

29 styczeń 2014

Europa | Polska | Biotechnologia

DR. KALLIWODA
RESEARCH GmbH

Update

KUPUJ

PT: PLN 27,30

Najważniejsze dane

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

Cena:	16,91	Maks	Min
Cena 52 tyg.:	19,39	6,98	
Kapitalizacja (PLN mln)	148,72		
Liczba akcji (mln)	8,80		
Średni obrót (akcje)	2.351		

Akcjonariat

Grupa Pelion S.A.	45,90%
Jerzy Gębicki	9,61%
KIPF Sp. z o.o	6,91%
Konrad Palka	6,25%
Max Welt Holdings Ltd.	5,21%
Pozostali akcjonariusze	26,12%

Stopa zwrotu

4 tygodni	-5,71%
13 tygodni	55,81%
26 tygodni	83,13%
52 tygodni	135,71%
YTD	-7,30%

Dywidenda

	PLN	in %
2009	0,05	0,27%
2010	0,01	0,06%
2011	0,05	0,27%
2012	0,10	0,59%

Analitycy

Adrian Kowollik
Email: ak@kalliwoda.comDr. Norbert Kalliwoda
Email: nk@kalliwoda.com

Pharmena S.A.

Wyniki w 9M/13 zaskoczyły pozytywnie

- W 2013 r. Pharmena z sukcesem przeprowadziła badania biodostępności innowacyjnego leku przeciwmiażdżycowego 1-MNA i rozpoczęła testy na pacjentach, które mają potwierdzić skuteczność i brak działań nieporządkanych tego preparatu przy wyższych dawkach. Badania te, które prowadzi w Kanadzie spółka zależna Cortia Corporation we współpracy z renomowanym Montreal Heart Institute, mają zostać zakończone pod koniec bieżącego roku.
- Uważamy, iż mimo znacznego wzrostu kursu akcji rynek nadal w pełni nie dyskontuje wartości godziwej Pharmeny. Potencjał rynku dla leku 1-MNA jest ogromny: w sytuacji gdy wszystkie konkurencyjne leki tracą ochronę patentową najpóźniej w 2016 r, segment dyslipidemii jest wyceniany na USD 42 mld. Dodatkowo segment niesterydowych leków przeciwzapalnych, innego obszaru zastosowania leku 1-MNA, może być wart nawet USD 10,6 mld. Na swój preparat Pharmena posiada ochronę patentową w Europie, Ameryce Północnej i Azji do 2025-2026 r. (aplikacje doustne), co czyni go bardzo interesującym dla dużych koncernów farmaceutycznych.
- W 9M/13 Pharmena zanotowała skonsolidowane przychody na poziomie PLN 10,8 mln (+63%). Znaczny wzrost r/r wynikał głównie z działań promocyjnych oraz nowych produktów. Podczas gdy działalność związana ze sprzedażą dermokosmetyków i suplementu diety Dermena Complex była na wszystkich poziomach zyskowna, skonsolidowany EBIT (PLN -0,6 mln) i zysk netto (PLN -1,7 mln), który uwzględnia koszty badań nad lekiem i suplementem diety 1-MNA, był ujemny. W 9M/13 pozycja gotówkowa netto Grupy wzrosła o PLN 8,3 mln do PLN 11,5 mln, co wynikało z emisji akcji wartej PLN 12,8 mln netto w czerwcu. Spodziewamy się, iż po uzyskaniu zezwolenia na dystrybucję suplementu diety 1-MNA w Europie w 2014 r. skonsolidowane wyniki Pharmeny będą się stopniowo poprawiać.
- Z uwagi na pozytywne informacje odnośnie badań nad lekiem 1-MNA, niższe WACC i wyższe prognozy po solidnym 9M/13, podwyższamy naszą 12-miesięczną cenę docelową (70% SOTP, 30% grupa porównawcza) z PLN 18,15 do PLN 27,30. Ze względu na ryzyko niepowodzenia, które charakteryzuje wszystkie projekty biotechnologiczne, uwzględniliśmy przy wycenie leku 1-MNA 20% dyskonto.

