków w nowym miejscu wytwarzania, wartość zapasów (+27,2% do PLN 1,4 mln) oraz zobowiązań krótkoterminowych (+70,1% do PLN 2,2 mln) wzrosła bardziej niż skonsolidowane przychody. Zobowiązania krótkoterminowe dotyczą płatności np. wobec producentów substancji 1-MNA.

Wzrost pozycji gotówkowej wynikał przede wszystkim z emisji 781,8 tys. akcji we wrześniu 2012, przez którą Grupa Pharmena pozyskała PLN 4,9 mln netto w celu sfinansowania kolejnych badań nad lekiem przeciwmiażdżycowym 1-MNA. Natomiast negatywny wpływ miało podwyższenie kapitału w spółce zależnej Cortria Corporation o USD 400 tys. (około PLN 1,2 mln) w sierpniu 2012, które Grupa pokryła ze środków własnych. Ze względu na brak długu odsetkowego net gearing pod koniec 2012 roku wynosił -35,7%.

Prognoza

Naszym zdaniem Pharmena S.A. jest bardzo interesującą spółką, która posiada międzynarodową ochronę patentową na swoje produkty do roku 2020 (aplikacje dermatologiczne) oraz 2025-26 (aplikacje doustne). Pharmena wykorzystuje zyski, które generuje w segmencie dermokosmetyków i suplementów diety (od III kw. 2012 Dermena Complex w kapsułkach przeciwko wypadaniu włosów, od H2/13 suplement diety 1-MNA przeciwko miażdżycy), oraz środki z emisji nowych akcji w celu finansowania badań nad innowacyjnym nowym lekiem przeciwmiażdżycowym 1-MNA.

Uważamy, że Grupa Pharmena ma duże szanse osiągnąć ze swoim lekiem przeciwmiażdżycowym znaczny sukces rynkowy na międzynarodową skalę. Wszystkie leki, które stanowią obecnie konkurencję dla Grupy na wartym USD 42 mld rynku dyslipidemii, tracą ochronę patentową najpóźniej w 2016 roku i będą wtedy mogły być kopiowane przez producentów leków generycznych. Ponadto w porównaniu z obecnymi produktami jak np. Niaspan firmy Abbott Laboratories, które opierają się na niacynie, lek 1-MNA przy tej samej skuteczności nie powoduje skutków ubocznych. Naszym zdaniem stanowi to ogromną przewagę konkurencyjną.

Termin upływu ważności patentów leków konkurencyjnych do 1-MNA

Marka	Producent	Patent do roku
Zocor	Merck	2006
Pravachol	Bristol-Myers Squibb	2006
Lipitor	Pfizer	2010/2011
Tricor	Abbott Laboratories	2011
Crestor	AstraZeneca	2012
Zetia	Merck/Schering-Plough	2014
Vytorin	Merck/Schering-Plough	2014
Niaspan	Abbott Laboratories	2016

Źródło: Dr. Kalliwoda Research GmbH

W naszym odczuciu najbardziej prawdopodobnym scenariuszem dla Grupy Pharmena jest sprzedaż leku 1-MNA jednemu z pięciu największych koncernów farmaceutycznych (tzw. „Big Pharma”) najpóźniej podczas fazy III badań, czyli około 1/2 roku przed wprowadzeniem leku na rynek. Duże spółki medyczne takie jak Pfizer, Bayer czy Roche szukają leków na rynku, które są w zaawansowanej fazie badań i będą chronione patentami. Zakładamy, iż sprzedaż leku 1-MNA może dojść do skutku pod koniec 2015 roku. W naszym modelu uwzględniliśmy to poprzez wycenę metodą NPV.

Odnosnie wyników skonsolidowanych spodziewamy się straty w latach 2013 i 2014 ze względu na (1) koszty związane z fazą II badań nad lekiem 1-MNA i (2) wydatkami związanymi z reklamą suplementów diety Dermena Complex oraz 1-MNA. Naszym zdaniem Pharmena wyda na promocję nowych suplementów diety około PLN 3 mln (głównie w 2013), natomiast koszty, które poniesie Cortria, powinny naszym zdaniem wynieść około PLN 15 mln (w 2013 PLN 9 mln, w 2014 PLN 6 mln). Jeśli chodzi o segment dermokosmetyków i suplementów diety Pharmeny S.A., czyli na poziomie wyników jednostkowych, oczekujemy w 2013 EBIT w wysokości około PLN 2,5 mln, a w 2014 PLN 3 mln.

Po stronie przychodów spodziewamy się przede wszystkim pozytywnych efektów związanych z wprowadzeniem do sprzedaży suplementów diety: (1) Dermena Complex – wzrost z PLN 100 tys. w 2012 do PLN 1 mln w 2013 i PLN 2 mln w 2014 roku (2) Suplement diety 1-MNA - PLN 500 tys. w 2013 oraz PLN 5 mln w 2014 roku. Jednocześnie oczekujemy, że Grupa Pharmena będzie nadal pozyskiwać nowych partnerów w celu dywersyfikacji sieci dystrybucji oraz sprzedaży suplementu 1-MNA na zasadzie licencji w całej Europie.

Dla akcji Pharmeny S.A. wyznaczamy 12-miesięczną cenę docelową w wysokości PLN 18,15. Stanowi ona średnią ważoną metody SOTP (70%; segmenty dermoskosmetyków, suplementów diety oraz projekt leku 1-MNA) oraz grupy porównawczej (30%). Nasza cena docelowa implikuje potencjał wzrostu dla akcji Spółki na poziomie 143,6%. Nasza rekomendacja brzmi KUPUJ.

Ponieważ Grupa Pharmena finansuje dalsze badania głównie ze środków własnych, jako ryzyko spostrzegamy rozwodnienie akcjonariuszy przez kolejne emisje. W I. kw 2013 Grupa planuje przeprowadzić emisję akcji serii D z prawem poboru, w ramach której zamierza pozyskać USD 4 mln (PLN 12,8 mln netto) od obecnych akcjonariuszy.

