



**CENTRUM ANALIZ
BIZNESOWYCH**

Wydział Zarządzania
Uniwersytet Łódzki

PHARMENA SA

Łódź, 2019

SPIS TREŚCI

1. Rys historyczny
2. Profil spółki
3. Akcjonariat spółki
4. Władze spółki
5. Analiza i perspektywy sektora/branży
6. Analiza wyników finansowych
7. Ocena spółki na podstawie mierników opartych na przepływach gotówkowych
8. Podsumowanie raportu i wnioski

1. Rys historyczny

2002 – powstanie spółki Pharmena sp. Z o.o. Z siedzibą w łodzi. Podmiot powstaje z inicjatywy łódzkich naukowców wywodzących się z politechniki łódzkiej oraz uniwersytetu medycznego w łodzi.

2003 – spółka rozpoczyna działalność operacyjną. Podmiot wprowadza na rynek oryginalne produkty spółki, między innymi preparaty i szampony zapobiegające wypadaniu włosów.

2003 – Polska Grupa Farmaceutyczna obejmuje ponad 47% udziałów w spółce.

2004 – spółka rozpoczyna sprzedaż exportową na wybranych rynkach wschodnich.

2005 – podmiot tworzy spółkę Pharmenanorthamerica inc. Z siedzibą w bostonie, której celem jest prowadzenie badań klinicznych w usa i kanadzie.

2006 – spółka zawiązuje podmiot Dermenanorthamerica inc. Z siedzibą w bostonie, którego celem jest dystrybucja dermokosmetyków na rynku amerykańskim.

2008 – Pharmena sp. Z o.o. Ulega przekształceniu w Pharmena S.A. (zmiana formy prawnej)

2008 – spółka Pharmena S.A. Debiutuje na warszawskiej giełdzie papierów wartościowych (New Connect).

2010 – pierwsze badania przeprowadzone przez spółkę nad rewolucyjną cząsteczką 1-MNA.

2014 – zakończono sukcesem badania nad toksycznością cząsteczki 1-mna.

2017 – spółka Pharmena S.A. otrzymuje patent na cząsteczkę 1-mna przez urząd patentowy Stanów Zjednoczonych.

2019 – złożenie zlecenia na przeprowadzenie badań przedklinicznych cząsteczki 1-mna mogącej zwalczać inne choroby.

2. Profil spółki

Rok założenia: 2002

Siedziba: Łódź

Działalność: Spółka zajmuje się wytwarzaniem i sprzedażą dermokosmetyków do pielęgnacji włosów, skóry i paznokci.

Misja i wartości: Inwestowanie w badania i rozwój. Opracowywanie bezpiecznych i innowacyjnych kosmetyków

Data debiutu na giełdzie: 25.08.2008 r.

Przynależność do indeksów: WIG, WIG-LEKI, WIG-POLAND

Kapitalizacja: 54 001 619 zł

Sektor: GPW: PRZEMYSŁ FARMACEUTYCZNY

Cena akcji: 6,14 zł (02.05.2019 r.)

Liczba akcji: 8 795 052

3. Akcjonariat spółki

Struktura akcjonariatu Spółki przedstawia się następująco:

- 58,70 % - Pelion S.A. z siedzibą w Łodzi wraz ze spółkami zależnymi *
- 7,69 % - Jerzy Gębicki
- 5,43 % - Konrad Palka
- 5,29 % - Max Welt Holdings Limited z siedzibą Larnaca, Cypr
- 5,01 % - Robert Bożyk
- 17,87 % - pozostali akcjonariusze (w tym krajowe fundusze inwestycyjne)

* Pelion S.A. z siedzibą w Łodzi wraz ze spółkami zależnymi: PGF Warszawa sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie, PGF Cefarm-Lublin sp. z o.o. z siedzibą w Lublinie i PGF Wrocław sp. z o.o. z siedzibą we Wrocławiu.