PLN mln	2010 (jedn.)	2011 (skons.)	2012 (skons.)	2013E (skons.)	2014E (skons.)	2015E (skons.)
Przychody netto	7,70	7,40	9,13	12,77	17,64	27,85
EBITDA	0,05	-2,29	-2,87	-1,51	-0,67	2,56
EBIT	-0,07	-2,41	-3,01	-1,66	-0,88	2,23
Zysk netto	0,12	-2,90	-4,10	-1,55	-0,90	1,63
EPS	0,02	-0,46	-0,58	-0,18	-0,10	0,19
Tangible BVPS	2,54	1,06	1,08	2,09	1,89	1,97
RoE	0,77%	-23,74%	-46,93%	-10,78%	-4,78%	8,91%
Marża EBIT	-0,87%	-32,63%	-33,00%	-13,00%	-5,00%	8,00%
C/Z	854,76	neg	neg	neg	neg	90,97
P/Tangible BVPS	6,65	16,02	15,65	8,10	8,97	8,58
EV/EBITDA	2584,10	neg	neg	neg	neg	53,44

Spis treści

1	Profil spółki.....	3
2	Analiza SWOT.....	3
3	Wycena.....	4
4	Wyniki za 9M/13 i prognoza	6
5	Rachunek zysków i strat.....	8
6	Bilans	9
7	Rachunek przepływów pieniężnych.....	10
8	Wskaźniki finansowe	10

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

- 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 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
- 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 września 2013 net gearing wynosił -59,7%

Opportunities/Szanse

- Globalny rynek dyslipidemi, w który celuje Pharmena S.A. z lekiem 1-MNA, jest wart USD 42 mld; rynek niesterydowych leków przeciwzapalnych, które są innym obszarem zastosowania preparatu 1-MNA i na które Spółka już posiada ochronę patentową w Europie, jest wart USD 10,6 mld według BCC Research
- 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, również za granicą
- Sprzedaż suplementu diety 1-MNA od 2014 roku; docelowo Pharmena zamierza przejąć 12% rynku (około PLN 36 mln)

Weaknesses/Słabe strony

- 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 2012 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
- W 2009 r. faza II badań nad lekiem 1-MNA nie zakończyła się sukcesem
- Proces dopuszczenia suplementu diety 1-MNA do dystrybucji w Europie nie został zakończony w 2013 r., tak jak to było planowane

Threats/Źagrożenia

- 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%). Wyznaczamy 12-miesięczną cenę docelową dla akcji Grupy na poziomie PLN 27,30 (SOTP PLN 30,64; grupa porównawcza PLN 7,76), co implikuje potencjał wzrostu w wysokości 61,4%.

Dermoskosmetyki i suplementy diety

Discounted Cash Flow Model (Basis 1/2014)

PLN mln	Phase 1								
	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Przychody	17,64	27,85	38,88	44,99	50,08	54,13	58,13	62,05	65,88
(zmiana r/r)	38,1%	57,9%	39,6%	15,7%	11,3%	8,1%	7,4%	6,7%	6,2%
Zysk operacyjny	-0,88	2,23	5,64	7,80	8,68	9,33	9,96	10,57	11,16
(Marża operacyjna)	-5,0%	8,0%	14,5%	17,3%	17,3%	17,2%	17,1%	17,0%	16,9%
NOPLAT	-0,71	1,80	4,57	6,32	7,03	7,56	8,07	8,56	9,04
+ Amortyzacja	0,21	0,33	0,47	0,54	0,60	0,65	0,70	0,74	0,79
= Przepływy operacyjne netto	-0,50	2,14	5,03	6,86	7,64	8,21	8,77	9,31	9,83
- Inwestycje (Capex oraz WC)	-2,60	-5,35	-5,01	-3,18	-2,80	-2,44	-2,45	-2,39	-2,37
Capex	-0,70	-1,35	-0,68	-0,76	-0,78	-0,83	-0,86	-0,82	-0,84
Working Capital	-1,90	-4,00	-4,33	-2,41	-2,02	-1,61	-1,59	-1,57	-1,53
= Free Cash flow (FCF)	-3,11	-3,21	0,02	3,68	4,84	5,77	6,32	6,92	7,46
Wartość aktualna FCF's	-2,73	-2,46	0,01	2,14	2,45	2,55	2,43	2,32	2,18

Wartość bieżąca w olnych przepływów	8,88
Wartość bieżąca w wartości końcowej	20,92
Wartość firmy	29,80
+ gotówka / - w wartości zobowiązań finansowych (koniec 2013)	11,78
Wartość kapitału własnego	41,58
Liczba akcji (mln)	8,80
WACC	14,8%
Koszty kapitału własnego	14,8%
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	4,73
Wartość na akcje w PLN (12 miesięcy)	5,43

Sensitivity Analysis		Terminal EBIT margin						
		13,9%	14,9%	15,9%	16,9%	17,9%	18,9%	19,9%
WACC	11,8%	6,75	7,05	7,35	7,65	7,95	8,25	8,55
	12,8%	6,00	6,25	6,50	6,75	7,00	7,25	7,50
	13,8%	5,39	5,60	5,81	6,02	6,23	6,44	6,65
	14,8%	4,90	5,07	5,25	5,43	5,60	5,78	5,96
	15,8%	4,48	4,63	4,78	4,94	5,09	5,24	5,39
	16,8%	4,13	4,26	4,39	4,52	4,65	4,78	4,91

Źródło: Dr. Kalliwoda Research GmbH

Projekt badawczy leku 1-MNA

Za pomocą metody NPV oszacowaliśmy wartość leku 1-MNA, który po pozytywnych badaniach biodostępności znajduje się obecnie w II fazie badań („Proof-of-Concept”). 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 25,91 na jedną akcję. W porównaniu z lutym 2013 r. (PLN 17,96) wartość ta uległa zwiększeniu ze względu na niższą stopę dyskontową oraz osłabienie kursu dolara amerykańskiego w stosunku do polskiego złotego.

