

Pharmena

Biotechnologia | Polska

Cena docelowa: PLN 20

Pierwszy raport analityczny

- Pharmena – producent innowacyjnych produktów na bazie naturalnej substancji czynnej 1-MNA.
- Strategią spółki jest rozwój oferty dermokosmetyków, komercjalizacja suplementu i badania nad przeciwmiażdżycowym lekiem innowacyjnym.
- Wyceniamy Pharmenę metodą sum-of-the-parts na PLN20.

18 września 2015 r.

Komercjalizacja 1-MNA coraz bliżej

Pharmena zajmuje się produkcją dermokosmetyków oraz komercjalizacją innowacyjnych produktów przeciwmiażdżycowych powstałych na bazie substancji czynnej 1-MNA. Dermokosmetyki Pharmeny są obecne na rynku od 2003 r., a spółka jest liderem na polskim rynku *hair loss*. Zakończenie II fazy badań klinicznych leku TRIA-662 jest planowane na październik 2015 r., a suplement diety 1-MNA ma trafić do sprzedaży w 2016 r. Wyceniamy segment Dermokosmetyki modelem DCF na PLN9.6/akcję, lek innowacyjny metodą rNPV na PLN7.3/akcję, a NPV suplementu szacujemy na PLN2.3/akcję. Otrzymujemy cenę docelową PLN20/akcję. Zwracamy uwagę, że jeżeli lek innowacyjny pozytywnie przejdzie II fazę kliniczną, to wówczas otrzymalibyśmy cenę docelową PLN31/akcję.

Pharmena – produkty innowacyjne na bazie 1-MNA. Pharmena została założona w 2002 r. z inicjatywy naukowców z Politechniki Łódzkiej i Uniwersytetu Medycznego w celu komercjalizacji innowacyjnych produktów powstałych na bazie naturalnej substancji czynnej 1-MNA, która jest metabolitem niacyny. Spółka prowadzi swoją działalność w ramach 3 segmentów: (1) Dermokosmetyki, (2) Innowacyjny lek przeciwmiażdżycowy oraz (3) Suplement diety. Dermokosmetyki Pharmeny są obecne na polskim rynku od 2003 r. i wykorzystują działanie przeciwzapalne substancji 1-MNA. Suplement diety 1-MNA jest aktualnie na etapie autoryzacji jako nowy składnik żywności w UE, a lek innowacyjny TRIA-662 znajduje się w II fazie badań klinicznych.

Rozwój oferty dermokosmetyków, komercjalizacja suplementu, badania nad lekiem. Strategia spółki zakłada podwojenie sprzedaży dermokosmetyków do 2015 r. (względem 2011 r.), oraz wprowadzenie ponad 50 nowych produktów w latach 2015-17. Celem Pharmeny na 2016 r. jest wprowadzenie na rynek suplementu diety dla osób zagrożonych miażdżycą. W okresie 3 lat od wprowadzenia produktu spółka planuje osiągnąć 6% udział w polskim rynku preparatów OTC w kategorii serce i układ krwionośny. Pharmena planuje zakończenie II fazy badań klinicznych TRIA-662 w październiku 2015 r. Po uzyskaniu wyników tych badań (na początku 2016 r.) planowane jest rozpoczęcie procesu poszukiwania partnera – koncernu farmaceutycznego.

Cena docelowa PLN20/akcję, wzrośnie do PLN31 po przejściu TRIA-662 do III fazy. Wyceniamy Pharmenę metodą sum-of-the-parts. Segment Dermokosmetyki wyceniamy modelem DCF na PLN9.6/akcję, lek innowacyjny metodą rNPV na PLN7.3/akcję, a NPV suplementu szacujemy na PLN2.3/akcję. Otrzymujemy 12-miesięczną cenę docelową PLN20/akcję, co przekłada się na 7% potencjału wzrostu. Zwracamy uwagę, że jeżeli wyniki II fazy badań klinicznych TRIA-662 będą pozytywne (zakładamy prawdopodobieństwo sukcesu na poziomie 43%) i lek wejdzie do fazy III, to wówczas nasza cena docelowa wyniosłaby PLN31/akcję.

Pharmena: Prognozy i wskaźniki (PLNm)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Przychody	14.1	14.1	16.5	35.3	34.0
EBITDA	-1.2	-3.6	-3.6	9.4	5.1
Znorm. zysk netto	-2.4	-3.7	-4.1	6.8	3.5
P/E (x)	n.d.	n.d.	n.d.	24.2	46.8
EV/EBITDA (x)	n.d.	n.d.	n.d.	17.6	32.7

Źródło: Dane Spółki, szacunki Vestor DM

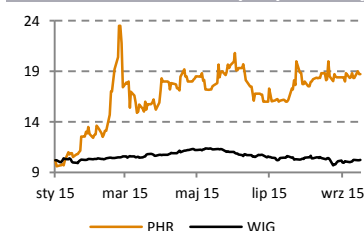
Podstawowe informacje	
Cena docelowa (PLN)	20.0
Cena bieżąca (PLN)	18.7
Potencjał wzrostu/spadku	7%
Min (52T)	7.1
Max (52T)	24.1
Liczba akcji (m)	8.80
Kapitalizacja (PLNm)	164.5
Dług netto (2015F, PLNm)	2.2
EV (PLNm)	166.7
Śr. dzienny obrót (3M, PLNk)	31.4

Akcjonariat	%
Pelion (wraz z spółkami zależnymi)	45.9
Jerzy Gębicki	9.7
Korporacja Inwestycyjna Polskiej Farmacji	6.9
Konrad Palka	6.3
Max Welt Holding	5.3
Robert Bożyk	5.0
Pozostali	20.9

Opis spółki

Pharmena zajmuje się opracowywaniem i komercjalizacją innowacyjnych produktów powstałych na bazie naturalnej substancji czynnej 1-MNA (1-metylonikotynamidu), która jest metabolitem niacyny. Spółka prowadzi swoją działalność w ramach trzech segmentów: Dermokosmetyki, Innowacyjny lek przeciwmiażdżycowy oraz Suplement diety. Dermokosmetyki Pharmeny są obecne na polskim rynku od 2003 r. i spółka jest liderem rynku *hair loss*. Suplement diety Pharmeny jest aktualnie na etapie autoryzacji jako nowy składnik żywności w UE, a lek innowacyjny znajduje się w II fazie badań klinicznych.

Pharmena vs. WIG: relatywny kurs akcji



Źródło: Bloomberg, analizy Vestor DM

Beata Szparaga, CFA
(+48) 22 378 9169
Beata.Szparaga@vestor.pl

Michał Mordel
(+48) 22 378 9220
Michal.Mordel@vestor.pl

Pharmena: Prognozy finansowe

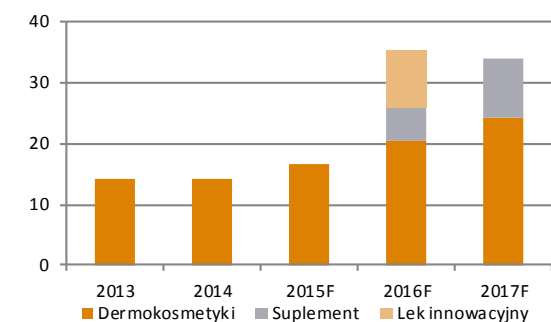
Rachunek zysków i strat (PLNm)	2012	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Przychody	9.1	14.1	14.1	16.5	35.3	34.0
Zysk brutto na sprzedaży	6.3	10.0	10.1	11.6	26.3	22.1
Koszty sprzedaży	-2.4	-5.9	-6.6	-7.8	-13.2	-15.1
Koszty ogólnego zarządu	-6.9	-5.4	-7.2	-7.6	-3.9	-2.0
Pozostała działalność operacyjna	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
EBIT	-3.0	-1.3	-3.8	-3.8	9.2	4.9
Amortyzacja	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
EBITDA	-2.9	-1.2	-3.6	-3.6	9.4	5.1
Przychody finansowe netto	-0.2	-0.5	0.8	0.1	-0.3	-0.3
Zysk brutto	-3.7	-2.3	-3.5	-4.1	8.9	4.6
Amortyzacja wartości firmy	-0.5	-0.5	-0.5	-0.3	0.0	0.0
Podatek	-0.4	-0.5	-0.6	-0.6	-2.1	-1.1
Zysk netto	-4.1	-2.8	-4.1	-4.7	6.8	3.5
Znorm. Zysk netto	-3.7	-2.4	-3.7	-4.1	6.8	3.5
Bilans (PLNm)	2012	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Rzeczowe aktywa trwałe	0.2	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
Wartości niematerialne i prawne	0.8	0.7	0.7	0.8	0.7	0.6
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	3.2	11.2	5.2	5.3	5.6	5.9
Należności krótkoterminowe	3.3	4.2	5.7	6.6	10.4	13.7
Zapasy	1.4	2.1	2.9	3.5	6.4	8.5
Inne aktywa obrotowe	0.4	0.4	0.5	0.6	0.9	1.1
Aktywa	11.6	20.6	16.9	18.1	25.2	30.9
Dług krótkoterminowy	0.1	0.0	1.0	7.5	6.0	9.0
Zobowiązania handlowe	1.6	1.3	1.4	1.6	3.0	4.0
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	0.5	0.6	0.8	0.9	1.9	1.9
Dług długoterminowy	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
Rezerwy	0.1	0.3	0.3	0.3	0.6	0.6
Kapitał własny	9.0	18.1	13.1	7.4	13.1	15.0
Pasywa	11.6	20.6	16.9	18.1	25.2	30.9
Dług netto	-3.1	-11.1	-4.2	2.2	0.5	3.2
Przepływy pieniężne (PLNm)	2012	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Zysk netto	-4.1	-2.8	-4.1	-4.7	6.8	3.5
Zmiany w kapitale obrotowym	-0.3	-1.8	-2.1	-1.1	-4.2	-4.5
Amortyzacja	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Przepływy z działalności operacyjnej	-4.1	-3.8	-5.8	-5.3	3.2	-0.7
Nakłady inwestycyjne	-0.2	0.0	-0.1	-0.2	-0.2	-0.1
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-0.2	0.0	-0.1	-0.2	-0.2	-0.1
Wpływy z emisji akcji	4.9	12.8	0.0	0.0	0.0	0.0
Zmiany zadłużenia netto	0.0	-0.1	0.9	6.5	-1.4	2.9
Dywidendy	-0.3	-0.9	-1.0	-1.0	-1.1	-1.6
Przepływy z działalności finansowej	4.5	11.8	-0.1	5.6	-2.8	1.0
Zmiana stanu gotówki	0.2	8.0	-5.9	0.1	0.3	0.3
Wskaźniki	2012	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Dynamiki wzrostu						
Wzrost przychodów (%)	23%	55%	0%	17%	114%	-4%
Wzrost EBITDA (%)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-45%
Wzrost zysku netto (%)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-48%
Marże						
Marża EBITDA (%)	-31%	-8%	-26%	-22%	27%	15%
Marża EBIT (%)	-33%	-10%	-27%	-23%	26%	14%
Marża zysku netto (%)	-45%	-20%	-29%	-28%	19%	10%
Na akcję						
Liczba akcji (m)	7.0	7.9	8.8	8.8	8.8	8.8
Zysk na akcję (PLN)	-0.6	-0.4	-0.5	-0.5	0.8	0.4
Wartość księgowa na akcję (PLN)	1.3	2.3	1.5	0.8	1.5	1.7
Dywidenda na akcję (PLN)*	0.04	0.10	0.11	0.11	0.12	0.18
Wolne przepływy pieniężne na akcję (PLN)	-0.4	-0.2	-0.4	-0.4	1.3	0.7
Dźwignia i stopy zwrotu						
Dług netto/EBITDA (x)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	0.1	0.6
Dług netto/Kapitał własny (x)	-0.3	-0.6	-0.3	0.3	0.0	0.2
Wskaźnik płynności bieżącej (x)	3.8	9.1	4.5	1.6	2.1	2.0
ROA (%)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	31%	13%
ROIC (%)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	41%	17%
ROE (%)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	66%	25%
Wycena						
PER (x)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	24.2	46.8
EV/EBITDA (x)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	17.6	32.7
EV/Sprzedaż (x)	14.1	10.8	11.3	10.1	4.7	4.9
P/BV (x)	14.7	9.1	12.6	22.1	12.5	10.9
Stopa FCF (%)	-2.4%	-0.8%	-2.3%	-2.3%	6.9%	3.8%

* wypłacana w danym roku

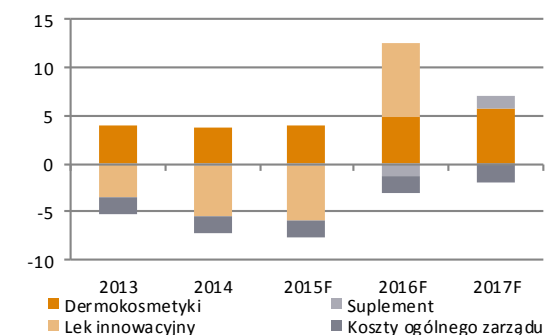
Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Segmety (PLNm)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Przychody	14.1	14.1	16.5	35.3	34.0
Dermokosmetyki	14.1	14.1	16.5	20.4	24.3
Suplement	0.0	0.0	0.0	5.4	9.8
Lek innowacyjny	0.0	0.0	0.0	9.4	0.0
Znorm. EBITDA	-1.2	-3.6	-3.6	9.4	5.1
Dermokosmetyki	4.0	3.6	4.0	4.9	5.7
Suplement	0.0	-0.1	-0.1	-1.3	1.3
Lek innowacyjny	-3.5	-5.3	-5.7	7.5	0.0
Koszty zarządu	-1.7	-1.8	-1.8	-1.8	-1.9

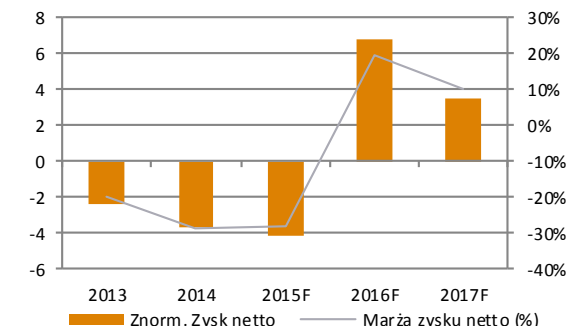
Pharmena: Przychody (2013-17F, PLNm)



Pharmena: EBITDA (2013-17F, PLNm)



Pharmena: Zysk netto (2013-17F, PLNm)



Nadchodzące wydarzenia

- Październik 2015: Publikacja decyzji FSA dot. rejestracji suplementu diety 1-MNA.
- Październik 2015: Planowane ukończenie II fazy badań klinicznych TRIA - 662.
- 13 listopada 2015 r.: Publikacja wyników za 3Q15

Główne ryzyka dla naszej rekomendacji

Głównymi ryzykami do naszej rekomendacji są: ryzyko makroekonomiczne, trendów w partneringu i biotechnologii, ryzyko regulacyjne, ryzyko niepowodzenia projektów innowacyjnych, ryzyko związane z patentami, ryzyko konkurencji (inne leki na dyslipidemie, konkurencja w suplementach i dermokosmetykach), ryzyko walutowe, ryzyko podaży akcji i ryzyko emisji akcji w przypadku niepodpisania partneringu w 2016F.

Spis treści

Podsumowanie inwestycyjne	4
Wycena	5
Dermokosmetyki – wycena metodą DCF.....	5
Dermokosmetyki – analiza porównawcza	6
Suplement 1-MNA – wycena NPV	8
Lek przeciwiażdżycowy – wycena rNPV.....	8
Model biznesowy	10
Dermokosmetyki	10
Lek przeciwiażdżycowy.....	12
Suplement diety 1-MNA	14
Strategia	16
Dermokosmetyki	16
Lek przeciwiażdżycowy.....	16
Suplement diety 1-MNA	17
Rynek dermokosmetyków	18
Rynek hair loss.....	19
Rynek emolientów	20
Rynek kosmetyków skin care.....	20
Rynek leków i suplementów przeciwiażdżycowych	22
Prognozy finansowe	27
Załącznik 1 – Historia działalności	30

Podsumowanie inwestycyjne

Pharmena zajmuje się opracowywaniem i komercjalizacją innowacyjnych produktów powstałych na bazie naturalnej substancji czynnej 1-MNA (1-metylonikotynamidu), która jest metabolitem niacyny. Spółka prowadzi swoją działalność w ramach trzech segmentów: (1) Dermokosmetyki, (2) Innowacyjny lek przeciwmiażdżycowy oraz (3) Suplement diety. Dermokosmetyki Pharmeny są obecne na polskim rynku od 2003 r. i wykorzystują działanie przeciwzapalne substancji 1-MNA. Suplement i lek innowacyjny opierają się na wykazanym w badaniach przedklinicznych wpływie 1-MNA na biomarkery ryzyka sercowo-naczyniowego i działaniu przeciwzakrzepowym. Suplement diety jest aktualnie na etapie autoryzacji jako nowy składnik żywności w UE, a lek innowacyjny znajduje się w II fazie badań klinicznych.

Spółka posiada 5 marek Dermokosmetyków: Dermena (kosmetyki do włosów i suplement na wypadanie włosów), Allenco (emolienty), Revium (kremy przeciwzmarszczkowe), Accos (kosmetyki przeciwtrądzikowe) i Thermi (na oparzenia). Pharmena jest liderem na polskim rynku *hair loss* pod względem liczby sprzedanych opakowań. W 1H15 sprzedaż dermokosmetyków wyniosła PLN 7.8m (wzrost o 16% r/r), a EBITDA segmentu wyniosła PLN 2m (wzrost o 9% r/r). Celem Pharmeny jest podwojenie przychodów z dermokosmetyków w 2015 r. (względem 2011 r.) oraz poprawa marży brutto do 76%. Spółka poszerza swoją ofertę (ponad 50 nowych produktów jest planowanych na lata 2015-17), rozwija dystrybucję oraz rozpoczyna ekspansję na nowe rynki (pierwsze dwie umowy podpisano w ostatnich miesiącach).

Od 2007 r. spółka prowadzi badania nad innowacyjnym lekiem przeciwmiażdżycowym opartym na 1-MNA (nazwa robocza leku TRIA-662), który obecnie znajduje się w II fazie badań klinicznych. Celem badań klinicznych jest udowodnienie, że 1-MNA zwiększa poziom cholesterolu HDL i zmniejsza poziom trójglicerydów, przy jednoczesnym braku uciążliwych skutków ubocznych stosowania niacyny, czyli tzw. flushingu (uderzenia gorąca, zaczerwienienie skóry). Spółka planuje zakończenie II fazy badań klinicznych w październiku. W przypadku uzyskania pozytywnych wyników II fazy (na początku 2016 r.) planowana jest sprzedaż leku do partnera farmaceutycznego.

