

Cena bieżąca **17,84 PLN**

Emisji akcji

Oferta publiczna (do mln akcji)	1,1
Z prawem poboru	nie
Budowa księgi popytu	28-29 czerwca

Podstawowe dane

Max/min 52 tyg. (PLN)	29,35/17,39
NC Index (pkt.)	36,87
Liczba akcji (mln)	6,3
Liczba akcji po emisji (mln)	7,4
Kapitalizacja (mln PLN)	111,6
Free float (mln PLN)	21,8
Free float (%)	19,6
Średni dzienny obrót (3M, mln PLN)	0,0

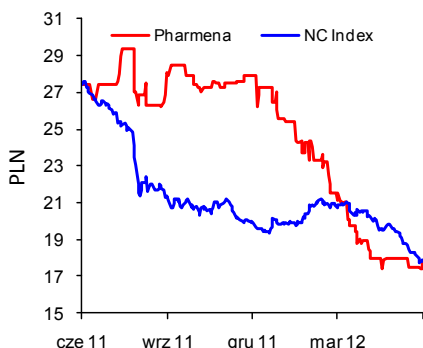
Struktura akcjonariatu (% głosów na WZA)

Pelion	43,7
Gębicki Jerzy	17,6
Palka Konrad	12,0
Sysa-Jędrzejowska Anna	7,2
Pozostali	19,6

Profil spółki

Głównym obszarem działalności spółki jest opracowywanie i komercjalizacja innowacyjnych dermokosmetyków do skóry i włosów wymagających szczególnej pielęgnacji. Ze względu na swój unikalny skład wszystkie produkty chronione są prawem patentowym. W 2012 roku Spółka zamierza wprowadzić na rynek 9 nowych produktów i zintensyfikować sprzedaż poprzez rozpoczęcie współpracy z Rossmanem oraz Hebe. Ponadto spółka pracuje nad wprowadzeniem do oferty suplementu diety oraz przede wszystkim prowadzi badania nad lekiem przeciwmiażdżycowym na bazie opatentowanej substancji czynnej 1-MNA. Szacowana wartość światowego rynku dyslipidemii (choroby skutkującej miażdżycą) to 42 mld USD. W 2008 i 2009 r. prace nad lekiem zostały dwukrotnie uznane za jeden z najbardziej perspektywicznych projektów w zakresie zwalczania chorób układu krążenia.

Kurs akcji Pharmena na tle NC Index



Analitik

Sobiesław Kozłowski
Makler Papierów Wartościowych
(22) 539 55 14
sobieslaw.kozlowski@dmbps.pl

Spółka Pharmena jest spółką biotechnologiczną, której dominującą wartością jest know-how w postaci patentów. Konwencjonalne metody wyceny (tj. DCF i metoda porównawcza) w ograniczonym stopniu ujmują wartość spółki dlatego też szacując wartość spółki Pharmena zastosowano również opcje rzeczywiste. Opcja inwestowania dotyczy wyceny projektu innowacyjnego leku przeciwmiażdżycowego 1-MNA.

Wycena akcji Pharmena została przeprowadzona dwoma konwencjonalnymi metodami: porównawczą i zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) w części operacyjnej oraz niekonwencjonalną – metodą opcji realnych (rzeczywistych) w części dotyczącej prac badawczo-rozwojowych dotyczących leku przeciwmiażdżycowego.

Wycena części operacyjnej (tzn. dermo kosmetyków oraz suplementu diety) wyniosła 16,92 PLN na akcję.

Wycena części operacyjnej - podsumowanie	Waga	PLN
- wycena DCF	50%	27,26
- wycena porównawcza	50%	6,59
Wycena części operacyjnej (DCF+porównawcza)	100%	16,92

Wycena opcji inwestycji wyniosła 39,83 PLN na akcję, przy czym w zależności od wariantu wynosi 8,3 PLN (wariant pesymistyczny), 48,00 PLN (wariant bazowy) i 63,19 PLN (wariant optymistyczny).

Wartość opcji inwestycji w projekt leku	PLN na akcję	
Opcja inwestycji - 544 mln USD	464 702	63,19
Opcja inwestycji - 460 mln USD	353 031	48,00
Opcja inwestycji - 150 mln USD	61 038	8,30
Średnia (tys. PLN)	292 924	
Liczba akcji	7 354	
Wartość na akcję [PLN]	39,83	

Łączne ujęcie wartości części operacyjnej spółki Pharmena oraz opcji inwestycji dało wycenę od 25,11 PLN do 80,11 PLN na akcję.

Aktualnie spółka jest notowana w wysokimi wskaźnikami (P/E, P/BV, EV/EBIT czy EV/EBITDA). Wysoka wartość mnożników wartości jest pochodną relatywnie małej skali działalności operacyjnej w relacji do szacowanej wartości projektu leku przeciwmiażdżycowego 1-MNA.

(tys. PLN)	2010	2011	2012P	2013P	2014P
Przychody	7 704	8 778	9 100	15 670	26 539
<i>marża brutto na sprzedaży produktu</i>	64,5%	64,9%	69,5%	71,7%	73,3%
EBITDA	53	818	975	3 905	8 659
<i>marża EBITDA</i>	0,7%	9,3%	10,7%	24,9%	32,6%
EBIT	-67	695	825	3 755	8 509
<i>marża EBITDA</i>	-0,9%	7,9%	9,1%	24,0%	32,1%
Zysk netto	124	609	790	3 205	7 030
<i>rentowność netto</i>	1,6%	6,9%	8,7%	20,5%	26,5%
EPS*	0,02	0,10	0,11	0,44	0,96
P/E*	901,8	183,2	166,2	40,9	18,7
P/BV*	7,0	6,8	4,0	3,8	3,5
EV/EBIT*	-	156,9	150,1	33,4	14,5
EV/EBITDA*	2 180,3	133,2	127,0	32,1	14,2

P - prognozy skonsolidowane DM Banku BPS

*wskaźniki zostały wyliczone przy cenie rynkowej za akcję r. 17,84 PLN

WYCENA

Wycena akcji Pharmena została przeprowadzona dwoma konwencjonalnymi metodami: porównawczą i zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) w części operacyjnej oraz niekonwencjonalną – metodą opcji realnych (rzeczywistych) w części dotyczącej prac badawczo-rozwojowych dotyczących leku przeciwmiażdżycowego.

