

GLG Pharma

Start badań klinicznych na horyzoncie

USŁUGA POKRYCIA
ANALITYCZNEGO



Kwapiszewska Karina
Konsultant ds. biotechnologii
k.kwapiszewska@polskidm.com.pl

Kuper Krzysztof
Analityk akcji
k.kuper@polskidm.com.pl
+48 665 305 208

Niniejsza aktualizacja raportu analitycznego, a zarazem wyceny wartości spółki, jest bezpośrednim skutkiem identyfikacji szeregu informacji wewnętrznych i zewnętrznych dotyczących uwarunkowań rynkowych działania spółki:

- Decyzji Prezesa Urzędu Rejestracji Produktów Leczniczych, Wyrobów Medycznych i Produktów Biobójczych (URPL), dotyczącej wydania pozwolenia na przeprowadzenie przez spółkę badań klinicznych dla formułacji GLG-801
- Istotnych doniesień dot. rozwoju klimatu transakcyjnego na międzynarodowych rynkach farmaceutycznych, które pozwalają na weryfikację niektórych założeń dot. strony przychodowej modelu finansowego
- Postępów prac badawczo- rozwojowych, które umożliwiają doprecyzowanie niektórych założeń dot. strony kosztowej modelu finansowego

Ponadto implementacja w modelu finansowym zmian wynikających z powyższych przesłanek zewnętrznych i wewnętrznych dot. uwarunkowań działania spółki stanowiła uzasadnienie, aby dokonać poszerzenia i dodatkowej weryfikacji zakresu danych źródłowych dotyczących kluczowych parametrów modelu.

Najważniejszą informacją jest otrzymanie przez Zarząd GLG Pharma informacji o dopuszczeniu formułacji GLG-801 do I/II fazy badań klinicznych. Tym samym zmaterializowało się jedno z naszych kluczowych założeń dotyczących wyceny wartości spółki GLG Pharma, poczynionych w raporcie inicjującym pokrycie analityczne. Obecnie spółka znajduje się na prostej drodze do rozpoczęcia rekrutacji pacjentów, co postawi ją w elitarnym gronie polskich spółek biotechnologicznych posiadających projekty badawczo-rozwojowe na etapie klinicznym. Uzyskanie powyższej zgody jest przesłanką do zmiany rozkładu łącznych prawdopodobieństw przejścia poszczególnych faz rozwoju w odniesieniu do formułacji GLG-801. Obniżenie kumulatywnych ryzyk związanych z dalszym rozwojem formułacji zwiększa wycenę spółki do poziomu ok. PLN 67.5m (po uwzględnieniu potrzeb kapitałowych szacowanych przez nas na ok. PLN 4.5m), co implikuje wzrost ceny docelowej akcji GLG Pharma do poziomu PLN 7.67.

Wierzmy, że I-faza badań klinicznych, którą przeprowadzi doświadczony zespół pod kierunkiem prof. dr hab. n. med. Piotra Wysockiego – kierownika Kliniki Onkologii Uniwersytetu Jagiellońskiego – Collegium Medicum w Krakowie, zakończy się powodzeniem. Równocześnie pozyskanie dodatkowych danych m.in. w zakresie prawdopodobieństw przejścia przez poszczególne fazy pozwala na znaczne ograniczenie spekulatywności modelu.

Tabela 1: Podsumowanie finansowe

| | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | 2021E |
|--|------|------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody (PLN m) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 21.7 | 10.5 |
| EBITDA (PLN m) | -0.4 | -0.9 | -1.4 | -2.9 | 19.3 | 9.1 |
| EBIT (PLN m) | -0.4 | -0.9 | -1.4 | -3.0 | 19.1 | 9.0 |
| Zysk netto (PLN m) | -0.4 | -0.8 | -1.1 | -2.5 | 15.5 | 7.2 |
| Przepływ y z działalności operacyjnej (PLN m) | -0.1 | -1.8 | -0.9 | -2.4 | 15.6 | 7.4 |
| Przepływ y z działalności inw estycyjnej (PLN m) | 0.0 | 0.0 | -0.2 | -0.2 | -0.2 | -0.2 |
| Przepływ y z działalności finansow ej (PLN m) | 0.3 | 2.3 | 4.6 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |

Źródło: GLG Pharma, szacunki PDM

14/06/2018

GLG Pharma

Biotechnologia

Kupuj (podtrzymana)

Cena docelowa: PLN 7.67
(poprzednio: PLN 6.48)

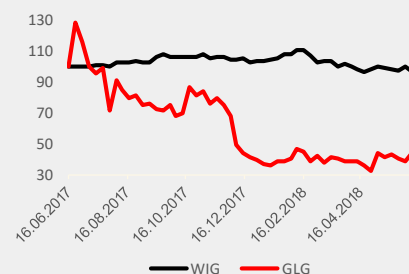
Podstawowe informacje

| | |
|----------------------------------|--------|
| Cena ostatniego zamknięcia (PLN) | 2.55 |
| Potencjał wzrostu/spadku kursu: | 200% |
| Min. (52T) | 2.16 |
| Max. (52T) | 7.30 |
| Liczba akcji (m) | 8.8 |
| Kapitalizacja (PLN m) | 21.7 |
| Dług netto (2017, PLN m) | -0.7 |
| EV (PLN m) | 21.0 |
| Średni dzienny wolumen (3M, szt) | 36,729 |

Akcjonariat

| | |
|-----------------------|--------|
| GLG Pharma LLC. | 51.14% |
| Apollo Capital LLC. | 9.66% |
| Zofia Dzielnicka. | 4.26% |
| Tadeusz Gudaszewski. | 4.26% |
| Quark Ventures LLC. | 2.13% |
| Wojciech Gudaszewski. | 1.63% |
| Adrian Dzielnicki | 1.63% |
| Pozostali | 25.29% |

GLG vs. WIG
16.06.2017 – 13.06.2018



Wszystkie ceny aktualizowane są na koniec sesji giełdowej z dnia 13.06.2018 chyba, że jest to inaczej określone. Ceny pochodzą z lokalnych giełd za pośrednictwem serwisów Reutersa, Bloombergu oraz innych dostawców. Źródłem danych jest PDM oraz opisywane firmy. PDM współpracuje oraz stara się prowadzić swoją działalność ze spółkami uwzględnionymi w jego raportach z badań. Dlatego też inwestorzy powinni mieć świadomość, że w firmie może zachodzić konflikt interesów, co mogłyby wpłynąć na obiektywność niniejszego raportu. Inwestorzy powinni brać ten raport pod uwagę jedynie jako jeden z czynników przy podejmowaniu swoich decyzji inwestycyjnych.

Spis treści

| | |
|--|----|
| Opis sytuacji bieżącej..... | 3 |
| Zgoda URPL..... | 3 |
| Deklaracja wesłowa | 3 |
| Prognozy finansowe | 4 |
| Prognoza na lata 2018-2021 | 4 |
| Metodologia wyceny..... | 5 |
| Wycena przedsiębiorstwa | 6 |
| Kalkulacja kosztu kapitału (WACC) | 6 |
| Oszacowanie prawdopodobieństw komercjalizacji poszczególnych faz rozwoju cząsteczek GLG-801 i GLG-805 | 8 |
| Potencjał sprzedaży | 9 |
| Szacunki kosztów..... | 11 |
| Wycena projektów..... | 13 |
| Analiza wrażliwości..... | 16 |
| Weryfikacja wyceny – „market comparables” | 17 |
| Sprawozdanie finansowe | 19 |
| Informacje końcowe | 20 |

Opis sytuacji bieżącej

Zgoda URPL

W dniu 18 maja 2018 r., Zarząd GLG Pharma poinformował o otrzymaniu decyzji Prezesa Urzędu Rejestracji Produktów Leczniczych, Wyrobów Medycznych i Produktów Biobójczych (URPL) o wydaniu pozwolenia na prowadzenie badania klinicznego: "Otwarte badanie fazy I/II w celu oceny bezpieczeństwa, tolerancji i ustalenia zalecanej dawki dla fazy II (RP2D) GLG-801 u pacjentów z zaawansowanymi guzami litymi (faza I) oraz oceny bezpieczeństwa, tolerancji i aktywności przeciwnowotworowej GLG-801 u pacjentów z przerzutowym potrójnie ujemnym rakiem piersi i aktywnym STAT3 (faza II)". Tym samym zmaterializowało się jedno z naszych kluczowych założeń dotyczących wyceny wartości spółki GLG Pharma, poczynionych w raporcie inicjującym pokrycie analityczne.

Jest to niewątpliwie milowy krok w działalności Spółki, dający jej w praktyce zielone światło do rozpoczęcia badań klinicznych nad jedną z rozwijanych formułacji, a co za tym idzie, stawiający Spółkę w nielicznym gronie notowanych w Polsce przedsiębiorstw, które tego typu działalność, na tak zaawansowanym etapie prowadzą. Wpływ powyższego zdarzenia na sytuację fundamentalną i wycenę wartości spółki GLG Pharma został przez nas zobrazowany i skwantyfikowany w kolejnych rozdziałach niniejszego raportu.

Chcieliśmy w tym miejscu podkreślić, że pomimo wsparcia w postaci dofinansowania grantowego projektu TNBC kwotą niemal PLN 10m brutto, zasoby finansowe spółki pozostają ograniczone. Kwota, która pozwoliłaby Spółce w spokoju pracować nad rozwojem projektu (do planowanego momentu komercjalizacji prac, który szacujemy na początek 2020 r.) została przez nas oszacowana na poziomie ok. PLN 4.5m.

Deklaracja wekslowa

Z końcem kwietnia 2018, Zarząd GLG Pharma otrzymał od Apollo Capital S.A. (dawniej Quark Ventures vel. Astoria Capital) zawiadomienie o wypełnieniu weksla na kwotę PLN 3.2m, oraz wezwanie do jego wykupu. Zawiadamiający wskazał przy tym, że wypełniony przez niego weksel in blanco został złożony Zawiadamiającemu jako zabezpieczenie zobowiązań Emitenta wynikających z zawartej w 2015 umowy doradztwa dotyczącej wskazywania programów operacyjnych finansowanych z budżetu UE i innych oraz koordynowania całości prac związanych ze sporządzeniem i złożeniem wniosku o dofinansowanie.

Zarząd GLG Pharma kwestionuje zasadność roszczenia, argumentując, że w momencie przekazywania w 2016 r. dokumentów kolejnemu Zarządowi Spółki przez Zarząd działający w momencie zawarcia Umowy Doradztwa, nie zostały przekazane jakiegokolwiek dokumenty bądź informacje odnośnie wystawienia weksla lub deklaracji wekslowej. Ponadto Umowa Doradztwa nie zawiera żadnych informacji odnośnie weksla. Zarząd dodaje, iż na żądanie zgłoszone w siedzibie Zamawiającego oraz do dnia publikacji raportu bieżącego w tej sprawie, oryginał weksla nie został przedstawiony przedstawicielom GLG Pharma.

W celu uniknięcia rozciągniętego w czasie sporu przed sądem, Spółka prowadziła negocjacje dotyczące zawarcia ugody, w ramach której Apollo Capital miał zrzec się roszczeń wynikających lub związanych z Umową Doradztwa oraz Wekslem, w szczególności pod warunkiem zrealizowania transakcji sprzedaży akcji Spółki posiadanych przez grupę akcjonariuszy, w skład której wchodzi podmiot dominujący wobec Zawiadamiającego, na rzecz inwestora zewnętrznego, który zamierzał nabyć te akcje. W związku z brakiem porozumienia Zarząd Spółki podjął w dniu 30 maja 2018 r. decyzję o niekontynuowaniu negocjacji. Biorąc pod uwagę powyższe oraz inne

wątpliwości i uwarunkowania, Zarząd GLG Pharma podjął decyzję o wykorzystaniu przysługujących mu środków prawnych w celu ochrony interesów Spółki.