Od 2012 r. spółka prowadzi działania mające na celu przeprowadzenie procesu rejestracji suplementu diety opartego na 1-MNA jako nowego składnika żywności. Suplement ma uzupełniać niedobór 1-MNA w organizmie, a tym samym stymulować wydzielanie prostacykliny ograniczając ryzyko powstania miażdżycy. Pharmena rozpoczęła proces rejestracji suplementu w UE w maju 2013 r. i spodziewa się informacji o pozytywnej decyzji FSA w październiku. Suplement mógłby trafić na półki na początku 2016 r. W okresie 3 lat od wprowadzenia produktu, Pharmena planuje osiągnąć 6% udział w polskim rynku preparatów OTC w kategorii serce i układ krwionośny, a docelowo 12%.

Prognozujemy EBITDA Dermokosmetyków na poziomie PLN4m (wzrost o 10% r/r) w 2015F oraz PLN5m (wzrost o 23% r/r) w 2016F. Na suplementie, prognozujemy ujemną EBITDA w 2016F na poziomie PLN1.3m oraz dodatni wynik PLN1.3m w 2017F i PLN3.3m w 2018F. Jeżeli chodzi o lek innowacyjny, to zakładamy nakłady na II fazę badań klinicznych (ujmowane w kosztach) PLN5.7m w 2015F i PLN1.9m w 2016F. W 2016F zakładamy 50% prawdopodobieństwo partneringu i prognozowane przez nas przychody z partneringu ważnymi prawdopodobieństwami. Na poziomie skonsolidowanym, szacujemy znorm. stratę netto na poziomie PLN4.1m w 2015F (vs. PLN3.7m w 2014), oraz zysk netto PLN6.8m w 2016F i PLN3.5m w 2017F.

Wyceniamy akcje Pharmeny metodą sum-of-the-parts. Segment Dermokosmetyki wyceniamy modelem DCF na PLN9.6/akcję, lek innowacyjny metodą rNPV na PLN7.3/akcję, a NPV suplementu otrzymujemy na poziomie PLN2.3/akcję. Nasza cena docelowa wynosi PLN20/akcję, co przekłada się na 7% potencjału wzrostu. Zwracamy uwagę, że jeżeli wyniki II fazy badań klinicznych TRIA-662 będą pozytywne (zakładamy prawdopodobieństwo sukcesu 43%), to wówczas nasza cena docelowa wyniosłaby PLN31/akcję.

Opracowywanie i komercjalizacja innowacyjnych produktów powstałych na bazie naturalnej substancji czynnej 1-MNA

Dermokosmetyki – Dermena to lider na polskim rynku hair loss. Plan wprowadzenia 50 nowych produktów w latach 2015-17, ekspansja na nowe rynki.

Lek innowacyjny – plan ukończenia II fazy badań klinicznych w październiku i sprzedaży leku do partnera farmaceutycznego

Suplement – celem jest wprowadzenie do sprzedaży w 1Q16 i osiągnięcie 6% udziału w rynku w ciągu 3 lat

Prognozujemy znorm. stratę netto PLN4.1m w 2015F (vs. PLN3.7m w 2014), oraz zysk netto PLN6.8m w 2016F i PLN3.5m w 2017F.

Cena docelowa PLN20

Wycena

Wyceniamy akcje Pharmeny metodą sum-of-the-parts, oddzielnie traktując segment Dermokosmetyki, suplement diety 1-MNA oraz lek przeciwmiażdżycowy. Segment Dermokosmetyki wyceniamy 6-letnim modelem DCF oraz dodatkowo prezentujemy również wycenę metodą porównawczą względem globalnych spółek. Suplement diety 1-MNA wyceniamy metodą NPV, a lek innowacyjny – metodą rNPV (ważona ryzykiem wartość bieżąca netto). Wyceniamy segment Dermokosmetyki na PLN9.6/akcję, suplement diety 1-MNA na PLN2.3/akcję, oraz lek przeciwmiażdżycowy na PLN7.3/akcję. W konsekwencji, po dodaniu gotówki netto otrzymujemy 12M cenę docelową Pharmeny PLN20/akcję, co przekłada się na potencjał wzrostu 7%.

Wycena sum-of-the-parts

Tabela 1. Pharmena: Wycena sum-of-the parts

		na akcję
Dermokosmetyki – wycena DCF (PLNm)	84.8	9.6
Lek innowacyjny – wycena rNPV (PLNm)	64.0	7.3
Suplement – NPV (PLNm)	20.1	2.3
Koszty ogólnego zarządu	-9.7	-1.1
Pharmena - Enterprise value (PLNm)	159.4	18.1
Dług netto (gotówka netto, 2Q15)	-1.8	-0.2
Pharmena - Equity value (PLNm)	161.3	
Liczba akcji (m)	8.8	
Equity value (PLN/akcję)	18.3	
Koszt kapitału własnego (%)	8%	
Cena docelowa (PLN)	20.0	
Cena akcji (PLN)	18.7	
Potencjał wzrostu (%)	7%	

Źródło: Szacunki Vestor DM

Dermokosmetyki – wycena metodą DCF

Wyceniamy segment Dermokosmetyki korzystając z 6-letniego modelu DCF. Prognozujemy średnioroczną stopę wzrostu przychodów w latach 2014-20F na poziomie 13% i analogiczną średnioroczną stopę wzrostu EBITDA na poziomie 10%. Spodziewamy się, że wzrost przychodów będzie pochodził głównie z wprowadzania do oferty nowych produktów (55 nowych dermokosmetyków ma zostać wprowadzonych do sprzedaży w latach 2015-17), ale również z rozwoju kanałów sprzedaży i eksportu. Zakładamy niezmienny cykl konwersji gotówki i prognozujemy zapotrzebowanie na kapitał obrotowy na poziomie PLN0.1-0.3m rocznie. Do obliczeń WACC, przyjmujemy premię za ryzyko rynkowe 4.5% i betę 0.9. Przyjmujemy stopę wzrostu w okresie rezydualnym na poziomie 2%. Otrzymujemy wycenę EV segmentu Dermokosmetyki na poziomie PLN9.6/akcję.

Segment Dermokosmetyki – wycena DCF

Tabela 3. Dermokosmetyki, Suplement: Założenia WACC

Stopa wolna od ryzyka	3.5%
Premia za ryzyko rynkowe	4.5%
Beta (x)	0.9
Koszt kapitału własnego	8%
Koszt długu	3.7%
Koszt długu po podatku	3.0%
Dług/ (dług+kapitał własny)	8%
WACC	7.2%

Źródło: Vestor DM, Bloomberg, Damodaran online

Tabela 2. Segment Dermokosmetyki: Model DCF (PLNm)

	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
Przychody	16.5	20.4	24.3	26.9	28.5	30.2
EBIT	3.8	4.8	5.5	5.9	6.0	6.1
Podatek	-0.7	-0.9	-1.0	-1.1	-1.1	-1.2
NOPLAT	3.1	3.9	4.5	4.8	4.9	5.0
Amortyzacja	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Capex	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
Zmiana kapitału obrotowego	-0.2	-0.3	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1
FCF	2.9	3.6	4.3	4.8	4.9	4.9
Stopa dyskontowa	7%	7%	7%	7%	7%	7%
Czynnik dyskontowy	0.98	0.91	0.85	0.79	0.74	0.69
Wartość bieżąca FCF	2.8	3.3	3.7	3.8	3.6	3.4
Wartość bieżąca FCF na dziś	18.6					
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym	2.0%					
Wartość rezydualna	95.9					
Zdyskontowana wartość rezydualna	66.2					
EV segmentu Dermokosmetyki (PLNm)	84.8					
Liczba akcji (m)	8.8					
EV segmentu Dermokosmetyki (PLN/akcję)	9.6					

Źródło: Szacunki Vestor DM

Tabela 4. Segment Dermokosmetyki: Wrażliwość wyceny na założenia (EV, PLN/akcję)

	Premia za ryzyko rynkowe			
	4.0%	4.5%	5.0%	
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym	1.0%	9.0	8.4	7.8
	1.5%	9.7	9.0	8.3
	2.0%	10.5	9.6	8.9
	2.5%	11.5	10.5	9.6
	3.0%	12.8	11.5	10.5

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Dermokosmetyki – analiza porównawcza

Naszym zdaniem, na GPW nie ma spółek, które mogłyby posłużyć za grupę porównawczą dla segmentu Dermokosmetyki Pharmeny. Dlatego też, jako spółki porównywalne dobraliśmy globalnych producentów kosmetyków i chemii gospodarczej. Spółki porównywalne są handlowane na EV/EBITDA na 2015F i 2016F na poziomie odpowiednio 12.4x i 11.8x, co przełożyłoby się na wycenę segmentu Dermokosmetyki Pharmeny PLN5.7 i PLN6.6/akcję, czyli poniżej naszej wyceny metodą DCF, która wynosi PLN9.6/akcję. Zwracamy jednak uwagę na wyższą marżę EBITDA Pharmeny (24% w 2015F) vs. mediana spółek porównywalnych 17%. Prognozowane średnioroczne dynamiki wzrostu w latach 2014-17F dla spółek porównywalnych wynoszą na poziomie przychodów i EBITDA odpowiednio 0% i 3%, podczas gdy my prognozujemy analogiczne dynamiki dla dermokosmetyków Pharmeny w wysokości odpowiednio 20% i 16%. Biorąc pod uwagę wyższe marże i dynamiki wzrostu, naszym zdaniem segment Dermokosmetyki Pharmeny zasługuje na premię do globalnych graczy.

Tabela 5. Segment Dermokosmetyki: Analiza porównawcza

Spółka	Kraj	Cena akcji	Kapitalizacja (USDm)	Średni obrót 3M (USDm)	P/E			EV/EBITDA			EV/Sales			marża EBITDA	2014-17F CAGR		Dług netto /EBITDA (2015F)	Stopa dywidendy 16F
					15F	16F	17F	15F	16F	17F	15F	16F	17F	15F	Przychody	EBITDA		
Pharmena - segment Dermokosmetyki														24%	20%	16%	n.d.	n.d.
Adjuvant Cosmetics	JP	868.0	56	0.1	n.d.	15.9	14.5	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-3%	n.d.	n.d.	3.0%
Ales	FR	19.1	314	0.1	31.0	26.3	24.5	11.1	9.7	8.7	1.1	1.1	1.1	10%	-1%	5%	0.6	3.2%
Avon	US	3.9	1,698	47.8	11.1	7.9	7.1	5.3	4.9	5.2	0.4	0.4	0.4	8%	-5%	1%	2.4	6.2%
Beiersdorf	DE	74.1	21,129	35.4	26.1	24.3	22.5	15.0	13.6	12.2	2.3	2.2	2.1	15%	0%	4%	-1.9	1.0%
Colgate-Palmolive	US	63.1	56,771	219.8	22.2	20.6	19.2	14.0	13.1	12.1	3.5	3.5	3.5	25%	1%	8%	1.2	2.6%
Dr. Ci:Labo	JP	2231.0	939	5.0	22.6	20.2	19.1	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	19%	0%	0%	n.d.	2.0%
Eng Kah	MY	2.0	33	0.0	20.9	16.6	15.3	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-3%	n.d.	n.d.	5.5%
Estee Lauder	US	78.1	29,128	163.7	28.1	24.5	21.5	14.8	13.3	11.8	2.5	2.4	2.4	17%	3%	3%	0.1	1.3%
Henkel	DE	92.2	42,287	69.4	19.1	17.8	16.6	11.4	10.3	9.3	1.9	1.8	1.7	17%	0%	6%	-0.2	1.7%
Johnson & Johnson	US	94.6	261,985	789.6	15.3	14.7	13.9	10.4	9.3	8.4	3.2	3.1	3.0	31%	1%	3%	-0.8	3.3%
L'Oreal	FR	150.4	95,287	134.4	24.3	22.7	21.2	15.6	14.4	13.2	3.0	2.9	2.9	19%	2%	3%	-0.1	2.2%
Milbon	JP	3920.0	537	1.2	22.5	20.8	20.2	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	1%	n.d.	n.d.	1.9%
Naturhouse Health	ES	4.9	335	0.2	12.7	11.6	10.9	8.0	7.2	6.8	2.5	2.5	2.4	31%	0%	0%	-0.5	6.0%
Oriflame	CH	101.0	681	0.8	11.1	9.4	8.4	6.5	5.6	5.1	0.6	0.6	0.5	9%	-5%	-2%	1.4	0.4%
Procter & Gamble	US	70.1	190,192	727.3	17.7	18.3	16.3	12.0	12.3	11.6	3.0	3.0	3.0	25%	-4%	2%	1.4	3.8%
Reckitt Benckiser	GB	5890.0	65,070	103.4	24.6	22.9	21.2	17.9	16.6	15.3	4.5	4.5	4.4	25%	1%	4%	0.6	0.0%
Shiseido	JP	2521.5	8,343	71.8	74.0	36.7	32.0	14.3	11.5	10.2	1.1	1.0	1.0	8%	0%	-5%	-0.8	0.9%
Swallowfield	GB	109.5	19	0.0	17.1	10.3	6.7	3.0	2.3	2.1	0.1	0.1	0.2	4%	3%	26%	-2.3	0.0%
Tonymoly	KR	49400	499	14.4	32.7	27.4	21.3	22.4	16.8	12.5	1.5	1.4	1.4	7%	16%	31%	-2.9	0.3%
Unilever	GB	35.8	122,143	230.2	19.6	18.3	17.1	12.8	12.0	11.1	2.0	2.0	2.0	16%	1%	-2%	1.1	3.5%
MEDIANA				41.6	22.2	19.2	18.1	12.4	11.8	10.6	2.1	2.1	2.0	17%	0%	3%	0.0	2.1%

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Suplement 1-MNA – wycena NPV

Wyceniamy suplement diety 1-MNA korzystając z metody NPV. Prognozujemy przepływy z suplementu do 2026 r., czyli do wygaśnięcia patentu. Zakładamy udział suplementu Pharmeny w polskim rynku produktów OTC w segmencie serce, układ krążenia, lipidy na poziomie 1.5% w 2016F, 2.5% w 2017F i 4% w 2020F. Zgodnie z planem spółki, zakładamy wprowadzenie suplementu do sprzedaży na początku 2016. W konsekwencji, szacujemy przychody z suplementu w wysokości PLN5.4m w 2016F, PLN9.8m w 2017F i PLN12.7m w 2018F. Zakładamy marżę brutto na tym produkcie na poziomie 55% w 2016F, 60% w 2017F i 65% w 2018F. Zakładamy koszty marketingu PLN4m w 2016F, PLN4.2m w 2017F i PLN4.3m w 2018F. W konsekwencji, prognozujemy ujemną EBITDA na suplemencie w 2016F na poziomie PLN1.3m oraz dodatni wynik PLN1.3m w 2017F i PLN3.3m w 2018F. Zakładamy zapotrzebowanie na kapitał obrotowy PLN1.5m w 2015F, PLN0.7m w 2016F i PLN1.7m w 2017F. Korzystamy z tych samych założeń stopy dyskontowej jak w przypadku Dermokosmetyki. Otrzymujemy wycenę EV suplementu 1-MNA na poziomie PLN2.3/akcję.

Suplement – wycena NPV

Tabela 6. Suplement: NPV (PLNm)

	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
Przychody	0.0	5.4	9.8	12.7	15.9	19.6	21.1	22.7	24.4	26.2	28.2	30.4
EBIT	0.0	-1.4	1.2	3.3	4.3	5.5	6.2	6.6	7.1	7.7	8.2	8.9
Podatek	0.0	0.0	-0.2	-0.6	-0.8	-1.0	-1.2	-1.3	-1.4	-1.5	-1.6	-1.7
NOPLAT	0.0	-1.4	1.0	2.6	3.5	4.5	5.0	5.4	5.8	6.2	6.7	7.2
Amortyzacja	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Capex	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zmiana kapitału obrotowego	-1.5	-0.7	-1.7	-1.2	-0.5	-1.3	-0.5	-0.6	-0.6	-0.6	-0.7	-0.8
FCF	-1.5	-2.0	-0.7	1.5	3.0	3.2	4.5	4.8	5.2	5.6	6.0	6.5
Stopa dyskontowa	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
Czynnik dyskontowy	0.98	0.91	0.85	0.79	0.74	0.69	0.64	0.60	0.56	0.52	0.49	0.45
Wartość bieżąca FCF	-1.5	-1.8	-0.6	1.2	2.2	2.2	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9
Wartość bieżąca FCF na dziś	20.13											
EV suplementu (PLNm)	20.3											
Liczba akcji (m)	8.8											
EV suplementu (PLN/akcję)	2.3											

Źródło: Szacunki Vestor DM

Lek przeciwmiażdżycowy – wycena rNPV

Wyceniamy lek przeciwmiażdżycowy oparty na substancji 1-MNA (nazwa robocza leku TRIA-662) metodą rNPV (ważona ryzykiem wartość bieżąca netto). Główne założenia do naszej wyceny prezentujemy poniżej:

Lek przeciwmiażdżycowy – wycena rNPV

- Zakładamy 50% prawdopodobieństwo pozyskania partneringu dla TRIA-662 w przyszłym roku.
- Prognozujemy przepływy pieniężne zgodnie z okresem obowiązywania patentu (do 2026F włącznie), zakładamy że royalties za sprzedaż w 2026F Pharmena otrzyma w 2027F.
- Zakładamy nakłady Pharmeny na II fazę badań klinicznych na poziomie PLN5.7m w 2015F i PLN1.9m w 2016F.
- Zakładamy 43% prawdopodobieństwa sukcesu w fazie II, 76% w fazie III, 84% w fazie rejestracji, zgodnie ze statystykami dla leków na choroby układu krążenia. Skumulowane prawdopodobieństwo sukcesu w powyższych zdarzeń szacujemy na 28%, jednak biorąc pod uwagę założone przez nas prawdopodobieństwo partneringu (50%), skumulowane prawdopodobieństwo trafienia leku TRIA-662 do sprzedaży szacujemy na 14%.

- Zakładamy royalties płatne byłym akcjonariuszom Cortrii na poziomie 9% przychodów z partneringu vs. informacja spółki, że tantiemy te są jednocyfrowe.
- Zakładamy upfront payment transakcji partneringowej US\$13.7m (netto, po royalties dla byłych akcjonariuszy Cortri), biodollar value US\$ 91m, royalties 6% (5.5% netto po płatnościach dla byłych akcjonariuszy Cortrii). Założyliśmy, że Pharmena może podpisać transakcję partneringową, w której milestony będą równe połowie wysokości milestonów przyznanych w partneringu innego leku na dyslipidemie, inhibitora PCSK9 w fazie I badań klinicznych, która miała miejsce w 1Q13 (Szczegóły transakcji w sekcji *Rynek leków i suplementów przeciwmiażdżycowych, Partnering*).
- Zakładamy, że w przypadku pozytywnego przejścia przez badania kliniczne i proces rejestracji, lek Pharmeny osiągnie 25% udziału w rynku fibratów i niacyny. Szacujemy roczną sprzedaż leku na poziomie US\$795m.
- Zakładamy stopę dyskontową 10%, a premię za ryzyko uwzględniamy w prawdopodobieństwach dojścia do poszczególnych faz.