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 = 14,8%)	1,9233
Wartość leku 1-MNA (USD mln) dzisiaj	93,83
USD - PLN	3,0364
Wartość leku 1-MNA (PLN mln) dzisiaj	284,89
Liczba akcji	8,80
Wartość leku 1-MNA na 1 akcje (PLN)	32,39
Wartość leku 1-MNA na 1 akcje (PLN) z 20% dyskontem	25,91

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

Analiza grupy porównawczej

Nasza grupa porównawcza zawiera 7 spółek biotechnologicznych o podobnym profilu jak Pharmena S.A., dla których są dostępne aktualne prognozy analityków. 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
	2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E	2012	ostatnia	ostatnia
Neptune Technol. & Bioress. Inc. (USD)	4,03	2,82	1174,27	8,73	n.a	18,72	n.a	n.a	-34,25%	-34,76%	3,41
Oculus Innovative Sciences Inc. (USD)	1,09	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	-20,10%	-135,35%	14,56
Perrigo Company plc (USD)	4,78	4,48	15,46	13,95	16,56	15,07	24,12	22,17	24,05%	47,28%	8,50
Salix Pharmaceuticals Ltd. (USD)	3,85	3,19	9,19	7,21	9,56	7,25	16,36	13,05	32,13%	8,10%	8,94
BioCryst Pharmaceuticals Inc. (USD)	8,01	11,26	n.a	n.a	14,12	n.a	n.a	n.a	-119,81%	-369,24%	176,49
Geron Corp. (USD)	362,51	142,11	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	-107,00%	9,63
BioMarin Pharmaceuticals Inc. (USD)	14,11	11,46	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	-11,62%	-23,61%	7,65
Median	4,78	7,87	15,46	8,73	14,12	15,07	20,24	17,61	-15,86%	-34,76%	8,94
Pharmena S.A. (PLN)	9,10	5,76	n.a	62,64	n.a	72,03	n.a	90,97	-31,48%	-59,70%	7,74
Premia/Dyskonto	90,22%	-26,78%	n.a	617,23%	n.a	377,83%	n.a	416,55%			
Wartość godziwa Pharmena S.A. (PLN)	7,76										

Źródło: Dr. Kalliwoda Research GmbH, Thomson Reuters Knowledge

Kalkulacja ceny docelowej

Metoda wyceny	Wartość godz.	Waga
Sum-of-the-Parts (DCF + NPV)	30,64	70%
Analiza porównawcza	7,76	30%
Średnia ważona (wartość bieżąca)	23,78	
Za 12 miesięcy (PV * (1+WACC))	27,30	

Źródło: Dr. Kalliwoda Research GmbH

4 Wyniki za 9M/13 i prognoza

W I-III kw. 2013 skonsolidowane przychody Pharmeny wzrosły o 63% r/r do PLN 10,8 mln, co było wynikiem działań promocyjnych oraz nowych produktów (dermokosmetyki oraz suplement diety Dermena Complex). Na zysk operacyjny i netto, które podobnie jak przychody uległy znacznej poprawie r/r zarówno na poziomie jednostkowym jak i skonsolidowanym, wpłyną przede wszystkim niższy udział kosztów ogólnego zarządu.

Od początku 2013 r. Pharmena z sukcesem zakończyła badania biodostępności, które określają szybkość i stopień wchłaniania substancji leczniczej do krążenia ludzkiego po jednorazowym podaniu. Wyniki badań potwierdziły bezpieczeństwo stosowania w wyższych dawkach preparatu zawierającego 1-MNA i pozwoliły Pharmenie na oszacowanie wysokości dawki leku 1-MNA podczas badań klinicznych II fazy. Pierwszy pacjent z planowanych min. 64 został włączony do II fazy badań nad lekiem 1-MNA w grudniu 2013. Spodziewamy się, iż zostanie ona zakończona pod koniec 2014 r. Celem jest ustalenie efektywnej dawki leku 1-MNA oraz potwierdzenie braku działań niepożądanych u ludzi w badanych dawkach.

