

czwartek, 22 grudnia 2016 | raport analityczny

Polski Bank Komórek Macierzystych: kupuj (nowa)

BKM.PW; BKM.WA | Inne, Polska

Dywidenda z pępownicy

PBKM zajmuje się przechowywaniem komórek macierzystych pozyskiwanych w trakcie porodu z krwi pępownicy. Komórki takie wykorzystuje się w wielu schorzeniach hematologicznych (jak anemia czy białaczka), zaburzeniach metabolicznych i immunologicznych oraz w medycynie regeneracyjnej. Krew pępowa to alternatywne źródło komórek macierzystych do szpiku kostnego oraz embrionów. PBKM ma silną pozycję lidera w Polsce oraz czołową pozycję w Europie (z udziałem na poziomie 14%). Grupa posiada znaną markę FamiCord, dobrze rozwiniętą sieć dystrybucji, długoterminowe relacje ze środowiskiem medycznym. Inwestycja w akcje PBKM oferuje inwestorom rzadko spotykane na GPW połączenie defensywnego profilu, relatywnie małe uwrażliwienie na otoczenie polityczne oraz dywidendy (szacujemy DivYield'17 = 3,2%). Dodatkowo, prognozujemy dynamiczny wzrost wyników w kolejnych latach (CAGR EBITDA'16-19P = 17%), przy dobrej pozycji bilansowej (gotówka netto w całym okresie prognozy). Na bazie naszych prognoz i trzech metod wyceny wartość jednej akcji PBKM szacujemy na 70,00 PLN i wystawiamy zalecenie inwestycyjne kupuj.

Defensywny profil działalności

PBKM działa na rynku usług medycznych, mało wrażliwym na koniunkturę gospodarczą. Zwracamy uwagę na dość duży udział sprzedaży w modelu abonamentowym w porównaniu z konkurentami europejskimi, co w długim terminie jest mniej ryzykowne vs. przechowywanie większości próbek w modelu przedpłaconym (większa przewidywalność przepływów pieniężnych). Podkreślamy, że ok. 23% przychodów gotówkowych jest generowane na przechowywaniu próbek. Uznajemy tę część za przewidywalną ze względu na niski wskaźnik churn (poniżej 1%).

Potencjał do wypłaty dywidendy

Polityka dywidendowa Spółki przewiduje wypłatę do 50% skonsolidowanego zysku netto w formie dywidendy, co znalazło potwierdzenie w historii wypłat z ostatnich lat. W 2017 r. ze względu na dość niski cash flow operacyjny prognozujemy stopę wypłaty z zysku na poziomie 35% i wzrost tego parametru do 50% w ciągu dwóch lat. W naszych prognozach zakładamy osiągnięcie poziomu DYield = 7% w 2019 r., na co pozwalać będzie niska kapitałochłonność biznesu (CAPEX <4% przychodów) oraz dobra pozycja bilansowa (gotówka netto na koniec 2015 r. i w całym okresie prognozy).

Perspektywa wzrostu wyników

PBKM podwoił w ciągu ostatnich trzech lat ilość przechowywanych próbek i osiągnął pułap 123 tys. (w segmencie B2C). Zakładamy, że PBKM przekroczy pułap 200 tys. próbek w 2020 r., tj., rok później niż na chwilę obecną deklaruje Zarząd. Wzrostów spodziewamy się zwłaszcza (1) w Polsce ze względu na przeciętną obecnie penetrację usługami bankowania krwi, tj. 1-3%, napływ ludności do dużych miast, będących głównym rynkiem zbytu PBKM oraz bogacenie się społeczeństwa, oraz (2) w Turcji ze względu na najwyższy w Europie wskaźnik narodzin (aż 1 337 tys. rocznie) przy penetracji rynku < 1%. Dodatkowo, oczekujemy efektu dźwigni operacyjnej.