Tabela 7. TRIA-662: Założenia do wyceny

Faza	Rok	Upfront payment/ milestone (US\$m)*	Prawdopodobieństwo sukcesu w danej fazie	Skumulowane prawdopodobieństwo sukcesu w danej fazie
Faza II kliniczna	2015	0.0	43%	43%
Deal partneringowy	2016	13.7	50%	22%
Faza III kliniczna	2018	9.1	76%	16%
Zgłoszenie leku do rejestracji w USA i UE	2020	22.8	84%	14%
Pierwsza sprzedaż komercyjna	2021	22.8	100%	14%
Sprzedaż >US\$500m/rocznie	2022	22.8	100%	14%
Pierwsze tantiemy	2022			
Royalties*	5.5%			
Biodollar value (US\$m)	91.0			

*Milestone/Upfront payment/Tantiemy - udział Pharmeny, zakładamy że 9% przychodów z partneringu Pharmena zapłaci poprzednim akcjonariuszom Cortrii.

Źródło: Szacunki Vestor DM

Tabela 8. TRIA-662: Wycena rNPV

	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023-27F
Cash flow przed uwzględnieniem prawdopodobieństw i przed podatkiem (US\$m)	-1.5	13.2	0.0	9.1	0.0	22.8	22.8	66.2	43.4
Cash flow ważony prawdopodobieństwami (US\$m)	-1.5	2.4	0.0	1.5	0.0	3.1	3.1	9.2	6.0
Cash flow ważony prawdopodobieństwami (PLNm)	-5.7	9.4	0.0	5.4	0.0	11.3	11.3	32.9	21.6
Stopa dyskontowa	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Współczynnik dyskontowy	0.97	0.88	0.80	0.73	0.66	0.60	0.55	0.50	n.d.
Stopa podatku	0%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Ważony prawdopodobieństwem, zdyskontowany cash flow po podatku (PLNm)	-2.8	6.8	0.0	3.2	0.0	5.5	5.0	13.3	33
rNPV (PLNm)	64.0								
rNPV (PLN/akcję)	7.3								

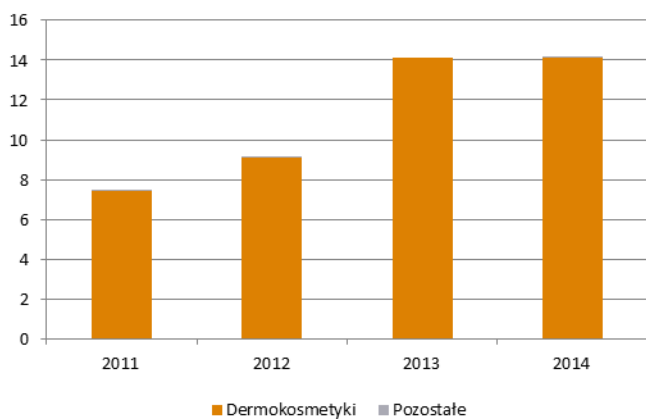
Źródło: Szacunki Vestor DM

Model biznesowy

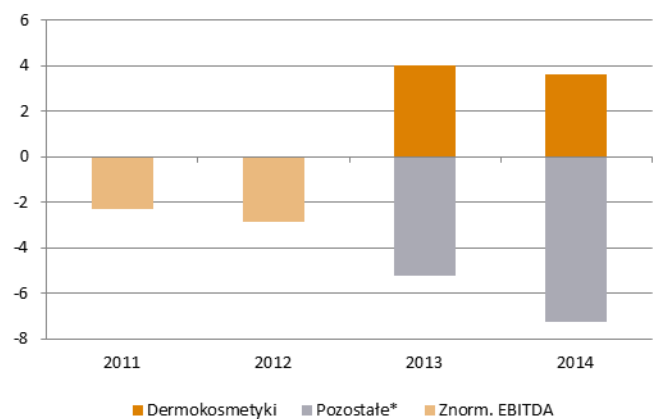
Model biznesowy Pharmeny opiera się na opracowywaniu i komercjalizacji innowacyjnych produktów powstałych na bazie naturalnej substancji czynnej 1-MNA (1-metylonikotynamidu), która jest metabolitem niacyny. Spółka została założona w 2002 r. z inicjatywy naukowców z Politechniki Łódzkiej i Uniwersytetu Medycznego w celu komercjalizacji odkrycia możliwości wykorzystania wybranych soli pirydyniowych w medycynie. Spółka prowadzi swoją działalność w ramach trzech segmentów: (1) Dermokosmetyki, (2) Innowacyjny lek przeciwmiażdżycowy oraz (3) Suplement diety. Dermokosmetyki Pharmeny są obecne na polskim rynku od 2003 r. i wykorzystują działanie przeciwzapalne substancji 1-MNA. Suplement i lek innowacyjny opierają się z kolei na wykazanym w badaniach przedklinicznych wpływie 1-MNA na biomarkery ryzyka sercowo-naczyniowego i działaniu przeciwzakrzepowym. Suplement diety Pharmeny jest aktualnie na etapie autoryzacji jako nowy składnik żywności w UE, a lek innowacyjny znajduje się w II fazie badań klinicznych. Pharmena posiada patenty i zgłoszenia patentowe dotyczące zastosowań 1-MNA w dermatologii, kosmetologii i naczynioprotekcji.

Opracowywanie i komercjalizacja produktów zawierających substancję 1-MNA

Wykres 1. Pharmena: Przychody (PLNm)



Wykres 2. Pharmena: EBITDA (PLNm)



Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

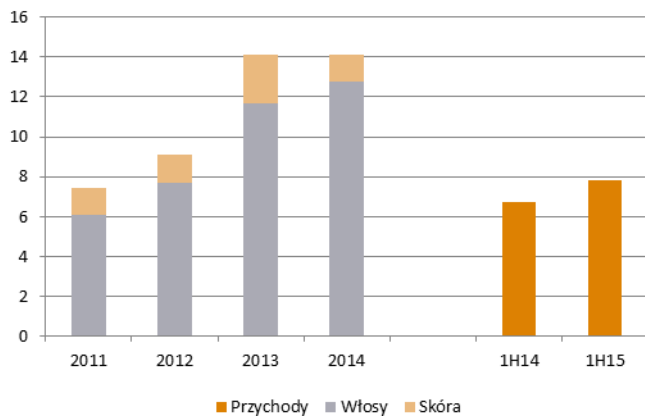
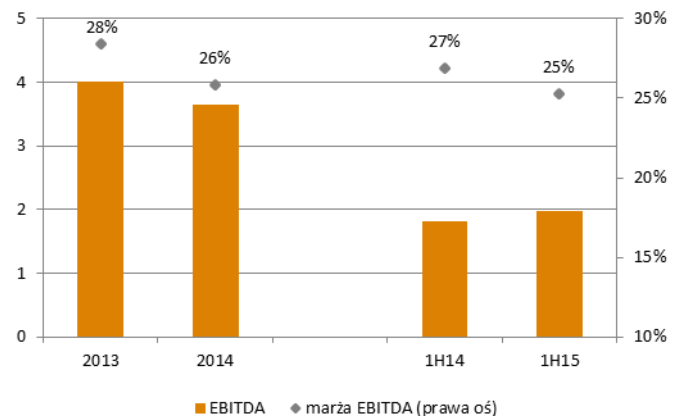
*Pozostałe - koszty badań nad lekiem innowacyjnym i koszty ogólnego zarządu
 Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

1. Dermokosmetyki

Dermokosmetyki są obecnie jedynym źródłem przychodów Pharmeny. Oferta spółki składa się z 5 linii produktowych: Dermena (kosmetyki do włosów i suplement diety ograniczający wypadanie włosów), Allerco (emolienty), Revium (kremy przeciwzmarszczkowe), Accos (kosmetyki przeciwtrądzikowe) i Thermi (na oparzenia). Pharmena jest liderem na polskim rynku *hair loss* z udziałem na poziomie 27% ilościowo i 19% wartościowo w 1H15. W 2014 r. przychody ze sprzedaży dermokosmetyków wyniosły PLN 14.1m i były płaskie r/r. Jednocześnie, EBITDA segmentu wyniosła w PLN 3.6m, spadek o 9% r/r ze względu na wzrastającą konkurencję na rynku – intensywne kampanie reklamowe konkurencji i brak możliwości powtórzenia akcji promocyjnych z 2013 r. w aptekach. Największy udział w sprzedaży Pharmeny mają kosmetyki do włosów, które w 2014 r. odpowiadały za PLN 12.8m przychodów (wzrost o 9% r/r). Kosmetyki do pielęgnacji skóry odpowiadały za 9.6% sprzedaży segmentu w 2014 r. czyli PLN 1.4m (spadek o 44% r/r). W 1H15 przychody ze sprzedaży dermokosmetyków wyniosły PLN 7.8m (wzrost o 16% r/r), a EBITDA segmentu wyniosła PLN 2m (wzrost o 9% r/r). Największy wpływ na wzrost przychodów i pogorszenie marży EBITDA miały prowadzone akcje promocyjno-reklamowe linii Dermena i Allerco, które wpłynęły na wzrost wolumenu sprzedaży i wzrost kosztów sprzedaży. W 1H15 Pharmena sprzedała 488k opakowań swoich produktów (wzrost o 20% r/r), w tym blisko 400k opakowań produktów w

Lider na rynku hair loss w Polsce pod względem wolumenu sprzedaży

segmencie Hair Care (wzrost o 13%) i 92k opakowań w segmencie Skin Care (wzrost o 67% r/r).

Wykres 3. Pharmena: Dermokosmetyki - przychody (PLNm)

Wykres 4. Pharmena: Dermokosmetyki – EBITDA (PLNm)


Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Produkcja. Pharmena outsourcuje większość procesów produkcji dermokosmetyków. Głównymi producentami substancji czynnej kosmetyków Pharmeny są IFOTAM oraz Pabianickie Zakłady Farmaceutyczne Polfa. Produkcja kosmetyków i ich konfekcjonowanie realizowane są głównie przez Laboratorium Galenowe Olsztyn (grupa Pelion, wyłączny wytwórca 21 produktów spółki: Dermena – 7 produktów, Allerco – 6 produktów, Accos – 4 produkty, Thermi – 1 produkt, Revium – 3 produkty), Capitol (wyłączny wytwórca 5 produktów: Dermena – 4 produkty, Allerco – 1 produkt), oraz Betasoap (2 produkty z linii Allerco i Accos). Producentami opakowań kosmetyków Pharmeny są: Bech Packaging (butelki), Albea Poland (tuby), oraz Avantgarde SJ (opakowania tekturowe i papierowe). Spółka posiada prawa własności dotyczące zarówno składu produkowanych kosmetyków, jak i procesu technologicznego wytwarzania, co zmniejsza dotkliwość potencjalnych następstw wypowiedzenia umowy przez jednego z producentów.

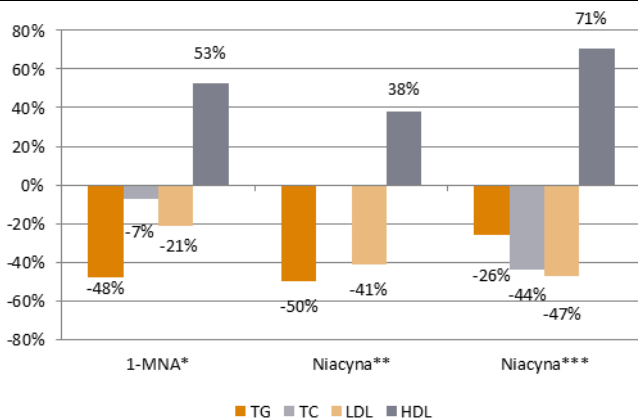
Dystrybucja i sprzedaż. Magazynowanie, transport i dystrybucja dermokosmetyków Pharmeny również są zlecane firmom zewnętrznym. Transport i magazynowanie produktów zlecone jest firmie Pharmalink (spółka zależna Pelionu). Spółka dystrybuje swoje produkty poprzez hurtownie medyczne lub sprzedaje je bezpośrednio do sieci aptek i drogerii. Produkty Pharmeny są dostępne w głównych sieciach aptecznych w Polsce (m.in. Dbam o Zdrowie, DrMax, Ziko, Mediq, Euroapteka, czy SuperPharm) oraz w drogeriach Rossmann i Hebe. Spółka sprzedaje swoje dermokosmetyki bezpośrednio do sieci Rossmann i Dbam o Zdrowie, a pozostałe sieci zaopatrują się w hurtowniach: PGF (grupa Pelion), Neuca, Farmacol, Sławex i Lubfarm. W sierpniu spółka poinformowała o rozszerzeniu współpracy z siecią Rossmann i zwiększeniu dostępności wybranych produktów z linii Dermena z 214 do 1050 sklepów. Dotychczasowe przychody spółki pochodzą ze sprzedaży na rynku polskim. W tym roku spółka podpisała dwa pierwsze kontrakty na sprzedaż dermokosmetyków za granicą. W czerwcu Pharmena podpisała kontrakt z dystrybutorem mającym siedzibę w Monako, a we wrześniu z dystrybutorem działającym w Korei Południowej. Umowa ramowa z partnerem z Monako przewiduje wywarzenie produktów pod marką private label tego partnera, spółka realizuje obecnie pierwsze zamówienie (EUR86.8k), którego dostawa ma nastąpić we wrześniu. Z kolei umowa z partnerem z Korei Południowej dotyczy dystrybucji produktów pod marką Dermena, a jej wartość i szczegóły nie zostały ujawnione. Obie umowy zakładają poniesienie kosztów marketingu i sprzedaży przez partnerów.

2. Lek przeciwmiażdżycowy

Pharmena od 2007 r. prowadzi badania nad innowacyjnym lekiem przeciwmiażdżycowym opartym na substancji 1-MNA (nazwa robocza leku TRIA-662), który obecnie znajduje się w II fazie badań klinicznych. Badania prowadzone są przez amerykańską spółkę zależną Pharmeny, Cortria Corporation. Wskazanie terapeutyczne, na które jest obecnie testowana substancja Pharmeny to dwa typy dyslipidemii (podwyższonego poziomu frakcji cholesterolu i trójglicerydów) - hipertrójglicerydemia i hiperlipidemia mieszana. Obecnie dyslipidemię leczy się trzema głównymi typami leków: statynami, niacyną i fibratami (więcej o głównych terapiach przeciwmiażdżycowych w sekcji *Rynek leków i suplementów przeciwmiażdżycowych*). Celem badań klinicznych na TRIA-662 jest udowodnienie, że 1-MNA zwiększa poziom cholesterolu HDL i zmniejsza poziom trójglicerydów, przy jednoczesnym braku uciążliwych skutków ubocznych stosowania niacyny czyli tzw. *flushingu* (uderzenia gorąca, zaczerwienienie skóry). Patenty Pharmeny dotyczące leku przeciwmiażdżycowego w USA obowiązują do 2026 r. włącznie.

Innowacyjny lek przeciwmiażdżycowy

Wykres 5. Porównanie skuteczności 1-MNA i Niacyny na modelach zwierzęcych (% zmiana względem placebo)



*1-MNA w dawce 100mg/kg przez 4 tyg. na szczurach

**Niacyna w dawce 1% diety przez 2 tyg. na myszach transgenicznych

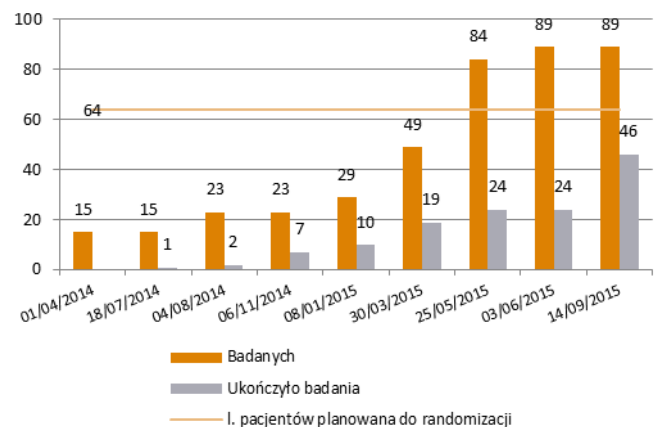
*** Niacyna w dawce 200mg/kg przez 6 tyg. na królikach

Źródło: *International Journal of Cardiology* (2008), *Biochemical and Biophysical Research Communications* (2007), Instytut Farmakologii PAN 2008

W badaniach przedklinicznych na modelach zwierzęcych, 1-MNA wykazał zdolność do wpływania na biomarkery ryzyka sercowo-naczyniowego, a poprzez wykazanie zdolności do stymulowania produkcji endogennej prostacykliny (PGI₂), substancja wykazała działanie przeciwzakrzepowe, polepszała funkcjonowanie śródbłonna i chroniła przed powstawaniem uszkodzeń żołądka. Ponadto, badania przeprowadzone przez wiodące ośrodki naukowe (m.in. Swiss Federal Institute of Technology (ETH) Zurych, Szwajcaria i Harvard Medical School, Boston, USA) wskazują na kluczową rolę 1-MNA w procesach starzenia.

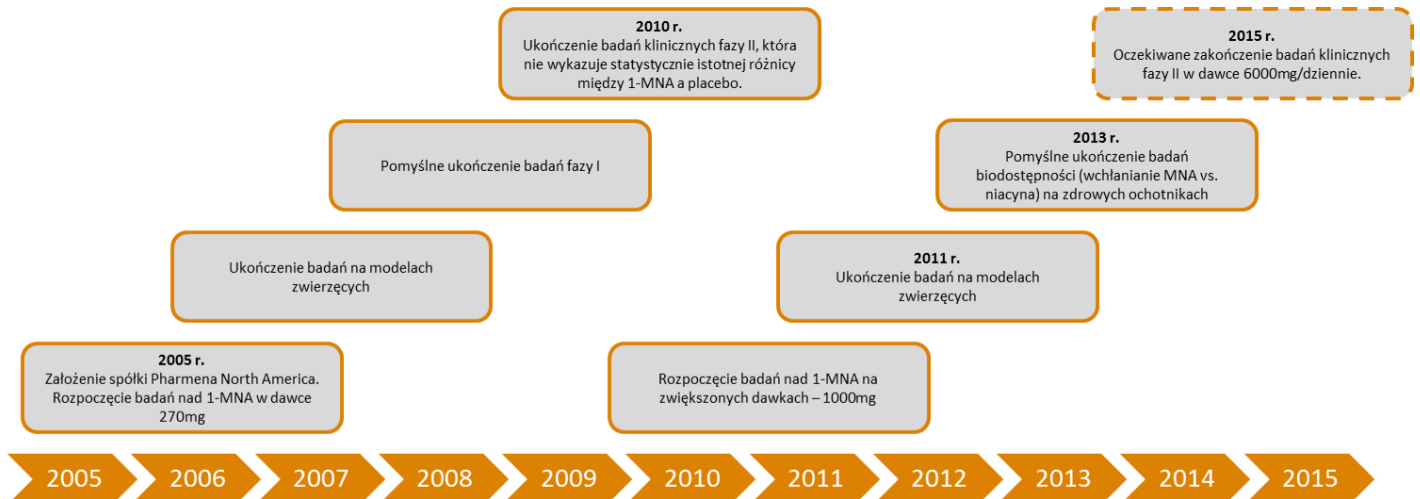
Badania przedkliniczne – 1-MNA poprawia profil lipidowy i trójglicerydy, stymuluje produkcję prostacykliny

Wykres 6. Pharmena: Postęp badań II fazy klinicznej TRIA-662 (liczba pacjentów)



Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Wykres 7. Pharmena: Lek innowacyjny – przebieg badań nad TRIA-662



Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Pharmena przeprowadziła badania fazy I (analiza bezpieczeństwa) na zdrowych ochotnikach w latach 2007-08 w dawkach 90 i 270 mg, a następnie na tych samych dawkach zostały przeprowadzone badania fazy II (analiza skuteczności leczenia). Ówczesne badania fazy II, które zakończyły się w 2010 r. nie wykazały statystycznie istotnej różnicy między 1-MNA, a placebo. Jednakże, u pacjentów z ostrzejszą dyslipidemią, 1-MNA obniżało trójglicerydy, podwyższało HDL i redukowało CRP. Spółka podjęła decyzję o przeprowadzeniu badań na wyższych dawkach.