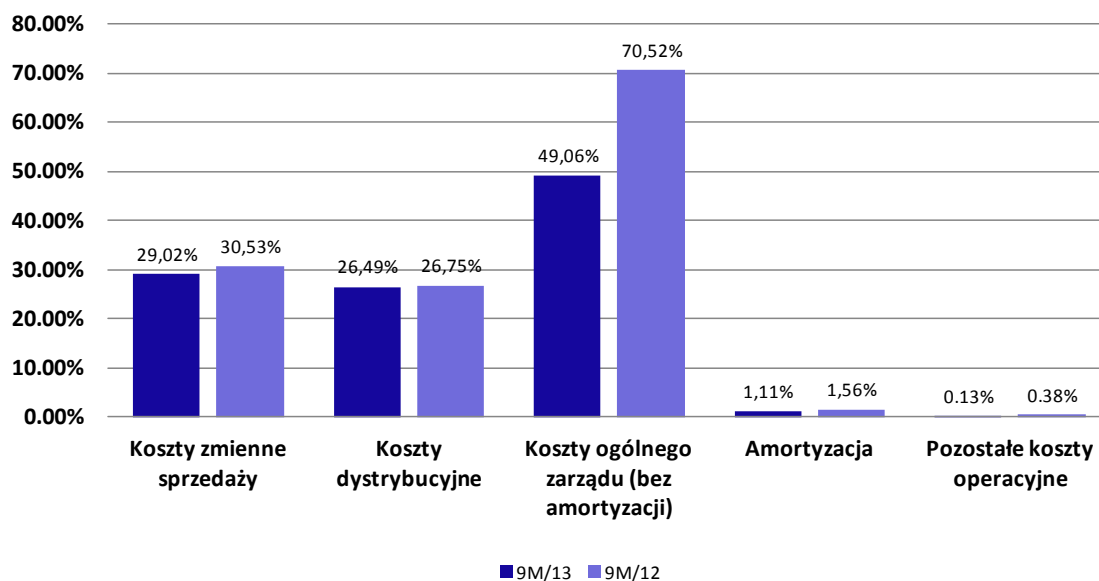
Ponizej prezentujemy zestawienie wyników Pharmeny w I-III kw. 2013 oraz nasze nowe prognozy:

Wyniki 9M/13 w porównaniu z rokiem poprzednim

9M/13 w porównaniu z rokiem poprzednim			
PLN mln	9M/13	9M/12	Różnica (%)
Przychody skonsol. Grupy Pharmena	10,75	6,60	63,0%
Przychody jednostkowe	11,53	7,77	48,3%
EBITDA (skonsol. Grupy Pharmena)	-0,49	-1,84	-73,4%
Marża EBITDA	-4,6%	-28,0%	
EBITDA (jednostk.)	2,87	1,53	87,1%
EBIT (skonsol. Grupy Pharmena)	-0,61	-1,95	-68,7%
Marża EBIT	-5,7%	-29,5%	
EBIT (jednostk.)	2,76	1,43	92,3%
Zysk netto (skonsol. Grupy Pharmena)	-1,70	-2,70	-37,1%
Marża netto	-15,8%	-40,9%	
Zysk netto (jednostk.)	2,06	1,07	93,0%

Źródło: Informacje spółki, Dr. Kalliwoda Research GmbH

Udział w całkowitych przychodach 9M/13 vs. 9M/12



Źródło: Informacje spółki, Dr. Kalliwoda Research GmbH

Zmiany naszych prognoz 2013E-2015E

Nasze prognozy 2013E-2015E

PLN mln	2013E		2014E		2015E	
	akt.	poprzed.	akt.	poprzed.	akt.	poprzed.
Przychody skonsolidowane	12,77	12,03	17,64	18,74	27,85	26,33
w tym: Dermokosmetyki Hair Care	60,1%	54,4%	49,2%	33,9%	33,9%	22,0%
w tym: Dermokosmetyki Skin Care	19,4%	19,8%	15,7%	19,7%	10,9%	19,6%
w tym: Dermena Complex	7,8%	8,3%	11,3%	10,7%	14,4%	15,2%
w tym: Suplement diety 1-MNA	0,0%	4,2%	14,2%	26,7%	34,5%	36,5%
w tym: Inne	12,6%	13,4%	9,6%	9,0%	6,4%	6,8%
EBITDA (skonsol. Grupy Pharmena)	-1,51	-9,70	-0,67	-2,85	2,56	2,48
Marża EBITDA	-11,8%	-80,6%	-3,8%	-15,2%	9,2%	9,4%
EBITDA (jednostk.)	3,85	2,65	4,05	3,16	4,55	3,37
EBIT (skonsol. Grupy Pharmena)	-1,66	-9,87	-0,88	-3,11	2,23	2,11
Marża EBIT	-13,0%	-82,0%	-5,0%	-16,6%	8,0%	8,0%
EBIT (jednostk.)	3,60	2,50	3,90	3,00	4,20	3,20
Zysk netto (skonsol. Grupy Pharmena)	-1,55	-8,44	-0,90	-2,95	1,63	1,29
Marża netto	-12,1%	-70,2%	-5,1%	-15,7%	5,9%	4,9%
Zysk netto (jednostk.)	2,66	2,40	3,25	2,85	3,45	2,95