(mln PLN)	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody	85,0	104,8	125,7	140,1	154,7
EBITDA skorygowana	19,0	27,3	34,7	42,2	49,5
marża	22,4%	26,1%	27,7%	30,1%	32,0%
EBIT	12,0	15,4	29,9	36,1	43,3
Zysk netto	10,0	9,1	24,0	29,0	34,9
DPS	0,79	1,21	1,41	1,69	2,48
P/E	26,9	29,4	11,2	9,3	7,7
P/CE	20,3	19,7	9,3	7,6	6,5
P/BV	7,8	6,6	4,7	3,4	2,7
EV/EBITDA skor.	13,9	9,7	7,7	6,3	5,3
DYield	1,5%	2,2%	2,6%	3,1%	4,6%

Cena bieżąca	53,95 PLN
Cena docelowa	70,00 PLN
Kapitalizacja	255 mln PLN
Free float	124 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	0,61 mln PLN

Struktura akcjonariatu

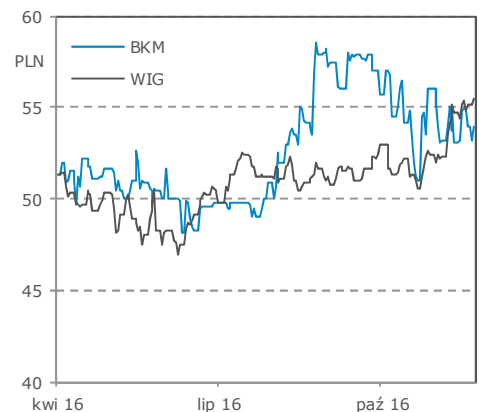
EVF I Investments	38,1%
Jakub Baran (CEO)	8,0%
Altus TFI	5,3%
Oskar Chejda	5,1%

Pozostali akcjonariusze 43,5%

Profil spółki

Grupa oferuje usługę pobierania i bankowania krwi pępownicy oraz sznura pępownego (w Polsce jako jedyny bank). PBKM prowadzi również działalność w zakresie przygotowywania produktów leczniczych zaawansowanej terapii komórkowej. PBKM operuje w 15 krajach Unii Europejskiej, w kilku krajach pod marką FamiCord. PBKM dysponuje 7 własnymi laboratoriami: 3 z nich znajdują się na terenie Polski, pozostałe na Węgrzech, w Rumunii, Hiszpanii oraz w Turcji.

Kurs akcji BKM na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
PBKM	70,00	-	kupuj	-

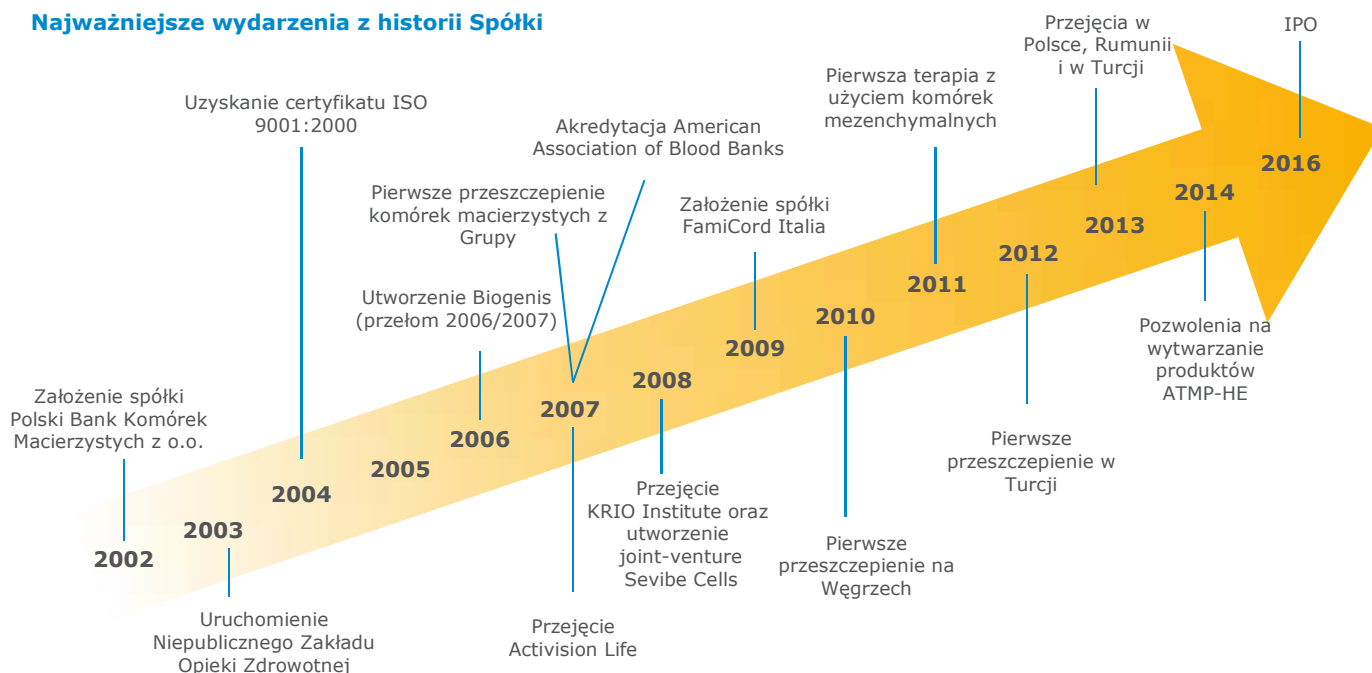
Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
PBKM	53,95	70,0	+29,7%