4. Władze spółki

- Pan Konrad Palka – Prezes Zarządu
- Pani Marzena Wieczorkowska – Wiceprezes Zarządu Ds. Badań I Rozwoju
- Pani Anna Zwolińska – Wiceprezes Zarządu Ds. Sprzedaży I Marketingu Na Rynek Krajowy

Ponadto spółka posiada obligatoryjny organ nadzoru tj. Radę nadzorczą, w której skład wchodzi 6 członków.

5. Analiza i perspektywy sektora/branży

Według najnowszego raportu wykonanego przez firmę PMR Market Experts, rynek dermokosmetyków w Polsce będzie rósł o 6%, a w roku 2021 jego wartość wyniesie ponad 1,9 mld zł. Dla części aptecznej przewidywany jest około 3% roczny wzrost pod względem wartości. Pozostałe segmenty – pozaapteczny i internetowy –

będą rozwijały się szybciej. Jak wynika z analizy, powodem jest wprowadzane od kilku lat ograniczenia działalności aptecznej, między innymi zakaz reklamy aptek, ograniczenia rozwoju sieci aptecznych, zakaz dermokonsultacji. To wszystko wzbudza poczucie niestabilności i niepewności części producentów i wobec tego nie nastraja pozytywnie do tego kanału. Dlatego coraz częściej producenci uwzględniają w strategiach sprzedaży inne kanały dystrybucji. Jednak nie odstrasza to nowych producentów, którzy wchodzi na ten rynek z coraz to nowszymi produktami oraz substytutami kosmetyków, co zwiększa konkurencję cenową.

Na sprzedaż dermokosmetyków negatywnie wpływa też trend zdrowego trybu życia, który wspiera sprzedaż kosmetyków naturalnych, eko-kosmetyków, kosmetyków wegańskich, sprzedawanych poza aptekami (np. w sklepach ze zdrowymi produktami, małych drogeriach, sklepach zielarskich, mydlarniach i internecie). Duży wpływ na popularność tego typu produktów ma coraz większa świadomość konsumentów na temat składników używanych do produkcji kosmetyków i pojawiające się (szczególnie w Internecie, ale i również w telewizji) informacje na temat szkodliwości poszczególnych z nich. Producenci, starając się ułatwić wybór kupującym, coraz częściej eksponują cechy takich produktów, np. podając wyraźnie na etykiecie, jaki procent składników kosmetyku ma pochodzenie naturalne, jakich substancji nie zawiera, w tym również takich, na które klienci mogą mieć uczulenie lub czy są pochodzenia wegańskiego. Ogólnie rzecz biorąc, różnica pomiędzy dermokosmetykami, a innymi kosmetykami w kanale pozaaptecznym mocno się zaciera.

Przez następne lata na wzrost rynku pozytywnie wpływać będzie rozbudowa oferty dermokosmetyków o oryginalne produkty, jak również rosnący trend dbania o urodę oraz bogacenie się społeczeństwa. Według prognoz firmy sporządzającej raport od 2020 r. spodziewane jest stopniowe spowolnienie tempa wzrostu konsumpcji i płac oraz ustabilizowanie się bezrobocia, przez co tempo wzrostu wartości rynku również spowolni. Warto zaznaczyć, że na skutek nasilającej się konkurencji ze strony rynku pozaaptecznego, wynikającej nie tylko z ograniczeń prawnych rynku aptecznego, ale i zahamowania wzmożonego rozwoju organicznego sieci kosmetycznych poprzez mocne nasycenie rynku w punkty apteczne oraz sklepów drogerijnych, przedsiębiorstwa w tej chwili poszukują nowych możliwości rozwoju między innymi poprzez poszerzanie oferty dermokosmetyków.