Wycena części operacyjnej - podsumowanie	Waga	PLN
- wycena DCF	50%	27,26
- wycena porównawcza	50%	6,59
Wycena części operacyjnej (DCF+porównawcza)	100%	16,92

W szacunku została uwzględniona wycena porównawcza, która silnie zaniża wycenę spółki biotechnologicznej planującej przeznaczyć na badania nad lekiem wpływu z emisji bliskie równowartości kapitałów własnych na koniec 2011 r.

W przypadku opcji jako aktywa pozabilansowego może być rozważane ujęcie, np. wg metodologii sumy części (SOP). Wg sumy części biznes krajowy (wyceniany przez DCF) powinien być powiększony o wartość biznesu zagranicznego (tj. leku), czyli 27,26 PLN+39,83 PLN. Ponieważ opcja na lek wg naszych szacunków jest mocno in-the-money istnieją podstawy do rozważenia tego typu podejścia, przy czym takie ujęcie zwiększa trudność z doбором właściwych spółek porównywalnych.

Wycena (SOP) - podsumowanie	Waga	PLN
Wycena DCF z opcją	50%	67,09
Wycena porównawcza	50%	6,59
Wycena 1 akcji [PLN]	100%	36,84

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wycena porównawcza została dokonana na podstawie małych i dużych spółek zagranicznych o zbliżonym profilu działalności. Do dużych spółek zostały zakwalifikowane podmioty o kapitalizacji przekraczającej 2 mld PLN, natomiast do małych podmioty o niższej kapitalizacji. Dla krajowych, publicznych spółek o zbliżonym profilu działalności do Pharmeny brak jest szacunków mnożników wartości, dlatego też wycena porównawcza została oparta na spółkach zagranicznych.

W metodzie porównawczej wykorzystane zostały trzy mnożniki rynkowe:

- P/E (cena do zysku netto przypadającego na akcję),
- EV/S (wartość ekonomiczna w relacji do sprzedaży),
- EV/EBITDA (wartość ekonomiczna w relacji do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację).

Wskaźniki rynkowe dla Pharmeny porównano z odpowiednimi mnożnikami pozostałych spółek na lata 2012-2014. W wycenie końcowej wagi każdego z zastosowanych mnożników są równe i wynoszą po $\frac{1}{3}$, ponadto wagi poszczególnych lat są równe (po $\frac{1}{3}$).

Pharmena - opcja na biotechnologiczną gwiazdę

Niniejszy materiał nie jest rekomendacją w rozumieniu rozporządzenia dotyczącego rekomendacji.

10 czerwiec 2012 r.

Materiał udostępniony za zgodą spółki



Dom Maklerski
Banku BPS

Spółka Akcyjna

Porównawcza - duże spółki	Kapitalizacja [mln PLN]	EV/EBITDA			EV/S			P/E		
		2012	2013	2014	2012	2013	2014	2012	2013	2014
ACTELION LTD-REG	16 992	9,9	9,3	8,9	2,4	2,4	2,4	15,4	12,9	11,4
GRIFOLS SA	23 891	10,9	9,4	8,4	3,2	3,0	2,8	21,1	16,4	13,4
UNITED THERAPEUTICS CORP	7 970	4,2	3,8	3,3	2,1	1,9	1,8	5,6	5,4	5,1
ORIFLAME COSMETICS SA-SDR	5 940	7,6	6,9	6,5	1,0	1,0	0,9	11,0	9,9	9,2
MYRIAD GENETICS INC	6 692	7,8	6,9	6,3	3,0	2,7	2,5	17,7	15,5	13,8
PZ CUSSONS PLC	7 667	13,3	11,6	10,3	1,7	1,6	1,5	24,6	20,8	17,7
TECHNE CORP	8 384	11,7	11,3	-	7,0	6,7	6,4	20,1	19,1	18,1
Mediana		9,9	9,3	7,4	2,4	2,4	2,4	17,7	15,5	13,4
PHARMENA		132,0	32,1	14,2	14,1	8,0	4,6	166,2	40,9	18,7
Premia / dyskonto		1236%	246%	91%	490%	234%	95%	839%	164%	40%
Wycena akcji		1,6	5,7	9,9	3,3	5,9	9,7	1,9	6,8	12,8
Waga roku		33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena wg wskaźników [PLN]			5,7			6,2			7,1	
Waga wskaźnika			33%			33%			33%	
Implikowana cena akcji [PLN]			6,3							

Źródło: Bloomberg, dane po zakończeniu sesji z 2012.06.08

Porównawcza - małe spółki	Kapitalizacja [mln PLN]	EV/EBITDA			EV/S			P/E		
		2012	2013	2014	2012	2013	2014	2012	2013	2014
MORPHOSYS AG	1724	30,1	21,6	19,2	3,5	3,1	2,9	122,2	61,1	53,7
GALAPAGOS NV	1364	21,6	27,1	3,8	1,8	1,7	1,1	41,2	55,4	4,8
MEDISANA AG	84	19,7	9,0	7,3	0,7	0,6	0,5	33,1	10,1	8,0
ART & FRAGRANCE AG	384	9,1	8,6	8,0	1,4	1,3	1,3	12,4	11,1	9,8
ZELTIA SA	1293	33,5	19,5	15,4	2,5	2,1	1,8	43,7	27,7	21,5
Mediana		21,6	19,5	8,0	1,8	1,7	1,3	41,2	27,7	9,8
PHARMENA		132,0	32,1	14,2	14,1	8,0	4,6	166,2	40,9	18,7
Premia / dyskonto		510%	65%	77%	667%	365%	268%	304%	48%	91%
Wycena akcji		3,2	11,1	10,5	2,6	4,5	5,6	4,4	12,0	9,3
Waga roku		33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena wg wskaźników [PLN]			8,2			4,2			8,5	
Waga wskaźnika			33%			33%			33%	
Implikowana cena akcji [PLN]			6,9							