Źródło: Dr. Kalliwoda Research GmbH

5 Rachunek zysków i strat

Rachunek zysków i strat - Pharmena						
PLN mln	Rok obrotowy					
	2010 (jednostk.)	2011 (skonsolid.)	2012* (skonsolid.)	2013E (skonsolid.)	2014E (skonsolid.)	2015E (skonsolid.)
Hair Care	5,21	5,72	5,68	7,68	8,68	9,44
Skin Care	1,56	1,79	1,81	2,48	2,76	3,04
Suplement diety Dermena Complex	0,00	0,00	0,10	1,00	2,00	4,00
Suplement diety 1-MNA	0,00	0,00	0,00	0,00	2,50	9,60
Pozostałe przychody	0,93	1,27	1,54	1,61	1,69	1,78
Przychody	7,70	7,40	9,13	12,77	17,64	27,85
Koszty zmienne sprzedaży	-2,58	-2,57	-2,84	-4,60	-6,33	-9,97
Zysk brutto	5,13	4,82	6,29	8,17	11,31	17,88
Pozostałe przychody operacyjne	0,00	0,02	0,03	0,03	0,03	0,03
Koszty dystrybucyjne	-2,45	-2,37	-2,40	-3,38	-8,03	-9,94
Koszty administracyjne	-2,61	-4,74	-6,75	-6,27	-3,88	-5,29
Pozostałe koszty operacyjne	-0,01	-0,03	-0,04	-0,05	-0,10	-0,11
EBITDA	0,05	-2,29	-2,87	-1,51	-0,67	2,56
Amortyzacja	-0,12	-0,12	-0,14	-0,15	-0,21	-0,33
EBIT	-0,07	-2,41	-3,01	-1,66	-0,88	2,23
Wynik finansowy netto	0,26	0,19	-0,18	-0,25	-0,23	-0,21
Odpis ujemnej wartości firmy	0,00	-0,52	-0,52	0,00	0,00	0,00
EBT	0,19	-2,74	-3,71	-1,91	-1,11	2,02
Podatek dochodowy	-0,07	-0,15	-0,39	0,36	0,21	-0,38
Wynik netto	0,12	-2,90	-4,10	-1,55	-0,90	1,63
EPS	0,02	-0,46	-0,58	-0,18	-0,10	0,19
DPS	0,01	0,05	0,10	0,10	0,10	0,10
Zmiana r/r						
Przychody	n.a	-3,99%	23,43%	39,90%	38,08%	57,92%
Koszty zmienne sprzedaży	n.a	-0,18%	10,26%	62,03%	37,70%	57,48%
Zysk brutto	n.a	-5,91%	30,46%	29,93%	38,30%	58,17%
Pozostałe przychody operacyjne	n.a	1381,76%	93,33%	-5,00%	5,00%	5,00%
Koszty dystrybucyjne	n.a	-3,51%	1,65%	40,80%	137,08%	23,91%
Koszty administracyjne	n.a	81,42%	42,60%	-7,11%	-38,13%	36,39%
EBITDA	n.a	-4423,09%	25,45%	-47,56%	-55,53%	-482,34%
Amortyzacja	n.a	2,52%	13,01%	10,27%	38,08%	57,92%
EBIT	n.a	3503,99%	24,81%	-44,89%	-46,89%	-352,68%
Wynik finansowy netto	n.a	-27,54%	-198,39%	36,61%	-8,00%	-8,70%
EBT	n.a	-1546,48%	35,28%	-48,53%	-41,80%	-281,52%
Podatek dochodowy	n.a	131,92%	153,59%	-193,56%	-41,80%	-281,52%
Wynik netto	n.a	-2441,37%	41,53%	-62,26%	-41,80%	-281,52%
Udział w przychodach						
Przychody	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %
Koszty zmienne sprzedaży	-33,47 %	-34,80 %	-31,08 %	-36,00 %	-35,90 %	-35,80 %
Zysk brutto	66,53 %	65,20 %	68,92 %	64,00 %	64,10 %	64,20 %
Pozostałe przychody operacyjne	0,01 %	0,20 %	0,32 %	0,22 %	0,16 %	0,11 %
Koszty dystrybucyjne	-31,81 %	-31,97 %	-26,33 %	-26,50 %	-45,50 %	-35,70 %
Koszty administracyjne	-33,88 %	-64,01 %	-73,95 %	-49,10 %	-22,00 %	-19,00 %
EBITDA	0,69 %	-30,97 %	-31,48 %	-11,80 %	-3,80 %	9,20 %
Amortyzacja	-1,56 %	-1,66 %	-1,52 %	-1,20 %	-1,20 %	-1,20 %
EBIT	-0,87 %	-32,63 %	-33,00 %	-13,00 %	-5,00 %	8,00 %
Wynik finansowy netto	3,33 %	2,51 %	-2,00 %	-1,96 %	-1,30 %	-0,75 %
EBT	2,46 %	-37,10 %	-40,66 %	-14,96 %	-6,30 %	7,25 %
Podatek dochodowy	-0,86 %	-2,07 %	-4,25 %	2,84 %	1,20 %	-1,38 %
Wynik netto	1,61 %	-39,16 %	-44,91 %	-12,12 %	-5,11 %	5,87 %