Nasze prognozy 2013E-2015E

Nasze prognozy 2013E-2015E			
PLN mln	2013E	2014E	2015E
Przychody skonsolidowane	12,03	18,74	26,33
w tym: Dermokosmetyki Hair Care	54,4%	33,9%	22,0%
w tym: Dermokosmetyki Skin Care	19,8%	19,7%	19,6%
w tym: Dermena Complex	8,3%	10,7%	15,2%
w tym: Suplement diety 1-MNA	4,2%	26,7%	36,5%
w tym: Inne	13,4%	9,0%	6,8%
EBITDA (skonsol. Grupy Pharmena)	-9,70	-2,85	2,48
Marża EBITDA	-80,6%	-15,2%	9,4%
EBITDA (jednostk.)	2,65	3,16	3,37
EBIT (skonsol. Grupy Pharmena)	-9,87	-3,11	2,11
Marża EBIT	-82,0%	-16,6%	8,0%
EBIT (jednostk.)	2,50	3,00	3,20
Zysk netto (skonsol. Grupy Pharmena)	-8,44	-2,95	1,29
Marża netto	-70,1%	-15,7%	4,9%
Zysk netto (jednostk.)	2,40	2,85	2,95

Źródło: Dr. Kalliwoda Research GmbH

5 Model biznesowy

Pharmena została założona jako Sp. z o.o. w listopadzie 2002 roku przez naukowców wywodzących się z Politechniki Łódzkiej oraz Uniwersytetu Medycznego w Łodzi. Początkowo celem działalności Spółki było komercjalizowanie odkrycia w zakresie dermatologii tj. wprowadzenie na rynek produktów opartych w swym działaniu o substancję czynną 1-MNA opatentowaną przez naukowców Politechniki Łódzkiej. 1-MNA (1-metylonikotynamid), który jest wytwarzany głównie w wątrobie, jest metabolitem i chemicznym analogiem niacyny. Ma on właściwości przeciwwzapalne i zapewnia dodatkowe korzyści w zastosowaniach miejscowych na skórę, wpływa również na biomarkery ryzyka sercowo-naczyniowego (stymuluje produkcję endogennej prostacykliny, która przeciwdziała między innymi zawałom serca).

Pierwsze wyroby oparte o wyniki odkryć zostały wprowadzone na rynek w 2003 roku, obecnie jest ich 34. W wyniku prac badawczo-rozwojowych nad zastosowaniem badanych substancji w medycynie Pharmena podjęła bezpośrednio oraz przez swoją 100% spółkę zależną Cortria Corporation w USA działania zmierzające do wprowadzenia na rynek innowacyjnych leków, przede wszystkim przeciwko miażdżycy, na bazie substancji czynnej 1-MNA.

Pod koniec września 2012 roku Pharmena S.A. zatrudniała w sumie 15 pracowników, z czego 10 w dziale sprzedaży i 5 w administracji. Spółka zleca większość czynności np. produkcję, magazynowanie, logistykę i księgowość podmiotom zewnętrznym np. Pabianickim Zakładom Farmaceutycznym Polfa S.A., IFOTAM Sp. z o.o w Łodzi (produkcja 1-MNA), Laboratorium Galenowe Olsztyn Sp. z o.o w Dywitach (produkcja i konfekcjonowanie dermokosmetyków) oraz Master Pharm Sp. z o.o (produkcja suplementu diety Dermena Complex). Z tego względu zdecydowana większość kosztów operacyjnych Pharmeny S.A. ma charakter zmienny.

Jeśli chodzi o dystrybucję produktów, Grupa Pharmena współpracuje z wiodącymi hurtowniami farmaceutycznymi w Polsce, które obsługują bezpośrednio apteki lub lokalnych dystrybutorów leków i kosmetyków. Wszystkie generują podobne marże ze sprzedaży. W 2011 roku największymi odbiorcami produktów Spółki był Pelion S.A. (32,3% udział w przychodach), Farmacol S.A. (25,2%) oraz Neuca S.A. (6,5%). Ponadto od 2012 roku Grupa Pharmena współpracuje z największą siecią drogerii w Polsce Rossmann, co pozwoli Spółce dotrzeć do nowej grupy odbiorców.

Historia spółki:

2002: Zawiązanie Pharmena Sp. z o.o z inicjatywy naukowców z Politechniki Łódzkiej oraz Uniwersytetu Medycznego w Łodzi

2003: Podpisanie umowy licencyjnej na wyłączność z Politechniką Łódzką w zakresie komercjalizacji substancji czynnej 1-MNA

Wprowadzenie pierwszych produktów kosmetycznych na polski rynek w maju 2003

Pelion S.A. (dawny PGF S.A.), lider w obszarze dystrybucji farmaceutycznej (hurtowej, detalicznej, szpitalnej) w Polsce, zostaje wiodącym akcjonariuszem Spółki

2004: Pharmena rozpoczyna sprzedaż eksportową na wybranych rynkach wschodnich

2005: Nabycie patentów i zgłoszeń patentowych od Politechniki Łódzkiej w zakresie zastosowań 1-MNA w dermatologii

Utworzenie i objęcie 100% udziałów w spółce zależnej Pharmena North America Inc. (obecnie Cortria Corporation) w celu kontynuacji rozpoczętych w Polsce badań prowadzących do zarejestrowania leku przeciw miazdżycy w USA i Kanadzie

2007: Rozpoczęcie badań klinicznych w USA i Kanadzie nad lekiem przeciwmiażdżycowym 1-MNA

2008: Zarejestrowanie spółki akcyjnej Pharmena S.A.

Pozyskanie PLN 13,6 mln od inwestorów polskich na rozwój leku 1-MNA i debiut na rynku NewConnect

2009: Uzyskanie patentu na lek 1-MNA w Rosji i Meksyku

2010: Uzyskanie patentu na lek 1-MNA w Kanadzie, Australii i Chinach

2011: Uzyskanie patentu na lek 1-MNA w Europie i USA

Ustalenie istotnych elementów mechanizmu działania substancji czynnej 1-MNA, oszacowanie dawek do dalszych badań

Podpisanie z Torrey Partners (Top 5 doradca na świecie w branży farmaceutycznej) umowy na doradztwo przy komercjalizacji leku 1-MNA

Produkty spółki

Dermokosmetyki oferowane przez Spółkę to produkty oparte na opatentowanej substancji czynnej 1-MNA i dostępne w drogeriach i aptekach.

Dermena (Hair Care)

Linia produktów obejmuje szampon, żel i odżywki wzmacniające mieszek włosowy, hamujące wypadanie włosów i stymulujące ich odrastanie.

Dermena Plus (Hair Care)

Szampon przeciwłupieżowy; Składa się z (1) piroktonu olaminy, który pozytywnie wpływa na równowagę mikroflory naskórka i chroni przed nadmiernym rozwojem łupieżu oraz (2) 1-MNA, który wzmacnia mieszek włosowy i poprawia jego odżywienie.

Ponadto w 2012 Pharmena wprowadziła na rynek następujące nowe linie produktowe marki Dermena:

Dermena Complex (Hair Care)

Suplement diety w postaci kapsułek; substancje odżywcze odpowiedzialne za prawidłowy wzrost włosów oraz zdrowy wygląd skóry i paznokci

Dermena Lash (Hair Care)

Odżywka do rzęs i brwi, mascara

Dermena Repair (Hair Care)

Szampon do włosów zniszczonych

Dermena Men (Hair Care)

Szampon, lotion, ampulki

Allerco (Skin Care)

Pielęgnuje skórę suchą, wrażliwą; skłoną do podrażnień i alergii, chroni przed podrażnieniami; nie zawiera żadnych substancji zapachowych i sztucznych barwników; w skład linii wchodzi: krem emolientowy (natłuszczający, nawilżający), balsam do ciała, szampon, żel myjący, kostka myjąca i emulsja do kąpieli.