W związku z brakiem zaspokojenia (na moment sporządzenia niniejszego raportu) żądania Zarządu Spółki w formie przedstawienia oryginału weksla przez Apollo Capital, uznajemy kwestię powyższego roszczenia za wysoce niepewną i niezasadną. Skutkiem tego, poniższa analiza nie zakłada możliwości zmaterializowania się ewentualnych negatywnych konsekwencji związanych z powyższą deklaracją wekslową. Niemniej jednak, w momencie zaistnienia przesłanek do uwzględnienia negatywnego wpływu deklaracji wekslowej na działalność i sytuację spółki GLG, sporządzony zostanie raport aktualizujący wycenę Spółki o ewentualne konsekwencje tejże deklaracji.

Prognozy finansowe

Prognoza na lata 2018-2021

Poniższa tabela przedstawia nasze oczekiwania co do wyników za lata 2018-2021.

Tabela 2: GLG Pharma 2016-2021E (PLN m)

| | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | 2021E |
|--|------|------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody (PLN m) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 21.7 | 10.5 |
| EBITDA (PLN m) | -0.4 | -0.9 | -1.4 | -2.9 | 19.3 | 9.1 |
| EBIT (PLN m) | -0.4 | -0.9 | -1.4 | -3.0 | 19.1 | 9.0 |
| Zysk netto (PLN m) | -0.4 | -0.8 | -1.1 | -2.5 | 15.5 | 7.2 |
| Przepływ y z działalności operacyjnej (PLN m) | -0.1 | -1.8 | -0.9 | -2.4 | 15.6 | 7.4 |
| Przepływ y z działalności inw estycyjnej (PLN m) | 0.0 | 0.0 | -0.2 | -0.2 | -0.2 | -0.2 |
| Przepływ y z działalności finansow ej (PLN m) | 0.3 | 2.3 | 4.6 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |

Źródło: GLG Pharma, Szacunki PDM

- Nasza prognoza bazuje na założeniu, że Spółka rozpocznie badania kliniczne nad formacją GLG-801 w bieżącym kwartale. Pierwsza ich faza, zgodnie z naszymi założeniami, skończy się na przełomie 2018/19 r. Z kolei druga faza badań klinicznych nad formacją doustną powinna potrwać do końca 2019.
- Komercjalizacja programu GLG-801 powinna nastąpić zgodnie z założeniami po zakończonej sukcesem fazie II badań klinicznych.
- Przy założeniu sukcesu prac nad powyższą formacją, spodziewamy się pierwszych przychodów z komercjalizacji (PLN 21.7m) w pierwszej połowie 2020 r.
- I-faza badań klinicznych nad formacją GLG-805, w naszej ocenie ma szansę rozpocząć się w końcówce 2019 r. i skończyć się na przełomie 2020/21 r. Pierwszych przychodów z komercjalizacji formacji dożylniej (PLN 10m) spodziewamy się w pierwszej połowie 2021 r.
- Komercjalizacja programu GLG-805 powinna nastąpić zgodnie z założeniami po zakończonej sukcesem fazie I badań klinicznych.
- Koszty netto (po uwzględnieniu dotacji) związane z prowadzeniem badań klinicznych w 2018 r. powinny zamknąć się w kwocie PLN 1.3m, zaś w kolejnym roku szacujemy ich wzrost do poziomu PLN 1.8m.
- Nasze szacunki zakładają, że w 3Q18 spółka zostanie dokapitalizowana kwotą około PLN 4.5m, co w naszej ocenie jest kwotą wystarczającą do przeprowadzenia powyższych projektów do fazy zaawansowania umożliwiającej komercjalizację rozwijanych substancji.
- W prognozowanym okresie założyliśmy średnioroczne nakłady inwestycyjne w wysokości ok. PLN 0.2m.
- Powyższe prognozy powstały przy założeniu, że całość poniesionych nakładów z tytułu badań klinicznych obciąża bieżące koszty działalności.

Metodologia wyceny

GLG Pharma S.A. to spółka biotechnologiczna na etapie rozwojowym. Aktywność operacyjna GLG skupia się na procesie rozwoju innowacyjnych leków o wskazaniach onkologicznych. Celem prac rozwojowych nie jest jednak bezpośrednie wdrożenie leków na rynek pod własną marką (jak działałoby w pełni zintegrowane przedsiębiorstwo farmaceutyczne- ang. *fully integrated pharmaceutical company*, FIPCO), ale zyskowna odsprzedaż praw do rozwijanych projektów większym firmom farmaceutycznym lub biotechnologicznym. Ten model biznesowy- pośredniej komercjalizacji- jest najczęstszym modelem generowania nowych, innowacyjnych projektów w branży farmaceutycznej i biotechnologicznej.

Zbudowany model finansowy konsekwentnie odzwierciedla kluczowe uwarunkowania modelu biznesowego realizowanego przez spółkę. Nawet jednak w takich uwarunkowaniach w naszej ocenie GLG Pharma S.A. nie jest typowym przedstawicielem sektora biotechnologiczno-farmaceutycznego. Ustabilizowane spółki rozwojowe z tego sektora mają z reguły szersze portfolio projektów, z czego zazwyczaj pokaźna ich grupa dotyczy przedsięwzięć o znacznie bardziej zaawansowanym etapie rozwoju (często w fazie pełnej komercjalizacji tzn. sprzedaży danej substancji na rynku). W związku z tym, Spółki te, w przeciwieństwie do GLG, są w stanie generować stabilne przepływy pieniężne (bazujące na przychodach ze sprzedaży leków czy komercjalizacji licencji w postaci tzw. *milestone payments* czy *royalty payments*). O wiele wyższa stabilizacja biznesu powoduje także znaczące obniżenie się ryzyka, a co za tym idzie spadek kosztu kapitału.

W przypadku GLG mamy do czynienia z przypadkiem antagonistycznym. Trzon działalności biznesowej spółki oparty jest o rozwój dwóch programów opartych o tą samą cząsteczkę (jednego u progu I-fazy badań klinicznych, drugiego w fazie przedklinicznej). Tak spolaryzowane portfolio produktowe klasyfikuje spółkę cały czas w kategorii biznesów biotechnologicznych o relatywnie wczesnej fazie rozwoju.

Nasze podejście do wyceny wartości firmy polegać więc będzie na:

- 1) Oszacowaniu prawdopodobieństwa przeprowadzenia powyższych projektów przez kolejne fazy rozwoju, aż do momentu pełnej komercjalizacji cząsteczek
- 2) Oszacowaniu potencjału przychodowego rozwijanych substancji w momencie pełnej komercjalizacji cząsteczek
- 3) Oszacowaniu kosztów związanych z rozwojem cząsteczek oraz wydatków związanych z ich wprowadzeniem na rynek komercyjny
- 4) Wyznaczeniu najbardziej prawdopodobnego (w naszej ocenie) scenariusza komercjalizacji cząsteczek
- 5) Kwantyfikacji spodziewanych (teoretycznych) przepływów do GLG Pharma, z tytułu komercjalizacji rozwijanych programów
- 6) Oszacowaniu kosztu kapitału spółki oraz prognozowanych zmian jego wartości w czasie

Głównym założeniem naszej analizy, jest brak posiadania przez GLG Pharma odpowiedniego potencjału (finansowego, organizacyjnego, produkcyjnego), aby w pełni skomercjalizować cząsteczki GLG-801 oraz GLG 805 we własnym zakresie. W naszej ocenie, komercjalizacja będzie polegała na sprzedaży licencji do dalszego rozwoju powyższych cząsteczek przedsiębiorstwom bardziej dojrzałym i posiadającym większy potencjał komercjalizacyjny. W naszym modelu wartość przedsiębiorstwa GLG Pharma szacujemy z punktu widzenia licencjodawcy (podmiotu udzielającego licencji większej firmie farmaceutycznej). Dla rzetelnego oszacowania prognoz tytułem spodziewanych umów licencyjnych (lub jednej wiązanej umowy licencyjnej), dokonano także analizy wartości rozwijanych programów z punktu widzenia licencjobiorcy oraz FIPCO- z uwzględnieniem spodziewanej rentowności biznesu. Punktem wyjścia dla tak przyjętej analizy jest założenie, że spodziewany poziom płatności licencjobiorcy na rzecz licencjodawcy będzie pochodną percepcji całkowitej wartości nabywanej przez licencjobiorcę w momencie zawierania transakcji.

Przyjęto przy tym, na podstawie informacji od Zarządu spółki, następujące założenia szczegółowe:

- 1) Zakładamy, że formuła GLG 801 zostanie wprowadzona do I-fazy badań klinicznych w 2Q18, a II-faza badań klinicznych rozpocznie się z początkiem 2019 r.
- 2) Zakładamy, że II-faza badań klinicznych dla formuły GLG-801 zostanie zakończona z końcem 2019, i na początku 2020 r., spółka przystąpi do komercjalizacji rozwijanego programu poprzez jego sprzedaż do większego i bardziej rozwiniętego podmiotu, który będzie prowadził dalsze badania we własnym zakresie.
- 3) Zakładamy rozpoczęcie fazy I badań klinicznych dla formuły GLG-805 w ostatnim kwartale 2019 r. oraz ich zakończenie z końcem 2020 r. Za moment rozpoczęcia procesu komercjalizacji tego programu przyjęliśmy 1Q21.
- 4) Zakładany przez nas cykl życia produktu (od wprowadzenia na rynek do momentu wygaśnięcia praw ochronnych) będzie równy średniej branżowej dla nowych farmaceutyków i wynosił 48 kwartałów tj. 12 lat.

Przyjęty ostateczny model wyceny należy więc zaklasyfikować do kategorii modeli hybrydowych. W zakresie oszacowania potencjału przychodów model ten jest zgodny z metodą uwolnienia z opłat licencyjnych (ang. *Relief from Royalty*). Zasadnicza struktura kalkulacji przepływów finansowych jest jednak zgodna ze standardową dla wycen programów farmaceutycznych metodą rNPV (ang. *risk-adjusted Net Present Value*).

W naszej ocenie, kluczowe znaczenie dla wiarygodności modelu wyceny będzie mieć, zgodna z harmonogramem i założonym budżetem, realizacja prac naukowo badawczych i rozwojowych. Jest to przede wszystkim związane z pozyskaniem stabilnego finansowania założonej strategii komercjalizacji.

W konstrukcji modelu wyceny zastosowano ostrożne podejście do prognozy potencjału przyszłego rynku, uwzględniając prognozy rynkowe z renomowanych źródeł (współpraca ze specjalistyczną firmą BMC).

Wycena przedsiębiorstwa

Kalkulacja kosztu kapitału (WACC)

Jak zaznaczyliśmy w opisie metodologii wyceny, w procesie waluacji przedsiębiorstwa GLG Pharma S.A. będziemy posługiwać się zarówno kosztem kapitału obliczanym dla GLG, jak i dla potencjalnego nabywcy licencji (spółki z szeroko rozumianego segmentu BP (*big pharma*)).

W procesie kalkulacji stopy dyskontowej dla GLG posłużyliśmy się następującymi założeniami:

- **Stopa wolna od ryzyka.** Jako stopę wolną od ryzyka przyjęliśmy oczekiwaną przez nas w średnim okresie rentowność polskich obligacji 10-letnich.
- **Premia za ryzyko rynkowe.** Przyjęliśmy premię za ryzyko rynkowe na poziomie 6.06% (szacunek na podstawie A.Damodaran – aktualizacja na miesiąc styczeń 2018).
- W naszych kalkulacjach założyliśmy współczynnik zmienności **Beta** na neutralnym poziomie 1.0
- **Premia za ryzyko specyficzne.** Przyjęliśmy premię za ryzyko specyficzne w wysokości **8%**.