6. Analiza wyników finansowych

Rachunek zysków i strat

W TYŚ PLN.	2016	2017	2018
PRZYCHODY ZE SPRZEDAŻY	15924	12511	13040
TECHNICZNY KOSZT WYTWORZENIA PRODUKCJI SPRZEDANEJ	4420	3573	4227
KOSZTY SPRZEDAŻY	7780	7202	5913
KOSZTY OGÓLNEGO ZARZĄDU	4761	3647	2726
ZYSK ZE SPRZEDAŻY	-1037	-1911	174
POZOSTAŁE PRZYCHODY OPERACYJNE	34	1	3
POZOSTAŁE KOSZTY OPERACYJNE	139	122	94
ZYSK OPERACYJNY (EBIT)	-1142	-2032	83
PRZYCHODY FINANSOWE	51	0	6
KOSZTY FINANSOWE	141	366	279
ZYSK Z DZIAŁALNOŚCI GOSPODARCZEJ	-1232	-2398	-190
ZYSK PRZED OPODATKOWANIEM	-1232	-2398	-190
ZYSK NETTO	-1664	-2389	-475
<u>AMORTYZACJA</u>	271	356	321

Przychody ze sprzedaży: + 4,23% R/R

Zysk ze sprzedaży: +109% R/R

Zysk operacyjny (EBIT): +104,08% R/R

Zysk przed opodatkowaniem: + 92,08% R/R

Zysk netto: + 80,12% R/R

W ostatnich trzech latach można zaobserwować dynamiczny wzrost wartości wyników finansowych spółki. Trzycyfrowe wzrosty zysku są odzwierciedleniem skutecznej strategii R&D oraz uzyskania patentu w 2017 związanego z cząsteczką 1-MNA. Spółka poprzez dystrybucję marki 'Dermena' w aptekach znalazła się w TOP 3 firm sprzedających preparaty przeciwko wypadaniu włosów w Polsce. Jedną z kluczowych informacji jest to, że spółka osiąga korzyści skali, co widać bezpośrednio we wzrostach przychodu ze sprzedaży i zyskach ze sprzedaży. Te pierwsze rosną umiarkowanie o 4,23% r/r, zyski ze sprzedaży natomiast rosną w wysokim tempie 109% r/r. Wzrosty te były możliwe dzięki obniżeniu kosztów sprzedaży, R&D i ograniczeniu kosztów zarządu. Przy obecnym tempie wzrostu, przyszły rok będzie ważny dla spółki ze względu na prawdopodobne osiągnięcie zyskowności.

Bilans

W TYŚ PLN	2016	2017	2018
AKTYWA TRWAŁE	1957	1833	2119
WNIP	820	766	1259
RZECZOWE SKŁADNIKI MAJĄTKU TRWAŁEGO	268	175	172
NALEŻNOŚCI DŁUGOTERMINOWE	53	102	104
INWESTYCJE DŁUGOTERMINOWE	0	0	0
POZOSTAŁE AKTYWA TRWAŁE	816	790	584
AKTYWA OBROTOWE	12326	9270	4684
ZAPASY	3111	3107	2505
NALEŻNOŚCI KRÓTKOTERMINOWE	7014	4480	1189
INWESTYCJE	815	221	469
POZOSTAŁE AKTYWA OBROTOWE	1386	1462	521
AKTYWA RAZEM	14283	11103	6803
KAPITAŁ WŁASNY	43562	42917	41291
KAPITAŁ PODSTAWOWY	880	880	880
KAPITAŁ ZAPASOWY	36739	38476	38476
KAPITAŁ WŁASNY AKCJONARIUSZY JEDNOSTKI DOMINUJĄCEJ	5943	3561	1935
ZOBOWIĄZANIA DŁUGOTERMINOWE	93	40	61
ZOBOWIĄZANIA Z TYTUŁU LEASINGU FINANSOWEGO	93	40	61
ZOBOWIĄZANIA KRÓTKOTERMINOWE	8247	7502	4792
Z TYTUŁU DOSTAW I USŁUG	818	996	3244
KREDYTY I POŻYCZKI	4319	3592	1005
ZOBOWIĄZANIA Z TYTUŁU LEASINGU FINANSOWEGO	92	52	0
INNE ZOBOWIĄZANIA KRÓTKOTERMINOWE	2330	2174	543
ROZLICZENIA MIĘDZYOKRESOWE	688	688	0
PASYWA RAZEM	14283	11103	6803

Opierając się na danych zawartych w powyższej tabeli, na przestrzeni lat 2016 – 2018 można zauważyć spadek wartości aktywów z ponad 14 mln w roku 2016 do niecałych 7 mln w roku 2018. Znaczny spadek aktywów był spowodowany przez realizację produkcji poprzez podmioty zewnętrzne, gdyż spółka była zaangażowana w zaawansowane i kapitałochłonne technologie. Spadek wartości aktywów był spowodowany również przez utworzenie podległej jednostki Menavitin GmbH, która odpowiada za sprzedaż oraz dystrybucję produktów na terenie Niemiec, Austrii i Szwajcarii.