W ramach linii produktowej Allerco Pharmena S.A. planuje wprowadzić na rynek nowy krem przeciw odparzeniom.

Accos (Skin Care)

W skład linii Accos wchodzi żel przeciwtrądzikowy, płyn myjący, tonik oczyszczający, krem matujący, i kostka myjąca: preparaty zostały opracowane z myślą o problemach jakie często towarzyszą skórze tłustej, mieszanej i skłonnej do trądziku.

Thermi (Skin Care)

Żel pielęgnacyjno-łagodzący dla skóry narażonej na podrażnienia termiczne i słoneczne; składnik 1-MNA chroni przed powstawaniem podrażnień, zmniejsza zaczerwienienie i regeneruje naskórek.

Revium (Skin Care)

Innowacyjna kuracja przeciwzmarszczkowa dla osób w wieku +40; w jej skład wchodzi: krem rewitalizujący na dzień, krem regenerujący na noc i krem pod oczy.

Suplement diety 1-MNA

W II. kw 2012 Pharmena rozpoczęła działania mające na celu wprowadzenie suplementu diety na rynek, który jest oparty na substancji 1-MNA i służy profilaktyce miażdżycy. Po zakończeniu procesu rejestracji, który jest planowany na rok 2013, Spółka zamierza rozpocząć sprzedaż produktu pod własną marką na terenie Polski oraz poprzez kontrahentów, którym będzie udzielać licencji na rynki europejskie.

Suplement diety 1-MNA może być sprzedawany jako samodzielny preparat lub wspomagać inne terapie przeciwmiażdżycowe. Posiada on zdolności do wpływania na biomarkery ryzyka schorzeń układu sercowo-naczyniowego oraz do stymulowania produkcji endogennej prostacykliny, która przeciwdziała miażdżycy. Stężenie endogennej prostacykliny w organizmie człowieka maleje wraz z wiekiem.

Lek 1-MNA

Od 2007 roku Grupa Pharmena prowadzi w USA i Kanadzie badania nad rozwojem leku przeciwmiażdżycowego, który bazuje na metabolidzie niacyny 1-MNA. Badania są prowadzone przez specjalnie w tym celu utworzoną spółkę Cortria Corporation i pochłonęły do tej pory USD 12,5 mln. Dotychczasowe doświadczenia pokazują, że lek 1-MNA (1) wpływa na biomarkery ryzyka sercowo-naczyniowego, a poprzez zdolności do stymulowania produkcji endogennej prostacykliny (PGI2) wykazuje działanie przeciwzakrzepowe, polepsza funkcjonowanie śródbłónka i chroni przed powstawaniem uszkodzeń żołądka (2) w dotychczasowych badaniach klinicznych okazał się bezpieczny i dobrze tolerowany, nie wywołując zaczerwienienia skóry ani innych niepożądanych działań związanych z terapią kwasem nikotynowym (niacyną). W przypadku leku Niaspan amerykańskiej firmy Abbott Laboratories, który jest chroniony patentem do 2016 roku i generuje roczne przychody w wysokości około USD 1 mld, ponad 50% pacjentów rezygnuje z terapii ze względu na zaczerwienienia i pieczenie skóry („flushing”), które powoduje ten lek.

We wrześniu 2012 roku Pharmena S.A. pozyskała środki z emisji akcji serii C (PLN 4,9 mln netto) na przeprowadzenie badania biodostępności. Emisja serii D z prawem poboru, która jest planowana na I kw. 2013 roku, służy pozyskaniu środków na przeprowadzenie fazy II badań nad lekiem w celu potwierdzenia skuteczności działania substancji 1-MNA w wyższych dawkach.

Badanie biodostępności leku, które trwa ok. 2 miesiące, określa szybkość i stopień wchłaniania substancji leczniczej do krążenia ogólnego po jednorazowym podaniu. Badanie jest przeprowadzane na grupie 20 pacjentów i obejmuje dwie grupy badawcze: 1-MNA vs. niacyna (kwas nikotynowy). Badania fazy II („Proof of Concept”), które będą przeprowadzane po zakończeniu badań biodostępności, będą prowadzone i nadzorowane przez wiodący ośrodek kliniczny w Kanadzie – Montreal Heart Institute. Planowane badania będą wieloośrodkowe z łącznym udziałem kilkudziesięciu pacjentów (dwie grupy badawcze: placebo, 1-MNA). Czas trwania fazy II to 12 miesięcy od daty uzyskania zgody od regulatora rynku Health Canada, przy szacowanym budżecie w wysokości USD 4 mln (ok. PLN 12,8 mln netto).

Międzynarodowa ocena projektu prowadzonego przez Grupę Pharmena w środowiskach naukowo-badawczych oraz wśród producentów leków jest bardzo wysoka. Według raportu Windhover jest on od 2008 roku jednym z dziesięciu najbardziej obiecujących projektów badawczych na świecie w zakresie zwalczania chorób układu krążenia.

Porównanie leku NIASPAN firmy Abbott oraz 1-MNA Pharmeny

Kryteria porównawcze	NIASPAN (lek obecny na rynku)	1-MNA (lek w II fazie badań)
Rodzaj substancji	Naturalna (zawiera w 60% 1-MNA)	Naturalna
Działania niepożądane	Głównie zaczerwienienie i pieczenie skóry	Brak
Dobry cholesterol (HDL)	Podwyższa	Podwyższa
Trójglicerydy (TG)	Obniża	Obniża
Ochrona patentowa	Do 2016	Do 2026 (w Europie dodatkowo 5 lat)
Podsumowanie	Do 88% z pacjentów rezygnuje z terapii	1-MNA może działać jak niacyna, ale bez skutków ubocznych