Analitik:

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl

Profil spółki

Najważniejsze wydarzenia z historii Spółki



Źródło: PBKM

Historia spółki

Polski Bank Komórek Macierzystych zajmuje się pozyskiwaniem i przechowywaniem komórek macierzystych z krwi pępowinowej wykorzystywanych głównie w hematologii i w medycynie regeneracyjnej. Podmiot został założony w 2002 r. Rok później PBKM uruchomił Niepubliczny Zakład Opieki Zdrowotnej „Polski Bank Komórek Macierzystych” z siedzibą w Centrum Zdrowia Dziecka w Warszawie. W 2006 r. w celu zapewnienia bezpieczeństwa przechowywania komórek macierzystych PBKM podpisał umowę z węgierską firmą KRIO w zakresie wzajemnego przechowywania komórek. W tym samym roku spółka stała się członkiem American Association of Blood Banks oraz rozpoczęła starania o uzyskanie akredytacji AABB niezbędnej do wykorzystywania gromadzonej krwi do przeszczepów na terenie USA. W 2007 r. spółka otrzymała powyższą akredytację, dzięki czemu stała się drugim bankiem krwi pępowinowej w Europie posiadającym dane uprawnienie. W tym samym roku PBKM jako pierwszy bank komercyjny w Polsce przekazał preparat krwi pępowinowej do przeprowadzenia przeszczepu w Klinice Transplantacji Szpiku Onkologii i Hematologii Medycznej we Wrocławiu.

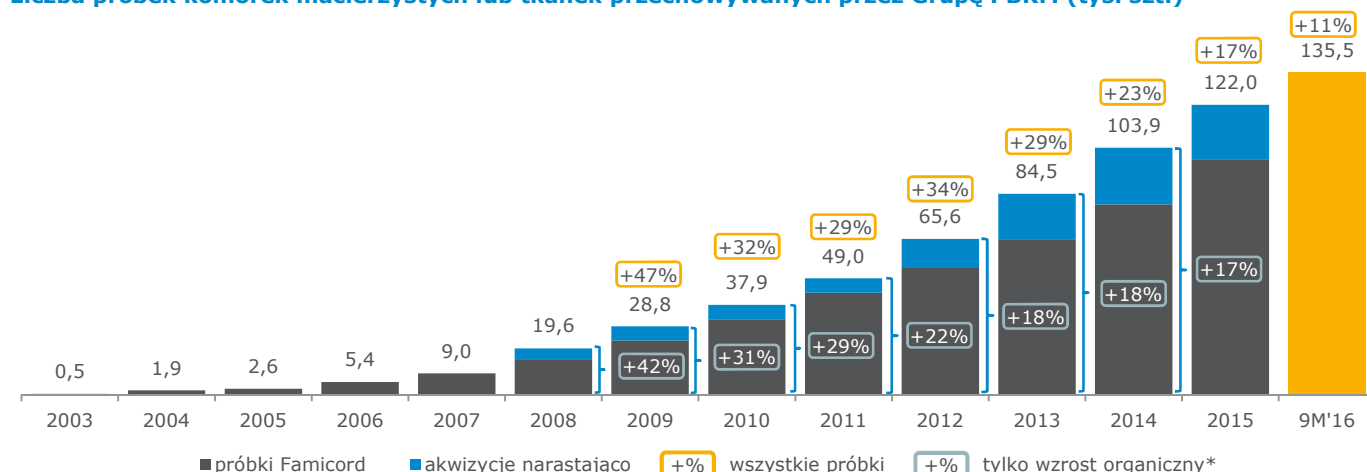
W 2009 r. kontrolę nad PBKM przejął fundusz private equity Enterprise Investors. Fundusz **objął 50,1% akcji za 18,1 mln PLN**. Skonsolidowane przychody PBKM w 2008 r. wyniosły prawie 20 mln PLN. PBKM w momencie inwestycji funduszu przechowywał 14 tys. próbek z rynku polskiego oraz dodatkowo 14 tys. próbek w innych krajach. W 2010 r. dokonano pierwszego przeszczepienia krwi pępowinowej na Węgrzech, a w 2012 r. w Turcji. W 2014 r. Grupa otrzymała sześć pozwoleń Głównego Inspektora Farmaceutycznego w Polsce na wytwarzanie produktów leczniczych terapii zaawansowanej w ramach wyłączenia szpitalnego.