Analiza wskaźnikowa

$$ROE = \frac{\text{zysk netto}}{\text{kapitał własny}} * 100\% = \frac{-475 \text{ tys. zł}}{41291 \text{ tys. zł}} * 100\% = -1,15\%$$

$$ROA = \frac{\text{zysk netto}}{\text{aktywa ogółem}} * 100\% = \frac{-475 \text{ tys. zł}}{6803 \text{ tys. zł}} * 100\% = -6,98\%$$

$$ROS = \frac{\text{zysk netto}}{\text{przychody ze sprzedaży}} * 100\% = \frac{-475 \text{ tys. zł}}{13040 \text{ tys. zł}} * 100\% = -3,64\%$$

$$ROIC = \frac{EBIT*(1-T)}{\text{kapitał zainwestowany}} = \frac{NOPAT}{\text{kapitał zainwestowany}} * 100\% = \frac{83 \text{ tys. zł} * (1-0,19)}{4384 \text{ tys. zł}} * 100\% = 1,53\%$$

- ROE, czyli wskaźnik rentowności wynosi -1,15%, co oznacza, że w 2018 spółka wygenerowała stratę. ROA, czyli wskaźnik rentowności aktywów wynosi -6,98%. Oznacza to, że spółka nie jest w stanie efektywnie wykorzystać swoich kapitałów do generowania zysku.
- ROS, czyli wskaźnik rentowności sprzedaży to -3,64%, co oznacza, że spółka nie generuje zysku na sprzedaży
- ROIC to jedyny wskaźnik spółki, który jest dodatni, jednak warto porównać go z WACC. Rentowność kapitałów zainwestowanego wynosi 1,53%, jednak koszt kapitału, czyli WACC kształtuje się na poziomie 7,17%. Zestawienie tych wskaźników pokazuje, że spółka nie generuje wartości dla akcjonariuszy.

7. Ocena spółki na podstawie mierników opartych na przepływach gotówkowych

Metoda wyceny FCFF (Free cash flow to firm) oparta jest na przepływach pieniężnych generowanych przez spółkę jako całość (uwzględniając kapitał własny oraz obcy) i pozwala obliczyć wartość rynkową firmy (aktywów). W praktyce, podobnie jak w modelu Gordona, zakłada się stałe tempo wzrostu spółki (g), dzięki

czemu dokonywana wycena staje się w praktyce bardziej realna i przejrzysta. Metoda ta w odróżnieniu do wyceny za pomocą modelu FCFF pozwala obliczyć wartość rynkową firmy, a nie samego kapitału własnego należnego akcjonariuszom, jak to ma miejsce w przypadku modelu FCFE (Free Cash Flow To Equity)

Założenia WACC:

$R_e = 0,0755$ wyznaczony za pomocą modelu CAPM

$R_f = 3,5\%$

Riskpremium = 4,5%. ($R_m - R_f$)

$R_m = 8\%$

Koszt kapitału własnego = 8%

Koszt kapitału obcego = 3,5%

Koszt kapitału obcego (po podatku) = 2,835%

$D/E = 0,08/0,92$

$T = 19\%$

$G =$ na poziomie 1%. -> parametr g nominalnie liczony jest ze wzoru $g = ROE * f(RR)$

gdzie f to zysk zatrzymany wyznaczany ze wzoru zysk zatrzymany/zysk netto

$$r_e = r_f + \beta * (r_m - r_f) = 0,035 + 0,9 * (0,08 - 0,035) = 0,0755 = 7,55\%$$

$$WACC = u_{Kw} * r_e + u_{Ko} * r_{ko} * (1 - T) = 0,92 * 0,0755 + 0,08 * 0,035 * (1 - 0,19) = 0,06946 + 0,002268 = 0,0717 = 7,17\%$$