Źródło: Dr. Kalliwoda Research GmbH

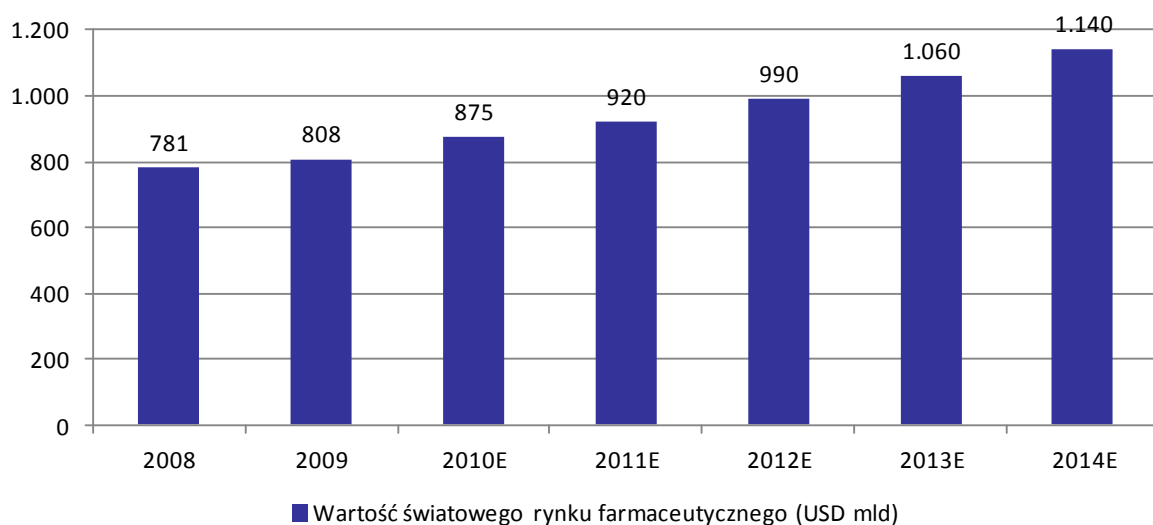
6 Analiza rynku

Trendy na rynku farmaceutycznych

Według Pharma, średni koszt wprowadzenia na rynek projektów biotechnologicznych wynosił w 2005 roku USD 1,3 mld w porównaniu z USD 138 mln w 1975. Oznacza to, iż tylko duże i silne spółki mogą sobie obecnie na to pozwolić, aby prowadzić badania nad nowymi lekami i je komercjalizować. Jednak nowe leki są tylko wtedy opłacalne, gdy podlegają ochronie patentowej, która zwykle obowiązuje przez 20 lat. Po tym czasie każdy lek może być dowolnie „kopiowany”, na czym korzystają producenci tak zwanych leków generycznych.

Ze względu na fakt, iż ich leki tracą ochronę patentową, duże firmy farmaceutyczne takie jak Pfizer lub Roche przejmują producentów leków generycznych lub mniejsze podmioty, które pracują nad perspektywistycznymi nowymi lekami. Według Pharmadeals liczba transakcji M&A w sektorze w 2011 roku wyniosła podobnie jak w roku poprzednim około 350, podczas gdy średnia wartość transakcji wzrosła o 30% r/r do około USD 750 mln. Przykłady niedawno zrealizowanych przejęć to zakup amerykańskiej firmy Wyeth przez spółkę Pfizer oraz Schering-Plough przez Merck & Co.

Wartość rynku farmaceutycznego na świecie (USD mld)



Źródło: IMS Health, IMAP, Dr. Kalliwoda Research GmbH

Proces komercjalizacji leku

Okrycie leku	Badania przed-kliniczne	Badania kliniczne			Aprobata FDA	Wdrożenie do produkcji	Lek w sprzedaży
		I faza	II faza	III faza			Wysokie przychody i marże
3-6 lat		6-7 lat			0,5-2 lat		4-10 lat / ochrona patent.

Źródło: PhARMA – profile 2011, Dr. Kalliwoda Research GmbH

Ze względu na modę na zdrowy tryb życia, większe znaczenie profilaktyki oraz wzrost zamożności klientów suplementy diety stają się coraz bardziej popularne. Ponieważ wartość tego rynku wzrosła w Polsce ponad dwukrotnie między 2006 a 2011 (według portalu farmacja.e-bmp.pl), oceniamy iż odpowiada on obecnie za ponad 50% obrotów w segmencie leków bez recepty. Suplementy diety stanowią uzupełnienie diety o niezbędne dla zdrowia składniki, których może brakować w codziennej diecie i dlatego są także zalecane przez lekarzy np. jako wsparcie leków recepturowych. Nie wymagają one recepty i są sprzedawane w formie tabletek, kapsułek, proszków lub płynów.

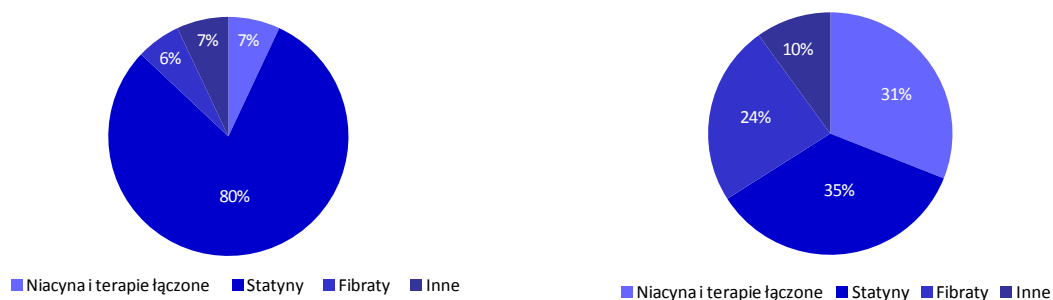
Obecnie coraz więcej firm farmaceutycznych decyduje się na sprzedaż suplementów diety kilka lat przed wprowadzeniem na rynek nowego leku. Przykłady takie jak firma Neptune, która odkryła kwas Omega-3 przeciw miażdżycy, pokazują iż jest to sprawdzona strategia, aby zmniejszyć ryzyko finansowe związane z badaniami nad nowymi lekami recepturowymi.

Sytuacja w obszarze leków przeciwko chorobom układu krążenia

Ze swoim suplementem diety 1-MNA, który planuje wprowadzić na rynek w 2013 roku, oraz lekiem recepturowym, nad którym prowadzi badania poprzez swoją spółkę zależną Cortria Corporation, Pharmena celuje w rynek chorób układu krążenia. Choroby te, które prowadzą np. do zawału serca, należą do tzw. chorób cywilizacyjnych i są obecnie obok nowotworów najczęstszym powodem zgonów na świecie. Największy segment rynku chorób układu krążenia tzw. dyslipidemii był wart w 2012 roku USD 42 mld (z czego 45% USA i 33% Europa). Stanowi to wzrost o 17% w stosunku do roku 2007. Szacuje się, iż w Polsce około 18 mln osób (z 38 mln populacji) jest dotkniętych problemem dyslipidemii. Oznacza to, iż rynek jest wart około PLN 692 mln (źródło: IMS).

W ostatnich latach największy udział w rynku preparatów przeciwko dyslipidemii miały leki oparte na statynach. Ze względu na wygasające patenty oczekuje się, iż udział tych preparatów zmniejszy się do około 35% w 2015 roku. Leki oparte na niacynie, substancji która wykazuje większą efektywność w leczeniu dyslipidemii, oraz terapie łączone np. niacyna plus 1-MNA powinny zwiększyć swój udział w rynku z 7% w 2005 do 31% w 2015.