Spółka kontynuowała badania nad 1-MNA na zwiększonych dawkach. W październiku 2011 r. w badaniach na modelach zwierzęcych potwierdzono wpływ 1-MNA na HDL (wzrost) i trójglicerydy (spadek), oraz oszacowano dzienne dawki leku do badań klinicznych. W 2013 r. przeprowadzono badania biodostępności 1-MNA vs. niacyna, w jednorazowej dawce 1000 mg. Analizowano skutki podania leku na zdrowych ochotnikach w porównaniu z niacyną. 1-MNA w wyższej dawce okazał się być bezpieczny i dobrze tolerowany, nie wywoływał działań niepożądanych charakterystycznych dla niacyny - zaczerwienienia i uderzeń gorąca. W październiku 2013 r. spółka otrzymała zgodę na przeprowadzenie II fazy klinicznej na 64 pacjentach. W grudniu 2014 r. rozpoczęto II fazę badań klinicznych w dawce 6000 mg/dziennie przez 12 tygodni. Badania rozpoczęto początkowo z 15 pacjentami, stopniowo zwiększając liczbę uczestników. Rekrutację 89 pacjentów zakończono w czerwcu 2015 r. i dotychczas 46 pacjentów ukończyło badania. Spółka oczekuje zakończenia badań drugiej fazy klinicznej w październiku 2015 r.

Pharmena przeprowadziła trzy emisje akcji w celu pozyskania finansowania na rozwój leku. W IPO w 2008 r. spółka pozyskała PLN13.6m, z czego większość miała posłużyć na finansowanie badań klinicznych i rejestrację leku. Podczas IPO zakończenie badań było planowane na połowę 2009 r., a wprowadzenie specyfiku do sprzedaży zakładano w latach 2010-11. Następnie, w latach 2012 i 2013 r. miały miejsce dwie emisje akcji, z których pozyskano PLN 17.7m netto na kontynuację badań klinicznych – badania biodostępności i fazy II, których koszt oszacowano na US\$ 5m. Według naszych szacunków, od IPO w 2008 r. Pharmena zainwestowała w swoje spółki zależne w USA US\$ 8.3m. Do tej kwoty nie wliczamy US\$ 1.2m upfront payment przy podpisaniu umowy o wykupie udziałów od byłych akcjonariuszy Cortrii (fundusze Krantz&Bender Holdings, Domain Associates, MVM Life Science Partners, partnerzy tych funduszy i prof. Gębicki). W przypadku podpisania przez Pharmenę kontraktu partneringowego na ten lek, Pharmena zapłaci tym podmiotom royalties – jednocyfrowy procent wszystkich przychodów z partneringu. Łączne dotychczasowe nakłady na rozwój leku przeciwmiażdżycowego poniesione przez Pharmenę i jej amerykańskich partnerów w latach 2005-2015 szacujemy na US\$ 17.7m.

Badania kliniczne w latach 2007-10 – dawka 270 mg nie wykazała statystycznie istotnej różnicy od placebo...

... II faza badań klinicznych w dawce 6000 mg/dziennie ma się zakończyć w październiku 2015 r.

Wg naszych szacunków Pharmena do tej pory wydała US\$ 8.3m na dokapitalizowanie spółek prowadzących badania kliniczne 1-MNA

Tabela 9. Pharmena: Środki przeznaczone na badania nad lekiem przeciwmiażdżycowym

Data	Kwota	Inwestor	Udział Pharmeny	Wydarzenie
sierpień 2005	b.d.	Krantz&Bender	80%	Założenie spółki Pharmena North America
2005-06	b.d.	Inwestorzy amerykańscy	b.d.	Dalsze podwyższenia kapitału
listopad 2006	USD 4.0m	Domain Associates	24%	Podwyższenie kapitału
2005-06	b.d.	Inwestorzy amerykańscy	b.d.	Dalsze podwyższenia kapitału
czerwiec 2008	-	-	-	Zmiana nazwy na Cortria Corporation
październik 2008	USD 1.7m	Pharmena, inni	17.99%	Podwyższenie kapitału
czerwiec 2009	USD 0.7m	Pharmena	22.32%	Podwyższenie kapitału
sierpień 2010	-	Pharmena	100%	Pharmena odkupiła udziały w Cortrii od amerykańskich partnerów i zwiększyła zaangażowanie w Cortrii do 100% za USD 1.2m płatności z góry oraz przyszłe warunkowe płatności wyznaczone jako % kamieni milowych i royalties uzyskanych w przyszłości przez spółkę.
grudzień 2010	-	-	100%	Połączenie Cortria Corporation z Dermena North America
czerwiec 2011	USD 0.5m	Pharmena	100%	Podwyższenie kapitału
styczeń 2012	USD 0.8m	Pharmena	100%	Podwyższenie kapitału
sierpień 2012	USD 0.4m	Pharmena	100%	Podwyższenie kapitału (Pharmena na ten cel pozyskała PLN 0.3m pożyczki od przewodniczącego RN)
październik 2012	USD 1.0m	Pharmena	100%	Podwyższenie kapitału
sierpień 2013	USD 1.0m	Pharmena	100%	Podwyższenie kapitału
luty 2014	USD 1.5m	Pharmena	100%	Podwyższenie kapitału
październik 2014	USD 1.0m	Pharmena	100%	Podwyższenie kapitału
sierpień 2015	USD 1.0m	Pharmena	100%	Podwyższenie kapitału
RAZEM	USD 17.7m			

Źródło: Dane spółki, Pelion, szacunki Vestor DM

3. Suplement diety 1-MNA

Od 2012 r. spółka prowadzi działania mające na celu przeprowadzenie procesu rejestracji suplementu diety opartego na 1-MNA jako nowego składnika żywności.

Suplement diety 1-MNA to produkt posiadający zdolność do wpływania na biomarkery ryzyka schorzeń układu sercowo-naczyniowego oraz do stymulowania produkcji endogennej (naturalnej) prostacykliny. Niski poziom prostacykliny w organizmie zwiększa ryzyko wystąpienia miażdżycy. Badania wykazały, że stężenie endogennego 1-MNA w organizmie człowieka maleje wraz z wiekiem. Dzięki suplementowi diety 1-MNA można uzupełniać niedobór 1-MNA w organizmie, a tym samym stymulować wydzielanie prostacykliny ograniczając ryzyko powstania miażdżycy.

Pharmena rozpoczęła proces rejestracji suplementu w maju 2013 r. składając wniosek o autoryzację 1-MNA jako nowego składnika żywności w Food Standards Agency (FSA), Novel Foods, Additives and Supplements Division w Londynie. W ramach procedury wprowadzania nowego składnika żywności (który nie posiada historii bezpiecznego spożycia UE) do obrotu spółka musiała dowieść bezpieczeństwa jego stosowania w proponowanym zakresie. Dotychczas suplement pomyślnie przeszedł wyniki badań toksyczności i toksyczności podprzewlekłej na modelach zwierzęcych. Na posiedzeniu w lipcu 2015 r. Komitet ACNFP (Advisory Committee on Novel Foods and Processes) pozytywnie zaopiniował projekt opinii dotyczącej autoryzacji 1-MNA jako nowego składnika żywności. W dniu 16 września miało miejsce posiedzenie Komitetu ACNFP, na którym wg spółki miała zostać wydana pozytywna opinia ACNFP dotycząca autoryzacji suplementu. Dokumenty z posiedzeń ACNFP są jednak upubliczniane dopiero po 2-3 tygodniach od spotkania komitetu i do tego momentu Pharmena nie zna finalnej treści opinii. W przypadku pomyślnej opinii FSA, suplement będzie mógł zostać wprowadzony do sprzedaży w krajach Unii Europejskiej. Zwracamy uwagę, że wg

Suplement diety oparty na substancji 1-MNA przeznaczony dla osób zagrożonych miażdżycą

informacji zawartych na stronie ACNFP do 10 sierpnia mogły wpływać do komisji uwagi stron trzecich dotyczące wniosku Pharmeny o autoryzację suplementu. Ewentualne uwagi zostały wzięte pod uwagę przez komitet i nie możemy wykluczyć, że mogą one wpłynąć na kolejne opóźnienie procesu rejestracji suplementu.

Spółka nie ponosiła znaczących nakładów w związku z opracowywaniem suplementu diety. Większość badań przeprowadzona była w ramach prac nad lekiem przeciwmiażdżycowym. Pharmena w celu wprowadzenia na rynek suplementu diety ponosiła jedynie koszty doradztwa, przygotowania dokumentacji dotyczące bezpośrednio dialogu z FSA. Patenty Pharmeny na suplement w UE i USA obowiązują do lat 2025-26.

Strategia

W kwietniu 2012 spółka opublikowała strategię na lata 2012-2015. Składają się na nią trzy obszary: (1) produkcja dermokosmetyków; (2) prowadzenie badań klinicznych nad innowacyjnym lekiem przeciwmiażdżycowym; (3) produkcja suplementu diety opartego o substancję 1-MNA.

Dermokosmetyki

W segmencie Dermokosmetyki, celem Pharmeny jest osiągnięcie ponad dwukrotnego wzrostu przychodów w 2015 r. względem 2011 r., oraz poprawa marży brutto do 76%. W naszych prognozach zakładamy sprzedaż dermokosmetyków na poziomie PLN16.5m w 2015F, 12% powyżej poziomu wynikającego z celów spółki (PLN14.8m). Zakładamy marżę brutto na sprzedaży na poziomie 72% w 2015F, płasko r/r.

W celu realizacji postawionych celów spółka poszerza dystrybucję swoich produktów poprzez nowe hurtownie działające na rynku aptecznym, apteki oraz wejście do nowego kanału dystrybucji - sieci drogerii. W 2012 r. rozpoczęto współpracę z sieciami Rossmann i Hebe, w 2014 r. z aptekami Dr Max, MediQ Apteka, Ziko Apteka i Euro-Apteka. Jednocześnie spółka poszerza asortyment produktów. W latach 2012-14 Pharmena wprowadziła do sprzedaży 9 nowych produktów. Były to m.in. produkty z linii Dermena Complex, Dermena Men, Lash i Dermena Repair, których udział w sprzedaży ogółem w 2014 r. stanowił 29% (PLN4m). W 2012 r. spółka wprowadziła również do sprzedaży suplement diety Dermena Complex w postaci kapsułek hamujących wypadanie włosów. W latach 2015-18 Pharmena zamierza wprowadzić na rynek ponad 50 nowych produktów, docierając do nowych grup odbiorców. Pierwotnie spółka planowała wprowadzić na rynek 15 z tych produktów w 1H15, jednak obecnie są one planowane na 4Q15/1Q16. W 4Q15 ma zostać wprowadzonych do sprzedaży 7 dermokosmetyków, na 2016 r. planowanych jest 29 produktów, a na 2017 r. – 19 pozycji. Wśród nowych produktów mają się znaleźć m.in. dwa nowe produkty do włosów oraz seria dermokosmetyków do skóry - o działaniu przeciwmarszczkowym, do skóry naczynkowej, suchej, alergicznej oraz dla mężczyzn. Produkcja dermokosmetyków, które mają zostać wprowadzone do sprzedaży w 4Q15 trwa obecnie, natomiast produkty planowane na 1H16 są po formulacji.

Pharmena planuje również ekspansję na nowe rynki. Spółka poszukuje partnerów w zakresie dystrybucji produktów Pharmeny lub produktów wytwarzanych przez spółkę pod markami własnymi dystrybutorów. W czerwcu spółka podpisała pierwszą taką umowę z dystrybutorem mającym siedzibę w Monako, a we wrześniu z partnerem z Korei Południowej.

Lek przeciwmiażdżycowy

Spółka planuje zakończenie II fazy badań klinicznych TRIA-662 w październiku. Po uzyskaniu wyników II fazy (na początku 2016 r.) planowane jest rozpoczęcie procesu poszukiwania partnera – koncernu farmaceutycznego. W przypadku otrzymania pozytywnych wyników II fazy i zainteresowania ze strony koncernów, możliwe są dwa scenariusze. Pharmena może sprzedać spółkę zależną Cortria Corporation, która posiada prawa do TRIA-662 i otrzymać jednorazową płatność, lub może zawrzeć transakcję partneringu (upfront payment płatne z góry, a następnie milestony za przejście leku przez kolejne fazy badań i tantiemy w przypadku komercjalizacji leku).

Dermokosmetyki – rozwój oferty, nowe kanały dystrybucji, rozwój eksportu

Lek innowacyjny – celem jest sprzedaż TRIA-662 do partnera farmaceutycznego

Suplement diety 1-MNA

Pharmena początkowo planowała zarejestrować suplement w 2013 r., jednak ze względu na konieczność przeprowadzenia 6-miesięcznego badania toksykologicznego wymaganego przez FSA (Food Standards Agency w Londynie), proces opóźnił się. Spółka złożyła do FSA wymagane analizy i za 2-3 tygodnie od dziś powinna zostać upubliczniona opinia komitetu ACNFP z posiedzenia, które miało miejsce w dniu 16 września. Pharmena spodziewa się, że decyzja jest pozytywna i suplement może zostać zarejestrowany. Produkt mógłby trafić na półki na początku 2016 r. W okresie 3 lat od wprowadzenia produktu, Pharmena planuje osiągnąć 6% udział w polskim rynku preparatów OTC w kategorii serce i układ krwionośny, a docelowo 12%. Polski rynek preparatów OTC w kategorii „Serce i układ krwionośny” w 2011 roku szacowany był na 271 mln złotych (dane IMS). W dalszej kolejności, Pharmena planuje również rozwijać eksport suplementu (np. poprzez udzielenie licencji na sprzedaż) w innych krajach Unii Europejskiej.

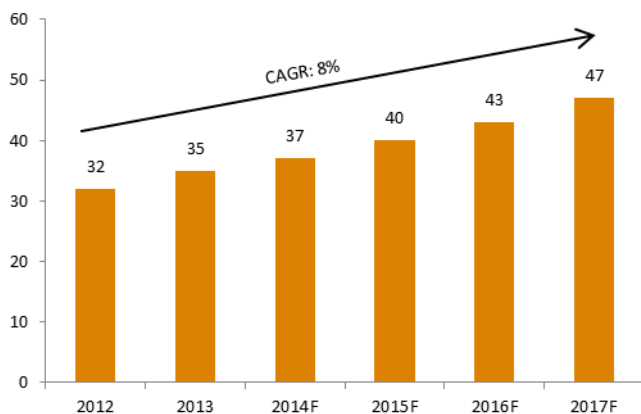
Suplement – celem jest wprowadzenie do sprzedaży w 1Q16 i osiągnięcie 6% udziału w rynku w ciągu 3 lat

Rynek dermokosmetyków

Dermokosmetyki (nazywane również kosmeceutykami) są to środki o działaniu zarówno pielęgnacyjnym jak i leczniczym. Ze względu na brak wyodrębnienia tej kategorii w prawie polskim i europejskim podlegają regulacjom sprzedaży i dopuszczenia do obrotu takim samym jak kosmetyki. Według szacunków PharmaExpert rynek dermokosmetyków w Polsce był wart PLN 1.4mld w 2014 r. i jego średnioroczna dynamika wzrostu wynosi kilka procent. Natomiast według szacunków firmy konsultingowej RNCOS, światowy rynek dermokosmetyków wart był USD 37mld w 2014 r. RNCOS oczekuje jego wzrostu średniorocznie o 8% do poziomu USD 47mld w 2017 r.

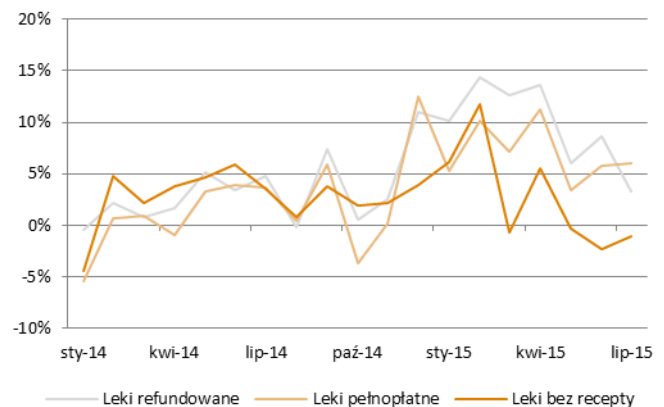
Polski rynek dermokosmetyków szacowany jest na PLN 1.4mld i rośnie o kilka procent rocznie

Wykres 8. Światowy rynek dermokosmetyków (USDmld)



Źródło: Spółka za RNCOS

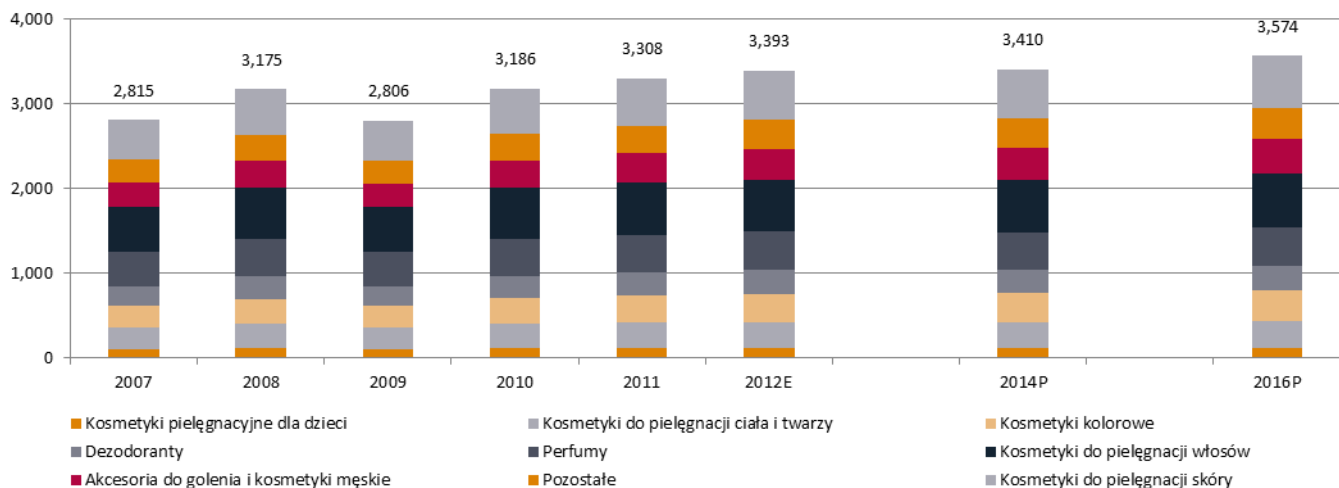
Wykres 9. Sprzedaż apteczna w Polsce – dynamika r/r



Źródło: PharmaExpert

Sprzedaż dermokosmetyków prowadzona jest przede wszystkim przez apteki, głównie ze względów marketingowych – utrzymania wizerunku środka o charakterze medycznym. W 2014 r. całkowita sprzedaż apteczna wyniosła PLN 28.3mld (wzrost o 2.6% r/r). Sprzedaż produktów bez recepty stanowiła 41% rynku aptecznego i wyniosła PLN 11.6mld (wzrost o 2.6% r/r). W 1-7M15 sprzedaż apteczna wyniosła PLN 17.2mld (wzrost o 6.3% r/r). Wzrost został wygenerowany w głównej mierze na lekach refundowanych, a sprzedaż odręczna wyniosła PLN 6.8m (wzrost o 2.8% r/r). Polski rynek kosmetyczny według szacunków Polskiego Związku Przemysłu Kosmetycznego wart był w 2011 r. EUR 3.3mld. PZPK oczekuje, że do 2016 roku rynek kosmetyczny w Polsce będzie wzrastał w średniorocznym tempie 1.6% i osiągnie blisko EUR 3.6mld. Największy udział w rynku w 2011 r. miały kosmetyki do pielęgnacji włosów (18%) oraz kosmetyki do pielęgnacji skóry (17%).