Od 2006 roku spółka rozpoczęła realizację strategii ekspansji międzynarodowej.

Na przełomie 2006/2007 roku spółka współzałożyła rumuński podmiot Biogenis. Następnie w 2007 r. doszło do przejęcia łódzkiej firmy Activision Life działającej również na rynku estońskim. W tym samym roku PBKM objął pakiet udziałów hiszpańskiej spółki VidaCord z Madrytu, a rok później zawiązał joint venture Sevibe Cells z siedzibą w Barcelonie. W 2008 r. spółka przejęła KRIO, wówczas drugi pod względem wielkości bank krwi pępowinowej na Węgrzech, dzięki czemu uzyskała dostęp do rynków Chorwacji, Serbii, Macedonii oraz Bośni i Hercegowiny. W 2009 r. utworzono spółkę FamiCord Italia z siedzibą w Mediolanie działającą na rynku włoskim. W 2012 r. PBKM przejął kontrolę nad Sevibe Cells w Hiszpanii oraz Famicord Itali. PBKM założył także polski podmiot Cryoprofil oraz objął pakiet większościowy w rumuńskim Stemlab. Rok później PBKM wzmocnił pozycję w Rumunii (przejął 100% kontrolę nad Biogenis i Stemlab) oraz przejął turecką firmę Yasam Bankasi. PBKM w tym samym roku dokonał dalszej konsolidacji rynku polskiego przejmując bank komórek Longa Vita, a w 2014 r. dokonał także przejęcia polskiego podmiotu - Diagnostyka Bank Komórek Macierzystych.

Na koniec 3Q'16 PBKM osiągnął poziom **135,5 tys. przechowywanych próbek**, z czego 123,2 tys. stanowiły próbki klientów indywidualnych (model B2C). PBKM prowadzi także przechowywanie próbek dla innych banków (model B2B) oraz dla państwa na zlecenie Ministerstwa Zdrowia. Część próbek w tym modelu jest ufundowane przez PBKM.

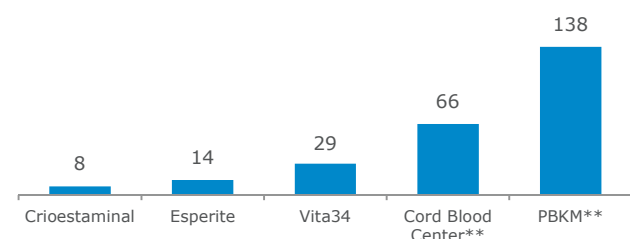
Liczba próbek komórek macierzystych lub tkanek przechowywanych przez Grupę PBKM (tys. szt.)