- Należy w tym miejscu podkreślić, że nasz model wyłącza z ryzyka specyficznego ryzyko badawczo-rozwojowe powodzenia projektu. Zostało to przez nas uwzględnione w wycenie poprzez przyporządkowanie odpowiedniego poziomu prawdopodobieństwa do poszczególnych faz rozwoju każdego z programów.
- Powyższe założenia implikują **koszt kapitału własnego** na poziomie 17.6%.
- Premia za ryzyko dla finansowania dłużnego w przypadku przedsiębiorstw o podobnej skali działalności jest przez nas szacowana na poziomie około 500bps. Przy założeniu 19% stopy podatkowej implikuje to **koszt finansowania długiem** na poziomie 8.50%.
- W naszej ocenie, spółki biotechnologiczne będące w dość wstępnym stopniu zaawansowania swoich projektów badawczo-rozwojowych (a za taką uważamy GLG Pharma) mają obecnie bardzo znikome możliwości pozyskania kapitału dłużnego, czy to w formie linii kredytowych czy plasowania obligacji. Zakładamy więc, że udział zadłużenia w strukturze finansowania będzie wynosił 0%.
- Powyższe założenia implikują średni ważony koszt kapitału w spółce GLG Pharma na poziomie 17.56%.

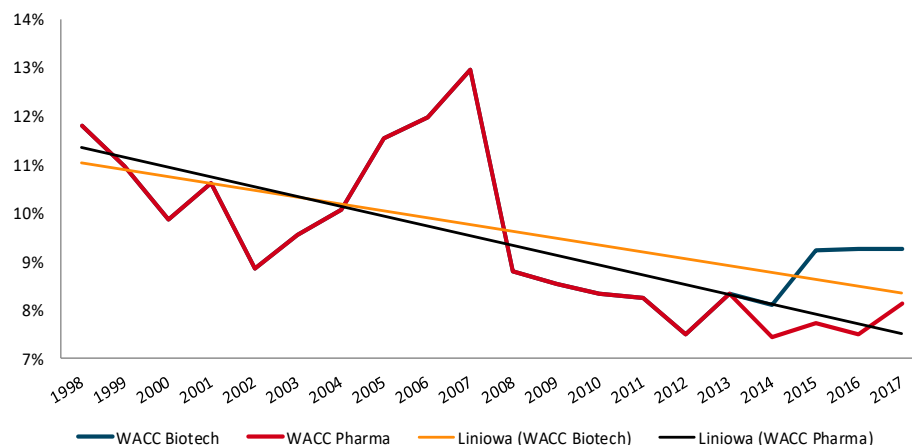
Tabela 3: Kalkulacja WACC

| GLG Pharma - kalkulacja WACC | |
|---|---------------|
| RF - stopa wolna od ryzyka | 3.50% |
| ERP - premia rynkowa za ryzyko | 6.06% |
| Beta | 1.00 |
| Premia za ryzyko specyficzne | 8.00% |
| CoE - koszt kapitału własnego | 17.56% |
| DRP - premia za ryzyko (kapitał obcy) | 5.00% |
| Stopa opodatkowania | 19% |
| CoD - koszt finansowania kapitałem obcym | 6.89% |
| Udział zadłużenia w strukturze finansowania | 0% |
| WACC - średni ważony koszt kapitału | 17.56% |

Źródło: szacunki PDM

W procesie kalkulacji stopy dyskontowej dla potencjalnego licencjodawcy (ang. *big pharma/ big biotech*) posłużyliśmy się danymi sektorowymi zebranymi przez serwis A. Damodaran. Dla potrzeb niniejszej aktualizacji, w związku z prowadzeniem analizy finansowej w bardzo długim okresie czasu, dokonaliśmy analizy historycznych zmian wielkości kosztu kapitału dla branży pharma/biotech w okresie 1998-2017.

Wykres 1: Historyczny WACC dla sektora pharma/biotech



Źródło: szacunki PDM, we współpracy z BMC

Do 2013 r. włącznie branża farmaceutyczna i biotechnologiczna były ujmowane łącznie. W badanym okresie wielkości średniego ważonego kosztu kapitału oscylowały między 7.5% a 13%, ze średnią wielkością na poziomie 9.35%. W niniejszej analizie nie prowadzono rozróżnienia na branżę biotech i pharma. Przyjęto założenie, że z punktu widzenia spółki duży partner biotechnologiczny i farmaceutyczny jest zarówno tak samo prawdopodobny, jak oferuje podobne korzyści względem etapu rozwoju spółki.

Dla roku 2017 parametry składowe WACC wynoszą dla branży pharma wynoszą

- współczynnik Beta dla sektora wynosi **1.21**
- średni koszt kapitału własnego oscyluje wokół **8.55%**
- koszt finansowania kapitałem obcym (po uwzględnieniu podatku) wynosi **5.25%**
- przeciętny udział zadłużenia w strukturze finansowania dla wspomnianej grupy spółek wynosi **12.76%**

Średni ważony koszt kapitału dla spółek z sektora *big pharma*, obliczony na podstawie powyższych założeń wg. stanu na I kwartał 2018r wynosi 8.13%.

W niniejszym modelu wyceny, ze względu na bardzo długi okres prognozy, przyjęto średni historyczny WACC dla branży big pharma/ big biotech- w wysokości 9.35%.

Oszacowanie prawdopodobieństw komercjalizacji poszczególnych faz rozwoju cząsteczek GLG-801 i GLG-805

Proces rozwoju poszczególnych cząsteczek jest w naszym modelu podzielony na 7 głównych faz. Są to: faza przedkliniczna (P), regulacyjna (IND), I-faza badań klinicznych, II-faza badań klinicznych, III-faza badań klinicznych, faza uzyskiwania dopuszczenia/certyfikacji (NDA) oraz faza komercyjna (M).

Poniższa tabela przedstawia zaktualizowane dane dot. prawdopodobieństw przejścia poszczególnych faz dla różnych grup benchmarkowych oraz na podstawie różnych renomowanych źródeł:

Tabela 4: Badania kliniczne GLG

| Faza badań | źródło 1* | źródło 2** | źródło 3*** | źródło 4**** | Korekta ***** | Obliczone prawdopodobieństwo ***** |
|-------------|-----------|------------|-------------|--------------|---------------|------------------------------------|
| Preclinical | | | | 80,0% | 10% | 90,0% |
| IND | | | | 67,0% | 20% | 87,0% |
| Phase I | 62,8% | 68,9% | 66,9% | 64,4% | 10% | 75,8% |
| Phase II | 24,6% | 42,3% | 49,0% | 41,8% | 0% | 39,4% |
| Phase III | 40,1% | 54,7% | 79,0% | 65,4% | 0% | 59,8% |
| NDA | 82,4% | 82,8% | 89,4% | 89,7% | 0% | 86,1% |

* wg. "Clinical Development Success Rates 2006-2015", BIO, *Biomedtracker, Amplion* (2016)

** wg. "Clinical development success rates for investigational drugs", Hay et Al., *nature biotechnology* (2014); lead indication: oncology

*** wg. "Clinical development success rates for investigational drugs", Hay et Al., *nature biotechnology* (2014); non-NME

**** wg. "Valuation in Life Sciences" *Avance* (2010); indication: oncology

***** ekspercka korekta danych źródłowych na podstawie porównania charakterystyki rozwijanych programów do typowych programów w grupach benchmarkowych

***** średnia prawdopodobieństw ze wszystkich 4 źródeł powiększona o wartość korekty



Źródło: szacunki PDM, we współpracy z BMC

Założone prawdopodobieństwa przejść przez kolejne fazy badań zostały opracowane na podstawie renomowanych danych źródłowych. Zakres danych źródłowych udało się znacząco poszerzyć względem danych zidentyfikowanych na etapie publikacji raportu otwarcia. W szczególności cenna jest identyfikacja publikacji Hay i wsp. z 2014 r., w której poddano analizie m.in. grupę leków opartych o związku nie będące nowymi cząsteczkami (non-NME) wg. kategoryzacji FDA. Grupa ta obejmuje również leki reformułowane i repositionowane. Włączenie tego źródła do analizy pozwala na zmniejszenie stopnia eksperckiej korekty literaturowych danych dotyczących prawdopodobieństw przejścia leków przez fazy badań klinicznych, aby dostosować przyjęte założenia do realiów projektów analizowanej spółki.

Cały czas nie udało się jednak uzyskać szczegółowych danych dotyczących prawdopodobieństw przejścia poszczególnych faz rozwojowych stricte dla tzw. supergeneryków czy leków repositionowanych. Racjonalna analiza wskazuje, że zakończenie sukcesem szeregu w innych okolicznościach bardzo ryzykownych badań w przypadku rozwoju leków opartych o już dopuszczone substancje aktywne, będzie dużo bardziej prawdopodobne. Dotyczy to w szczególności:

- Ostatniego etapu badań przedklinicznych (tzw. badań toksykologicznych), gdzie badana jest toksyczność związku
- Fazy dopuszczenia do badań klinicznych (IND)
- I fazy badań klinicznych (standardowo koncentrującej się na badaniu bezpieczeństwa)

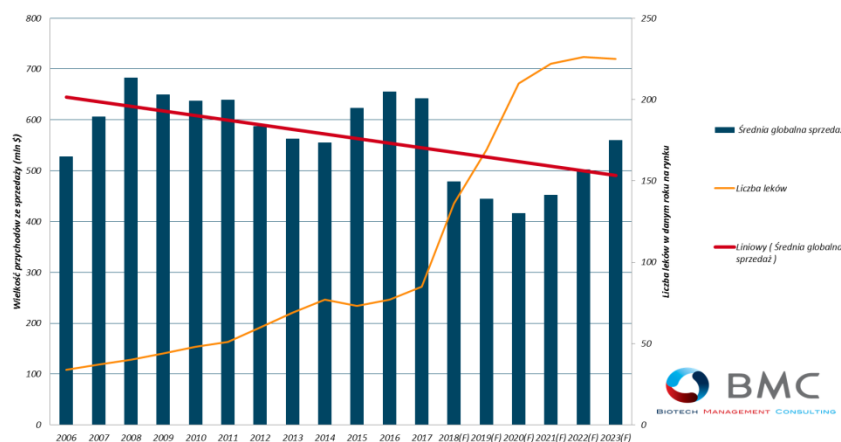
Konsekwentnie, w modelu wyceny założono zwiększenie prawdopodobieństwa przejścia przez ww. kolejne fazy rozwojowe tytułem rozwijania leków o znanej strukturze, działaniu i profilu bezpieczeństwa substancji aktywnej, od wielu lat stosowanego powszechnie jako farmaceutyk w innych wskazach medycznych. Szczególną okolicznością dodatkowo uprawdopodobniającą sukces fazy I badań klinicznych jest fakt, że dla GLG-801 w innym wskazaniu (CLL) faza ta zakończyła się sukcesem.

Potencjał sprzedaży

Pełne oszacowanie potencjału sprzedaży nowego leku możliwe jest po precyzyjnym określeniu jego profilu klinicznego i rynkowego, w tym pozycjonowania względem aktualnych i spodziewanych konkurentów. Najczęściej można tego dokonać racjonalnie dopiero po zakończeniu II fazy badań klinicznych, a czasem jeszcze później. Wszelkie szczegółowe założenia w tym obszarze na wcześniejszych etapach są obciążone bardzo dużą dozą niepewności.