Wykres 10. Wielkość polskiego rynku kosmetycznego (EURm)

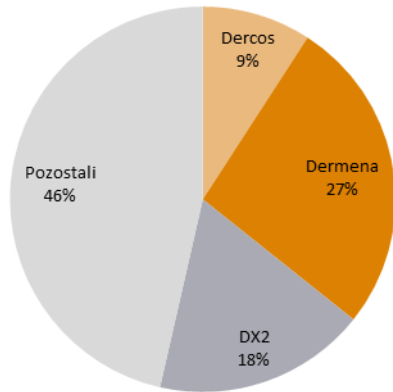


Źródło: Polski Związek Przemysłu Kosmetycznego

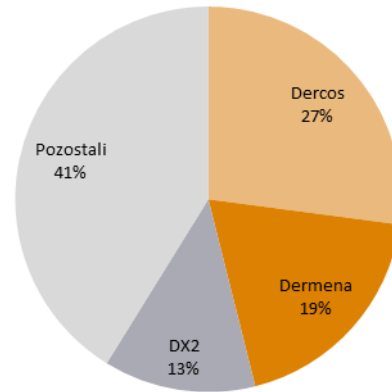
Rynek hair loss

W 1H15 trzy największe marki na polskim rynku produktów przeciwko wypadaniu włosów odpowiadały za 59% udziału w rynku pod względem wartości sprzedaży. Markami o największej sprzedaży są: Dercos (Vichy, L’Oreal) - 27% rynku, Dermena (Pharmena) - 19% rynku; oraz DX2 (Aflofarm) - 13% rynku.

Wykres 11. Polski rynek produktów przeciwko wypadaniu włosów w 1H15 (udział wg wolumenu sprzedaży)



Wykres 12. Polski rynek produktów przeciwko wypadaniu włosów w 1H15 (udział wg wartości sprzedaży)



Źródło: Spółka za IMS

Źródło: Spółka za IMS

Największy udział w rynku posiada marka Dercos będąca linią marki Vichy należącej do L’Oreal. W 1H15 sprzedano 109 tys. opakowań produktów pod marką Dercos (spadek o 6% r/r) uzyskując przychody w wysokości PLN 10.3m (spadek o 9% r/r). Dercos to produkty z wyższej półki cenowej spośród dostępnych na rynku (przedział cenowy produktów PLN 30-130), średnia cena opakowania w 1H15 wyniosła PLN 94 (spadek o 4% r/r). W swojej ofercie Dercos posiada szampony, odżywki, maski, a także kuracje ukierunkowane na różne problemy pielęgnacji włosów – wypadanie włosów, tłuste włosy, łupież, wrażliwe włosy.

Dermena (produkty na wypadanie włosów - szampony, żel, lotion, odżywka i ampułki) z 19% udziałem w rynku *hair loss* jest drugą największą pod względem wartości sprzedaży marką na tym rynku. W 1H15 sprzedaż produktów marki Dermena wyniosła PLN 7.2m (wzrost o 14% r/r). Pod względem wolumenu sprzedaży, Dermena posiada 27% udział w rynku. W 1H15 sprzedano 316 tys. opakowań produktów tej marki (wzrost o 22% r/r). Średnia cena produktu Dermeny w 1H15 wyniosła PLN 23 (spadek o 7% r/r). Produkty Dermeny znajdują się w przedziale cenowym PLN 17-55. W swojej ofercie Dermena posiada 11 produktów do włosów i rzęs – szamponów, odżywek, a także kurację przeciw wypadaniu włosów i suplement diety.

Marka DX2 posiada 13% udział w rynku pod względem wartości sprzedaży (PLN 4.8m w 1H15, spadek o 27% r/r) oraz 18% pod względem wolumenu (213 tys. opakowań, spadek o 30% r/r). Marka DX2 kierowana jest do mężczyzn i w swojej ofercie posiada 4 produkty – przeciwko wypadaniu włosów, łupieżowi, siwieniu włosów oraz kurację na porost włosów w przedziale cenowym PLN 18-22. Średnia cena produktu DX2 w 1H15 wyniosła PLN 23 (wzrost o 3% r/r).

Pozostałe marki odpowiadały w 2013 r. za 30% wartości sprzedaży i 38% ilości sprzedanych opakowań. Poza głównymi trzema graczami na rynku dostępne są produkty wielu marek m.in.: Piloxidil, Seboradin, Bioxsine, Novoxidyl, Delia Cameleo, Vitapil, Loxon.

Rysunek 1. Główne produkty przeciwko wypadaniu włosów w Polsce



Źródło: Pharmena, Vichy, DX2

Rynek emolientów

Emolienty są to środki kosmetyczne zapobiegające wysuszeniu skóry. Jest to szeroka grupa środków, które w różnych formach doprowadzają do natłuszczenia, nawilżenia lub zablokowania kanałów odprowadzania wilgoci ze skóry. Według Pharmeny sprzedaż produktów emolientowych w Polsce wynosi ok. 4m opakowań rocznie. Po emolienty sięgają przede wszystkim matki niemowląt i małych dzieci w celu pielęgnacji skóry dziecka. Rynek jest mocno rozdrobniony, a przez to podlega silnej konkurencji cenowej.

Tabela 10. Ceny środków do skóry bardzo suchej na przykładzie balsamów.

Marka	Pojemność (ml)	Cena (PLN)	Cena za 100ml (PLN)
Isispharma	200	84.50	42.25
Linola	200	44.10	22.05
Bioderma	200	42.98	21.49
Euca	225	45.50	20.22
A-derma	200	39.99	20.00
Cutishelp	200	39.15	19.58
Tołpa	200	37.79	18.90
Idravitae	250	44.00	17.60
Cetaphil	250	40.90	16.36
Mari	250	31.20	12.48
Allerco	250	29.25	11.70
Medicerum	200	21.65	10.83
Aa	200	20.95	10.48
Cerkobalm	200	19.20	9.60
Oilatum	200	16.99	8.50
Oillan	200	16.89	8.45
Ideepharm	250	14.98	5.99
Krauterhof	250	12.40	4.96

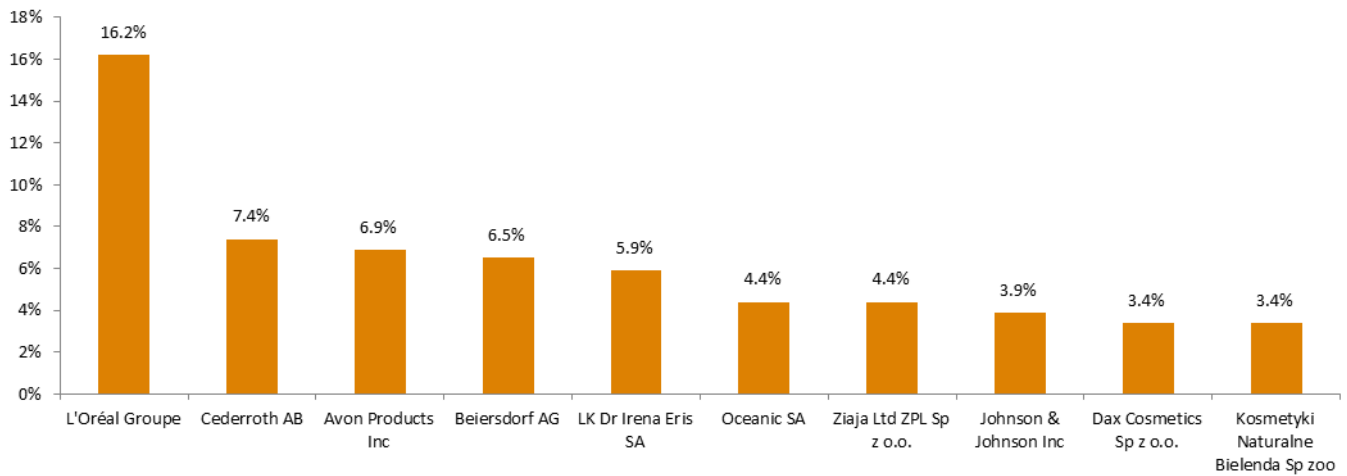
Źródło: Oferta sklepu <http://www.cefarm24.pl/>

Rynek kosmetyków skin care

Polski rynek kosmetyków do pielęgnacji skóry (skin care) szacowany jest przez Euromonitor International na PLN 2.5mld w 2013 r. Rynek jest rozdrobniony – 10 największych producentów odpowiadało za 62% sprzedaży w 2013 r. Zdecydowanym liderem rynku pod

względem sprzedaży w Polsce jest L’Oreal z 16.2% udziałem w rynku. Wysoki udział Cederroth (7.4%) wynika z konsolidacji marek Soraya i Dermika.

Wykres 13. Udziały rynkowe producentów kosmetyków skin care w 2013 r.



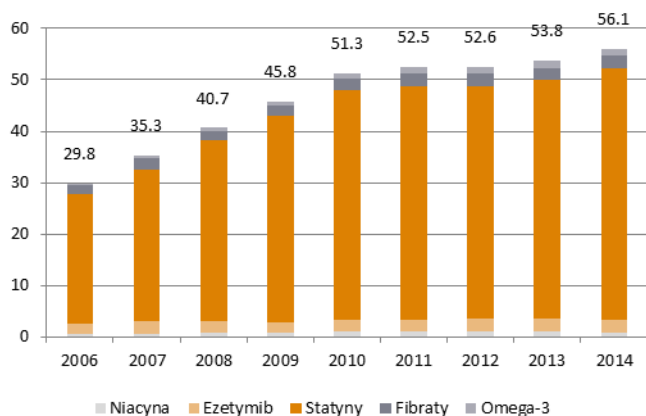
Źródło: Euromonitor International 2014, Avon

Rynek leków i suplementów przeciwniażdżycowych

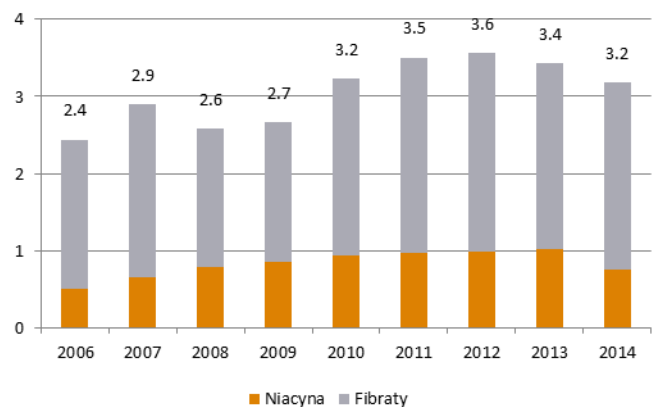
Datamonitor Healthcare prognozuje średnioroczny wzrost rynku leków na dyslipidemię na poziomie 3.8% w latach 2012-21P. Według Datamonitora w latach 2012-17 rynek ten będzie się kurczyć ze średnioroczną dynamiką 10% ze względu na wygasanie patentów na kluczowe leki oryginalne (takie jak Crestor, Zetia, Vytorin) oraz braku widocznej korzyści z terapii opartej na statynie skojarzonej z innymi lekami. W latach 2017-21 prognozowany jest powrót rynku do wzrostów ze względu na rozwój terapii obecnie znajdujących się w fazie testów klinicznych (inhibitory CETP i PCSK9). Na podstawie danych sprzedażowych koncernów farmaceutycznych, oraz szacunków Bloomberga wystawianych recept na leki na dyslipidemię szacujemy wartość rynku leków na dyslipidemię na USD 56mld (wzrost o 1.6% r/r) w 2014 r.

Prognozowana jest ujemna dynamika rynku leków na dyslipidemię w latach 2012-17, oraz powrót do wzrostów w latach 2017-21

Wykres 14. Globalny rynek leków na dyslipidemię (USDmld)



Wykres 15. Pharmena: Wartość rynku docelowego leku TRIA-662 (USDmld)



Źródło: Evaluate Pharma, IHS, Bloomberg

Źródło: Evaluate Pharma, IHS, Bloomberg

Terapie przeciwniażdżycowe wpływają na zmniejszenie stężenia we krwi trójglicerydów (TG), cholesterolu całkowitego (TC) lub lipoproteiny niskiej gęstości (LDL), lub zwiększenia stężenia we krwi lipoproteiny wysokiej gęstości (HDL). W leczeniu dyslipidemii kluczowym jest obniżenie poziomu LDL, natomiast poziom pozostałych wskaźników (HDL, trójglicerydy) traktowane są jako czynniki ryzyka. W terapii przeciwniażdżycowej lekami pierwszego wyboru są obecnie statyny obniżające poziom LDL oraz leki wspierające wpływające na pozostałe czynniki ryzyka lub wzmagające działanie statyn. Leki na dyslipidemię można podzielić ze względu na główne typy substancji, które wykorzystują:

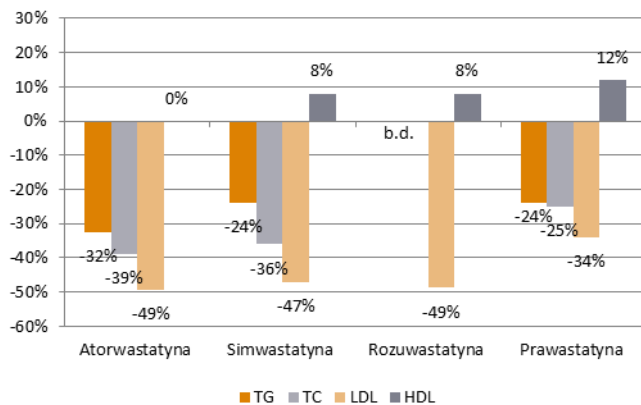
1. Statyny
2. Niacyny
3. Fibraty
4. Ezetymib
5. Inhibitory PCSK9
6. Inhibitory CETP
7. Omega-3

1. Statyny

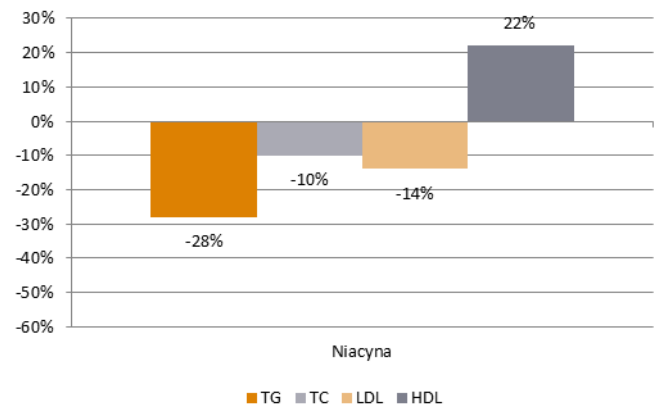
Statyny są wiodącą terapią przeciwmiażdżycową na świecie. Statyny działają jako inhibitory reduktazy HMG-CoA redukując produkcję LDL w wątrobie pacjenta. W terapiach obecnie wykorzystuje się głównie 4 statyny: atorwastatyna (Lipitor), simwastatyna (Zocor), rozuwastatyna (Crestor) i prawastatyna (Pravachol); oraz leki łączące statynę z substancjami wspierającymi – Vytorin, Caduet. W 2014 r. 87% recept wystawianych w leczeniu miażdżycy dotyczyła statyn i preparatów złożonych opartych o statyny. Łączną sprzedaż statyn (leków oryginalnych i generycznych) w 2014 r. na świecie szacujemy na USD 48.8mld (wzrost o 5.6% r/r). W wartości sprzedaży statyn ujmujemy również preparaty złożone: simwastatyna z ezetymibem (USD 1.5mld, spadek o 7.7% r/r), atorwastatyna z amlodypiną (USD 0.2mld, spadek o 19.3% r/r).

Statyny – leki pierwszego wyboru

Wykres 16. Statyny: Wpływ na profil lipidowy



Wykres 17. Niacyna: Wpływ na profil lipidowy



Źródło: New England Journal of Medicine; Merck; CenterWatch; Medsafe

Źródło: drugs.com

2. Niacyny

Niacyny to substancje pochodne kwasu nikotynowego. Substancja ta blokuje rozpad tłuszczów w tkance tłuszczowej, co zmniejsza poziom wolnych kwasów tłuszczowych we krwi, dzięki czemu dochodzi do zmniejszenia produkcji LDL a zwiększenia produkcji HDL. Niacyna obniża również poziom trójglicerydów u pacjenta. Lek wykorzystywany jest głównie jako środek wspierający leczenie miażdżycy terapią statynami. Leczenie niacynami wykorzystywane jest u pacjentów z hipertrójglicerydemią (wysoki poziom trójglicerydów) oraz hiperlipidemią złożoną (wysoki poziom cholesterolu całkowitego i trójglicerydów). Charakterystyczną cechą niacyn są istotne skutki uboczne terapii – *flushing*. Podawanie niacyn wywołuje zaczerwienienie skóry – głównie twarzy, uderzenia gorąca, osłabienie, pacjent nie powinien przyjmować ciepłych napoi. W Polsce niacyny obecnie nie są wykorzystywane – jako terapia wspierająca dla statyn zostały wyparte przez fibraty o podobnym działaniu, na innych rynkach natomiast (głównie w USA) wykorzystywana jest obecnie wolnouwalnijająca się forma niacyn.