Źródło: Bloomberg, dane po zakończeniu sesji z 2012.06.08

Na tle porównywalnych spółek Pharmena pod względem szacownych wyników na lata 2012-2014 wyceniana jest z bardzo dużą premią. Wraz z wzrostem skali działalności i poprawą wyników premia maleje w 2014 r., choć nadal pozostaje w przedziale od 33%-268%. Uważamy, iż tak znaczna premia do konkurencji jest następstwem początkowego etapu rozwoju, ponadprzeciętnymi perspektywami spółki biotechnologicznej oraz braku uwzględnienia w wycenie porównawczej wartości projektu leku.

Wycena porównawcza	Waga	PLN
Duże spółki	50%	6,27
Małe spółki	50%	6,91
Wycena 1 akcji [PLN]	100%	6,59

Implikowana wartość z zastosowanej wyceny porównawczej to **6,59 PLN** na jedną akcję Pharmeny.



WYCENA MODELEM DCF

w tys. PLN	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Przychody ze sprzedaży	9 100	15 670	26 539	42 359	56 798	71 395	79 177	86 150	92 446	96 274	99 502
<i>stopa wzrostu</i>	4%	72%	69%	60%	34%	26%	11%	9%	7%	4%	3%
EBITDA	975	3 905	8 659	17 200	26 359	35 043	37 982	40 007	40 608	41 910	43 331
<i>marża EBITDA</i>	10,7%	24,9%	32,6%	40,6%	46,4%	49,1%	48,0%	46,4%	43,9%	43,5%	43,5%
EBIT	825	3 755	8 509	17 050	26 209	34 893	37 832	39 857	40 458	41 760	43 181
<i>marża EBIT</i>	9,1%	24,0%	32,1%	40,3%	46,1%	48,9%	47,8%	46,3%	43,8%	43,4%	43,4%
Podatek dochodowy od EBIT	157	713	1 617	3 239	4 980	6 630	7 188	7 573	7 687	7 934	8 204
EBIT(1-T)	669	3 041	6 892	13 810	21 229	28 263	30 644	32 284	32 771	33 826	34 976
Amortyzacja	150	150	150	150	150	150	150	150	150	150	150
Inwestycje w kapitał obrotowy	-2 436	115	1 216	1 723	1 491	1 435	640	518	415	140	63
Inwestycje kapitałowe	150	150	150	150	150	150	150	150	150	150	150
Free Cash Flow to Firm (FCF)	3 105	2 926	5 676	12 087	19 738	26 828	30 004	31 767	32 356	33 686	34 913
WACC	17,5%	17,3%	16,5%	15,2%	13,3%	12,1%	11,4%	10,8%	10,7%	10,6%	10,5%
Współczynnik dyskontujący	93%	79%	68%	59%	52%	47%	42%	38%	34%	31%	28%
PV FCFF	2 890	2 322	3 866	7 147	10 298	12 486	12 530	11 973	11 017	10 370	9 727
Suma DFCFF	94 626										
Stopa wzrostu FCF	1,00%										
Wartość rezydualna (TV)	371 180										
Zdyskontowana wartość rezydualna	103 410										
Wartość brutto przedsiębiorstwa (EV)	198 036										
Wartość długu	110										
Gotówka i jej ekwiwalent	2 555										
Wartość długu netto	-2 445										
Wartość kapitału dla akcjonariuszy (EqV)	200 482										
Ilość akcji po emisji	7 354										
Wartość kapitału na akcję	27,26										

Założenia przyjęte do wyceny metodą DCF:

- Przepływy pieniężne dyskontowane są na 10 czerwca 2012 r.
- Wycena nie uwzględnia wartości aktywów pozaoperacyjnych.
- Do wyceny przyjęliśmy 7,4 mln akcji, tj. aktualną liczbę akcji powiększoną o 1,1 mln akcji przeprowadzanej emisji, przy czym emisja akcji serii C jest maksymalnie do 1,1 mln akcji.
- Zakładamy kontynuację polityki wypłaty dywidendy i przyjmujemy iż stopa wypłaty dywidendy w latach 2012-2014 wyniesie 51% i w latach późniejszych wzrośnie do 65%.
- W okresie szczegółowej prognozy przyjęliśmy stopę wolną od ryzyka na poziomie 5,5% natomiast premię za ryzyko przyjęliśmy w 2012 r. na 6,0% i spadek do 5,0% w 2022 r.
- Po roku 2022 zakładamy wzrost FCF na poziomie 1,5%.
- Betę operacyjną założyliśmy na poziomie 2,0 w 2012 r., i wraz ze wzrostem EBIT, spadek bety od 2014 r. do 1,0 w 2019 r.
- Przyjęliśmy stopę podatkową przez cały okres prognozy na poziomie 19%.
- Nie uwzględniliśmy w modelu DCF inwestycji w wysokości 17,5 mln PLN na badania leku przeciwmiażdżycowego bezpośrednio koordynowane przez spółkę Cortria, ponieważ koszty i korzyści z leku uwzględnia opcja.
- Uwzględniono wprowadzenie do asortymentu 9 nowych produktów, w tym markę Dermena Complex (innowacyjny suplement diety w postaci kapsułek). Ponadto założono poszerzenie kanałów dystrybucji o drogerie.
- Zgodnie z planami spółki założono w 2013 r. rozpoczęcie sprzedaży suplementu diety na bazie 1-MNA w Polsce oraz od 2015 r. poprzez licencje na Europę.
- Założono wzrost marż wynikający z lepszych warunków handlowych. Ponadto wraz z zakładanym wzrostem skali koszty związane z patentami będą miały malejący udział w strukturze kosztów.