Udział poszczególnych terapii w leczeniu miażdżycy w 2005 oraz 2015 roku



Źródło: Decision Resources 2007, Dr. Kalliwoda Research GmbH

7 Władze spółki

Konrad Palka

Prezes Zarządu i Dyrektor Generalny Pharmena S.A. od początku istnienia spółki. Od sierpnia 2010 r. Pan Konrad Palka jest również Prezesem Zarządu i Dyrektorem Generalnym Cortria Corporation. Wcześniej piastował między innymi funkcje Dyrektora Oddziału ds. Private Banking w Bank Austria Creditanstalt oraz Dyrektora ds. Sprzedaży w funduszu emerytalnym założonym przez Citibank – Powszechne Towarzystwo Emerytalne DOM. Pan Konrad Palka jest absolwentem Finansów i Bankowości na Uniwersytecie Łódzkim. Odbył szereg szkoleń w zakresie zarządzania, marketingu i sprzedaży prowadzonych m.in. przez Swiss Re oraz Bank Austria Creditanstalt.

Marzena Wieczorkowska

Wiceprezes Zarządu i Dyrektor ds. Badań i Rozwoju, związana z Pharmena S.A. od sierpnia 2003 r. W latach 1998-2003 zaangażowana w działalność naukowo-badawczą w Międzyresortowym Instytucie Techniki Radiacyjnej Wydziału Chemicznego Politechniki Łódzkiej. Jest absolwentką Wydziału Chemicznego Politechniki Łódzkiej, gdzie otrzymała tytuł doktora nauk chemicznych w 2003 roku. Odbyła szereg szkoleń w zakresie kosmetologii, oceny bezpieczeństwa, znakowania i technologii wytwarzania kosmetyków

Prof. Dr hab. Jerzy Gębicki

Przewodniczący Rady Nadzorczej Pharmena S.A., współtworzył również Trigonedo Sp. z o.o. Od 2007 roku Dyrektor Instytutu Techniki Radiacyjnej Politechniki Łódzkiej. Od 1993 roku posiada tytuł profesora. Odbył liczne staże naukowe np. na State University New York, University of Utah, Ohio State University oraz University of Fribourgh. Autor i współautor 110 publikacji naukowych i 20 patentów.

8 Rachunek zysków i strat

Rachunek zysków i strat - Pharmena						
PLN mln	Rok obrotowy					
	2009 (jednostk.)	2010 (jednostk.)	2011 (jednostk.)	2012* (skonsolid. nieaud.)	2013E (skonsolid.)	2014E (skonsolid.)
Hair Care	4,80	5,21	5,72	5,68	6,81	7,70
Skin Care	0,74	1,56	1,79	1,81	2,10	2,35
Suplement diety Dermena Complex	0,00	0,00	0,00	0,10	1,00	2,00
Suplement diety 1-MNA	0,00	0,00	0,00	0,00	0,50	5,00
Pozostałe przychody	0,84	0,93	1,27	1,54	1,61	1,69
Przychody	6,38	7,70	8,78	9,13	12,03	18,74
<i>Koszty zmienne sprzedaży</i>	-2,02	-2,58	-2,95	-3,01	-3,79	-5,44
Zysk brutto	4,36	5,13	5,83	6,12	8,24	13,31
<i>Pozostałe przychody operacyjne</i>	0,00	0,00	0,02	0,02	0,02	0,02
<i>Koszty dystrybucyjne</i>	-1,25	-2,45	-2,37	-6,28	-15,03	-12,01
<i>Koszty administracyjne</i>	-2,45	-2,61	-2,64	-2,73	-2,89	-4,12
<i>Pozostałe koszty operacyjne</i>	-0,01	-0,01	-0,03	-0,04	-0,04	-0,03
EBITDA	0,65	0,05	0,82	-2,92	-9,70	-2,85
<i>Amortyzacja</i>	-0,12	-0,12	-0,12	-0,13	-0,17	-0,26
EBIT	0,52	-0,07	0,69	-3,05	-9,87	-3,11
<i>Wynik finansowy netto</i>	0,44	0,26	0,07	-0,70	-0,55	-0,53
EBT	0,97	0,19	0,76	-3,75	-10,42	-3,64
<i>Podatek dochodowy</i>	-0,20	-0,07	-0,15	-0,39	1,98	0,69
Wynik netto	0,77	0,12	0,61	-4,13	-8,44	-2,95
EPS	0,12	0,02	0,10	-0,59	-0,96	-0,34
Zmiana r/r						
<i>Przychody</i>	n.a	20,77%	13,94%	4,01%	31,79%	55,75%
<i>Koszty zmienne sprzedaży</i>	n.a	27,83%	14,21%	2,30%	25,80%	43,39%
<i>Zysk brutto</i>	n.a	17,50%	13,80%	4,86%	34,75%	61,44%
<i>Pozostałe przychody operacyjne</i>	n.a	-54,45%	1413,42%	0,00%	5,00%	5,00%
<i>Koszty dystrybucyjne</i>	n.a	95,57%	-3,50%	165,59%	139,26%	-20,07%
<i>Koszty administracyjne</i>	n.a	6,31%	1,00%	3,61%	5,74%	42,77%
<i>EBITDA</i>	n.a	-91,83%	1443,75%	-456,66%	232,37%	-70,63%
<i>Amortyzacja</i>	n.a	-3,49%	2,70%	4,01%	31,79%	55,75%
<i>EBIT</i>	n.a	-112,77%	-1137,44%	-538,34%	223,93%	-68,47%
<i>Wynik finansowy netto</i>	n.a	-42,02%	-73,76%	-1137,76%	-21,32%	-3,64%
<i>EBT</i>	n.a	-80,39%	301,81%	-591,31%	178,16%	-65,05%
<i>Podatek dochodowy</i>	n.a	-66,31%	132,30%	153,18%	-610,11%	-65,05%
<i>Wynik netto</i>	n.a	-83,96%	392,20%	-778,66%	104,15%	-65,05%
Udziały w przychodach						
<i>Przychody</i>	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %
<i>Koszty zmienne sprzedaży</i>	-31,62 %	-33,47 %	-33,55 %	-33,00 %	-31,50 %	-29,00 %
<i>Zysk brutto</i>	68,38 %	66,53 %	66,45 %	67,00 %	68,50 %	71,00 %
<i>Pozostałe przychody operacyjne</i>	0,03 %	0,01 %	0,17 %	0,17 %	0,13 %	0,09 %
<i>Koszty dystrybucyjne</i>	-19,64 %	-31,81 %	-26,94 %	-68,80 %	-124,90 %	-64,10 %
<i>Koszty administracyjne</i>	-38,48 %	-33,88 %	-30,03 %	-29,91 %	-24,00 %	-22,00 %
<i>EBITDA</i>	10,17 %	0,69 %	9,32 %	-31,96 %	-80,60 %	-15,20 %
<i>Amortyzacja</i>	-1,95 %	-1,56 %	-1,40 %	-1,40 %	-1,40 %	-1,40 %
<i>EBIT</i>	8,22 %	-0,87 %	7,92 %	-33,36 %	-82,00 %	-16,60 %
<i>Wynik finansowy netto</i>	6,94 %	3,33 %	0,77 %	-7,66 %	-4,57 %	-2,83 %
<i>EBT</i>	15,16 %	2,46 %	8,68 %	-41,02 %	-86,57 %	-19,43 %
<i>Podatek dochodowy</i>	-3,07 %	-0,86 %	-1,75 %	-4,25 %	16,45 %	3,69 %
<i>Wynik netto</i>	12,09 %	1,61 %	6,94 %	-45,27 %	-70,12 %	-15,74 %