Niacyny – stosowane głównie jako wspomaganie terapii statynami

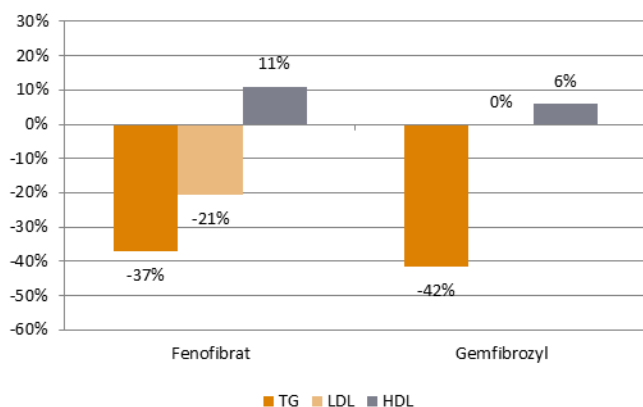
Patent na Niaspan będący oryginalnym lekiem wykorzystującym wolnouwalnijającą się niacynę wygaś w 2013 r., a od 2014 r. w sprzedaży dostępne są jego generyki. Łączna sprzedaż niacyn (leków oryginalnych i generycznych) w 2014 r. na świecie wyniosła szacunkowo USD 1.1mld (spadek o 25% r/r). Sprzedaż niacyny w latach 2010-2013 znajdowała się na stosunkowo stabilnym poziomie USD 1.4-1.5mld. Spadek sprzedaży w 2014 r. w głównej mierze był wynikiem wygaśnięcia patentu na Niaspan.

3. Fibraty

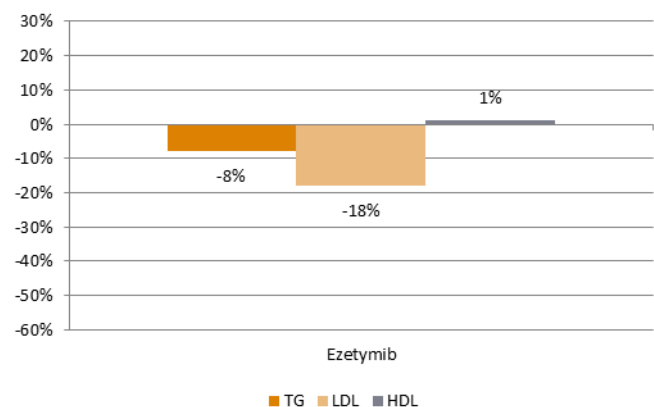
Fibraty wywołują efekt zbliżony do niacyn obniżając poziom trójglicerydów i cholesterolu we krwi. Ich działanie opiera się na blokowaniu procesu syntezy lipidów w wątrobie. Podobnie jak niacyna, fibraty są przede wszystkim stosowane razem ze statynami. Obecnie w leczeniu miażdżycy wykorzystuje się głównie dwie substancje – fenofibrat (m.in. Tricor, Triglide, Antara), oraz gemfibrozyl (m.in. Lopid, Lipozil, Gemfibral). Fibraty mają mniej uciążliwe efekty uboczne niż niacyny – m.in. pojawiają się problemy mięśniowe (w tym problemy z potencją) i mdłości. Obydwie substancje nie są już chronione patentem, fenofibrat od 2012 r. natomiast gemfibrozyl od 1993 r. Sprzedaż fibratów na świecie w 2014 r. wyniosła szacunkowo USD 2.6mld (spadek o 0.5% r/r).

Fibraty – stosowane głównie jako wspomaganie terapii statynami

Wykres 18. Fibraty: Wpływ na profil lipidowy



Wykres 19. Ezetymib: Wpływ na profil lipidowy



Źródło: Medscape

Źródło: Medscape

4. Ezetymib

Ezetymib jest lekiem hamującym wchłanianie cholesterolu oraz steroli roślinnych w jelitach, dzięki czemu zmniejsza ilość cholesterolu transportowanego do wątroby. Ezetymib obniża stężenie TC i LDL we krwi. Lek bazujący na ezetymibie to Zetia (sprzedawana również pod nazwami Ezemibe i Ezetrol). Patent na wykorzystanie ezetymibu, który wygasa w 2016 r. posiada Merck. W 2014 r. Zetia wygenerowała USD 2.7mld sprzedaży (spadek o 0.3% r/r).

Ezetymib – najpopularniejszy po statynach lek na dyslipidemię

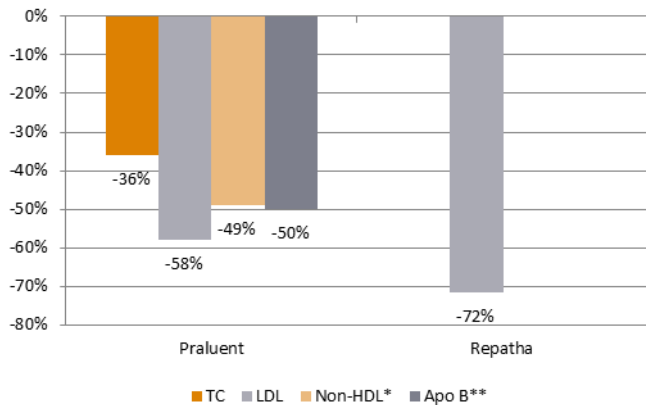
5. Inhibitory PCSK9

Leki oparte o inhibitory PCSK9 pojawiły się na rynku leków przeciwmiażdżycowych w 2015 r. Inhibitory PCSK9 opierają swe działanie na dezaktywowaniu białka PCSK9, które natomiast odpowiada za dezaktywację receptorów transportujących LDL do wątroby gdzie ulega metabolizmowi. W efekcie wątroba wydajniej pozbywa się LDL z organizmu i zmniejsza jego stężenie we krwi. Wadą terapii inhibitorami PCSK9 jest ich wysoki koszt i sposób podawania (zastrzyki). Obecnie w sprzedaży dostępne są 2 inhibitory:

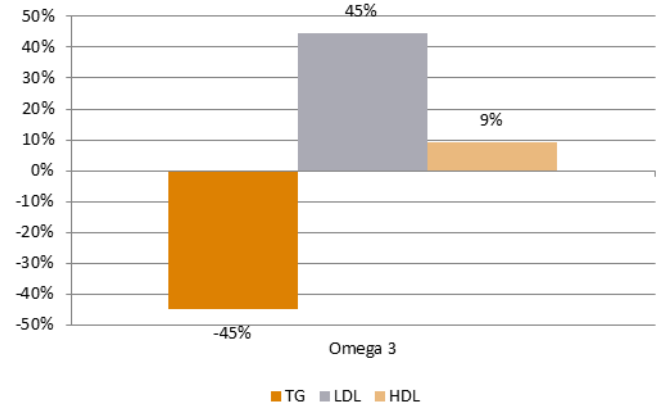
Inhibitory PCSK9 – nowa grupa leków na dyslipidemię

- **Repatha** - Lek oparty o substancję Evolocumab zarejestrowany przez FDA w sierpniu 2014 r. a przez Komisję Europejską w lipcu 2015 r. W badaniach fazy III Repatha zmniejszyła poziom LDL od 67% do 76%.
- **Praluent** - Lek oparty o substancję Alirocumab zarejestrowany przez FDA w lipcu 2015 r. Nie uzyskał jeszcze akceptacji KE.

Wykres 20. Inhibitory PCSK9: Wpływ na profil lipidowy



Wykres 21. Omega-3: Wpływ na profil lipidowy



* Non-HDL odnosi się do stężenia wszystkich lipoprotein poza HDL, w tym TG
 **Apolipoproteina – białkowa część lipoproteiny, która odpowiedzialna jest za wiązanie lipidów
 Źródło: Amgen, FDA

Źródło: Medscape

6. Omega-3

W leczeniu dyslipidemii wykorzystuje się również estry etylowe wielonienasyconych kwasów omega-3. Wpływają one na profil lipidowy poprzez obniżanie poziomu trójglicerydów we krwi. Ze względu na działanie zwiększające stężenie LDL we krwi wykorzystywane są jedynie w przypadkach hipertrójglicydemii. Pomimo negatywnego wpływu na poziom LDL w badaniach wykazują obniżenie śmiertelności i ryzyka zawału wśród pacjentów. Sprzedaż leków opartych o estry etylowe Omega-3 w 2014 r. wyniosła USD 1.5mld (wzrost o 1.6% r/r).

Omega-3 – leki na hipertrójglicydemię

7. Inhibitory CETP

Inhibitory CETP są terapiami znajdującymi się obecnie na etapie badań klinicznych. Ich główne działanie polega na zahamowaniu funkcji białka transportującego estry cholesterolu z HDL do LDL i VLDL, co ma prowadzić do zwiększenia stężenia HDL w osoczu. Obecnie nad lekami opartymi o inhibitory CETP pracują m.in. Merck (anacetrapib), oraz Eli Lilly (evacetrapib).

Inhibitory CETP – leki w fazie badań klinicznych

Partnering

W latach 2011-1H15 miały miejsce 44 transakcje partneringowe leków na choroby układu krążenia. *Biodollar value* (łącznie wartość wszystkich możliwych do uzyskania milestone'ów) została ujawniona w 15 z tych transakcji, a wysokość *upfront payment* w 14 transakcjach. Mediana *Biodollar value* transakcji wyniosła USD 200m, a wartość środkowa *upfront payment* wyniosła USD 11m.

Tabela 11. Transakcje partneringowe w latach 2011-15: Mediana wartości transakcji w obszarze układu krążenia (Biodollar value) i upfront payment (US\$m)

Faza	Wartość	Płatność z góry
Przedkliniczna	104	5.0
I	n.a.	25.0
II	205	10.0
III	163.5	15.0

Źródło: Bloomberg, Dane spółek, szacunki Vestor DM

Najbardziej zbliżoną do leku Pharmeny transakcją był partnering zawarty między Alnylam (licencjodawca), a The Medicines Company (licencjobiorca) dotyczący inhibitora PCSK9, leku na dyslipidemię. W momencie zawarcia transakcji w 1Q13 lek był w I fazie badań klinicznych, które zostały sfinansowane przez spółkę biotechnologiczną. Upfront payment wyniosło US\$25m, a biodollar value US\$205m. Alnylam otrzymał milestone w wysokości US\$10m za

rozpoczęcie I fazy badań klinicznych i poinformował, że łączna suma możliwych do uzyskania milestone'ów wynosi US\$30m za badania kliniczne, US\$50m za rejestrację leku i US\$100m za realizację celów sprzedażowych. Royalties ustalone między partnerami wynoszą kilkanaście procent rocznej sprzedaży leku.

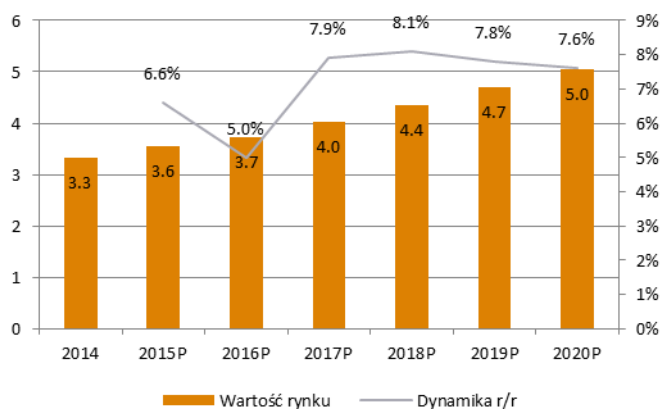
Rynek suplementów diety

Według PMR polski rynek suplementów diety w 2014 r. był warty PLN 3.3mld. PMR prognozuje średnioroczny wzrost tego rynku na poziomie 7.2% w latach 2014-2020. Wzrost sprzedaży realizowany jest głównie w sprzedaży pozaaptecznej i ten kanał dystrybucji wskazywany jest, jako najbardziej perspektywiczny z punktu widzenia najbliższych lat. Na gwałtowny wzrost rynku suplementów diety miał wpływ rozwój odżywek dla sportowców, który w 2012 r. szacowany był na blisko PLN 1mld (40% rynku w 2012 r.) z dynamiką wzrostu na poziomie 20-30% rocznie.

Jak podaje Polski Związek Producentów Leków Bez Recepty PASMI ponad połowę wartości rynku produktów OTC stanowią specyfiki witaminowo-mineralne wspomagające prawidłowe funkcjonowanie układów pokarmowego, moczowego, kostno-mięśniowego czy odpornościowego. Drugim pod względem wartościowym segmentem rynku są suplementy wpływające na urodę – produkty do skóry, włosów czy paznokci. Istotnymi kategoriami produktów są również produkty wspomagające wzrok – na zmęczenie oczu, wspomaganie ostrości widzenia, oraz suplementy poprawiające sprawność seksualną. Środki wspierające układ krążenia (suplementy oraz leki bez recepty) w 2014 r. odpowiadały za 8% sprzedaży rynku (PLN 717m).

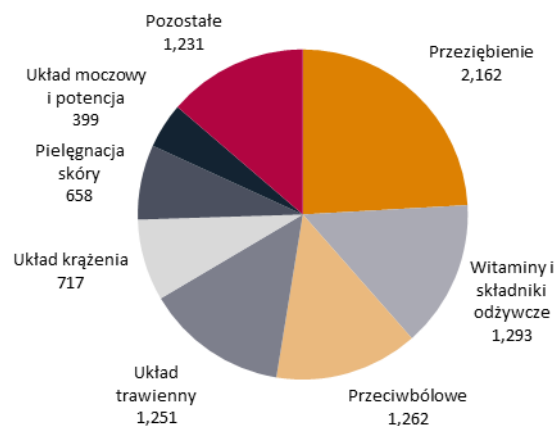
PMR: Polski rynek suplementów jest warty PLN 3.3mld, a jego średnioroczna dynamika może wynieść 7% w latach 2014-20P

Wykres 22. Prognozy Polskiego rynku suplementów diety 2015-2020 (PLNmld)



Źródło: kirunekfarmacja.pl za PMR

Wykres 23. Rynek produktów OTC (leki bez recepty, suplementy diety, dermokosmetyki) w 2014r. (PLNm), razem PLN 9mld



Źródło: Pasm (Polski Związek Producentów Leków Bez Recepty)

Prognozy finansowe

Dermokosmetyki

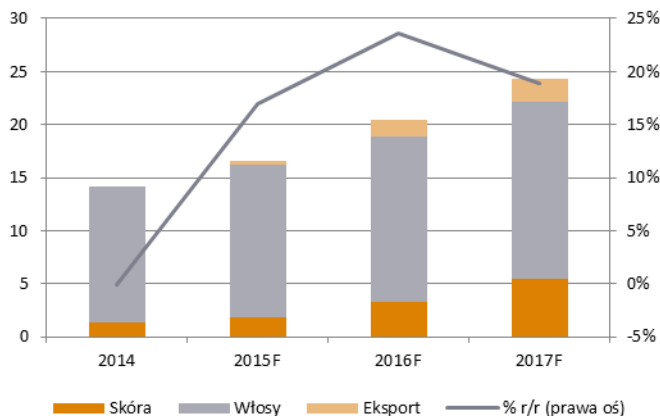
W 2015F, w segmencie Dermokosmetyki prognozujemy przychody na poziomie PLN 16.5m, wzrost o 17% r/r. Zakładamy sprzedaż produktów do włosów na poziomie PLN14.3m, wzrost o 12% r/r oraz produktów do pielęgnacji skóry w wysokości PLN1.8m, wzrost o 35% r/r. Zakładamy sprzedaż do partnera z Monako na poziomie PLN0.4m, zgodnie z warunkami pierwszej dostawy zaplanowanej na wrzesień. Zakładamy pogorszenie marży EBITDA z 26% w 2014 do 24% w 2015F ze względu na wyższe koszty sprzedaży – koszty kampanii marketingowej prowadzonej przez spółkę. W konsekwencji, prognozujemy EBITDA segmentu na poziomie PLN4m, wzrost o 10% r/r.

W 2016F prognozujemy przychody w segmencie Dermokosmetyki na poziomie PLN20.4m, wzrost o 24% r/r. Zakładamy sprzedaż produktów do włosów na poziomie PLN15.6m, wzrost o 9% r/r oraz sprzedaż produktów do pielęgnacji skóry w wysokości PLN3.2m, wzrost o 77% r/r ze względu na wprowadzenie do sprzedaży 34 nowych produktów. Zakładamy sprzedaż do partnera z Monako na poziomie PLN1.1m (zakładamy trzy dostawy) i sprzedaż do partnera z Korei na poziomie PLN0.5m. Prognozujemy marżę EBITDA na poziomie 24% i EBITDA w wysokości PLN5m, wzrost o 23% r/r.

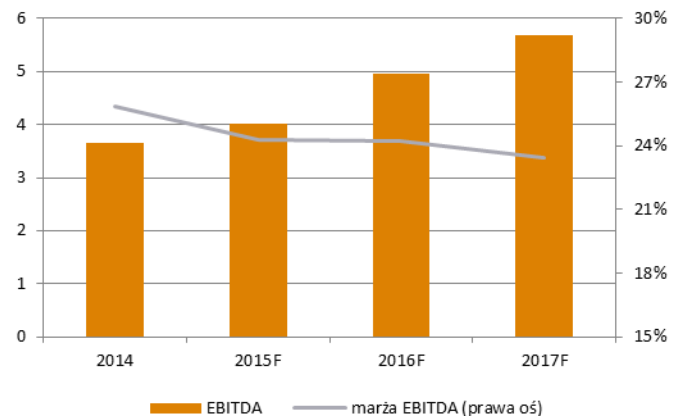
W 2017F oczekujemy przychodów na poziomie PLN24.3m, wzrost o 19% r/r i EBITDA w wysokości PLN5.7m, wzrost o 15% r/r.

W segmencie Dermokosmetyki w latach 2014-17F prognozujemy CAGR przychodów 20% i CAGR EBITDA 16%

Wykres 24. Pharmena: Dermokosmetyki – prognoza przychodów (PLNm)



Wykres 25. Pharmena: Dermokosmetyki – prognoza EBITDA (PLNm)



Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Lek innowacyjny

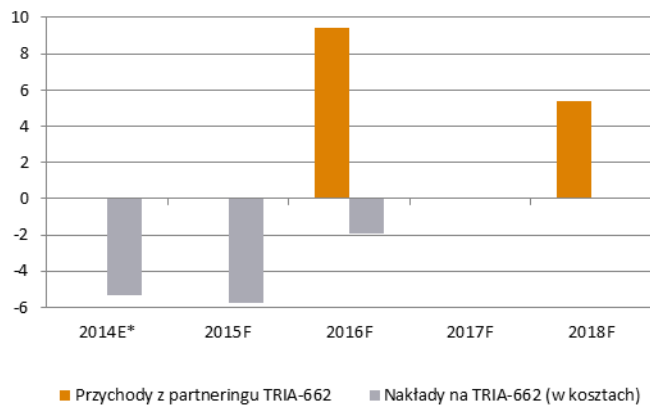
W 2015F zakładamy nakłady na II fazę badań nad lekiem miazdźcowym na poziomie PLN5.7m (vs. PLN5.3m w 2014 r.). W 2016F prognozujemy nakłady na poziomie PLN1.9m gdyż zakładamy, że na 1Q16 przypadnie ostatnia faktura za ukończenie II fazy badań. Zwracamy uwagę, że te nakłady są ujmowane w kosztach spółki i bezpośrednio wpływają na wynik.