13. Cykl konwersji gotówki przyjęto na 52 dni w 2012 r., 59 dni w 2013 r. i jego spadek do 40 dni w 2022 r., przy czym nie zakładano wykorzystania finansowania factoringowego.

Analiza wrażliwości (PLN)

Zmiana WACC	Stopy wzrostu FCF				
	0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%
+1,00 pp.	22,98	23,51	24,10	24,74	25,45
+0,50 pp.	24,32	24,93	25,60	26,33	27,15
0	25,80	26,49	27,26	28,12	29,07
-0,50 pp.	27,43	28,23	29,12	30,11	31,24
-1,00 pp.	29,24	30,17	31,20	32,37	33,70

Wartość jednej akcji spółki Pharmena oszacowana modelem DCF to **27,26 PLN**.

WYCENA OPCJI INWESTYCJI

Pharmena poprzez spółkę Cortria Corporation (100% udziałów należy do Pharmeny) prowadzi prace bawczo-rozwojowe zmierzające do zarejestrowania innowacyjnego leku przeciwmiażdżycowego 1-MNA na rynkach USA i Kanady. W powyższym celu przeprowadza emisję do 1,1 mln akcji aby pozyskać równowartość w PLN ok. 5 mln USD. Opierając się na transakcjach benchmarkowych leków w trakcie (lub po) II fazy badań przyjęto cenę transakcji na 460 mln USD (bez 84 mln USD płatności upfront). Powyższe szacunki uwiarygodnia blisko 1 mld USD rocznej sprzedaży konkurencyjnego leku Niaspan (ochrona patentowa do 2016 r.), którego następcą ma szansę zostać lek Pharmeny.

Transakcje benchmarkowe w trakcie badań klinicznych

Zbywca	Nabywca	Faza badań	Upfront (mln USD)	Milestones (mln USD)	Rok transakcji
Portola	Novartis	II	75	500	2009
Portola	Merck	II	50	420	2009
Corthera	Novartis	po II	120	500	2009
Calixa	Cubist	II	92	310	2009
		mediana	84	460	

Źródło: dane spółki

W celu oszacowania wartości opcji inwestowania w lek przeciwmiażdżycowy należało zidentyfikować wartość instrumentu bazowego, czyli szacunkowy cash-flow ze sprzedaży leku. Dodatkowo w celu weryfikacji opłacalności projektu oszacowaliśmy rNPV, czyli NPV skorygowane o prawdopodobieństwo powodzenia kolejnych faz badań nad lekiem.

Wariant bazowy – wartość transakcji 460 mln USD

Szacując CF przyjęto założenia:

1. Wartość transakcji sprzedaży leku na 460 mln USD (bez 84 mln USD upfront-u).
2. Uwzględniono prowizję dla udziałowców w wysokości 100 mln USD.
3. Stawka podatkowa równa 19%.
4. WACC taki jak dla Pharmeny.
5. Kurs USD/PLN 3,50 w okresie wydatków inwestycyjnych i 3,00 w okresie wpływów z inwestycji.
6. Prawdopodobieństwa kolejnych faz projektu przyjęto wg „Valutation in Life Sciences”, B. Bogdan, R. Villiger, wyd. Springer.



Wartość transakcji - 460 mln USD									
Rok	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Razem
Przychody [tys. USD]			76 667	78 200	79 764	81 359	82 986	84 646	483 623
Koszty administracyjne			2 300	2 346	2 393	2 441	2 490	2 539	22 005
Prowizja			16 667	16 667	16 667	16 667	16 667	16 667	100 000
EBIT	0	0	57 700	59 187	60 704	62 252	63 830	65 440	
Stawka podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	
Podatek dochodowy	0	0	10 963	11 246	11 534	11 828	12 128	12 434	
NOPLAT	0	0	46 737	47 942	49 171	50 424	51 702	53 007	
Cash Flow [tys. USD]	-4 000	-1 000	46 737	47 942	49 171	50 424	51 702	53 007	
Kurs USD/PLN	3,50	3,50	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	
Cash-flow [tys. PLN]	-14 000	-3 500	140 211	143 825	147 512	151 272	155 107	159 020	896 947
Faza projektu	II	II	IIb	III	III	FDA	lek na rynku	lek na rynku	
Prawdopodobieństwo CF fazy	100%	100%	43,3%	76,3%	76,3%	84,4%	100,0%	100,0%	
Prawdopodobieństwo warunkowe	100%	100%	43,3%	33,0%	33,0%	27,9%	27,9%	27,9%	
Wartość oczekiwana CF w tys. PLN	-14 000	-3 500	60 711	47 517	48 735	42 181	43 250	44 341	
WACC spółki matki	17,5%	17,3%	16,5%	15,2%	13,3%	12,1%	11,4%	10,8%	
Współczynnik dyskontujący	0,93	0,79	0,68	0,59	0,52	0,47	0,42	0,38	
DCF	-13 033	-2 778	41 352	28 097	25 425	19 631	18 062	16 713	149 280
rNPV [tys. PLN]	133 469								

¹Wg *Valuation in Life Sciences*, B. Bogdan, R. Villiger, wyd. Springer

NPV skorygowany o prawdopodobieństwo sukcesu (rNPV) wyniósł blisko 133,5 mln PLN i potwierdza zasadność realizacji projektu.