Dr. Kalliwoda | Research © 2013

*2009-11: Wyniki zawierają tylko dane jednostkowe (dermokosmetyki, suplementy diety); 2012: wyniki skonsolidowane nieaudytowane; 2013E-2014E: wyniki skonsolidowane Grupy Pharmena, czyli zarówno działalność Pharmeny S.A. związana z dermokosmetykami i suplementami diety, jak i spółka zależna Cortria Corporation w USA

9 Bilans

Bilans - Pharmena						
PLN mln	Rok obrotowy					
	2009 (jednostk.)	2010 (jednostk.)	2011 (jednostk.)	2012 (skonsolid. niezaud.)	2013E (skonsolid.)	2014E (skonsolid.)
Aktywa						
Gotówka	8,76	3,31	2,56	3,20	5,69	4,45
Zapasy	0,92	1,35	1,10	1,40	1,76	2,52
Należności handlowe	2,36	2,60	3,23	3,59	4,69	7,26
Pozostałe aktywa finansowe	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Pozostałe aktywa obrotowe	0,11	0,38	0,49	0,50	0,65	1,02
Suma aktywa obrotowe	12,15	7,64	7,37	8,68	12,80	15,25
Środki trwałe	0,07	0,15	0,15	0,15	0,16	0,16
Inne wartości niematerialne	0,74	0,67	0,60	0,62	1,32	2,01
Wartość firmy	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Długoterminowe aktywa finansowe	3,60	7,56	8,93	0,00	0,00	0,00
Inne aktywa długoterminowe	0,50	0,76	0,96	0,99	1,29	1,99
Podatek odroczone	0,04	0,04	0,05	0,00	0,00	0,00
Suma aktywa trwałe	4,95	9,18	10,68	1,76	2,77	4,15
Aktywa	17,09	16,82	18,05	10,43	15,56	19,40
Zobowiązania						
Zobowiązania handlowe	0,38	0,29	0,78	0,84	1,04	1,46
Pozostałe zobowiązania	0,42	0,37	0,57	0,52	0,68	1,06
Krótkoterminowy dług finansowy	0,03	0,05	0,05	0,06	0,07	0,07
Rezerwa emerytalna	0,00	0,00	0,03	0,03	0,03	0,05
Zobowiązania krótkoterminowe	0,82	0,71	1,43	1,45	1,82	2,65
Długoterminowe zobowiązania finansowe	0,01	0,08	0,06	0,04	0,04	6,00
Podatek odroczone	0,10	0,12	0,11	0,00	0,00	0,00
Zobowiązania długoterminowe	0,11	0,20	0,16	0,04	0,04	6,00
Suma zobowiązania	0,93	0,91	1,60	1,49	1,86	8,65
Kapitał własny	16,16	15,91	16,45	8,95	13,70	10,75
Pasywa	17,09	16,82	18,05	10,43	15,56	19,40

Dr. Kalliwoda | Research © 2013

*2009-11: Wyniki zawierają tylko dane jednostkowe (dermokosmetyki, suplementy diety); 2012: wyniki skonsolidowane niezauważalne; 2013E-2014E: wyniki skonsolidowane Grupy Pharmena, czyli zarówno działalność Pharmeny S.A. związana z dermokosmetykami i suplementami diety, jak i spółka zależna Cortria Corporation w USA

10 Rachunek przepływów pieniężnych

Przepływy pieniężne - Pharmena						
PLN mln	Rok obrotowy					
	2009 (jednostk.)	2010 (jednostk.)	2011 (jednostk.)	2012* (skonsolid. niezaud.)	2013E (skonsolid.)	2014E (skonsolid.)
Wynik netto	0,77	0,12	0,61	-4,13	-8,44	-2,95
Amortyzacja	0,12	0,12	0,12	0,13	0,17	0,26
Zmiana kapitału obrotowego	-1,02	-1,07	0,21	-0,68	-1,57	-3,59
Inne	-0,06	-0,25	-0,27	-0,06	0,00	0,00
Przepływy operacyjne netto	-0,18	-1,08	0,67	-4,75	-9,83	-6,28
Przepływy inwestycyjne	-2,35	-3,97	-1,34	-0,16	-0,88	-0,95
Wolny przepływ pieniężny	-2,53	-5,05	-0,67	-4,90	-10,71	-7,23
Przepływy finansowe	-0,42	-0,40	-0,09	5,55	13,21	5,99
Zmiana środków pieniężnych	-2,95	-5,45	-0,76	0,64	2,49	-1,24
Środki pieniężne na początek okresu	11,72	8,76	3,31	2,56	3,20	5,69
Środki pieniężne na koniec okresu	8,76	3,31	2,56	3,20	5,69	4,45