W 2016F zakładamy 50% prawdopodobieństwo partneringu TRIA-662, a uwzględnione w naszych prognozach przychody stanowią ważne prawdopodobieństwami sukcesu w poszczególnych fazach możliwe do uzyskania naszym zdaniem przychody z potencjalnej transakcji partneringowej. Szczegóły naszych założeń znajdują się w sekcji *Wycena*. W 2016F zakładamy 43% prawdopodobieństwo sukcesu leku w II fazie, upfront payment na poziomie US\$ 15m oraz royalties dla byłych akcjonariuszy Cortrii na poziomie 9%. W konsekwencji,

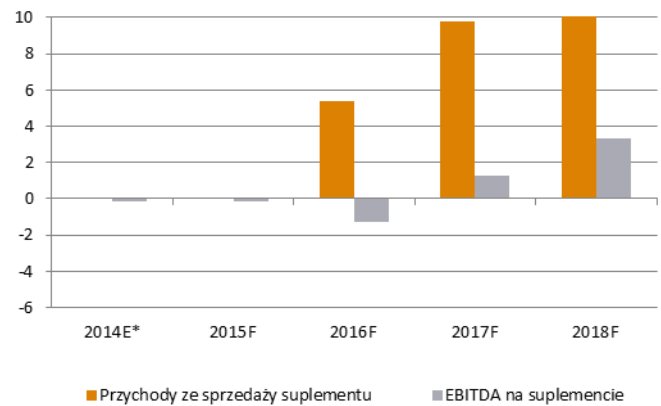
Lek innowacyjny - prognozy ważne prawdopodobieństwami

szacujemy przychody Pharmeny z leku innowacyjnego na poziomie PLN9.4m w 2016F. W 2018F zakładamy skumulowane prawdopodobieństwo sukcesu leku w fazie III klinicznej na poziomie 16% oraz milestone za sukces w tej fazie na poziomie US\$10m (PLN5.4m przychodów dla Pharmeny, po royalties dla byłych akcjonariuszy Cortrii).

Wykres 26. Pharmena: Lek innowacyjny – prognoza wyniku (PLNm)



Wykres 27. Pharmena: Suplement – prognoza wyniku (PLNm)



*2014E – szacunek Vestor DM

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

*2014E – szacunek Vestor DM

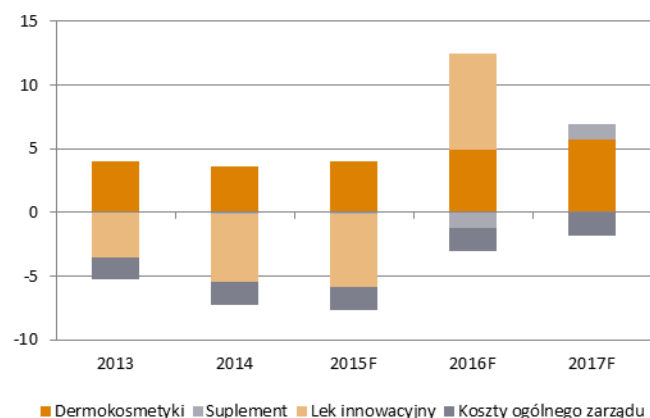
Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Suplement

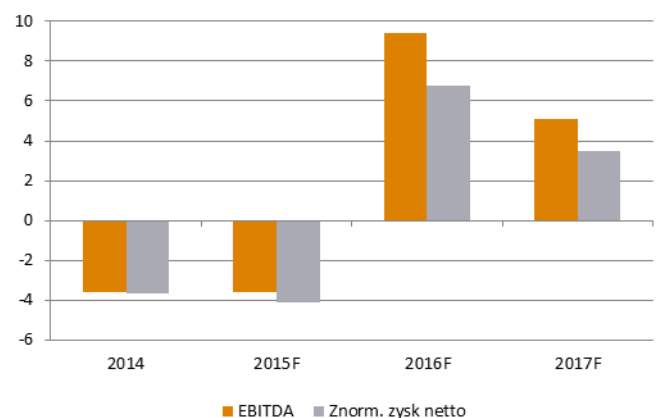
Bazując na szacunkach IMS odnośnie polskiego rynku produktów OTC w segmencie serce, układ krążenia, lipidy oraz założeń PMR dotyczących wzrostu rynku suplementów w najbliższych latach, szacujemy wielkość rynku, na którym będzie konkurował suplement Pharmeny na PLN361m w 2016F. Zakładamy udział suplementu Pharmeny w tym rynku na poziomie 1.5% w 2016F, 2.5% w 2017F i 4% w 2020. W konsekwencji, szacujemy przychody z suplementu w wysokości PLN5.4m w 2016F, PLN9.8m w 2017F i PLN12.7m w 2018F. Zakładamy marżę brutto na tym produkcie na poziomie 55% w 2016F, 60% w 2017F i 65% w 2018F. Zakładamy koszty marketingu PLN4m w 2016F, PLN4.2m w 2017F i PLN4.4m w 2018F. W konsekwencji, prognozujemy ujemną EBITDA na suplemente w 2016F na poziomie PLN1.3m oraz dodatni wynik PLN1.3m w 2017F i PLN3.3m w 2018F.

Suplement – zakładamy neutralny wpływ na wynik w 2015F, ujemną EBITDA PLN1.3m w 2016F, dodatnią EBITDA PLN1.3m w 2017F i PLN3.3m w 2018F

Wykres 28. Pharmena: Prognoza EBITDA po segmentach (PLNm)



Wykres 29. Pharmena: Prognoza EBITDA i znorm. zysku netto (PLNm)



Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

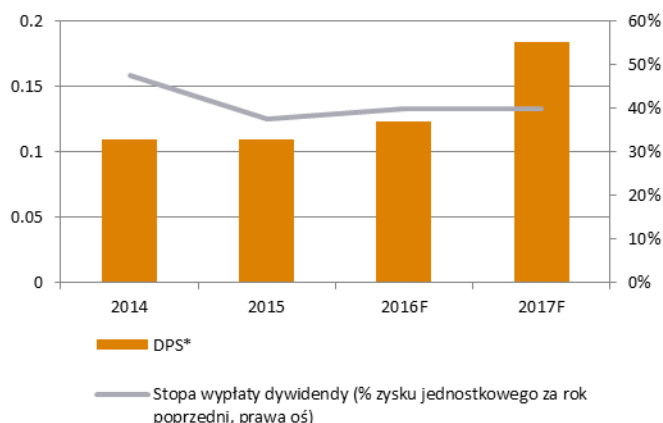
Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Zysk netto

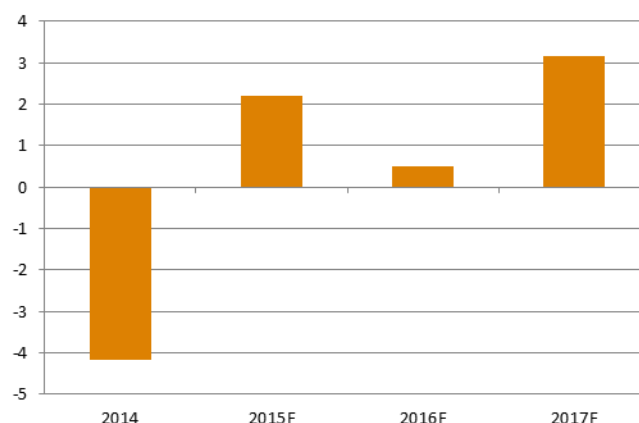
Prognozujemy koszty ogólnego zarządu nieprzyporządkowane do żadnego z segmentów na poziomie PLN1.8m w 2015F, PLN1.8m w 2016F i PLN1.9m w 2017F. Zakładamy przychody finansowe netto na poziomie PLN0.1m w 2015F oraz koszty finansowe netto PLN0.3m w 2016F. Prognozujemy podatek na poziomie PLN0.6m w 2015F i PLN2.1m w 2016F. W 2015F zakładamy PLN0.3m amortyzacji wartości firmy Cortria Corporation. Traktujemy amortyzację wartości firmy jako zdarzenie jednorazowe i szacujemy znormalizowaną stratę netto na poziomie PLN4.1m w 2015F (vs. PLN3.7m w 2014), oraz zysk netto PLN6.8m w 2016F i PLN3.5m w 2017F.

Prognozujemy stratę netto PLN4.1m w 2015F i zysk netto PLN6.8m w 2016F, PLN3.5m w 2017F.

Wykres 30. Pharmena: Prognoza DPS (PLN/akcję)



Wykres 31. Pharmena: Prognoza długu netto (PLNm)



*DPS wypłacona w danym roku

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Finansowanie i dywidenda

Ponieważ nakłady na lek innowacyjny są ujmowane w kosztach, przepływy inwestycyjne stanowią głównie nakłady na badania nad nowymi dermokosmetykami. Zakładamy capex na poziomie PLN0.2m w 2015F, PLN0.15m w 2016F i PLN0.1m w 2017F. Prognozujemy wypłatę dywidendy na poziomie 40% zysku jednostkowego osiągniętego w 2015F i 2016F. Zakładamy DPS w wysokości PLN0.12 w 2016F (DY: 1%) oraz PLN0.18 w 2017F (DY: 1%). Prognozujemy dług netto PLN2.2m w 2015F, PLN0.5m w 2016F oraz PLN3.2m w 2017F.

Prognozujemy dług netto PLN2.2m w 2015F i PLN0.5m w 2016F.

Załącznik 1 – Historia działalności

Tabela 12. Pharmena: Kamienie milowe w działalności spółki

Rok	Zdarzenie
2002	Założenie Pharmena Sp. z o.o. z inicjatywy naukowców z Politechniki Łódzkiej i Uniwersytetu Medycznego.
2003	Podpisanie wyłącznej umowy licencyjnej z Politechniką Łódzką na komercjalizację substancji czynnej 1-MNA. Rozpoczęcie działalności operacyjnej, produkty dermokosmetyczne trafiają na polski rynek w maju 2013 r. PGF jako inwestor branżowy zostaje wiodącym akcjonariuszem spółki za PLN1m.
2005	Nabycie patentów oraz zgłoszeń patentowych od Politechniki Łódzkiej w zakresie zastosowań substancji czynnej 1-MNA w dermatologii. Utworzenie spółki Pharmena North America Inc. (obecnie Cortria Corporation) celem kontynuacji rozpoczętych w Polsce prac badawczo-rozwojowych prowadzących do zarejestrowania innowacyjnego leku przeciwmiażdżycowego 1-MNA na rynkach USA i Kanady.
2007	Rozpoczęcie badań klinicznych w USA i Kanadzie nad lekiem przeciwmiażdżycowym 1-MNA.
2008	Przekształcenie Emitenta w spółkę akcyjną Emisja akcji serii B - pozyskanie od funduszy inwestycyjnych PLN13.6m na rozwój projektu leku przeciwmiażdżycowego 1-MNA, debiut Spółki na NewConnect.
2009	Uzyskanie patentu w Rosji i Meksyku w ramach projektu leku 1-MNA.
2010	Uzyskanie patentu w Kanadzie, Australii i Chinach w ramach projektu leku 1-MNA.
2011	Uzyskanie patentu w Europie, USA w ramach projektu leku 1-MNA. Ustalenie istotnych elementów mechanizmu działania substancji czynnej 1-MNA. Oszacowanie dawek leku 1-MNA do dalszych badań klinicznych / uzyskanie patentów na kluczowych rynkach (USA, Europa, Azja). Podpisanie z Torrey Partners - wiodącym w branży farmaceutycznej doradcą umowy w zakresie doradztwa przy komercjalizacji projektu 1-MNA.
2012	Uzyskanie patentu w Japonii w ramach projektu leku 1-MNA Rozpoczęcie współpracy z siecią Rossmann Publikacja strategii na lata 2012-15 Rozpoczęcie współpracy z siecią Hebe Wprowadzenie do sprzedaży suplementu diety Dermena Complex hamującego wypadanie włosów. Celem spółki jest osiągnięcie 10% udziału w rynku szacowanym na PLN76m w ciągu 2-3 lat od wprowadzania produktu. Emisja akcji serii C (PLN4.9m netto po kosztach emisji).
2013	Emisja akcji serii D (PLN12.8m netto po kosztach emisji). Czerwiec - złożenie wniosku w FSA w Londynie o autoryzację 1-MNA jako nowego składnika żywności. Grudzień - FSA prosi o dodatkowe 90-dniowe badania toksyczności na zwierzętach i dodatkowe informacje o wpływie suplementu na metabolizm niacyny.
2014	Marzec - zawarcie umowy na przeprowadzenie 90-dniowych badań toksyczności suplementu na zwierzętach. Rozpoczęcie współpracy z siecią aptek Dr. Max (101 aptek w Polsce) i z siecią MediQ Apteka (190 aptek własnych, 79 franczyzowych). Rozpoczęcie współpracy z siecią aptek Ziko Apteka (40 drogerii i aptek) i z siecią Euro-Apteka (65 aptek). Lipiec - zakończenie 90-dniowych badań toksyczności suplementu na zwierzętach. Październik - raport z badania toksyczności suplementu wykazuje bardzo dobrą tolerancję i wysokie bezpieczeństwo suplementu.
2015	Marzec - ACNFP prosi spółkę o dodatkową ocenę ryzyka suplementu poprzez oszacowanie marginesów narażenia i wpływu suplementu na metabolizm niacyny. Kwiecień - spółka uzupełnia wniosek o autoryzację suplementu jako nowego składnika żywności. Maj - ACNFP prosi spółkę o wyznaczenie dawki suplementu dla marginesu narażenia 300, spółka uzupełnia wniosek o wymagane informacje. Lipiec - pozytywne zaopiniowanie wniosku o autoryzację 1-MNA jako nowego składnika żywności. Pozytywna opinia ma zostać wydana 16 września. Czerwiec - podpisanie z dystrybutorem z Monako umowy ramowej na wytwarzanie dermokosmetyków pod marką dystrybutora. Pierwsze zamówienie z terminem realizacji na wrzesień wynosi EUR86.8k.

Źródło: Dane spółki, Vestor DM

ZASTRZEŻENIE ODPOWIEDZIALNOŚCI

Niniejszy materiał został przygotowany przez Vestor Dom Maklerski S.A. ("Vestor"), z siedzibą w Warszawie, ul. Mokotowska 1, 00-640 Warszawa, wpisaną do rejestru przedsiębiorców przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy w Warszawie XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000277384, NIP 1080003081, REGON 140943747, kapitał w wysokości 1.811.570 PLN, w całości wpłacony, podmiot podlegający przepisom Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2014 r., poz. 94 – j.t. z późn. zm.), Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. z 2013 r., poz. 1382 – j.t. z późn. zm.) oraz Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. z 2005 r. Nr 183, poz. 1537 z późn. zm.).

Vestor podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego, a niniejszy dokument został sporządzony w ramach zakresu działalności wykonywanej przez Vestor.

NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ SPORZĄDZONY PRZEZ VESTOR NA ZLECENIE EMITENTA NA PODSTAWIE ZAWARTEJ UMOWY O ŚWIADCZENIE USŁUGI EQUITY RESEARCH PARTNER. VESTOR ZA PRZYGOTOWANIE NINIEJSZEGO RAPORTU OTRZYMAŁ WYNAGRODZENIE OD EMITENTA ORAZ BĘDZIE OTRZYMYWAŁ WYNAGRODZENIE W PRZYSZŁOŚCI.

INFORMACJE ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE W ZAKRESIE FAKTÓW STANOWIĄCYCH CZĘŚĆ OPISOWĄ DZIAŁALNOŚCI EMITENTA ZOSTAŁY PRZEZ SPÓŁKĘ AUTORYZOWANE PRZED PUBLIKACJĄ. W POZOSTAŁYM ZAKRESIE INFORMACJE ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE STANOWIĄ OPINIE VESTOR, W SZCZEGÓLNOŚCI DOTYCZĄCE PREZENTOWANYCH WYCEN I PROGNOZ DANYCH FINANSOWYCH SPÓŁKI.

Niniejszy raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez Vestor z przeznaczeniem dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych, zgodnie z definicjami zawartymi w wyżej wymienionych regulacjach, jak również innych kwalifikowanych klientów Vestor upoważnionych do otrzymywania rekomendacji w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Odbiorcy, którzy nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi w powyższym rozumieniu, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszego raportu powinni zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego w celu uzyskania niezbędnych wyjaśnień dotyczących jego treści.

Vestor nie jest obowiązany do zapewnienia, czy instrumenty finansowe, do których odnosi się niniejszy dokument, są odpowiednio dla danego inwestora. Sam fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci Vestor. Inwestycje oraz usługi przedstawione lub zawarte w niniejszym dokumencie mogą nie być dla konkretnego inwestora właściwe, dlatego w razie wątpliwości dotyczących takich inwestycji, bądź usług inwestycyjnych zaleca się konsultację z niezależnym doradcą inwestycyjnym.

Odbiorcy niniejszego raportu muszą dokonać własnej oceny, czy inwestycja w jakikolwiek instrument, do którego niniejszy raport się odnosi jest dla nich odpowiednia w oparciu o korzyści i ryzyka w nim zawarte biorąc pod uwagę ich własną strategię oraz sytuację prawną i finansową.

Żadna z informacji przedstawionych w niniejszym raporcie nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakakolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące odbiorcy, jak również nie stanowi w żaden inny sposób osobistej rekomendacji.

Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie zostały zebrane lub opracowane przez Vestor w oparciu o źródła uznawane za wiarygodne, jednakże Vestor oraz podmioty z nim powiązane nie ponoszą odpowiedzialności za wszelkie niedokładności lub pominięcia. Każda osoba otrzymująca niniejszy raport będzie odpowiedzialna za przeprowadzenie na własną rękę badań oraz analiz informacji w nim zawartych i będzie odpowiedzialna za ocenę korzyści oraz ryzyk związanych z instrumentami finansowymi będącymi przedmiotem niniejszego dokumentu.

Niniejszy raport zawierać będzie odesłania do stron internetowych lub adresy takich stron. Z wyjątkiem sytuacji, kiedy raport odsyła do strony internetowej Vestor, Vestor oświadcza, że nie weryfikował tych stron internetowych i nie bierze odpowiedzialności za ich zawartość. Tego rodzaju adresy internetowe i odesłania (włączając w to adresy i odesłania do strony internetowej Vestor) zostały udostępnione jedynie dla wygody odbiorców raportu, w związku, z czym ich zawartość nie stanowi części tego dokumentu.

Niniejszy dokument ma jedynie informacyjny charakter i (i) nie stanowi ani nie tworzy części oferty sprzedaży, subskrypcji lub zaproszenia do nabycia lub subskrypcji jakiegokolwiek instrumentów finansowych, (ii) nie ma na celu oferowania nabycia lub zapisu ani nakłaniania do nabycia lub zapisu na jakiegokolwiek instrumenty finansowe (iii) nie stanowi reklamy jakiegokolwiek instrumentów finansowych.