CF leku wyniosło blisko 897 mln PLN tę wartość przyjęliśmy instrument bazowy. Ponadto za cenę kontraktu opcyjnego uznano wartość bieżącą nakładów badawczo-rozwojowych, natomiast za cenę realizacji opcji przyjęto bieżącą wartość kosztów administracyjnych projektu.



Wycena opcji inwestycji dla Leku

Cena instrumentu bazowego [tys. PLN]	S	896 947
Cena realizacji opcji	X	22 468
Cena kontraktu opcyjnego	lo	15 825
Czas do wygaśnięcia opcji	t	2
Ilość kroków	T	1
Odchylenie standardowe wartości instrumentu bazowego	d	30%
Wolna od ryzyka stopa procentowa	r	5,50%
Dostosowująca się niustannie w czasie stopa wolna od ryzyka	j	5,35%
Podstawa logarytmu naturalnego	e	2,7183
Czynnik wzrostu w 1 kroku drzewa	u	1,52847
Czynnik spadku w 1 kroku drzewa	d	0,65425

Wartość prawdopodobieństw

p	43%
1-p	57%

		896 947
Instrument bazowy	586 828	0
		874 942
Opcja kupna	368 842	0
ROV	353 031	

Wartość opcji realnej (ROV) dotyczącej inwestycji w projekt leku oszacowano na blisko 353 mln PLN (368,6 mln PLN – 15,8 mln PLN), czyli **48,0 PLN na akcję**. Wartość opcji kilkakrotnie przekracza aktualną kapitalizację spółki i skokowo przewyższa wartość wyceny oszacowanej metodami klasycznymi.

Wariant pesymistyczny – wartość transakcji 150 mln USD

Szacując CF przyjęto założenia:

1. Wartość transakcji sprzedaży leku na 150 mln USD (bez 84 mln USD upfront-u).
2. Uwzględniono prowizję dla udziałowców 75 mln USD.
3. Stawka podatkowa równa 19%.
4. WACC taki jak dla Pharmeny.
5. Kurs USD/PLN 3,50 w okresie wydatków inwestycyjnych i 3,00 w okresie wpływów z inwestycji.
6. Prawdopodobieństwa kolejnych faz projektu przyjęto wg „Valutation in Life Sciences”, B. Bogdan, R. Villiger, wyd. Springer.



Rok	Wartość transakcji - 150 mln USD								Razem
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	
Przychody [tys. USD]			25 000	25 500	26 010	26 530	27 061	27 602	157 703
Koszty administracyjne			750	765	780	796	812	828	7 176
Prowizja			12 500	12 500	12 500	12 500	12 500	12 500	75 000
EBIT	0	0	11 750	12 235	12 730	13 234	13 749	14 274	
Stawka podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	
Podatek dochodowy	0	0	2 233	2 325	2 419	2 515	2 612	2 712	
NOPLAT	0	0	9 518	9 910	10 311	10 720	11 137	11 562	
Cash Flow [tys. USD]	-4 000	-1 000	9 518	9 910	10 311	10 720	11 137	11 562	
Kurs USD/PLN	3,50	3,50	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	
Cash-flow [tys. PLN]	-14 000	-3 500	28 553	29 731	30 933	32 159	33 410	34 686	189 472
Faza projektu	II	II	IIb	III	III	FDA	lek na rynku	lek na rynku	
Prawdopodobieństwo CF fazy	100%	100%	43,3%	76,3%	76,3%	84,4%	100,0%	100,0%	
Prawdopodobieństwo warunkowe	100%	100%	43,3%	33,0%	33,0%	27,9%	27,9%	27,9%	
Wartość oczekiwana CF w tys. PLN	-14 000	-3 500	12 363	9 823	10 220	8 967	9 316	9 672	
WACC spółki matki	17,5%	17,3%	16,5%	15,2%	13,3%	12,1%	11,4%	10,8%	
Współczynnik dyskontujący	0,93	0,79	0,68	0,59	0,52	0,47	0,42	0,38	
DCF	-13 033	-2 778	8 421	5 808	5 332	4 173	3 891	3 645	31 270
rNPV [tys. PLN]	15 459								

¹Wg Valuation in Life Sciences, B. Bogdan, R. Villiger, wyd. Springer

NPV skorygowany o prawdopodobieństwo sukcesu (rNPV) wyniósł blisko 15,5 mln PLN i potwierdza zasadność realizacji projektu.

CF leku wyniosło blisko 189,5 mln PLN i tę wartość przyjęliśmy instrument bazowy. Ponadto za cenę kontraktu opcyjnego uznano wartość bieżącą nakładów badawczo-rozwojowych (15,8 mln PLN), natomiast za cenę realizacji opcji przyjęto wartość bieżącą kosztów administracyjnych projektu (7,2 mln PLN).

Wycena opcji inwestycji dla Leku - 150 mln USD

Cena instrumentu bazowego [tys. PLN]	S	189 472
Cena realizacji opcji	X	7 176
Cena kontraktu opcyjnego	lo	15 811
Czas do wygaśnięcia opcji	t	2
Ilość kroków	T	1
Odchylenie standardowe wartości instrumentu bazowego	d	30%
Wolna od ryzyka stopa procentowa	r	5,50%
Dostosowująca się nieustannie w czasie stopa wolna od ryzyka	j	5,35%
Podstawa logarytmu naturalnego	e	2,7183
Czynnik wzrostu w 1 kroku drzewa	u	1,5285
Czynnik spadku w 1 kroku drzewa	d	0,6543
Wartość prawdopodobieństw	p	43%
	1-p	57%



		189 472
Instrument bazowy	123 962	0
		182 296
Opcja kupna	76 849	0
ROV	61 038	

Wariant optymistyczny – wartość transakcji 544 mln USD

Szacując CF przyjęto założenia:

1. Wartość transakcji sprzedaży leku na 544 mln USD (460 mln USD oraz 84 mln USD upfront-u).
2. Uwzględniono prowizję dla udziałowców 100 mln USD.
3. Stawka podatkowa równa 19%.
4. WACC taki jak dla Pharmeny.
5. Kurs USD/PLN 3,50 w okresie wydatków inwestycyjnych i 3,00 w okresie wpływów z inwestycji.
6. Prawdopodobieństwa kolejnych faz projektu przyjęto wg „Valutation in Life Sciences”, B. Bogdan, R. Villiger, wyd. Springer.