Konsekwentnie, w modelu przyjęto uproszczone założenia odnośnie potencjału sprzedaży nowych leków. Na bazie historycznych danych sprzedażowych oraz prognoz 297 niskocząsteczkowych leków onkologicznych ustalono średnią wielkość sprzedaży pojedynczego leku. Mimo dużych wahań rocznych odnośnie liczby cząsteczek dostępnych na rynku (niektóre są wycofywane, inne dopiero na niego wchodzi), przeprowadzona analiza wskazuje, że średnia wartość sprzedaży innowacyjnego, niskocząsteczkowego farmaceutyku onkologicznego w długofalowym okresie jest zasadniczo stała i oscyluje wokół USD 600m rocznie. **W modelu wyceny przyjęto wartość USD 591.6m.** Wartość ta w modelu odzwierciedla wielkość założonego maksymalnego poziomu sprzedaży (ang. *peak sales*).

Wykres 2: Średnia globalnej sprzedaży dla niskocząsteczkowych leków onkologicznych (historyczne oraz prognozy)



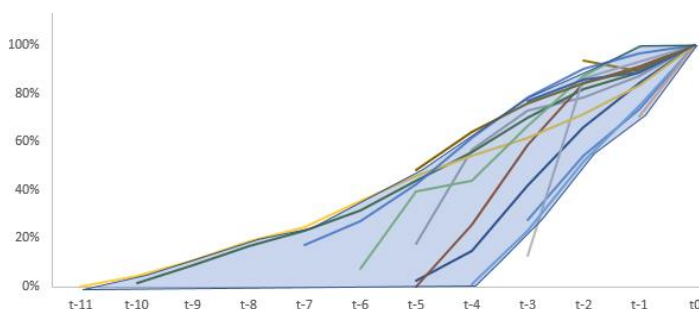
Źródło: szacunki PDM, we współpracy z BMC

Równocześnie dokonano wstecznej analizy zgodności tak ustalonego poziomu sprzedaży zgodnie z metodą szacowania przychodów bottom-up. Zakładając wdrożenie leku tylko dla pierwszego rozwijanego wskazania (TNBC) wartość ta byłaby osiągnięta przy zagospodarowaniu puli pacjentów w liczbie 24,362 rocznie przy rocznym koszcie terapii na poziomie USD 24,280 na pacjenta. Są to całkowicie realistyczne założenia. 24,362 pacjentów rocznie stanowi 20% rocznej światowej liczby zachorowań (ang *incidence rate*) na TNBC (szacunkowo 121,813 w roku 2015). Rozwijane leki mogą być równocześnie objęte szerszymi wskazaniami, co może dalej zwiększyć potencjał ich sprzedaży.

Trzecim etapem weryfikacji założeń odnośnie potencjału sprzedaży była identyfikacja leku o porównywalnym zakresie stosowania i parametrach rynkowych. Zidentyfikowano taką cząsteczkę w postaci leku fulvestrant (nazwa marketingowa Faslodex). Jest on stosowany praktycznie tylko w leczeniu nowotworów piersi, a globalną sprzedaż notuje na poziomie USD 830m (2016 r).

Równocześnie, aby wyznaczyć najbardziej prawdopodobne nachylenie krzywej dochodzenia do optymalnego poziomu sprzedaży przez daną substancję innowacyjną, przeanalizowaliśmy grupę 35 leków onkologicznych, wprowadzonych do sprzedaży przez czołowe koncerny farmaceutyczne. Poniższy wykres przedstawia okres w którym badane przez nas leki dochodzą do pełni potencjału sprzedażowego. Wynika z niego, że wartościowe optimum sprzedaży jest przez leki onkologiczne osiągane najczęściej w okresie 5-7 lat. Na potrzeby naszego modelu dla cząsteczek rozwijanych przez GLG Pharma, zakładamy, że czas dochodzenia do sprzedażowego optimum będzie wynosił 6 lat.

Wykres 3: Ścieżka wzrostu sprzedaży nowych leków onkologicznych



Źródło: PDM

W naszym modelu poruszamy także kwestię potencjalnego kanibalizowania się sprzedaży obu cząsteczek (GLG-805 to dożylna formuła tej samej substancji). Z dużym prawdopodobieństwem można założyć, że forma doustna pirymetaminy (GLG-801) będzie kanibalizowana przez formę dożylną (GLG-805). Forma dożylna leku jest – w większości przypadków – formą preferowaną w praktyce klinicznej. Ma na to wpływ większa – w przypadku iniekcji – kontrola podanej dawki, uproszczony profil administracji (brak kontaktu z surowymi warunkami przewodu pokarmowego czy brak konieczności pokonania bariery jelito/krew) oraz minimalizacja skutków ubocznych ze strony przewodu pokarmowego. Forma doustna jest natomiast formą preferowaną przez większość pacjentów (wygoda, możliwość leczenia w warunkach domowych), jednak w praktyce ciężko jest egzekwować systematyczność i prawidłowość dawkowania. Szacuje się, że tylko ok. połowa chorych stosuje się ściśle do zaleceń lekarza, co jest ze szkodą dla skuteczności terapii. Powoduje to dyskusje w środowisku lekarskim dotyczące warunków dopuszczających zlecenie form doustnych. Podsumowując, obie formy pirymetaminy: GLG-801 oraz GLG-805 znajdują swoje miejsce na rynku, jednak spodziewać się można przeniesienia znaczącej części zaleceń lekarskich w stronę formy dożylną.

Wnikliwa analiza powyższych uwarunkowań skłoniła nas jednak do rewizji przyjętego pierwotnie założenia odnośnie stopnia potencjału sprzedażowego formy doustnej i dożylną. Zdecydowaliśmy mianowicie zwiększyć założony przyjęty potencjał maksymalnej sprzedaży GLG-801 względem GLG-805 do 50% względem 1/3 przyjętych pierwotnie. Skłoniły nas do tego szczegółowe wywiady z zespołem naukowym Spółki oraz analiza specjalistycznych publikacji dot. możliwości zastosowania formuła doustnych u pacjentów onkologicznych¹. W istocie zidentyfikowaliśmy przypadki odwrotne- próby opracowania onkologicznych formuła doustnych na bazie dożylnych².

Szacunki kosztów

Szacunki kosztów faz badawczych

Poniższa tabela przedstawia nasze założenia dotyczące kosztów przeprowadzania badań klinicznych w poszczególnych fazach:

Tabela 5: Szacunkowe koszty rozwoju cząsteczek GLG-801 i GLG-805

| GLG-801 | długość fazy (w kwartałach) | koszt fazy (w USD tys.) | koszt fazy (w PLN tys.) |
|-----------------------------|--------------------------------|----------------------------|----------------------------|
| I faza badań klinicznych | 3 | 310 | 1 053 |
| II faza badań klinicznych | 4 | 480 | 1 632 |
| III faza badań klinicznych* | 10 | 15 000 | 51 000 |
| faza rejestracyjna (NDA)* | 4 | 4 000 | 13 600 |

* realizacja przez podmiot nabywający licencję

| GLG-805 | długość fazy (w kwartałach) | koszt fazy (w USD tys.) | koszt fazy (w PLN tys.) |
|-----------------------------|--------------------------------|----------------------------|----------------------------|
| faza przedkliniczna (P) | 4 | 200 | 680 |
| faza regulacyjna (IND) | 2 | 250 | 850 |
| I faza badań klinicznych | 5 | 426 | 1 447 |
| II faza badań klinicznych | 9 | 660 | 2 244 |
| III faza badań klinicznych* | 12 | 25 000 | 85 000 |
| faza rejestracyjna (NDA)* | 3 | 4 500 | 15 300 |

* realizacja przez podmiot nabywający licencję

Źródło: GLG, szacunki PDM

¹ M.in. Eek i wsp. „Patient-reported preferences for oral versus intravenous administration for the treatment of cancer: a review of the literature”, Patient Preference Adherence (2016); Stewart i wsp. „Preference for pharmaceutical formulation and treatment process attributes”, *ibid*;

² “Novel Technologies To Deliver Oral Oncology Therapies”, Catalent (2016)

Szacunki kosztów wdrożenia leków

W analizie przepływów finansowych po stronie kosztowej należy także umieścić specyficzne wydatki ponoszone przez podmiot komercyjny w momencie wdrożenia leku na rynek. Wydatki te związane są z organizacją wydarzeń promocyjnych i akcji marketingowych (konferencji naukowych, spotkań, sympozjów i innych działań organizowanych w celu wzbudzenia świadomości wśród lekarzy, ubezpieczycieli i pacjentów). Wydatki te są określane jako „koszty wdrożenia” (ang. *launch cost*). Standardowo przyjmuje się, że koszt ten wynosi około USD 100m (np. Advance). Pomiedzy lekami mogą jednak występować bardzo istotne różnice w zakresie konieczności budowy świadomości rynkowej. W niniejszym modelu wyceny założono, że koszty te będą niższe niż standardowo. Założenie to opiera się na:

- Fakcie bardzo istotnej, uświadomionej zarówno przez pacjentów, jak i lekarzy niezaspokojonej potrzeby klinicznej i rynkowej w obszarze TNBC
- Relatywnie niewielkiej grupie pacjentów

Na tych założeniach oparto szacunki, iż prawdopodobny koszt wdrożenia nowego leku w obszarze TNBC będzie pochodną liczby pacjentów, którzy mieliby być objęci terapią. Zakładając, że docelowy rynek obejmowałby pierwotnie wszystkich pacjentów z TNBC, a referencyjnym najbliższym rynkiem byłby szerszy rynek wszystkich leków przeciwko rakowi piersi, obliczono spodziewany koszt wdrożenia dla leków GLG-801 i GLG-805 jako ułamek referencyjnej wartości USD 100m wyrażony stosunkiem liczby zachorowań na TNBC względem liczby wszystkich zachorowań na nowotwory piersi (121,813 pacjentów z 894,098, co daje 13.62%). Proporcjonalną wartość kosztu wdrożenia na poziomie USD 13.62 m przyjęto dla każdego potencjalnego leku z osobną jako adekwatną dla rynku TNBC.

Równocześnie w niniejszej analizie dokonano konserwatywnej korekty powyższej wartości, aby odzwierciedlić eksploracje obszarów terapeutycznych dla nowego leku poza ściśle TNBC. Wg. doniesień spółki TNBC jest zaledwie pierwszym rynkiem dla nowych leków i spółka- a także jej partnerzy- zamierza aktywnie poszukiwać również kolejnych nisz terapeutycznych. W pierwszej kolejności w pozostałych chorobach nowotworów piersi. Z tego względu zwiększono założony koszt wartości wdrożenia dla pierwszej formulacji (GLG-801) do USD 27.25 m. Przyjęte łączne koszty wdrożenia GLG-801 i GLG-805 będą więc wynosiły USD 40.83 m. Koszty te nie będą wprawdzie ponoszone bezpośrednio przez spółę, ale ich oszacowanie jest istotnym elementem oszacowania rentowności obydwu programów, a tym samym wielkości spodziewanych opłat licencyjnych dla GLG Pharma.