Niniejszy raport może zawierać rekomendacje, informacje i opinie, które nie są kierowane, ani przeznaczone do rozpowszechniania, publikowania, udostępniania lub wykorzystywania przez osoby lub podmioty, które są obywatelami, rezydentami lub znajdując się w jakiegokolwiek lokalizacji, miejscowości, stanie, państwie, lub jurysdykcji, gdzie takie ich rozpowszechnianie, publikowanie, udostępnianie lub wykorzystywanie byłoby sprzeczne z prawem lub odpowiednimi regulacjami, lub które wymagałyby dla Vestor i jego podmiotów powiązanych jakiegokolwiek rejestracji lub uzyskania zezwolenia w takiej jurysdykcji, w szczególności w jurysdykcjach, w których Vestor i jego podmioty powiązane nie są już zarejestrowane lub nie uzyskały jeszcze zezwolenia na obrót instrumentami finansowymi.

Niniejszy materiał może dotyczyć inwestycji lub instrumentów finansowych podmiotu spoza terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, które nie są regulowane przez KNF, ani inny właściwy organ. Dalsze informacje odnośnie tego, kiedy taka sytuacja może mieć miejsce, dostępne są na życzenie.

NINIEJSZY DOKUMENT, BĄDŹ JEGO KOPIA NIE POWINIEN BYĆ ROZPOWSZECHNIANY BEZPOŚREDNIO LUB POŚREDNIO W STANACH ZJEDNOCZONYCH AMERYKI, KANADZIE, AUSTRALII, JAPONII, ANI UDOSTĘPNIANY OBYWATELOM LUB REZYDENTOM TYCH PAŃSTW, GDZIE ROZPOWSZECHNIANIE TEGO DOKUMENTU MOŻE BYĆ OGRANICZONE PRZEZ PRAWO. W TAKICH PRZYPADKACH OSOBY ROZPOWSZECHNIAJĄCE NINIEJSZY DOKUMENT POWINNY ZAPOZNAĆ SIĘ I DOSTOSOWAĆ DO WSZELKICH TEGO TYPU OGRANICZEŃ.

VESTOR INFORMUJE, ŻE INWESTOWANIE ŚRODKÓW W INSTRUMENTY FINANSOWE WIĄŻE SIĘ Z RYZYKIEM UTRATY CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI ZAINWESTOWANYCH ŚRODKÓW.

VESTOR ZWRACA UWAGĘ, ŻE NA CENĘ INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH MA WPŁYW WIELE RÓŻNYCH CZYNNIKÓW, KTÓRE SĄ LUB MOGĄ BYĆ NIEZALEŻNE OD EMITENTA I WYNIKÓW JEGO DZIAŁALNOŚCI. MOŻNA DO NICH ZALICZYĆ M.IN. ZMIENIAJĄCE SIĘ WARUNKI EKONOMICZNE, PRAWNE LUB POLITYCZNE.

DECYZJA O ZAKUPIE JAKIEGOKOLWIEK INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH POWINNA BYĆ PODJĘTA WYŁĄCZNIE NA PODSTAWIE PROSPEKTU, OFERTY LUB INNYCH POWSZECHNIE DOSTĘPNYCH DOKUMENTÓW I MATERIAŁÓW OPUBLIKOWANYCH ZGODNIE Z OBOWIĄZUJĄCYMI PRZEPISAMI POLSKIEGO PRAWA.

Wyniki osiągnięte w przeszłości nie powinny być traktowane jako wskazanie, czy gwarancja przyszłych wyników. Vestor niniejszym nie składa żadnego dorozumianego lub wyrażonego bezpośrednio oświadczenia lub gwarancji przyszłych wyników. Cena, wartość lub dochód z instrumentów finansowych, o których mowa w niniejszym raporcie może spaść, jak i wzrosnąć. Wartość instrumentów finansowych podlega wahaniom kursowym, które mogą mieć pozytywny lub negatywny wpływ na kurs lub dochód z takich instrumentów finansowych.

Niektóre inwestycje omówione w niniejszym raporcie mogą charakteryzować się dużą zmiennością. Przy inwestycjach o wysokiej zmienności mogą wystąpić nagle i duże spadki ich wartości, co powoduje straty w momencie realizacji inwestycji. Straty te mogą być równe początkowej inwestycji. W rzeczywistości, w przypadku niektórych inwestycji potencjalne straty mogą przekroczyć kwoty inwestycji początkowej. W takich okolicznościach, inwestor może być zobowiązany do zapłaty większej kwoty, aby wyrównać straty. Niektóre takie inwestycje mogą napotykać trudności w ich sprzedaży i realizacji, podobnie inwestorzy mogą napotykać trudności z uzyskaniem wiarygodnych informacji na temat wartości, lub zagrożeń, na które takie inwestycje są narażone.

NINIEJSZY DOKUMENT ZOSTAŁ PRZYGOTOWANY PRZEZ LUB WE WSPÓŁPRACY Z EMITENTEM W ZAKRESIE, JAKI ZOSTAŁ WSKAZANY POWYŻEJ.

INFORMACJI DOTYCZĄCYCH WYCEN/PROGNOZ WYNIKÓW FINANSOWYCH SPÓŁKI ZAWARTYCH W NINIEJSZYM DOKUMENCIE NIE NALEŻY TRAKTOWAĆ JAKO AUTORYZOWANYCH LUB ZATWIERDZONYCH PRZEZ EMITENTA/EMITENTÓW. OPINIE ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE SĄ WYŁĄCZNIE OPINIAMI VESTOR.

W okresie ostatnich 12 miesięcy Vestor nie świadczył na rzecz Emitenta usług z zakresu bankowości inwestycyjnej, w szczególności oferowania instrumentów finansowych.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy Vestor nie był członkiem konsorcjum oferującego instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta/Emitentów.

Vestor nie nabywał i nie zbywał instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta/Emitentów na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe.

Vestor nie pełni roli animatora rynku na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie dla instrumentów finansowych będących przedmiotem niniejszego raportu.

Vestor nie pełni roli animatora emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie dla instrumentów finansowych będących przedmiotem niniejszego raportu.

Vestor nie posiada akcji Emitenta tj. instrumentów finansowych będących przedmiotem niniejszej rekomendacji, w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.

Vestor nie wyklucza możliwości nabycia przez któryś z podmiotów z nim powiązanych, w okresie sporządzania niniejszej rekomendacji, akcji Emitenta instrumentów finansowych, powodującego osiągnięcie łącznej liczby stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.

Vestor nie posiada tak bezpośrednio jak i pośrednio instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta, lub których wartość zależna jest w istotny sposób od wartości instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. Nie jest jednak wykluczone, że w okresie następnym dwunastu miesięcy, włącznie z okresem obowiązywania niniejszej rekomendacji, Vestor składać będzie ofertę świadczenia usług na rzecz Emitenta, jak również będzie nabywał lub zbywał instrumenty finansowe wyemitowane przez Emitenta, lub których wartość zależna jest od wartości instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta.

Vestor otrzymywał w ciągu ostatnich dwunastu miesięcy wynagrodzenie z tytułu świadczenia usług na rzecz Emitenta m.in. w zakresie wskazanym powyżej z tytułu świadczenia usługi Equity Research Partner oraz w zakresie opisanym powyżej.

Podmioty powiązane z Vestor lub Vestor mogą, w zakresie dopuszczalnym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z Emitentem, świadczyć usługi na rzecz, pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta/Emitentów, mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta/Emitentów („instrumenty finansowe”).

Vestor może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim, oraz innym mającym zastosowanie prawem lub regulacjami, świadczyć usługi bankowości inwestycyjnej oraz zarządzania portfelem instrumentów finansowych lub zachęcać do korzystania z takich usług spółki/spółek, do których odnosi się niniejszy raport.

Członkowie organów oraz pracownicy Vestor mogą, w zakresie nieujawnionym powyżej i dopuszczalnym przez prawo, zająć długie lub krótkie pozycje lub posiadać zaangażowanie w inwestycje (włączając instrumenty pochodne), do których niniejszy raport nawiązuje.

Analitycy Vestor działali z należytą starannością sporządzając niniejszy raport. Analiza spółek i instrumentów finansowych zawarta w niniejszym raporcie jest oparta o osobiste opinie analityków.

Vestor, członkowie jego organów ani pracownicy nie przyjmują jakiegokolwiek odpowiedzialności (wynikającej z zaniedbania lub na innej zasadzie) za jakiegokolwiek szkody wynikające z wykorzystania niniejszego dokumentu lub jego treści.

Vestor nie ma obowiązku podejmowania jakiegokolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z tą wyceną.

Vestor zastrzega sobie prawo do zmiany poglądów wyrażonych w niniejszym dokumencie w dowolnym czasie i bez powiadomienia. Ponadto zastrzegamy sobie prawo do aktualizacji tych informacji lub zaprzestania jej całkowicie bez uprzedzenia.

Z wyjątkiem zastrzeżeń wyrażonych powyżej niniejszy raport pozostaje w mocy przez okres 12 miesięcy, lecz nie dłużej niż do dnia wydania następnego raportu.

Vestor podkreśla, że dokument ten ma być aktualizowany co najmniej raz w roku.

Na przestrzeni ostatnich 3 miesięcy nie licząc rekomendacji zawartej w niniejszym raporcie Vestor wydał: 1 rekomendację kupuj, 0 rekomendacji Akumuluj, 2 rekomendacje Neutralnie, 0 rekomendacji Redukuj oraz 0 rekomendacji Sprzedaj. Oprócz powyższego Vestor wydał 12 rekomendacji, które nie wskazywały kierunku inwestycyjnego, na podstawie zawartych umów o świadczenie usługi Equity Research Partner. Proporcja liczby emitentów instrumentów finansowych odpowiadających każdemu z wymienionych kierunków rekomendacji, dla których to Vestor, w okresie ostatnich 12 miesięcy, świadczył usługi w zakresie bankowości inwestycyjnej wynosi 87 % (włączając raporty wydane w ramach usług Equity Research Partner).

Data na pierwszej stronie niniejszego raportu jest datą sporządzenia i opublikowania raportu.

W przypadku, gdy rekomendacja dotyczy kilku spółek, pojęcie „Emitenta” będzie odnosić się do wszystkich z nich.

NINIEJSZY DOKUMENT JEST SKIEROWANY DO UPOWAŻNIONYCH ODBIORCÓW I NIE POWINIEN BYĆ KOPIOWANY LUB PRZEKAZYWANY INNYM PODMIOTOM.

Dodatkowe informacje dostępne są na życzenie.

Jeśli niniejszy raport jest rozpowszechniany przez inną instytucję finansową niż Vestor, lub jego podmioty powiązane, instytucja ta jest wyłącznie odpowiedzialna za dystrybucję niniejszego raportu. Klienci tej instytucji powinny skontaktować się z tą instytucją w celu przeprowadzenia transakcji w papierach wartościowych wskazanych w niniejszym raporcie lub w celu uzyskania dodatkowych informacji. Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej kierowanej przez Vestor do klientów instytucji finansowej dystrybuującej niniejszy raport i Vestor, ani jego podmioty powiązane, członkowie organów i pracownicy nie ponoszą żadnej odpowiedzialności za bezpośrednie lub pośrednie szkody wynikające z ich wykorzystania raportu lub jego treści.

Wszystkie znaki towarowe, oznaczenia i loga użyte w niniejszym raporcie są znakami towarowymi lub zastrzeżonymi znakami towarowymi, oznaczeniami lub logami Vestor lub jego podmiotów powiązanych.

Vestor jest autorem tego dokumentu.

Wszystkie materiały prezentowane w niniejszym raporcie, o ile nie zaznaczono inaczej, są objęte prawami autorskimi Vestor. Żaden z materiałów, ani jej treści, ani jego kopia nie mogą być w żaden sposób zmieniane, przekazywane, kopiowane lub przekazywane osobom trzecim, bez uprzedniej pisemnej zgody Vestor.

Copyright © 2015 Vestor Dom Maklerski S.A. i / lub podmioty powiązane. Wszelkie prawa zastrzeżone.

Informacja, o podstawach na których oparta została wycena:

Kupuj/Akumuluj/Neutralnie/Redukuj/Sprzedaj – oznacza, iż w ocenie autorów niniejszego dokumentu kurs spółki w ciągu miesiąca może zachować się istotnie lepiej/lepiej/neutralnie/gorzej/istotnie gorzej niż aktualna cena danego instrumentu finansowego.

System rekomendacyjny Vestor opiera się na wyznaczeniu cen docelowych i ich relacji do ceny bieżącej instrumentów finansowych, poza tym w przypadku rekomendacji kierowanych do szerokiego kręgu odbiorców wymaga zastosowania dwóch sposobów wyceny.

Przy sporządzaniu niniejszego dokumentu Vestor korzystał co najmniej z dwóch z następujących metod wyceny:

- 1) zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF),
- 2) porównawczej,
- 3) mnożnik docelowy
- 4) analiza scenariuszowa
- 5) zdyskontowanych dywidend (DDM)
- 6) Wartość aktywów netto
- 7) Suma części
- 8) zdyskontowanych zysków rezydualnych
- 9) ważonej ryzykiem wartości bieżącej netto (rNPV)

Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Do jej mocnych stron zaliczyć można uwzględnienie wszystkich strumieni gotówki, jakie wpływają do spółki oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami wyceny DCF są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Metoda porównawcza opiera się na ekonomicznym prawie „jednej ceny”. Mocnymi stronami metody porównawczej są: mała ilość parametrów, jakie analityk musi oszacować, oparcie wyceny na aktualnych warunkach rynkowych, stosunkowo duża dostępność wskaźników dla porównywanych spółek oraz szeroka znajomość metody porównawczej wśród inwestorów. Do wad wyceny metodą porównawczą zaliczyć można znaczną wrażliwość wyników wyceny na wybór spółek do grupy porównawczej, uproszczenie obrazu spółki prowadzące do pominięcia pewnych istotnych czynników (np.: dynamika wzrostu, aktywa pozaoperacyjne, ład korporacyjny, powtarzalność wyników, różnice w stosowanych standardach rachunkowości) oraz niepewność efektywności rynkowej wyceny porównywanych spółek.

Wycena na podstawie mnożnika docelowego oparta jest na założeniu, iż wartość spółki będzie równa określonej wartości wybranych mnożników cenowych. Do zalet tej metody można zaliczyć możliwość zastosowania jej do każdej spółki. Z drugiej jednak strony metoda ta jest bardzo subiektywna.

Analiza scenariuszowa oparta jest na ważonej prawdopodobieństwem wycenie opartej na trzech scenariuszach: scenariusz negatywny (20% prawdopodobieństwa), scenariusz bazowy (60% prawdopodobieństwa), scenariusz pozytywny (20% prawdopodobieństwa). Scenariusz bazowy oparty jest na założeniach oraz szacunkach uwzględnionych w prognozach finansowych oraz wycenie DCF. W przypadku scenariuszy pozytywnych i negatywnych analizujemy

wrażliwość wyceny zmieniając założeniach znajdujące się w naszych modelach (stopa wzrostu, nakłady inwestycyjne, rentowność). Zaletą tej metody jest możliwość prezentacji różnych możliwych scenariuszy. Z drugiej strony dobrane miary prawdopodobieństwa są wysoce subiektywne, a analiza wysoce wrażliwa na użyte dane.

Metoda zdyskontowanych dywidend (DDM) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych dywidendach wypłaconych przez spółkę. Do jej mocnych stron można zaliczyć uwzględnienie realnych przepływów pieniężnych do właścicieli kapitału akcyjnego oraz fakt, że metoda ta jest być wykorzystywana w przypadku spółek z długą historią wypłacania dywidendy. Główną wadą metody zdyskontowanych dywidend jest oszacowywanie wielkości wypłacanej dywidendy na podstawie dużej ilości parametrów i założeń, w tym stopy wypłaty dywidendy.

Metoda wartości aktywów netto bierze pod uwagę wycenę wszystkich aktywów spółki skorygowaną o wartość jej zobowiązań. Do zalet tej metody zaliczyć należy jej użyteczność do spółek holdingowych posiadających relatywnie duże ilości rzeczowych aktywów trwałych oraz fakt, iż dokonywana tą metodą wycena jest relatywnie łatwa do uzyskania. Z drugiej jednak strony podejście to nie bierze pod uwagę wzrostu przychodów, bądź zysków netto oraz może niedoszacować wartości niematerialnych i prawnych.

Metoda sumy części wycenia wartość spółki poprzez wycenę poszczególnych linii biznesowych spółki. Zaletą tej metody jest możliwość zastosowania równych metod wyceny do różnych linii biznesowych. Z drugiej strony za wadę tej metody uznać można niewielką liczbę spółek porównywalnych dla poszczególnych linii biznesowych.

Metoda zdyskontowanych zysków rezydualnych bazuje na kapitałach własnych na koniec danego roku obrotowego, do których dodawana jest suma zdyskontowanych nadwyżek zwrotu kapitału ponad koszt kapitału oraz zdyskontowana wartość rezydualna. Do jej mocnych stron zaliczyć można oparcie wyceny na nadwyżce zysku ponad uwzględniający ryzyko koszt utraconych korzyści przez właścicieli kapitału. Wadami wyceny metodą zdyskontowanych zysków rezydualnych są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Metoda ważonej ryzykiem wartości bieżącej netto (rNPV - risk-adjusted net present value), jest metodą stosowaną do prognozy przyszłych przepływów pieniężnych w ryzykownych projektach. W wycenie spółek biotechnologicznych, polega ona na ważeniu przepływów pieniężnych w poszczególnych fazach rozwoju leku prawdopodobieństwem sukcesu w danej fazie. Głównymi zaletami tej metody jest uwzględnienie prawdopodobieństw zaistnienia przyszłych przepływów, urealnienie bieżącej wartości przyszłych przepływów oraz odzwierciedlenie specyfiki biznesu. Wadami tej metody jest duża ilość założeń i wysoki poziom skomplikowania obliczeń.

Wyjaśnienia terminologii fachowej użytej w rekomendacji:

P/E - wskaźnik ceny do zysku na akcję

PEG - wskaźnik P/E do wzrostu zysków

EPS - zysk na akcję

P/BV – cena/wartość księgową

BV – wartość księgową

EV - kapitalizacja spółki powiększona o dług netto

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

EV/EBITDA – kapitalizacja spółki powiększona o dług netto/ zysk operacyjny + amortyzacja

EBIT - zysk operacyjny

NOPAT - teoretyczny zysk operacyjny po opodatkowaniu

FCF - wolne przepływy pieniężne

ROE – zwrot na kapitale własnym

WACC - średni ważony koszt kapitału

CAGR - średnioroczny wzrost

CPI - wskaźnik cen i usług towarów konsumpcyjnych

COE – koszt kapitału własnego

L-F-L – wzrost na wartościach porównywalnych

Definicje rekomendacji:

Kupuj – rekomendacja implikuje stopę zwrotu przekraczającą 1,5-krotność kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Akumuluj - rekomendacja implikuje stopę zwrotu przekraczającą kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Neutralnie – rekomendacja implikuje stopę zwrotu w zakresie 0% w stosunku do kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Redukuj – rekomendacja implikuje stopę zwrotu w zakresie od minus kosztu kapitału własnego do 0% w odniesieniu do kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Sprzedaj – rekomendacja implikuje stopę zwrotu poniżej minus kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

KAŻDY, KTO KORZYSTA Z NINIEJSZEGO DOKUMENTU ZGADZA SIĘ NINIEJSZYM NA POWYŻSZE ZASTRZEŻENIA PRAWNE