Dr. Kalliwoda | Research © 2014

*2010: Wyniki zawierają tylko dane jednostkowe (dermokosmetyki, suplementy diety); 2011-2015E: wyniki skonsolidowane Grupy Pharmena, czyli zarówno działalność Pharmeny S.A. związana z dermokosmetykami i suplementami diety, jak i spółka zależna Cortria Corporation w USA

6 Bilans

Bilans - Pharmena						
PLN mln	Rok obrotowy					
	2010 (jednostk.)	2011 (skonsolid.)	2012 (skonsolid.)	2013E (skonsolid.)	2014E (skonsolid.)	2015E (skonsolid.)
Aktywa						
Gotówka	3,31	3,00	3,20	11,93	13,74	9,27
Zapasy	1,35	1,10	1,40	2,27	3,12	4,91
Należności handlowe	2,60	1,89	2,86	3,97	5,43	8,50
Pozostałe aktywa finansowe	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Pozostałe aktywa obrotowe	0,38	0,48	0,80	1,12	1,55	2,44
Suma aktywa obrotowe	7,64	6,47	8,26	19,28	23,84	25,12
Środki trwałe	0,15	0,15	0,16	0,16	0,17	0,17
Inne wartości niematerialne	0,67	0,63	0,78	1,41	1,89	2,90
Wartość firmy	0,00	1,89	1,38	1,38	1,38	1,38
Długoterminowe aktywa finansowe	7,56	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
Inne aktywa długoterminowe	0,76	0,96	0,90	1,25	1,71	2,67
Podatek odroczoney	0,04	0,05	0,07	0,00	0,00	0,00
Suma aktywa trwałe	9,18	3,72	3,33	4,24	5,18	7,16
Aktywa	16,82	10,19	11,59	23,52	29,02	32,29
Zobowiązania						
Zobowiązania handlowe	0,29	0,88	1,64	2,60	3,51	5,41
Pozostałe zobowiązania	0,37	0,57	0,73	1,03	1,42	2,24
Krótkoterminowy dług finansowy	0,05	0,05	0,06	0,07	0,08	0,08
Rezerwa emerytalna	0,00	0,03	0,03	0,04	0,06	0,09
Zobowiązania krótkoterminowe	0,71	1,53	2,47	3,74	5,06	7,82
Długoterminowe zobowiązania finansowe	0,08	0,06	0,04	0,04	6,00	5,75
Podatek odroczoney	0,12	0,11	0,10	0,00	0,00	0,00
Zobowiązania długoterminowe	0,20	0,17	0,14	0,04	6,00	5,75
Suma zobowiązania	0,91	1,69	2,61	3,78	11,06	13,57
Kapitał własny	15,91	8,50	8,98	19,74	17,96	18,72
Pasywa	16,82	10,19	11,59	23,52	29,02	32,29

Dr. Kalliwoda | Research © 2014

*2010: Wyniki zawierają tylko dane jednostkowe (dermokosmetyki, suplementy diety); 2011-2015E: wyniki skonsolidowane Grupy Pharmena, czyli zarówno działalność Pharmeny S.A. związana z dermokosmetykami i suplementami diety, jak i spółka zależna Cortria Corporation w USA