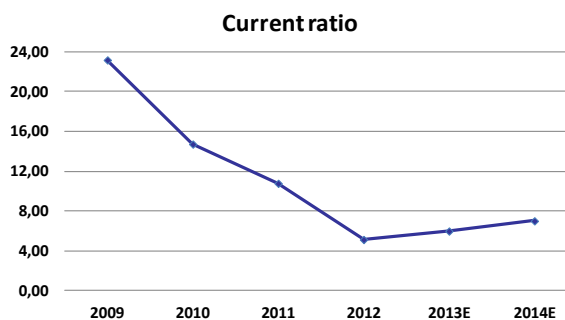
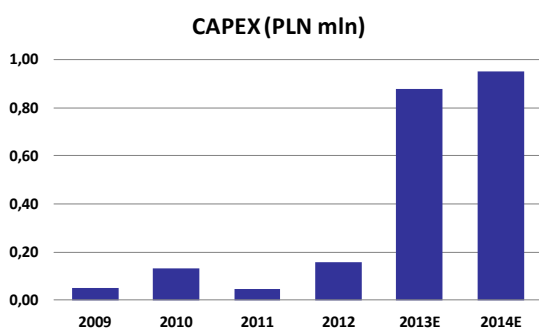
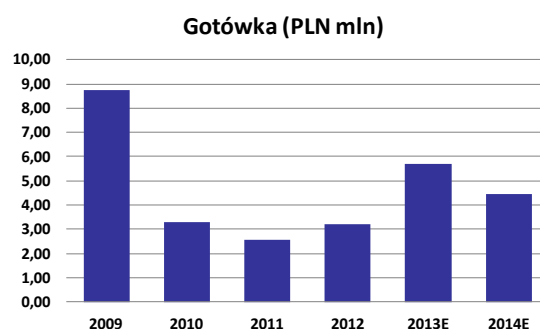
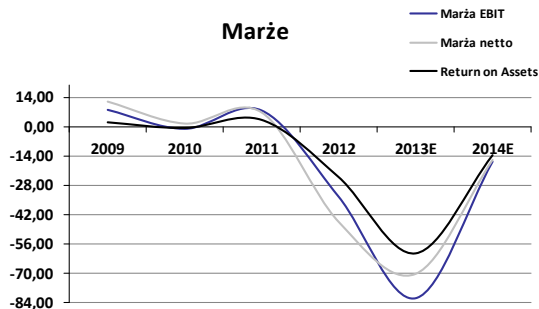
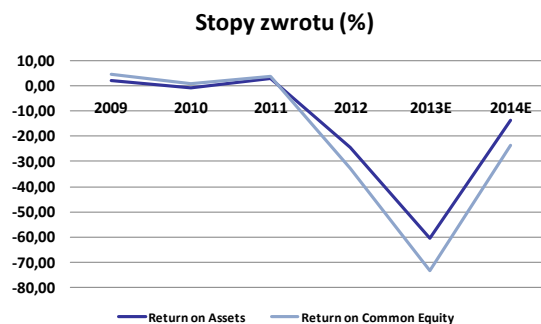
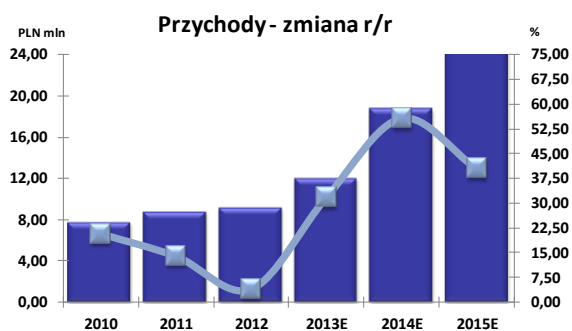
Dr. Kalliwoda | Research © 2013

*2009-11: Wyniki zawierają tylko dane jednostkowe (dermokosmetyki, suplementy diety); 2012: wyniki skonsolidowane niezaudytowane; 2013E-2014E: wyniki skonsolidowane Grupy Pharmena, czyli zarówno działalność Pharmeny S.A. związana z dermokosmetykami i suplementami diety, jak i spółka zależna Cortria Corporation w USA

11 Wskaźniki finansowe

Rok obrotowy	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
Marża brutto	68,38%	66,53%	66,45%	67,00%	68,50%	71,00%	74,00%	74,00%
Marża EBITDA	10,17%	0,69%	9,32%	-31,96%	-80,60%	-15,20%	9,40%	15,90%
Marża EBIT	8,22%	-0,87%	7,92%	-33,36%	-82,00%	-16,60%	8,00%	14,50%
Marża netto	12,09%	1,61%	6,94%	-45,27%	-70,12%	-15,74%	4,91%	10,68%
Return on equity (ROE)	4,83%	0,77%	3,76%	-32,55%	-74,52%	-24,12%	11,35%	28,33%
Return on assets (ROA)	1,96%	-0,78%	3,11%	-24,11%	-60,69%	-13,84%	8,87%	18,78%
Return on capital employed (ROCE)	2,57%	-0,27%	3,34%	-37,41%	-58,17%	-15,04%	9,59%	20,32%
Zadłużenie netto (PLN mln)	-8,72	-3,18	-2,42	-3,07	-5,55	1,67	5,06	7,12
Net gearing	-54,00%	-19,98%	-14,71%	-34,32%	-40,52%	15,58%	42,00%	44,43%
Udział kapitału własnego	94,53%	94,57%	91,15%	85,74%	88,04%	55,41%	56,69%	60,87%
Current ratio	14,73	10,79	5,14	6,00	7,02	5,75	4,52	4,02
Quick ratio	13,49	8,35	4,04	4,69	5,70	4,42	3,18	2,67
Net interest cover	-1,19	0,26	-10,32	-4,36	-17,94	-5,87	4,13	11,02
Zadłużenie netto/EBITDA	-13,44	-59,96	-2,96	1,05	0,57	-0,59	2,04	1,20
Tangible BVPS	2,58	2,54	2,63	1,27	1,55	1,22	1,36	1,81
Capex/Sales	-0,78%	-1,69%	-0,50%	-1,72%	-7,29%	-5,07%	-4,21%	-2,06%
Working capital/Sales	48,39%	57,51%	50,37%	55,91%	55,43%	54,74%	53,92%	53,69%
EV/Sales	9,45	7,82	6,87	6,60	5,01	3,22	2,29	1,62
EV/EBITDA	92,88	1137,44	73,68	-20,66	-6,22	-21,16	24,34	10,18
EV/EBIT	114,89	-899,92	86,74	-19,79	-6,11	-19,38	28,62	11,17
P/Tangible BVPS	2,88	2,93	2,83	5,86	4,81	6,12	5,47	4,11
P/E	60,39	376,58	76,51	-12,68	-7,80	-22,32	50,91	16,56
P/FCF	-26,04	-13,04	-98,29	-13,42	-6,15	-9,11	-19,45	-31,98