Średni ważony koszt kapitału (WACC) informuje nas o tym, ile spółka płaci swoim wierzycielom oraz akcjonariuszom za możliwość pozyskania dodatkowego kapitału. Innymi słowy, jakiej łącznej stopy zwrotu oczekują akcjonariusze i wierzyciele spółki. W przypadku podmiotu Pharmena S.A. oczekiwana stopa zwrotu wynosi około 7,17%.

Poszczególne składowe zastosowane przy wyliczeniu WACC zostało przyjęte w następujący sposób: udział kapitału własnego (u_{kw}) spółki oraz udział kapitału obcego (u_{ko}) został oszacowany zgodnie ze strukturą bilansu podmiotu. Jeżeli chodzi o koszt kapitału własnego (r_e) to został on oszacowany za pomocą modelu CAPM (Capital Asset Pricing Model). Poszczególne składowe modelu CAPM zostały obrane w następujący sposób: stopa wolna od ryzyka (r_f) została przyjęta jako rentowność 10 letnich bonów skarbowych (uznawanych w powszechnie za

instrumenty wolne od ryzyka). Jeżeli chodzi o parametr beta został on przyjęty w oparciu o dane dostępne w bazie Thomson Reuters. Parametr beta informuje nas o tym, jaka jest kowariancja stóp zwrotu danego papieru wartościowego ze stopą zwrotu z portfela rynkowego.

Jeżeli chodzi o składowa modelu CAPM definiowaną jako stopa zwrotu z portfela rynkowego (r_m), to jako ten parametr bardzo często szacuje się stopę zwrotu z indeksu giełdowego (WIG). Przy czym podczas dobierania tego rodzaju benchmarku do modelu CAPM należy podejść z dużą dozą ostrożności i niekiedy bardziej adekwatne może być posłużenie się indeksem sektorowym. W przypadku podmiotu Pharmena S.A. jako benchmark rynkowy został zastosowany indeks WIG. Jeżeli chodzi o składową WACC dotyczącą kosztu kapitału własnego (r_{ko}) został on oszacowany jako średnie oprocentowanie kredytów krótkoterminowych oferowanych dla spółek (WIBOR1M+marża bankowa). Parametr ten można oszacować również w inny sposób, np. w przypadku, gdy spółka emituje obligacje korporacyjnego, koszt kapitału obcego może zostać przyjęty jako rentowność tych instrumentów dłużnych.

$$FCFF = EBIT*(1-T) + A-I-\Delta KON = 83\ 000*(1-0,19) + 321\ 000 - 607\ 000 + 6\ 608\ 000 = 67\ 230 + 321\ 000 - 607\ 000 + 6\ 608\ 000 = 6\ 389\ 230$$

$$\text{wartość spółki} = \frac{FCFF_1}{WACC-g} = \frac{FCFF_0*(1+g)}{WACC-g} = \frac{6\ 389\ 230*(1+0,01)}{0,0717-0,01} = \frac{6\ 453\ 122,3}{0,0617} = 104\ 588\ 692\ \text{zł}$$

Jeżeli chodzi o obliczenie wartości samej spółki Pharmena S.A. – poszczególne elementy modelu FCFF zostały oszacowane w oparciu o wyniki finansowe spółki. Parametr g zastosowany w mianowniku został przyjęty na poziomie 1%, co oznacza, iż prognozowany tempo wzrostu spółki zostało przyjęte na poziomie 1% rocznie. Parametr ten można również wyliczyć, ze wzoru $g=ROE*RR$ przy czym z uwagi na specyfikę działalności spółki, wartość wskaźnika ROE nie jest miarodajna i w ten sposób wyliczona wartość parametru g mogłaby zaburzyć końcową wycenę podmiotu.