7 Rachunek przepływów pieniężnych

Przepływy pieniężne - Pharmena						
PLN mln	Rok obrotowy					
	2010 (jednostk.)	2011 (skonsolid.)	2012 (skonsolid.)	2013E (skonsolid.)	2014E (skonsolid.)	2015E (skonsolid.)
Wynik netto	0,12	-2,90	-4,10	-1,55	-0,90	1,63
Amortyzacja	0,12	0,12	0,14	0,15	0,21	0,33
Zmiana kapitału obrotowego	-1,07	0,51	-0,34	-1,39	-1,90	-4,00
Inne	-0,25	0,56	0,25	-0,03	0,00	0,00
Przepływy operacyjne netto	-1,08	-1,71	-4,05	-2,81	-2,59	-2,03
Przepływy inwestycyjne	-3,97	-0,05	-0,22	-0,78	-0,70	-1,35
Wolny przepływy pieniężne	-5,05	-1,76	-4,27	-3,60	-3,29	-3,38
Przepływy finansowe	-0,40	-0,13	4,48	12,33	5,10	-1,09
Zmiana środków pieniężnych	-5,45	-1,89	0,20	8,73	1,81	-4,47
Środki pieniężne na początek okresu	8,76	4,89	3,00	3,20	11,93	13,74
Środki pieniężne na koniec okresu	3,31	3,00	3,20	11,93	13,74	9,27

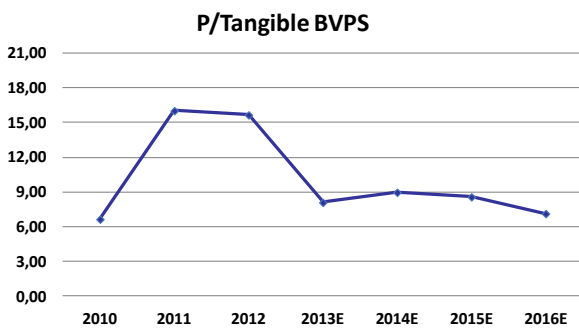
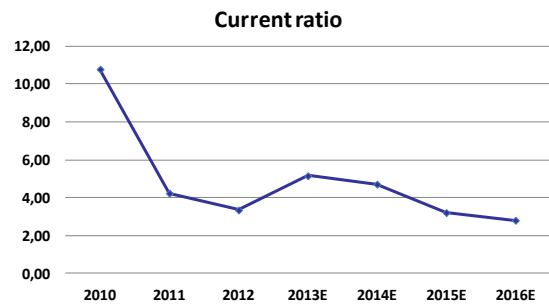
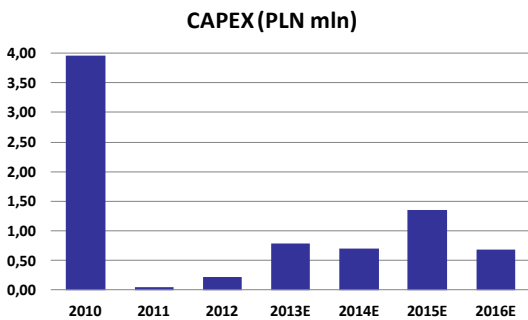
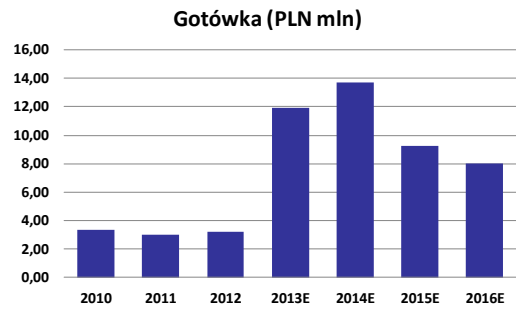
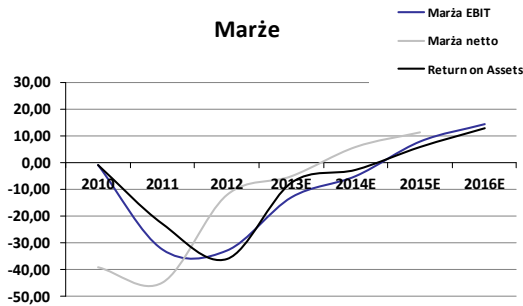
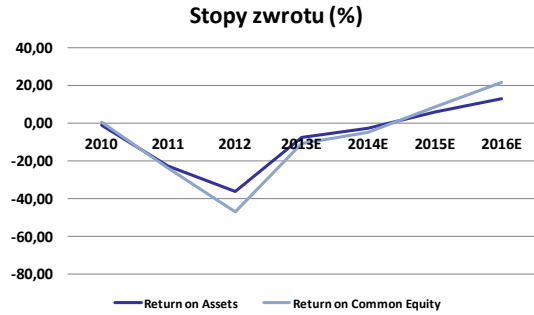
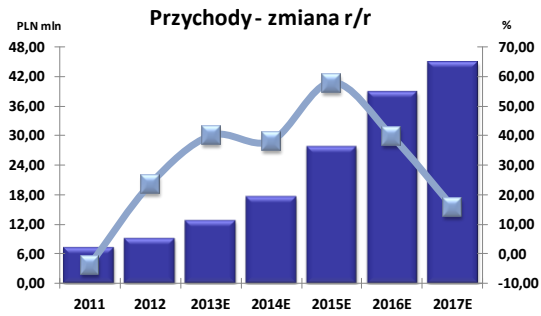
Dr. Kalliwoda | Research © 2014