Wycena projektów

GLG 805 – wycena projektu

Na bazie założeń sprzedażowych i marżowych przedstawionych powyżej, oraz uwzględniając koszty wdrożenia leku do sprzedaży (tzw. *launch costs*), przy założeniu stopy podatkowej równej 20% oraz szacunków nakładów na rozwój cząsteczki poniesionych w całym okresie prac badawczo-rozwojowych, oszacowaliśmy spodziewaną przyszłą całkowitą wartość programu (Expected Value- EV). Jako moment sporządzenia oszacowania EV GLG-805 przyjęliśmy moment negocjacji i udzielenia licencji przez GLG na rzecz dużego partnera farmaceutycznego lub biotechnologicznego (po zakończeniu fazy I badań klinicznych). Zgodnie z tymi założeniami przepływy finansowe związane z rozwojem programu GLG-805 począwszy od fazy II będą wyglądały następująco:

Tabela 6: GLG-805 – wycena projektu na etapie II fazy badań klinicznych

| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 | 2031 | 2032 | 2033 | 2034 | 2035 | 2036 | 2037 | 2038 | |
|---|------|-------|------|------|------|------|-------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--|
| Przychody w USD m (nominalnie) | | | | | | | 15 | 99 | 213 | 342 | 469 | 558 | 592 | 592 | 592 | 592 | 592 | 592 | |
| Przychody w PLN m (nominalnie) | | | | | | | 50 | 337 | 724 | 1 162 | 1 594 | 1 896 | 2 011 | 2 011 | 2 011 | 2 011 | 2 011 | 2 011 | |
| koszty wdrożenia (PLN m) | | | | | | | 46 | | | | | | | | | | | | |
| marża EBITDA | | | | | | | -126% | -15% | 17% | 49% | 55% | 55% | 55% | 55% | 55% | 55% | 55% | 55% | |
| EBITDA w PLN m (nominalnie) | | | | | | | -63 | -49 | 124 | 568 | 877 | 1 043 | 1 106 | 1 106 | 1 106 | 1 106 | 1 106 | 1 106 | |
| stopa opodatkowania | | | | | | | 20% | 20% | 20% | 20% | 20% | 20% | 20% | 20% | 20% | 20% | 20% | 20% | |
| NOPAT | | | | | | | -50 | -39 | 99 | 455 | 701 | 834 | 885 | 885 | 885 | 885 | 885 | 885 | |
| CAPEX w PLN m (nominalnie) | | 0 | -1 | -1 | -1 | -14 | -28 | -29 | -24 | -5 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| kumulatywne praw dopodobierstw o przejścia fazy | 1.00 | 0.90 | 0.78 | 0.23 | 0.23 | 0.19 | 0.13 | 0.12 | 0.12 | 0.12 | 0.12 | 0.12 | 0.12 | 0.12 | 0.12 | 0.12 | 0.12 | 0.12 | |
| FCF | | 0 | -1 | -1 | -7 | -7 | -5 | -7 | -5 | 12 | 55 | 84 | 100 | 107 | 107 | 107 | 107 | 107 | |
| WACC dla big pharma | | 9.35% | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Wycena GLG-805 na początku II-fazy (PLNm) | 506 | | | | | | | | | | | | | | | | | | |

Zakładamy komercjalizację cząsteczki GLG-805 po udanym zakończeniu II-fazy badań klinicznych (na początku III-fazy badań), co oznacza w praktyce zakup licencji do dalszych prac rozwojowych nad tą cząsteczką przez dużą spółkę z branży biotechnologiczno-farmaceutycznej. Przyjmując średni ważony koszt kapitału dla spółek z globalnego sektora *big pharma* (9.35%) otrzymujemy wartość projektu rozwojowego dla cząsteczki GLG-805 na poziomie **PLN 506 m** (w pierwszej połowie 2021r.)

Przyjmując, że racjonalne strony transakcji dokonają podziału wartości zgodnie z przyjętymi standardami rynkowymi (tzw. regułą statystyczną 25%), zakładamy, że około jednej czwartej wartości tej wyceny powinno przypaść licencjodawcy – czyli GLG Pharma. Należy zaznaczyć, że „reguła statystyczna 25%” w przypadku farmacji w praktyce przybiera różne wartości w zależności od wielkości rynku, względnej atrakcyjności transferowanego aktywa oraz etapu zaawansowania prac. Praktyka rynkowa wskazuje, że dla transakcji na etapie przedklinicznym licencjodawcy może przypadać kilkanaście procent transferowanej wartości, a dla transakcji na etapie rynkowym (w tym np. umów dystrybucyjnych), nawet 50 do 70%. Założenie w tym przypadku 25% udziału licencjodawcy na etapie II fazy badań klinicznych można określić jako realistyczne, jeśli nie konserwatywne.

Tabela 7: GLG-805 – wycena projektu na etapie II fazy badań klinicznych, część licencjodawcy

| | |
|---|-----|
| Udział licencjodawcy ("thumb rule") | 25% |
| Wycena GLG-805 dla licencjodawcy (PLNm) | 127 |
| w tym część royaltly (NPV) | 84 |
| w tym część milestone (NPV) | 42 |

W naszym przypadku jest przyszła spodziewana wartość programu GLG-805 dla licencjodawcy (GLG Pharma S.A.) w tym momencie będzie wynosiła **PLN 126.6m**. Dla uniknięcia wątpliwości- jest to teoretyczna przyszła wartość programu GLG-805 obliczona z perspektywy licencjodawcy (przyszłe NPV). W dalszej części zakładamy najbardziej typowy podział płatności tzn. w stosunku 2:1 (2/3 przypada w tym przypadku na tzw. *royalty payments*, a 1/3 na tzw. *upfront payment* oraz *milestone payments*, łącznie dalej w uproszczeniu nazwane *milestone payments*).

Przyjmujemy, że rozdział milestone payments będzie równomierny (tzn. po 25% wartości bieżącej na każdy przepływ). Implikuje to NPV każdego z przepływów na poziomie ok. PLN 3.2m. Biorąc pod uwagę współczynniki dyskonta odpowiednie dla okresów, w których dokona się zakładane przez nas zakończenie poszczególnych faz, GLG powinna uzyskać płatności w nominalnej wysokości odpowiednio: PLN 10.55m (w 1H'21), PLN 33.71m (w 2H'23), PLN 74.38m (w 2H'26) i PLN 92,62m (w 1H'27).

Z kolei wartość bieżąca royalties, którą szacujemy na ok. PLN 84m, odpowiada stopie royalty w wysokości około 7.73%. Poniższa tabela obrazuje szczegółowo poczynione przez nas i opisane powyżej obliczenia.

Tabela 8: GLG-805 – NPV projektu dla licencjodawcy (GLG Pharma S.A.)

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 | 2031 | 2032 | 2033 | 2034 | 2035 | 2036 | 2037 | 2038 |
|---|--------------|------|------|------|------|-------|------|------|------|--------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody - nominalnie (PLNm) | | | | | | | | | | 50 | 337 | 724 | 1 162 | 1 594 | 1 896 | 2 011 | 2 011 | 2 011 | 2 011 | 2 011 | 2 011 |
| Przychody zdyskontowane (PLN m)* | | | | | | | | | | 5,5 | 34,3 | 67,5 | 98,9 | 123,8 | 134,4 | 130,1 | 118,6 | 115,9 | 98,6 | 89,9 | 82,0 |
| Suma przychodów (PLN m) | 1 100 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| <i>jako % łącznej sumy</i> | | | | | | | | | | 0,5% | 3,1% | 6,1% | 9,0% | 11,3% | 12,2% | 11,8% | 10,8% | 10,5% | 9,0% | 8,2% | 7,5% |
| Stopa royalty (%) | 7,73% | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Royalties (PLN m)* | | | | | | | | | | 0,4 | 2,7 | 5,2 | 7,6 | 9,6 | 10,4 | 10,1 | 9,2 | 9,0 | 7,6 | 6,9 | 6,3 |
| Suma royalties - nominalnie (PLNm) | | | | | | | | | | 1378,2 | | | | | | | | | | | |
| NPV royalties (PLNm) | 84,4 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Upfront payment Phase II (PLN m) | | | | 10,5 | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Milestone payment Phase III (PLN m) | | | | | 33,7 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Milestone payment NDA (PLN m) | | | | | | 74,38 | | | | | | | | | | | | | | | |
| Milestone payment Market (PLN m) | | | | | | | | | | 92,62 | | | | | | | | | | | |
| <i>w spółczynnik dyskonta (WACC BigPharma)</i> | | | | 0,61 | 0,56 | 0,51 | 0,46 | 0,42 | 0,39 | 0,35 | 0,32 | 0,29 | 0,27 | 0,24 | 0,22 | 0,20 | 0,18 | 0,18 | 0,15 | 0,14 | 0,13 |
| DCF - Zdyskontowane przepływy y pieniężne (PLN m) | -0,1 | -1,0 | -0,8 | 5,4 | 0,0 | 13,7 | 0,0 | 0,0 | 22,9 | 27,7 | 6,7 | 13,2 | 19,3 | 24,2 | 26,2 | 25,4 | 23,1 | 22,6 | 19,2 | 17,5 | 16,0 |
| rDCF - Przepływy w zdyskontowane ryzykiem (PLN m) | -0,1 | -0,9 | -0,6 | 3,2 | 0,0 | 3,2 | 0,0 | 0,0 | 3,2 | 3,3 | 0,8 | 1,6 | 2,3 | 2,9 | 3,2 | 3,1 | 2,8 | 2,7 | 2,3 | 2,1 | 1,9 |
| NPV licencjodawcy wazone ryzykiem (PLNm) | 36,9 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |

Źródło: szacunki PDM, we współpracy z BMC

GLG 801 – wycena projektu

Metodologia wyceny projektu bazującego na formulacji GLG-801 jest tożsama z zaproponowaną przez nas w powyższym podrozdziale.

Jedyną różnicą jeśli chodzi o poczynione przez nas założenia jest sposób podziału wartości projektu pomiędzy licencjobiorcę, a GLG Pharma. Podwyższyliśmy w tym przypadku zakładany udział GLG Pharma do poziomu 30%. Wynika to z wyższego stopnia zaawansowania projektu w momencie zakładanych rozmów nt. komercjalizacji (po zakończeniu II-fazy badań klinicznych, tzn. w początkach III-fazy badań).

Przepływy finansowe związane z rozwojem programu GLG-801 począwszy od fazy III (momentu komercjalizacji programu) będą wyglądały następująco:

Tabela 9: GLG-801 – wycena projektu na etapie III fazy badań klinicznych

| | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E | 2031E | 2032E | 2033E | 2034E | 2035E |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody w USD m (nominalnie) | | | | 3 | 36 | 92 | 154 | 220 | 270 | 294 | 296 | 296 | 296 | 296 | 296 | 148 |
| Przychody w PLN m (nominalnie) | | | | 10 | 123 | 314 | 523 | 747 | 918 | 1 001 | 1 006 | 1 006 | 1 006 | 1 006 | 1 006 | 503 |
| koszty wdrożenia (PLN m) | | | | -93 | | | | | | | | | | | | |
| <i>marża EBITDA</i> | | | | -498% | -21% | 8% | 43% | 50% | 50% | 53% | 53% | 49% | 42% | 34% | 26% | 21% |
| EBITDA w PLN m (nominalnie) | | | | -50 | -26 | 25 | 223 | 373 | 459 | 530 | 528 | 493 | 417 | 342 | 256 | 103 |
| stopa opodatkowania | | | | 20% | 20% | 20% | 20% | 20% | 20% | 20% | 20% | 20% | 20% | 20% | 20% | 20% |
| NOPAT | | | | -93 | -20 | 20 | 179 | 299 | 367 | 424 | 422 | 394 | 334 | 274 | 205 | 82 |
| CAPEX w PLN m (nominalnie) | | -20 | -21 | -17 | -7 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| kumulatywnie praw dopodobierstw o przejściu fazy | 0,30 | 0,30 | 0,24 | 0,17 | 0,15 | 0,15 | 0,15 | 0,15 | 0,15 | 0,15 | 0,15 | 0,15 | 0,15 | 0,15 | 0,15 | 0,15 |
| FCF | | -6,0 | -6,2 | -4,3 | -15,6 | -3,1 | 3,0 | 27,5 | 45,9 | 56,4 | 65,2 | 64,9 | 60,6 | 51,3 | 42,1 | 31,5 |
| WACC dla big pharma | | | | | | | | | | | | | | | | 9,35% |
| Wycena GLG-801 na początku III-fazy (PLNm) | | | | | | | | | | | | | | | | 652 |

Przyszły spodziewany podział korzyści między licencjodawcę i licencjobiorcę wg. naszych szacunków dla programu GLG-801 będzie wyglądał następująco:

Tabela 10: GLG-801 – wycena projektu na etapie III fazy badań klinicznych, część licencjodawcy

| | |
|--|--------------|
| Udział licencjodawcy ("thumb rule") | 30% |
| Wycena GLG-805 dla licencjodawcy (PLNm) | 195,6 |
| w tym część royalties (NPV) | 130,4 |
| w tym część milestone (NPV) | 65,2 |

Przyszła spodziewana wartość programu GLG-801 dla licencjodawcy (GLG Pharma S.A.) w tym momencie będzie wynosiła PLN 195.6m.