Wartość transakcji - 544 mln USD									
Rok	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Razem
Przychody [tys. USD]			90 667	92 480	94 330	96 216	98 141	100 103	571 936
Koszty administracyjne			2 720	2 774	2 830	2 886	2 944	3 003	26 023
Prowizja			12 500	12 500	12 500	12 500	12 500	12 500	75 000
EBIT	0	0	75 447	77 206	79 000	80 830	82 696	84 600	
Stawka podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	
Podatek dochodowy	0	0	14 335	14 669	15 010	15 358	15 712	16 074	
NOPLAT	0	0	61 112	62 537	63 990	65 472	66 984	68 526	
Cash Flow [tys. USD]	-4 000	-1 000	61 112	62 537	63 990	65 472	66 984	68 526	
Kurs USD/PLN	3,50	3,50	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	
Cash-flow [tys. PLN]	-14 000	-3 500	183 335	187 610	191 969	196 416	200 952	205 579	1 165 861
Faza projektu	II	II	IIb	III	III	FDA	lek na rynku	lek na rynku	
Prawdopodobieństwo CF fazy projektu ¹	100%	100%	43,3%	76,3%	76,3%	84,4%	100,0%	100,0%	
Prawdopodobieństwo warunkowe	100%	100%	43,3%	33,0%	33,0%	27,9%	27,9%	27,9%	
Wartość oczekiwana CF w tys. PLN	-14 000	-3 500	79 384	61 982	63 423	54 769	56 033	57 323	
WACC spółki matki	17,5%	17,3%	16,5%	15,2%	13,3%	12,1%	11,4%	10,8%	
Współczynnik dyskontujący	0,93	0,79	0,68	0,59	0,52	0,47	0,42	0,38	
DCF	-13 033	-2 778	54 071	36 650	33 088	25 489	23 401	21 606	194 305
rNPV [tys. PLN]	178 494								

¹Wg Valutation in Life Sciences, B. Bogdan, R. Villiger, wyd. Springer

NPV skorygowany o prawdopodobieństwo sukcesu (rNPV) wyniósł blisko 178,5 mln PLN i potwierdza zasadność realizacji projektu.



CF leku wyniosło blisko 1 166 mln PLN i tę wartość przyjęliśmy instrument bazowy. Ponadto za cenę kontraktu opcyjnego uznano wartość bieżącą nakładów badawczo-rozwojowych (15,8 mln PLN), natomiast za cenę realizacji opcji przyjęto wartość bieżącą kosztów administracyjnych projektu (26,0 mln PLN).

Wycena opcji inwestycji dla Leku - 544 mln USD

Cena instrumentu bazowego [tys. PLN]	S	1 165 861
Cena realizacji opcji	X	26 023
Cena kontraktu opcyjnego	lo	15 811
Czas do wygaśnięcia opcji	t	2
Ilość kroków	T	1
Odchylenie standardowe wartości instrumentu bazowego	d	30%
Wolna od ryzyka stopa procentowa	r	5,50%
Dostosowująca się nieustannie w czasie stopa wolna od ryzyka	j	5,35%
Podstawa logarytmu naturalnego	e	2,7183
Czynnik wzrostu w 1 kroku drzewa	u	1,52846516
Czynnik spadku w 1 kroku drzewa	d	0,654251092

Wartość prawdopodobieństw

p	43%
1-p	57%

		1 165 861
Instrument bazowy	762 766	0
		1 139 838
Opcja kupna	480 513	0
ROV	464 702	

Wartość opcji inwestycji w projekt leku (tys. PLN)

Opcja inwestycji - 544 mln USD	464 702
Opcja inwestycji - 460 mln USD	353 031
Opcja inwestycji - 150 mln USD	61 038
Średnia	292 924
Liczba akcji	7 354
Wartość na akcję [PLN]	39,83

Dla trzech wariantów wartość opcji kształtowała się w przedziale od 61 mln PLN do 465 mln PLN, przy czym średnia wyniosła 293 mln PLN, tj. 39,8 PLN na akcję.



Rachunek zysków i strat

w tys. PLN	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Przychody netto ze sprzedaży	8 778	9 100	15 670	26 539	42 359	56 798	71 395	79 177	86 150	446 92	96 274	99 502
<i>marża brutto na sprzedaży produktów</i>	64,9%	69,5%	71,7%	73,3%	75,0%	76,0%	76,0%	76,0%	76,0%	76,0%	76,0%	76,0%
Koszt działalności operacyjnej	-8 070	-8 275	-11 915	-18 030	-25 309	-30 589	-36 502	-41 345	-46 293	-51 989	-54 514	-56 321
WYNIK NA SPRZEDAŻY	709	825	3 755	8 509	17 050	26 209	34 893	37 832	39 857	40 458	41 760	43 181
WYNIK NA DZIAŁALNOŚCI OPERACYJNEJ	695	825	3 755	8 509	17 050	26 209	34 893	37 832	39 857	40 458	41 760	43 181
WYNIK BRUTTO	762	975	3 956	8 679	17 277	26 565	35 423	38 570	40 829	41 676	43 237	44 930
Podatek dochodowy	153	185	752	1 649	3 283	5 047	6 730	7 328	7 758	7 919	8 215	8 537
WYNIK NETTO	609	790	3 205	7 030	13 995	21 518	28 692	31 241	33 072	33 758	35 022	36 393