*2010: Wyniki zawierają tylko dane jednostkowe (dermokosmetyki, suplementy diety); 2011-2015E: wyniki skonsolidowane Grupy Pharmena, czyli zarówno działalność Pharmeny S.A. związana z dermokosmetykami i suplementami diety, jak i spółka zależna Cortria Corporation w USA

8 Wskaźniki finansowe

Rok obrotowy	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Marża brutto	66,53%	65,20%	68,92%	64,00%	64,10%	64,20%	64,30%	64,40%
Marża EBITDA	0,69%	-30,97%	-31,48%	-11,80%	-3,80%	9,20%	15,70%	18,54%
Marża EBIT	-0,87%	-32,63%	-33,00%	-13,00%	-5,00%	8,00%	14,50%	17,34%
Marża netto	1,61%	-39,16%	-44,91%	-12,12%	-5,11%	5,87%	11,35%	13,74%
Return on equity (ROE)	0,77%	-23,74%	-46,93%	-10,78%	-4,78%	8,91%	21,55%	24,86%
Return on assets (ROA)	-0,78%	-22,83%	-35,98%	-7,39%	-2,55%	6,02%	13,02%	15,24%
Return on capital employed (ROCE)	-0,27%	-29,43%	-36,48%	-6,80%	-2,98%	7,38%	16,46%	19,29%
Zadłużenie netto (PLN mln)	-3,18	-2,86	-3,06	-11,78	-7,61	-3,35	-2,32	-4,95
Net gearing	-19,98%	-33,68%	-34,12%	-59,67%	-42,36%	-17,89%	-10,43%	-17,99%
Udział kapitału własnego	94,57%	83,40%	77,48%	83,94%	61,90%	57,98%	57,85%	61,23%
Current ratio	10,79	4,24	3,35	5,16	4,71	3,21	2,81	2,94
Quick ratio	8,35	3,20	2,46	4,25	3,79	2,27	1,85	1,97
Net interest cover	0,26	12,98	-16,46	-6,64	-3,83	10,61	29,67	45,89
Zadłużenie netto/EBITDA	-59,96	1,25	1,07	7,82	11,35	-1,31	-0,38	-0,59
Tangible BVPS	2,54	1,06	1,08	2,09	1,89	1,97	2,37	2,97
Capex/Sales	-1,69%	-26,61%	2,34%	-6,12%	-3,96%	-4,84%	-1,76%	-1,70%
Working capital/Sales	57,51%	40,31%	39,32%	38,95%	39,01%	39,06%	39,12%	39,16%
EV/Sales	17,77	18,51	15,00	10,72	7,76	4,92	3,52	3,04
EV/EBITDA	2584,10	-59,77	-47,65	-90,86	-204,32	53,44	22,44	16,42
EV/EBIT	-2044,49	-56,73	-45,45	-82,47	-155,29	61,46	24,29	17,55
P/Tangible BVPS	6,65	16,02	15,65	8,10	8,97	8,58	7,13	5,69
P/E	854,76	-36,51	-29,02	-96,10	-165,14	90,97	33,71	24,06
P/FCF	-29,46	-84,36	-34,80	-41,37	-45,17	-44,00	-1124,83	41,97

Źródło: Informacje spółki, Dr. Kalliwoda Research GmbH



Źródło: Informacje spółki, Dr. Kalliwoda Research GmbH

DR. KALLIWODA RESEARCH GmbH		Arndtstr. 47 60325 Frankfurt Tel.: 069-97 20 58 53 Fax: 069-13 81 92 15 www.kalliwoda.com
Primary Research Fair Value Analysis International Roadshows		
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	<u>Sectors:</u> Support Research and Quantitative Approach
Andreas Braun E-Mail: rb@kalliwoda.com	Junior-Analyst; University of Frankfurt/Main	<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
Rainer Koch E-Mail: rk@kalliwoda.com	Computer-Science/Dipl.-Betriebsw, (Frankfurt); seasoned international Executive IT-Industry	<u>Sectors:</u> IT, IT-Services, Internet, Media, Internet, Emerging Markets
Adrian Kowollik 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, 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
Dario Mauerer E-Mail: dm@kalliwoda.com	Master of Science in Corporate Finance; Rotterdam School of Management norb	<u>Sectors:</u> Automotive, 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 tę 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

- nie posiada 1% lub więcej kapitału podstawowego papierów wartościowych, które są przedmiotem tego raportu;
- nie brała udziału w emisji papierów wartościowych, które są przedmiotem tego raportu;
- nie posiada pozycji sprzedaży netto w wysokości minimum 1% kapitału podstawowego akcji analizowanej firmy;
- 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.