Źródło: Informacje spółki, Dr. Kalliwoda Research GmbH



Źródło: Informacje spółki, Dr. Kalliwoda Research GmbH

DR. KALLIWODA RESEARCH GmbH Primary Research Fair Value Analysis International Roadshows		Rüsterstraße 4a 60325 Frankfurt Tel.: 069-97 20 58 53 www.kalliwoda.com
Head: Dr. Norbert Kalliwoda E-Mail: nk@kalliwoda.com	CEFA-Analyst; University of Frankfurt/Main; PhD in Economics; Dipl.-Kfm.	<u>Sectors:</u> IT, Software, Electricals & Electronics, Mechanical Engineering, Logistics, Laser, Technology, Raw Materials
Dr. Peter Arendarski E-Mail: pa@kalliwoda.com	Senior-Analyst, Msc & Ph.D in Finance (Poznan Univers. of Economics), CFA Level 3 Candidate	<u>Sectors:</u> Technology, Raw Materials, Banks & Insurances, Financial-Modelling (Quant., Buyside)
Patrick Bellmann E-Mail: pb@kalliwoda.com	Junior-Analyst; WHU - Otto Beisheim School of Management, Vallendar (2012)	<u>Sectors:</u> Support Research and Quantitative Approach
Andreas Braun E-Mail: rb@kalliwoda.com	Junior-Analyst; University of Frankfurt/Main (2012)	<u>Sectors:</u> Support Research and Quantitative Approach
Michael John E-Mail: mj@kalliwoda.com	Dipl.-Ing. (Aachen)	<u>Sectors:</u> Chemicals, Chemical Engineering, Basic Metals, Renewable Energies, Laser/Physics
Adrian Kowolik E-Mail: ak@kalliwoda.com	Dipl.-Kfm.; Humboldt-Universität zu Berlin, CFA Candidate	<u>Sectors:</u> Media, Internet, Gaming, Technology, Eastern European stocks
Maximilian F. Kaessens E-Mail: mk@kalliwoda.com	Bachelor of Science in Business Administration (Babson College (05/2012), Babson Park, MA (US))	<u>Sectors:</u> Financials, Real Estate
Dr. Christoph Piechaczek E-Mail: cp@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Witten-Herdecke.	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
Anoop Pillai E-Mail: anp@kalliwoda.com	Master of Science in Economics and Business Administration (Goethe University Frankfurt M. / Graduation April 2013)	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Internet & Technology
Hellmut Schaarschmidt; E-Mail: hs@kalliwoda.com	Dipl.-Geophysicists; University of Frankfurt/Main.	<u>Sectors:</u> Oil, Regenerative Energies, Specialities Chemicals, Utilities
Dr. Erik Schneider E-Mail: es@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Hamburg.	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
David Schreindorfer E-Mail: ds@kalliwoda.com	MBA, Economic Investment Management; Univ. Frankfurt/ Univ. Iowa (US).	<u>Sectors:</u> IT/Logistics; Quantitative Modelling
Rainer Wochele E-Mail: rw@kalliwoda.com	Bachelor of Science in Economics and Business Administration (Goethe University Frankfurt M. / Graduation Fall 2013)	<u>Junior-Analyst</u>
Nele Rave E-Mail: nr@kalliwoda.com	Lawyer; Native Speaker, German School London,	<u>Legal adviser</u>

Also view Sales and Earnings Estimates:

DR. KALLIWODA | RESEARCH on Terminals of Bloomberg, Thomson Reuters, vwd group and Factset



DISCLAIMER

KUPUJ:	Na podstawie naszych prognoz cena akcji zmieni się o minimum 10% w ciągu następnych 12 miesięcy	BUY
AKUMULUJ:	Na podstawie naszych prognoz cena akcji zmieni się między 5% a 10% w ciągu następnych 12 miesięcy	ACCUMULATE
TRZYMAJ:	Na podstawie naszych prognoz cena akcji zmieni się między -5% a 5% w ciągu następnych 12 miesięcy	HOLD
REDUKUJ:	Na podstawie naszych prognoz cena akcji zmieni się między -5% a -10% w ciągu następnych 12 miesięcy	REDUCE
SPRZEDAJ:	Na podstawie naszych prognoz cena akcji zmieni się o minimum -10% w ciągu następnych 12 miesięcy	SELL

Additional Disclosure

DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH stworzył tą analizę na podstawie publicznie dostępnych źródeł, które są uznawane za wiarygodne. Pracujemy najdokładniej jak to jest tylko możliwe. Jednak nie możemy przejąć odpowiedzialności za dokładność, zgodność i kompletność informacji i opinii. Ta analiza nie zastępuje osobistej konsultacji. Ten raport nie stanowi wezwania do zakupu lub sprzedaży instrumentów inwestycyjnych, które są w nim wymieniane. Dlatego DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH zaleca, aby przed dokonaniem dyspozycji zwrócić się do doradcy bankowego lub zarządcy majątkowego. Na terenie Wielkiej Brytanii ta analiza nie jest przeznaczona do dystrybucji wśród osób, które są opisywane w Art. 11 (3) Financial Services Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (w aktualnie obowiązującej wersji). Ta analiza nie może być kierowana do innych grup osób zarówno bezpośrednio jak i pośrednio. Dystrybucja tego raportu w innej międzynarodowej jurysdykcji może być ograniczona prawnie, dlatego osoby, które staną się jego właścicielami, powinny się poinformować o ewentualnie istniejących ograniczeniach i je dotrzymywać. DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH oraz pracownicy mogą posiadać udziały w papierach wartościowych, lub powiązanych instrumentach inwestycyjnych, które są wymieniane w tym raporcie i mogą swoje udziały w tych papierach i instrumentach zwiększać lub zmniejszać.

Możliwe konflikty interesów

Ani DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH, ani żadna inna powiązana firma

- a) nie posiada 1% lub więcej kapitału podstawowego papierów wartościowych, które są przedmiotem tego raportu;
- b) nie brała udziału w emisji papierów wartościowych, które są przedmiotem tego raportu;
- c) nie posiada pozycji sprzedaży netto w wysokości minimum 1% kapitału podstawowego akcji analizowanej firmy;
- d) nie prowadziła analizowane papiery wartościowe na podstawie umowy z emitentem na giełdzie lub na rynku.

Przyjmując ten dokument odbiorca/czytelnik akceptuje ważność tego disclaimeru.

DISCLAIMER

The information and opinions in this analysis were prepared by DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH. The information herein is believed by DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH to be reliable and has been obtained from public sources believed to be reliable. With the exception of information about DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH, DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH makes no representation as to the accuracy or completeness of such information.

Opinions, estimates and projections in this report constitute the current judgement of the author as of the date of this analysis. They do not necessarily reflect the opinions, projection, forecast or estimate set forth herein, changes or subsequently becomes inaccurate, except if research on the subject company is withdrawn. Prices and availability of financial instruments also are subject to change without notice. This report is provided for informational purposes only. It is not to be construed as an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell any financial instruments or to participate in any particular trading strategy in any jurisdiction. The financial instruments discussed in this report may not be suitable for all investors and investors must make their own investment decision using their own independent advisors as they believe necessary and based upon their specific financial situations and investment objectives. If a financial instrument is denominated in a currency other than an investor's currency, a change in exchange rates may adversely affect the price or value of, or the income derived from, the financial instrument, and such investor effectively assumes currency risk. In addition, income from an investment may fluctuate and the price or value of financial instruments described in this report, either directly or indirectly, may rise or fall. Furthermore, past performance is not necessarily indicative of future results.

This report may not be reproduced, distributed or published by any person for any purpose without DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH's prior written consent. Please cite source when quoting.