9. Podsumowanie raportu i wnioski

Spółka, oprócz sprzedaży produktów dermokosmetycznych, przede wszystkim zajmuje się obszarem R&D, co przez lata generowało straty. Dzięki dużym nakładom na rozwijanie własnych technologii i know-how, Pharmena S.A. jest spółką z przyszłością. Mimo dotychczasowych ujemnych wyników finansowych dynamicznie zbliża się do osiągnięcia dodatniego zysku z działalności.

Obecnie spółka opiera się głównie na swoich produktach do włosów, które odpowiadają za ponad 90% przychodów ze sprzedaży. W Polsce produkt ten znajduje się w czołówce preparatów przeciwko utracie włosów. W 2018 roku spółka odniosła sukces na arenie międzynarodowej – sprzedaż poza granicami Polski stanowiła 15,6% ogółu przychodu, wobec 2,1% w 2017.

W 2018 spółka prowadziła badania nad 32 nowymi produktami, w tym w obszarze leków przeciwmiażdżycowym i suplementów diety. Takie działania pomogą dywersyfikować ryzyko operacyjne spółki i w przyszłości osiągać zyski.

Póki co, sprawozdania i wskaźniki finansowe spółki nie napawają optymizmem. Spółka nie generuje póki co zysku dla akcjonariuszy, jednak fakt, że spółka dynamicznie rozwija sprzedaż, pozwala twierdzić, że w ciągu kilku lat Pharmena S.A. będzie w stanie generować zyski dla swoich akcjonariuszy.

Opracowanie:

Daniel Garbiec

Maciej Korzym

Adrian Spadło

Marcin Tomczuk

Centrum Analiz Biznesowych

Wydział Zarządzania UŁ

KIEROWNIK CENTRUM:

Prof. UŁ dr hab. Leszek Bohdanowicz

RADA NAUKOWA CENTRUM:

Prof. UŁ dr hab. Grzegorz Urbanek – Przewodniczący Rady

Prof. dr hab. Jan Jeżak

Prof. dr hab. Maciej Urbaniak

Prof. dr hab. Ewa Walińska

Prof. UŁ dr hab. Joanna Cewińska

Prof. UŁ dr hab. Tomasz Czapla

Prof. UŁ dr hab. Remigiusz Kozłowski

Prof. UŁ dr hab. Robert Kozielski

Prof. UŁ dr hab. Jakub Marszałek

Prof. UŁ dr hab. Anna Pamuła

Prof. UŁ dr hab. Wojciech Popczyk

Prof. UŁ dr hab. Jarosław Ropęga

Dr hab. Maciej Turala



**CENTRUM ANALIZ
BIZNESOWYCH**

Wydział Zarządzania
Uniwersytet Łódzki

Strona www: <http://cab.wz.uni.lodz.pl/>

E-mail: centrum.analiz@uni.lodz.pl

Centrum Analiz Biznesowych jest działającym na Wydziale Zarządzania Uniwersytetu Łódzkiego think tankiem. Jest ono zorientowane na przeprowadzanie analiz na temat istotnych zagadnień praktycznych oraz na współpracę z biznesem. Centrum stanowi pomost w wymianie wiedzy oraz doświadczeń pomiędzy środowiskiem akademickim i praktyką gospodarczą.

Misją Centrum Analiz Biznesowych jest inspirowanie środowiska akademickiego i środowiska praktyków, a także analizowanie i ocena istotnych problemów związanych z prowadzeniem działalności gospodarczej w różnych branżach i przedsiębiorstwach.

Do podstawowych zadań Centrum Analiz Biznesowych należą:

- Dostosowywanie wiedzy naukowej do potrzeb praktyki gospodarczej oraz jej transfer ze środowiska akademickiego do środowisk biznesowych,
- Realizacja projektów badawczych o charakterze praktycznym, związanych z aplikacją wiedzy naukowej w środowisku praktyki biznesowej,
- Opracowywanie opinii, raportów i ekspertyz na temat istotnych, bieżących problemów biznesowych,
- Upowszechnienie sprawdzonych w praktyce rozwiązań problemów biznesowych.