Przyjmujemy, że rozdział milestone payments będzie równomierny (tzn. po 33% wartości bieżącej na każdy przepływ). Implikuje to NPV każdego z przepływów na poziomie ok. PLN 3.97m. Biorąc pod uwagę współczynniki dyskonta odpowiednie dla okresów, w których dokona się zakładane przez nas zakończenie poszczególnych faz, GLG powinna uzyskać płatności w nominalnej wysokości odpowiednio: PLN 21.73m (w 1H'20), PLN 75.78m (w 2H'22) oraz PLN 58.34m (w 2H'23).

Z kolei wartość bieżąca royalties, którą szacujemy na ok. PLN 130m, odpowiada stopie royalties w wysokości około 7.88%. Poniższa tabela obrazuje szczegółowo poczynione przez nas i opisane powyżej obliczenia:

Tabela 11: GLG-801 – NPV projektu dla licencjodawcy (GLG Pharma S.A.)

| | 2018E | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E | 2031E | 2032E | 2033E | 2034E | 2035E |
|--|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody - nominalnie (PLNm) | | | | | | 10 | 123 | 314 | 523 | 747 | 918 | 1 001 | 1 006 | 1 006 | 1 006 | 1 006 | 1 006 | 503 |
| Przychody zdyskontowane (PLNm)* | | | | | | 4 | 42 | 98 | 149 | 194 | 218 | 230 | 208 | 177 | 137 | 102 | 70 | 26 |
| Suma przychodów (PLNm) | 1 655 | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| jako % łącznej sumy | | | | | | 0.2% | 2.5% | 5.9% | 9.0% | 11.7% | 13.2% | 13.9% | 12.6% | 10.7% | 8.3% | 6.2% | 4.2% | 1.6% |
| Stopa royalties (%) | 7.88% | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Royalties (PLNm)* | | | | | | 0 | 3 | 8 | 12 | 15 | 17 | 18 | 16 | 14 | 11 | 8 | 6 | 0 |
| Suma royalties - nominalnie (PLNm) | 628.3 | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| NPV royalties (PLNm) | 130.4 | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Upfront payment Phase III (PLNm) | | | 21.7 | | | | | | | | | | | | | | | |
| Milestone payment NDA (PLNm) | | | | 45.8 | | | | | | | | | | | | | | |
| Milestone payment Market (PLNm) | | | | | 58.3 | | | | | | | | | | | | | |
| współczynnik dyskonta (WACC BigPharma) | | | 0.73 | 0.66 | 0.61 | 0.55 | 0.50 | 0.46 | 0.42 | 0.38 | 0.35 | 0.32 | 0.29 | 0.26 | 0.24 | 0.22 | 0.20 | 0.19 |
| DCF - Zdyskontowane przepływy i pieniądze (PLNm) | -0.2 | -0.4 | 13.3 | 0.0 | 22.2 | 26.1 | 3.9 | 9.2 | 13.9 | 18.1 | 20.4 | 21.5 | 19.5 | 16.6 | 12.8 | 9.6 | 6.5 | 2.5 |
| rDCF - Przepływy zdyskontowane ryzykiem (PLNm) | -0.2 | -0.3 | 4.0 | 0.0 | 4.0 | 4.0 | 0.6 | 1.4 | 2.1 | 2.8 | 3.1 | 3.3 | 3.0 | 2.5 | 2.0 | 1.5 | 1.0 | 0.4 |
| NPV licencjodawcy ważone ryzykiem (PLNm) | 35.1 | | | | | | | | | | | | | | | | | |

Źródło: szacunki PDM, we współpracy z BMC

Ostateczne wyliczenie wartości bieżącej netto programu zostało dokonane z punktu widzenia licencjodawcy (GLG Pharma S.A.) z założeniem konieczności poniesienia kosztów badawczo-rozwojowych do momentu zawarcia transakcji, poniesienia ryzyka niepowodzenia tych prac, a także implementacji przychodów z umowy licencyjnej po stronie przychodowej w modelu finansowym (ignorując na tym etapie późniejsze koszty i rentowność dużej firmy farmaceutycznej). W tym wyliczeniu uwzględniono koszt kapitału do momentu udzielenia licencji w wysokości obliczonej dla GLG Pharma S.A., a od momentu udzielenia licencji, jak dla dużej firmy farmaceutycznej (z założeniem, że przekazanie operacyjnego zarządu nad projektem większemu i stabilniejszemu podmiotowi zmniejsza ryzyko jego dalszego prowadzenia). W wyliczeniu tym uwzględniono także wysokość podatku dochodowego na poziomie 19% (stawka polska).

W takich warunkach informacyjnych wyliczona wartość bieżąca netto programu GLG-805 dla GLG Pharma S.A. na dzień sporządzania raportu wynosi PLN 36.86m, z kolei wartość ta w odniesieniu do cząsteczki GLG-801 wynosi PLN 35.13m.

Analiza wrażliwości

W poniższych tabelach prezentujemy wrażliwość wyniku wycena na najistotniejsze, w naszym odczuciu, założenia poczynione w toku waluacji. Zawierają one poziom potencjalnej docelowej sprzedaży, przyjęty zakładany udział licencjodawcy w podziale korzyści w momencie komercjalizacji cząsteczek oraz koszt kapitału:

Tabela 14: GLG 805 – analiza wrażliwości

| | | Potencjał sprzedaży | | | | | | | | | | |
|----------------|-------|--|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| | | 125% | 120% | 115% | 110% | 105% | 100% | 95% | 90% | 85% | 80% | 75% |
| WACC BigPharma | 7.9% | 58.1 | 55.6 | 53.1 | 50.6 | 48.1 | 45.6 | 43.1 | 40.6 | 38.1 | 35.6 | 33.1 |
| | 8.4% | 54.2 | 51.8 | 49.5 | 47.2 | 44.8 | 42.5 | 40.2 | 37.8 | 35.5 | 33.1 | 30.8 |
| | 8.9% | 50.5 | 48.3 | 46.1 | 44.0 | 41.8 | 39.6 | 37.4 | 35.2 | 33.0 | 30.8 | 28.6 |
| | 9.4% | 47.1 | 45.1 | 43.0 | 41.0 | 38.9 | 36.9 | 34.8 | 32.8 | 30.7 | 28.7 | 26.6 |
| | 9.9% | 43.9 | 42.0 | 40.1 | 38.2 | 36.2 | 34.3 | 32.4 | 30.5 | 28.6 | 26.6 | 24.7 |
| | 10.4% | 40.9 | 39.1 | 37.3 | 35.6 | 33.8 | 32.0 | 30.2 | 28.4 | 26.6 | 24.8 | 23.0 |
| | 10.9% | 38.2 | 36.5 | 34.8 | 33.1 | 31.4 | 29.7 | 28.1 | 26.4 | 24.7 | 23.0 | 21.3 |
| | | Podział korzyści - część licencjodawcy | | | | | | | | | | |
| | | 35% | 33% | 31% | 29% | 27% | 25% | 23% | 21% | 19% | 17% | 15% |
| WACC BigPharma | 7.9% | 64.5 | 60.7 | 57.0 | 53.2 | 49.4 | 45.6 | 41.8 | 38.1 | 34.3 | 30.5 | 26.7 |
| | 8.4% | 60.1 | 56.6 | 53.1 | 49.5 | 46.0 | 42.5 | 39.0 | 35.4 | 31.9 | 28.4 | 24.9 |
| | 8.9% | 56.1 | 52.8 | 49.5 | 46.2 | 42.9 | 39.6 | 36.3 | 33.0 | 29.7 | 26.4 | 23.1 |
| | 9.4% | 52.2 | 49.2 | 46.1 | 43.0 | 39.9 | 36.9 | 33.8 | 30.7 | 27.6 | 24.5 | 21.5 |
| | 9.9% | 48.7 | 45.8 | 42.9 | 40.1 | 37.2 | 34.3 | 31.4 | 28.6 | 25.7 | 22.8 | 19.9 |
| | 10.4% | 45.4 | 42.7 | 40.0 | 37.3 | 34.6 | 32.0 | 29.3 | 26.6 | 23.9 | 21.2 | 18.5 |
| | 10.9% | 42.3 | 39.8 | 37.3 | 34.8 | 32.3 | 29.7 | 27.2 | 24.7 | 22.2 | 19.7 | 17.2 |

Źródło: szacunki PDM

Tabela 15: GLG 801 – analiza wrażliwości

| | | Potencjał sprzedaży | | | | | | | | | | |
|----------------|-------|--|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| | | 125% | 120% | 115% | 110% | 105% | 100% | 95% | 90% | 85% | 80% | 75% |
| WACC BigPharma | 7.9% | 33.7 | 32.1 | 30.6 | 29.0 | 27.4 | 25.8 | 24.3 | 22.7 | 21.1 | 19.5 | 18.0 |
| | 8.4% | 31.8 | 30.3 | 28.8 | 27.3 | 25.8 | 24.4 | 22.8 | 21.3 | 19.9 | 18.4 | 16.9 |
| | 8.9% | 30.0 | 28.6 | 27.2 | 25.8 | 24.4 | 22.9 | 21.5 | 20.1 | 18.7 | 17.2 | 15.8 |
| | 9.4% | 28.4 | 27.0 | 25.7 | 24.3 | 22.9 | 21.5 | 20.2 | 18.9 | 17.5 | 16.2 | 14.8 |
| | 9.9% | 26.8 | 25.5 | 24.2 | 22.9 | 21.6 | 20.2 | 19.0 | 17.8 | 16.5 | 15.2 | 13.9 |
| | 10.4% | 25.3 | 24.0 | 22.8 | 21.6 | 20.4 | 19.1 | 17.9 | 16.7 | 15.5 | 14.2 | 13.0 |
| | 10.9% | 23.8 | 22.7 | 21.5 | 20.3 | 19.2 | 18.0 | 16.8 | 15.7 | 14.5 | 13.3 | 12.2 |
| | | Podział korzyści - część licencjodawcy | | | | | | | | | | |
| | | 45% | 42% | 39% | 36% | 33% | 30% | 27% | 24% | 21% | 18% | 15% |
| WACC BigPharma | 7.9% | 62.7 | 58.4 | 54.2 | 50.0 | 45.8 | 41.6 | 37.4 | 33.2 | 28.9 | 24.7 | 20.5 |
| | 8.4% | 59.3 | 55.3 | 51.3 | 47.3 | 43.3 | 39.3 | 35.3 | 31.3 | 27.4 | 23.4 | 19.4 |
| | 8.9% | 56.0 | 52.3 | 48.5 | 44.7 | 40.9 | 37.2 | 33.4 | 29.6 | 25.8 | 22.1 | 18.3 |
| | 9.4% | 53.0 | 49.4 | 45.8 | 42.3 | 38.7 | 35.1 | 31.6 | 28.0 | 24.4 | 20.9 | 17.3 |
| | 9.9% | 50.1 | 46.7 | 43.3 | 40.0 | 36.6 | 33.2 | 29.8 | 26.5 | 23.1 | 19.7 | 16.3 |
| | 10.4% | 47.4 | 44.2 | 41.0 | 37.8 | 34.6 | 31.4 | 28.2 | 25.0 | 21.8 | 18.6 | 15.4 |
| | 10.9% | 44.8 | 41.7 | 38.7 | 35.7 | 32.7 | 29.7 | 26.6 | 23.6 | 20.6 | 17.6 | 14.5 |