Bilans - aktywa

w tys. PLN	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Aktywa trwałe	10 677	24 627	27 679	27 634	27 591	27 550	27 511	27 474	27 438	27 405	27 373	27 343
Inwestycje długoterminowe	8 929	22 929	26 029	26 029	26 029	26 029	26 029	26 029	26 029	26 029	26 029	26 029
Długoterminowe rozl. międzyokresowe	1 007	957	909	863	820	779	740	703	668	635	603	573
Aktywa obrotowe	7 373	11 512	12 526	19 109	29 877	42 452	56 402	69 269	82 501	95 741	108 727	122 008
Zapasy	1 099	1 101	1 856	3 077	4 805	6 300	7 740	8 386	8 908	9 328	9 473	9 541
Należności krótkoterminowe	3 567	2 850	4 706	7 794	12 216	16 138	20 002	21 893	23 509	24 896	25 588	26 096
Inwestycje krótkoterminowe	2 555	7 409	5 812	8 086	12 704	19 861	28 507	38 838	49 931	61 365	73 514	86 218
Krótkoterminowe rozl. międzyokresowe	152	152	152	152	152	152	152	152	152	152	152	152
SUMA AKTYWÓW	18 051	36 139	40 205	46 742	57 467	70 001	83 912	96 742	109 939	123 146	136 100	149 351

Bilans - pasywa

w tys. PLN	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Kapitał (fundusz) własny	16 453	32 930	34 500	37 945	44 242	52 849	62 892	73 826	85 401	97 217	109 474	122 212
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	1 598	3 209	5 705	8 798	13 225	17 152	21 021	22 916	24 538	25 929	26 626	27 139
Rezerwy na zobowiązania	135	135	135	135	135	135	135	135	135	135	135	135
Zobowiązania krótkoterminowe	1 192	2 858	5 354	8 446	12 874	16 801	20 670	22 565	24 186	25 578	26 274	26 788
SUMA PASYWÓW	18 051	36 139	40 205	46 742	57 467	70 001	83 912	96 742	109 939	123 146	136 100	149 351

Rachunek przepływów pieniężnych

w tys. PLN	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Zysk (strata) netto	609	790	3 205	7 030	13 995	21 518	28 692	31 241	33 072	33 758	35 022	36 393
Korekty razem	58	2 637	482	-1 021	-1 530	-1 300	-1 246	-453	-333	-231	41	117
CF operacyjny	667	3 426	3 687	6 010	12 465	20 218	27 446	30 788	32 739	33 527	35 064	36 510
CF inwestycyjny	-1 337	-14 150	-3 650	-150	-150	-150	-150	-150	-150	-150	-150	-150
CF finansowy	-86	15 578	-1 634	-3 585	-7 697	-12 911	-18 650	-20 307	-21 497	-21 943	-22 764	-23 656
PRZEPŁYWY PIENIĘŻNE NETTO RAZEM	-756	4 854	-1 597	2 274	4 618	7 158	8 646	10 331	11 092	11 434	12 149	12 704
ŚRODKI PIENIĘŻNE NA POCZĄTEK OKRESU	3 310	2 555	7 409	5 812	8 086	12 704	19 861	28 507	38 838	49 931	61 365	73 514
ŚRODKI PIENIĘŻNE NA KONIEC OKRESU	2 555	7 409	5 812	8 086	12 704	19 861	28 507	38 838	49 931	61 365	73 514	86 218

Kalkulacja kosztu kapitału własnego

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Beta (operacyjna)	2,0	2,0	1,9	1,7	1,4	1,2	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0
Beta	2,0	2,0	1,9	1,7	1,4	1,2	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0
Premia za ryzyko	6,0%	5,9%	5,8%	5,7%	5,6%	5,5%	5,4%	5,3%	5,2%	5,1%	5,0%
Stopa wolna od ryzyka	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Koszt kapitału własnego	17,5%	17,3%	16,5%	15,2%	13,3%	12,1%	11,4%	10,8%	10,7%	10,6%	10,5%

Cykl konwersji gotówki

w dniach	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Zapasy	44,1	43,2	42,3	41,4	40,5	39,6	38,7	37,7	36,8	35,9	35,0
Rotacja należności handlowych	107,9	106,6	105,3	104,1	102,8	101,5	100,2	98,9	97,6	96,3	95,0
Rotacja zobowiązań handlowych	100,0	90,0	90,0	90,0	90,0	90,0	90,0	90,0	90,0	90,0	90,0
Cykl konwersji gotówki	52,1	59,9	57,7	55,5	53,2	51,0	48,8	46,6	44,4	42,2	40,0



Dom Maklerski Banku BPS SA

ul. Płocka 11/13 01-231 Warszawa,

tel.: +48 22 53 95 555, fax.: +48 22 53 95 556

www.dmbps.pl

sekretariat@dmbps.pl

Biuro Analiz i Doradztwa Inwestycyjnego:

Sobiesław Kozłowski, MPW – instytucje finansowe, strategia

sobieslaw.kozlowski@dmbps.pl

tel.: (22) 53 95 514

Kamil Artyszuk – deweloperzy, obligacje

kamil.artyszuk@dmbps.pl

tel.: (22) 53 95 535

Łukasz Kopec – przemysł elektromaszynowy, górnictwo

lukasz.kopec@dmbps.pl

tel.: (22) 53 95 527

Marcin Stebakow, MPW – handel, przemysł spożywczy

marcin.stebakow@dmbps.pl

tel.: (22) 53 95 548

Analitycy techniczni:

Mariusz Truchan, MPW, Doradca Inwestycyjny

mariusz.truchan@dmbps.pl

tel.: (58) 62 75 019

Jacek Borawski

Biuro Sprzedaży:

Piotr Wietrzycki

piotr.wietrzycki@dmbps.pl

tel.: (22) 53 95 546

Departament Operacji:

Katarzyna Patora-Kopeć, MPW

katarzyna.patora-kopec@dmbps.pl

tel.: (22) 53 95 520

Bogdan Dzimira, MPW, Doradca Inwestycyjny

bogdan.dzimira@dmbps.pl

Tel.: (22) 53 95 523

Grzegorz Kołcz, MPW

grzegorz.kolcz@dmbps.pl

Tel.: (22) 53 95 530

Jan Woźniak, MPW

jan.wozniak@dmbps.pl

tel.: (22) 53 95 536

Artur Kobos, MPW

artur.kobos@dmbps.pl

Tel.: (22) 53 95 511

Grzegorz Górski, MPW

grzegorz.gorski@dmbps.pl

tel.: (22) 53 95 540

Bartosz Szaniawski

bartosz.szaniawski@dmbps.pl

tel.: (22) 53 95 547

Bartosz Walczak

bartosz.walczak@dmbps.pl

tel.: (22) 53 95 559

Wyjaśnienia dotyczące stosowanej terminologii fachowej i wskaźników:

Dług netto – suma kredytów, papierów dłużnych, oprocentowanych pożyczek pomniejszona o środki pieniężne i ich ekwiwalenty

EBIT – zysk z działalności operacyjnej

EBITDA – zysk z działalności operacyjnej przed potrąceniem salda na działalności finansowej, opodatkowaniem i amortyzacją.

EV – (wartość ekonomiczna; $EV = MC + \text{dług netto}$) suma kapitalizacji i długu netto

Marża EBIT – $(EBIT / \text{Przychody ze sprzedaży})$ zysk z działalności operacyjnej podzielony przez przychody ze sprzedaży

Marża EBITDA – $(EBITDA / \text{Przychody ze sprzedaży})$ EBITDA podzielony przez przychody ze sprzedaży

ROS – $(\text{zysk netto} / \text{przychody ze sprzedaży})$ rentowność sprzedaży

ROA – $(\text{zysk netto} / \text{aktywa})$ rentowność aktywów

ROE – $(\text{zysk netto} / \text{kapitał własny})$ rentowność kapitału własnego

EBIT/EV – iloraz zysku z działalności operacyjnej i wartości ekonomicznej (suma kapitalizacji i długu netto)

MC/EBIT – iloraz kapitalizacji (iloczyn kursu akcji i liczby akcji) oraz zysku z działalności operacyjnej

MC/S – iloraz kapitalizacji (liczba wyemitowanych akcji razy kurs akcji) i przychodów ze sprzedaży

P/E – $(\text{Cena} / \text{Zysk})$ kursu akcji podzielony przez roczny zysk netto przypadający na akcję

P/BV – $(\text{Cena} / \text{Wartość Księgową})$ kurs akcji podzielony przez wartość księgową przypadającą na akcję

P/CF – $(\text{Cena} / (\text{zysk netto} + \text{amortyzacja}))$ kurs akcji podzielony przez sumę przypadającego na akcję zysku netto i amortyzacji

Stopa dywidendy – (DY) dywidenda na akcję podzielona przez kurs akcji

Wskaźnik wypłaty dywidendy – (D/E) dywidenda przypadająca na akcję podzielona przez zysk na akcję

Wskaźnik pokrycia dywidendy – (E/D) zysk na akcję podzielony przez dywidendę na akcję



Raport analityczny wyraża wiedzę oraz poglądy jej autorów według stanu na dzień sporządzenia niniejszego opracowania.

Adresatem niniejszego opracowania jest Pharmena S.A., przy czym Pharmena S.A. ma prawo dysponować raportem analitycznym wraz wyceną i informacjami w nim zawartymi.

Jest możliwe, iż DM Banku BPS świadczył, świadczy lub będzie świadczył usługi na rzecz spółki.

Powielanie bądź publikowanie w jakiegokolwiek formie niniejszego opracowania, lub jego części, oraz zwartych w nim zaleceń, oraz wykorzystywanie materiału do własnych opracowań celem publikacji, bez pisemnej zgody spółki Pharmena S.A. jest zabronione.

Materiał został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności przy zachowaniu zasad metodologicznej poprawności na podstawie ogólnodostępnych informacji, w dniu publikacji opracowania, pozyskanych ze źródeł wiarygodnych dla Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie gwarantuje ich kompletności i dokładności.

Organem sprawującym nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. jest Komisja Nadzoru Finansowego z siedzibą w Warszawie, przy Placu Powstańców Warszawy 1.

Informacje zawarte w niniejszym raporcie nie stanowią rekomendacji w rozumieniu Rozporządzenia Ministra Finansów z 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 19 października 2005 r. Nr 206, poz. 1715).

DM Banku BPS SA nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania ani za szkody poniesione w wyniku tych decyzji inwestycyjnych.

Wycena metodą DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych) polega na dyskontowaniu prognozowanych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. DCF uznawany jest za metodologicznie jedną z najlepszych metod wyceny. Wadą metody jest duża czasochłonność oraz wrażliwość na zmiany parametrów.

Wycena metodą porównawczą bazuje na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki z odpowiednimi mnożnikami innych porównywalnych spółek. Zaletami wyceny mnożnikowej jest niska czasochłonność oraz opieranie się na prawie jednej cenie. Wadą jest zmniejszenie znaczenia czynników specyficznych dla wycenianej spółki.

Wycena metodą opcji realnych należy do niekonwencjonalnych metod wyceny. Umożliwia uwzględnienie aspektu elastyczności inwestycji i wynika z założenia, że opcja jest prawem a nie obowiązkiem posiadacza opcji. Czynnikiem elastyczności jest istotny w przypadku dużej niepewności i nieprzewidywalności, jak również w przypadku inwestycji strategicznych. Metoda opcji realnych jest czasochłonna i wrażliwa na założenia.