Źródło: szacunki PDM

Weryfikacja wyceny – „market comparables”

Weryfikacja tak poczynionych teoretycznych założeń odnośnie struktury przyszłej transakcji licencyjnej została dokonana poprzez zaawansowaną analizę transakcyjną. Referencyjną transakcją odzwierciedlającą realność przyjętych założeń odnośnie warunków przyszłej licencji jest transakcja zawarta na etapie II fazy badań klinicznych między MEI Pharma, a Presage Biosciences z września 2017 r. wg. informacji prasowej:

„Sep 5, 2017

*SAN DIEGO and SEATTLE, Sept. 5, 2017 /PRNewswire/ -- MEI Pharma, Inc. (Nasdaq: MEIP), an oncology company focused on the clinical development of novel therapies for cancer, today announced that it has entered into a license agreement with Presage Biosciences, Inc. for voruciclib, a clinical-stage, oral and selective cyclin-dependent kinase (CDK) inhibitor. Under the terms of the agreement, MEI Pharma receives exclusive worldwide rights to develop, manufacture and commercialize voruciclib. In exchange, Presage will receive near-term payments of **\$2.9 million** and additional potential payments of up to **\$181 million** upon the achievement of certain development, regulatory and commercial milestones. Presage will also receive **mid-single-digit tiered royalties** on the net sales of any product successfully developed.”*

Równocześnie obserwujemy na rynku bardzo silne trendy wskazujące na konserwatywność przyjętych założeń. Należy przy tym podkreślić, że na etapie II/III fazy badań klinicznych historycznie możliwe jest uzyskanie warunków transakcji obejmujących poziom royalty w zakresie 10-20% przychodów ze sprzedaży leku netto. Ewentualny potencjał zwiększenia atrakcyjności transakcji komercyjacyjnej, w przypadku wykazania nadzwyczajnej atrakcyjności posiadanych aktywów, jest więc bardzo duży. Potwierdzono więc realność (a nawet konserwatywizm) teoretycznie wyliczonych warunków hipotetycznej przyszłej transakcji.

Przeprowadzono kilka serii poszukiwań uzyskując dane o różnym poziomie szczegółowości. Dla grupy transakcji dotyczącej programów onkologicznych na etapie II fazy badań klinicznych wskazujących jako minimalnie jedno wskazanie nowotwór piersi, najbardziej kompleksowe (pełne) dane zebrano w poniższej tabeli:

Tabela 12: Transakcje porównywalne dla programów onkologicznych obejmujących nowotwory piersi

| Deal date | Phase at start | Project at signing mln \$ | Upfront mln \$ | Milestones mln \$ | Equity mln \$ | Royalty % |
|------------|----------------|------------------------------|-------------------|----------------------|------------------|------------------|
| 2003-07-23 | 2 | 114,5 | 4 | 100,5 | | 10% |
| 2004-04-07 | 2 | 148 | 10 | 138 | | |
| 2007-07-12 | 2 | 1127 | 75 | 652 | | double-digit |
| 2009-05-28 | 2 | 1176,25 | 140 | 1000 | | |
| 2009-12-20 | 2 | 430 | 20 | 370 | 10 | 15% |
| 2015-01-20 | 2 | 41,88 | 3,5 | 35 | 3,38 | |
| 2017-08-03 | 2 | 9,3 | 0,05 | 9,25 | | low single-digit |
| 2017-09-05 | 2 | 183,9 | 2,9 | 181 | | mid-single-digit |

Źródło: opracowanie własne BMC

Założone w wycenie royaltów na poziomie odpowiednio 7.73% i 7.88% dla programów GLG-805 (faza II w momencie planowanej komercjalizacji) i GLG-801 (faza III w momencie planowanej komercjalizacji) są całkowicie realistyczne. Podobnie nominalna wielkość oszacowanych płatności tytułem upfront payment oraz kamieni milowych (odpowiednio PLN 211m dla GLG-805 oraz PLN 125m dla GLG-801) są z bardzo dużym marginesem bezpieczeństwa zgodne z wartościami, które są notowane na rynku. Wg. powyższej analizy średnia łączna wielkość opłat tytułem samych kamieni milowych wynosi ponad miliard złotych. Należy jednak zaznaczyć, że wielkość ta, jakkolwiek teoretycznie możliwa do uzyskania w warunkach umowy, uwzględnia jednak także płatności np. zw. z innymi wskazaniami i w praktyce spodziewane rzeczywiste przepływy finansowe byłyby mniejsze.

Ostatnim etapem analizy była identyfikacja najnowszych trendów transakcyjnych (z ostatnich kilku miesięcy). Obserwujemy ciągłe ocieplenie klimatu wokół onkologicznych projektów rozwojowych, co wpływa na zwiększenie wiarygodności przyjętych założeń finansowych. Interesującą obserwacją jest zwiększenie ilości transakcji dotyczących obszaru Azji i Pacyfiku oraz wielkości płatności związanych z przekazaniem praw wyłącznych tylko dla tego obszaru. Dane te są podsumowane w poniższej tabeli:

Tabela 13: Transakcje porównywalne obrazujące najnowsze trendy rynkowe w onkologii

| Deal date | Phase at start | Geographic area | Indication | Projected at signing mln \$ | Upfront mln \$ | Royalty % |
|------------|----------------|------------------|------------|--------------------------------|---------------------|--------------|
| 2018-06-01 | 3 | Asia/Pacific | oncology | 386 | 40 | unknown |
| 2018-05-16 | 3 | Asia/Pacific | oncology | 1 | 1 | unknown |
| 2018-02-28 | 3 | Asia/Pacific | oncology | 7,56 | Payment Unspecified | unknown |
| 2018-04-18 | 3 | Asia/Pacific | oncology | 127 | 16 | unknown |
| 2018-04-17 | 3 | world (exl Asia) | oncology | 336 | 10 | unknown |
| 2018-02-13 | 3 | Asia/Pacific | oncology | 117,78 | 3,53 | unknown |
| 2018-02-02 | 3 | Asia/Pacific | oncology | 87,5 | 3 | unknown |
| 2018-01-08 | 3 | world (exl Asia) | oncology | 351 | | unknown |
| 2018-01-03 | 3 | world | oncology | 129 | 24 | unknown |
| 2018-04-09 | 2 | Asia/Pacific | oncology | 58,18 | Payment Unspecified | unknown |
| 2018-01-07 | 2 | Asia/Pacific | oncology | 133 | 10 | unknown |



Źródło: opracowanie własne BMC

Sprawozdanie finansowe

Tabela 16: GLG Pharma – wyniki finansowe 2016-2021E

| GLG - P&L (PLN m) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Przychody | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 21.7 | 10.5 |
| - zmiana rdr | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | -51% |
| Koszty operacyjne | 0.2 | 0.9 | 1.4 | 3.0 | 2.6 | 1.6 |
| - zmiana rdr | n.a. | n.a. | 48% | 117% | -14% | -39% |
| Pozostałe przychody (koszty) operacyjne | -0.2 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| EBIT | -0.4 | -0.9 | -1.4 | -3.0 | 19.1 | 9.0 |
| - zmiana rdr | n.a. | 143% | 60% | 117% | -733% | -53% |
| Amortyzacja | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.1 | 0.1 | 0.2 |
| EBITDA | -0.4 | -0.9 | -1.4 | -2.9 | 19.3 | 9.1 |
| - zmiana rdr | n.a. | 143% | 60% | 110% | -759% | -53% |
| Przychody (koszty) finansowe | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Zysk przed opodatkowaniem | -0.4 | -0.8 | -1.4 | -3.0 | 19.1 | 8.9 |
| - yoy change | n.a. | 116% | 69% | 116% | -728% | -53% |
| Podatek | 0.0 | 0.0 | -0.3 | -0.6 | 3.6 | 1.7 |
| Wynik netto | -0.4 | -0.8 | -1.1 | -2.5 | 15.5 | 7.2 |
| EPS (PLN) | -0.04 | -0.09 | -0.13 | -0.28 | 1.76 | 0.82 |
| - zmiana rdr | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | -53% |
| Bilans (PLN m) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | 2021E |
| Aktywa obrotowe | 0.2 | 1.1 | 4.2 | 1.7 | 17.1 | 24.3 |
| Środki pieniężne | 0.2 | 0.8 | 4.2 | 1.7 | 17.1 | 24.3 |
| pozostałe aktywa obrotowe | 0.0 | 0.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Aktywa trwałe | 13.4 | 14.8 | 15.0 | 15.1 | 15.2 | 15.2 |
| WNIP | 0.0 | 13.2 | 13.2 | 13.2 | 13.2 | 13.2 |
| Środki trwałe | 0.0 | 0.0 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.4 |
| pozostałe aktywa trwałe | 13.4 | 1.6 | 1.6 | 1.6 | 1.6 | 1.6 |
| AKTYWA RAZEM | 13.7 | 15.9 | 19.2 | 16.8 | 32.3 | 39.5 |
| Kapitał własny | 12.9 | 14.8 | 18.2 | 15.7 | 31.2 | 38.4 |
| udziały mniejszości | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Zobowiązania długoterminowe | 0.3 | 0.0 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| Długoterminowe kredyty i pożyczki | 0.0 | 0.0 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| pozostałe zobowiązania długoterminowe | 0.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Zobowiązania krótkoterminowe | 0.4 | 1.1 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 |
| zobowiązania z tytułu dostaw i usług | 0.1 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Krótkoterminowe kredyty i pożyczki | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| pozostałe zobowiązania krótkoterminowe | 0.2 | 0.9 | 0.9 | 0.9 | 0.9 | 0.9 |
| PASYWA RAZEM | 13.7 | 15.9 | 19.3 | 16.8 | 32.3 | 39.5 |
| Rachunek Przepływów (PLN m) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | 2021E |
| Wynik netto | -0.4 | -0.8 | -1.1 | -2.5 | 15.5 | 7.2 |
| Amortyzacja | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.1 | 0.1 | 0.2 |
| inne (wraz ze zmianą kapitału obrotowego) | 0.3 | -0.9 | 0.2 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Przepływy zd. Operacyjnej | -0.1 | -1.8 | -0.9 | -2.4 | 15.6 | 7.4 |
| Nakłady inwestycyjne | 0.0 | 0.0 | -0.2 | -0.2 | -0.2 | -0.2 |
| inne | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Przepływy zd. Inwestycyjnej | 0.0 | 0.0 | -0.2 | -0.2 | -0.2 | -0.2 |
| Zmiana zadłużenia | 0.0 | -0.3 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Wpływy z emisji akcji | 0.0 | 2.6 | 4.5 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Other | 0.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Przepływy zd. Finansowej | 0.3 | 2.3 | 4.6 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Środki pieniężne na koniec okresu | 0.2 | 0.8 | 4.2 | 1.7 | 17.1 | 24.3 |

Źródło: Szacunki PDM

Informacje końcowe

Podstawowe pojęcia

EBIT – wynik na działalności operacyjnej
EBITDA – wynik na działalności operacyjnej + amortyzacja
ROE – zwrot z kapitału własnego, liczony według formuły $\text{zysk netto} / \text{kapitał własny}$
ROA – zwrot z aktywów, liczony według formuły $\text{zysk netto} / \text{aktywa razem}$
WACC – średni ważony koszt kapitału
Dług netto – dług oprocentowany pomniejszony o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
CAGR – średnioroczny wzrost
EPS – zysk na akcje, liczony według formuły $\text{zysk netto} / \text{liczba akcji}$
DPS – dywidenda na akcje, liczony według formuły $\text{wyplacona dywidenda} / \text{liczba akcji}$
C/Z – wskaźnik wyceny przedsiębiorstwa, liczony według formuły $\text{kapitalizacja rynkowa} / \text{zysk netto}$
C/WK – wskaźnik wyceny przedsiębiorstwa, liczony według formuły $\text{kapitalizacja rynkowa} / \text{zysk netto}$
EV – wartość przedsiębiorstwa, teoretyczny koszt jego przejęcia, liczony według formuły $\text{kapitalizacja rynkowa} + \text{dług netto}$
EV/EBITDA – wskaźnik wyceny przedsiębiorstwa, liczony według formuły $\text{EV} / \text{zysk operacyjny} + \text{amortyzacja}$
EV/S – wskaźnik wyceny przedsiębiorstwa, liczony według formuły $\text{EV} / \text{przychody ze sprzedaży}$
CR – wskaźnik płynności bieżącej, liczony według formuły $\text{aktywa obrotowe} / \text{zobowiązania krótkoterminowe}$
QR – wskaźnik szybkiej płynności, liczony według formuły $\text{aktywa obrotowe} - \text{zapasy} / \text{zobowiązania krótkoterminowe}$
Marża EBIT – marża, liczona według formuły $\text{zysk operacyjny} / \text{przychody ze sprzedaży}$
Marża EBITDA – marża, liczona według formuły $\text{zysk operacyjny} + \text{amortyzacja} / \text{przychody ze sprzedaży}$
Marża brutto na sprzedaży – marża, liczona według formuły $\text{zysk brutto} / \text{przychody ze sprzedaży}$
Marża zysku netto – marża, liczona według formuły $\text{zysk netto} / \text{przychody ze sprzedaży}$
Rotacja zapasów w liczbie dni – pokazuje ile dni potrzebuje przedsiębiorstwo na sprzedaż i odnowienie poziomu zapasów, liczona według formuły $(\text{średni stan zapasów} / \text{przychody ze sprzedaży}) * 365$
Rotacja należności w liczbie dni – pokazuje, średnio po ilu dniach, środki pieniężne wynikające z należności trafiają do firmy, liczona według formuły $(\text{średni stan należności} / \text{przychody ze sprzedaży}) * 365$
Rotacja zobowiązań – pokazuje, średnio ile dni upływa w przedsiębiorstwie od momentu powstania zobowiązań do ich spłaty, liczona według formuły $(\text{średni stan zobowiązań} / \text{przychody ze sprzedaży}) * 365$

PDM S.A. wycenia akcje analizowanych spółek dwiema metodami wyceny: metodą DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych) i metodą porównawczą. Metoda DCF jest najpopularniejszą i najbardziej cenioną metodą wyceny. Opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez przedsiębiorstwo w celu ustalenia ich wartości bieżącej. Wadą metody DCF jest jej duża wrażliwość na przyjęte parametry i założenia odnoszące się do przyszłości, w szczególności przyszłe zyski i wartość rezydualna. Metoda porównawcza bazuje na mnożnikach spółek z grupy porównawczej, a co za tym idzie bardzo dobrze pokazuje bieżącą sytuację na rynku. Wadą wyceny przy użyciu metody porównawczej jest trudność w wyborze odpowiednich spółek do grupy porównawczej a także ryzyko polegające na nieprawidłowej wycenie porównywanych spółek przez rynek.

SYSTEM REKOMENDACYJNY

Kupuj – spółka fundamentalnie niedowartościowana. Uważamy, że w okresie ważności rekomendacji cena papieru wartościowego znacznie wzrośnie.

Trzymaj – spółka właściwie wyceniana przez rynek. Uważamy, że w okresie ważności rekomendacji cena papieru wartościowego powinna oscylować w granicach aktualnej ceny rynkowej.

Sprzedaj – spółka fundamentalnie przewartościowana. Uważamy, że w okresie ważności rekomendacji cena papieru wartościowego znacznie spadnie.

Rekomendacja zapada w dni jej zmiany (zapadnięcie poprzez zmianę), lub na dzień w którym upływa 12 miesięcy od dnia wydania rekomendacji (zapadnięcie poprzez osiągnięcie terminu ważności), w zależności, który z powyższych terminów okaże się wcześniejszy.

Zastrzeżenia

Niniejszy raport został przygotowany przez Polski Dom Maklerski S.A. z siedzibą w Warszawie (dalej PDM).
Zakończenie prac nad niniejszym raportem: 14 czerwca 2018 r., 7:25.

Dystrybucja niniejszego raportu: 14 czerwca 2018 r., 8:30.

Niniejszy raport stanowi rekomendację w rozumieniu przepisów „Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) nr 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów” i został sporządzony wyłącznie w celu informacyjnym.

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej ani doradztwa inwestycyjnego, o którym mowa w art. 76 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. 2014, poz. 94 z późn. zm.), porady prawnej lub podatkowej, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji inwestora. Żadne informacje ani opinie wyrażone w raporcie nie stanowią zaproszenia ani oferty kupna lub sprzedaży papierów wartościowych, o których mowa w niniejszym dokumencie. Wyrażane opinie inwestycyjne stanowią niezależne, aktualne opinie PDM. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z należytą starannością i rzetelnością. W raporcie wykorzystano publiczne źródła informacji tj. publikacje prasowe, publikacje branżowe, sprawozdania finansowe emitenta, jego raporty bieżące oraz okresowe, a także informacje uzyskane na spotkaniach i podczas rozmów telefonicznych z przedstawicielami emitenta przed dniem wydania raportu. Wymienione źródła informacji PDM uważa za wiarygodne i dokładne, jednak nie gwarantuje ich kompletności. Wszelkie szacunki i opinie zawarte w niniejszym raporcie stanowią ocenę PDM na dzień jego wydania.

PDM jest firmą inwestycyjną w rozumieniu Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. 2014, poz. 94 z późn. zm.).

Nadzór nad PDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego, Pl. Powstańców Warszawy 1, 00-950 Warszawa.

PDM, jego organy zarządcze, organy nadzorcze, ani pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za decyzje podjęte na podstawie raportu i zawartych w nim opinii inwestycyjnych oraz ich skutki. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie raportu ponoszą wyłącznie inwestorzy. Opracowanie jest przeznaczone do wyłącznego użytku własnego inwestorów – klientów detalicznych i profesjonalnych PDM. Żadna część raportu nie może być rozpowszechniana, reprodukowana lub przekazywana w jakiegokolwiek formie bez uprzedniej pisemnej zgody PDM.

Raport ten udostępniany jest w dniu jego wydania Klientom profesjonalnym i detalicznym, na podstawie Umowy Dystrybucji Usług Analitycznych przez PDM lub innej umowy zawierającej zobowiązanie PDM do udostępnienia rekomendacji na rzecz tych Klientów. Raport ten może być udostępniany innym Klientom PDM w terminach i na warunkach wskazanych przez Dyrektora Departamentu Analiz. Raport w skróconej wersji przekazywany jest do publicznej wiadomości nie wcześniej niż w piątym dniu po dacie pierwszego udostępnienia.

W PDM obowiązują regulacje wewnętrzne służące aktywnemu zarządzaniu konfliktami interesów, w których w szczególności określone zostały wewnętrzne rozwiązania organizacyjne i administracyjne oraz bariery informacyjne ustanowione w celu zapobiegania i unikania konfliktów interesów dotyczących rekomendacji. Szczególnym środkiem organizacyjnym jest stworzenie „chińskich murów”, czyli barier informacyjnych uniemożliwiających niekontrolowany przepływ informacji pomiędzy poszczególnymi jednostkami organizacyjnymi lub pracownikami PDM, którymi zostały rozdzielone poszczególne jednostki organizacyjne PDM. W uzasadnionych przypadkach PDM tworzy „chińskie mury” również w związku z realizacją określonego projektu. Ewentualne konflikty interesów dotyczące konkretnej rekomendacji, która jest dostępna publicznie lub dla szerokiego kręgu osób, są ujawnione w rekomendacji albo w dołączonym do niej dokumencie.

PDM wysyła raporty za pośrednictwem poczty elektronicznej lub udostępnia je za pośrednictwem oprogramowania wskazanego przez PDM, zgodnie z dyspozycją odbioru złożoną przez Klienta we właściwej umowie świadczenia usług maklerskich. PDM nie posiada żadnej długiej ani krótkiej pozycji netto przekraczającej łącznie 0,5% kapitału podstawowego emitenta w odniesieniu do spółki/spółek, których dotyczy niniejszy raport.

Poza wyżej wymienionymi przypadkami, pomiędzy PDM, analitykiem/analitykami przygotowującymi niniejszy raport a emitentem/emitentami papierów wartościowych, których dotyczy niniejszy raport nie występują jakiegokolwiek powiązania oraz okoliczności, co do których można w uzasadniony sposób oczekiwać, że będą miały negatywny wpływ na obiektywność Rekomendacji, z uwzględnieniem interesów lub konfliktów interesów, z ich strony lub ze strony jakiegokolwiek osoby fizycznej lub prawnej, dotyczących instrumentu finansowego lub emitenta.

PDM zawarł z analizowaną spółką umowę o prowadzenie usług w postaci sporządzania rekomendacji.

Historyczne rekomendacje dostępne na stronie www.polskidm.com.pl.

GLG - Historia rekomendacji

| Data wydania | Kierunek | Cena docelowa (PLN) | Cena w dniu wydania (PLN) |
|--------------|----------|---------------------|---------------------------|
| 10.04.2018 | Kupuj | 6.48 | 2.29 |

Rekomendacje PDM wydane w 2018 r.

| Kierunek rekomendacji | Ilość rekomendacji wydanych | % |
|-----------------------|-----------------------------|-----|
| Kupuj | 4 | 80% |
| Trzymaj | 1 | 20% |
| Sprzedaj | 0 | 0% |

Dział analiz

Polski Dom Maklerski

Krzysztof Kuper,
Makler papierów wartościowych
Tel. 696 305 208

Monika Franczak,
Makler papierów wartościowych
Tel. 607 775 006

Emil Popławski,
Makler papierów wartościowych
Tel. 609 777 386

dr inż. Karina Kwapiszewska

Paweł Demczuk
Dyrektor ds. sprzedaży
instytucjonalnej
Tel: 601 412 423



Polski Dom Maklerski S.A.

ul. Moniuszki 1A

00-014 Warszawa

www.polskidm.com.pl

Współpraca merytoryczna w zakresie
analiz rynku i konkurencji:



BM Consulting Sp. zo.o.

Ul. Sewerynow 6 lok 16

00-331 Warszawa

www.biotechmanagement.pl