Źródło: PBKM; *nowe próbki pozyskane przez spółki Grupy w relacji do wszystkich próbek na koniec poprzedniego roku

Pod koniec 2015 roku w Europie najwięcej (spośród banków rodzinnych) próbek krwi pępowinowej lub tkanek do leczenia pacjentów dostarczył PBKM (138 terapii), który międzynarodowo działa pod marką Famicord. Liczba ta obejmowała terapie standardowe i eksperymentalne, m.in. stwardnienie rozsiane, urazy rdzenia kręgowego i wiele innych. Stanowi to źródło przewagi konkurencyjnej, gdyż buduje wiarygodność w oczach klientów.

Liczba przeprowadzonych terapii z wykorzystaniem komórek macierzystych w Europie*



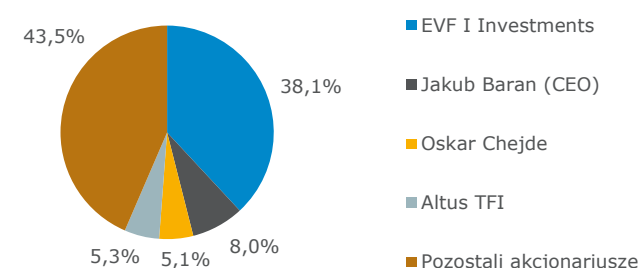
Źródło: PBKM, stan na koniec 2015 r.

*łącznie standardowe i eksperymentalne; Famicord to marka, pod którą działają spółki PBKM **CBC łącznie z Eurocord – bank publiczny, Famicord: krew pępowinowa oraz sznur pępowinowy, liczba dotyczy terapii z wykorzystaniem rodzinnych komórek oraz terapii eksperymentalnych

Akcjonariat

Kapitał zakładowy Polskiego Banku Komórek Macierzystych wynosi 2 367,4 tys. PLN i jest podzielony na 4 734 820 akcji o wartości nominalnej 0,50 PLN każda. Akcje nie posiadają uprzywilejowania co do głosu, ani co do dywidendy. Akcje zostały objęte i opłacone w pełni wkładem pieniężnym.

Akcjonariat PBKM



Źródło: PBKM

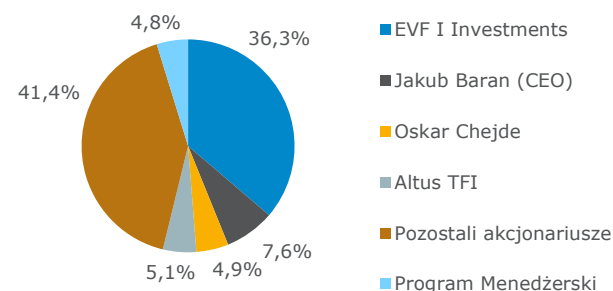
Program motywacyjny

PBK M uchwalił plan motywacyjny dla wyższej kadry kierowniczej na lata 2016-2019. Program zakłada **emisję 236 741 warrantów**, które mogą spowodować rozwodnienie akcjonariatu do 4,8% (w stosunku do wszystkich akcji po rozwodnieniu). Warranty będą przyznawane proporcjonalnie co roku, przy czym warrant nie objęte w danym roku będą pozostawały do dyspozycji RN (pula rezerwowa) i będą mogły zostać przyznane w kolejnych latach. Warranty zostaną przyznane jeśli zostaną spełnione następujące warunki:

- (1) w odniesieniu do 50% warrantów oferowanych w danym roku, Grupa PBKM osiągnie, wyznaczony przez RN do 31 marca danego roku, poziom zysku EBITDA,
- (2) w odniesieniu do pozostałych 50% warrantów oferowanych w danym roku, Grupa PBKM osiągnie 20% wzrost EPS R/R (z zastrzeżeniem, że jeśli wzrost będzie w przedziale 20-30%, to w kolejnym roku wystarczającym będzie osiągnięcie wzrostu EPS na poziomie stanowiącym różnicę pomiędzy wartością 20% a wysokością nadwyżki EPS ponad 20% osiągniętą w poprzednim roku, a z kolei jeśli w danym roku nastąpi wzrost EPS o więcej niż 30%, wówczas w kolejnym roku wystarczającym będzie wzrost wskaźnika EPS na poziomie 10%).

Cena emisyjna akcji w ramach programu jest równa cenie z IPO, czyli 47 PLN.

Akcjonariat PBKM z uwzględnieniem programu motywacyjnego*

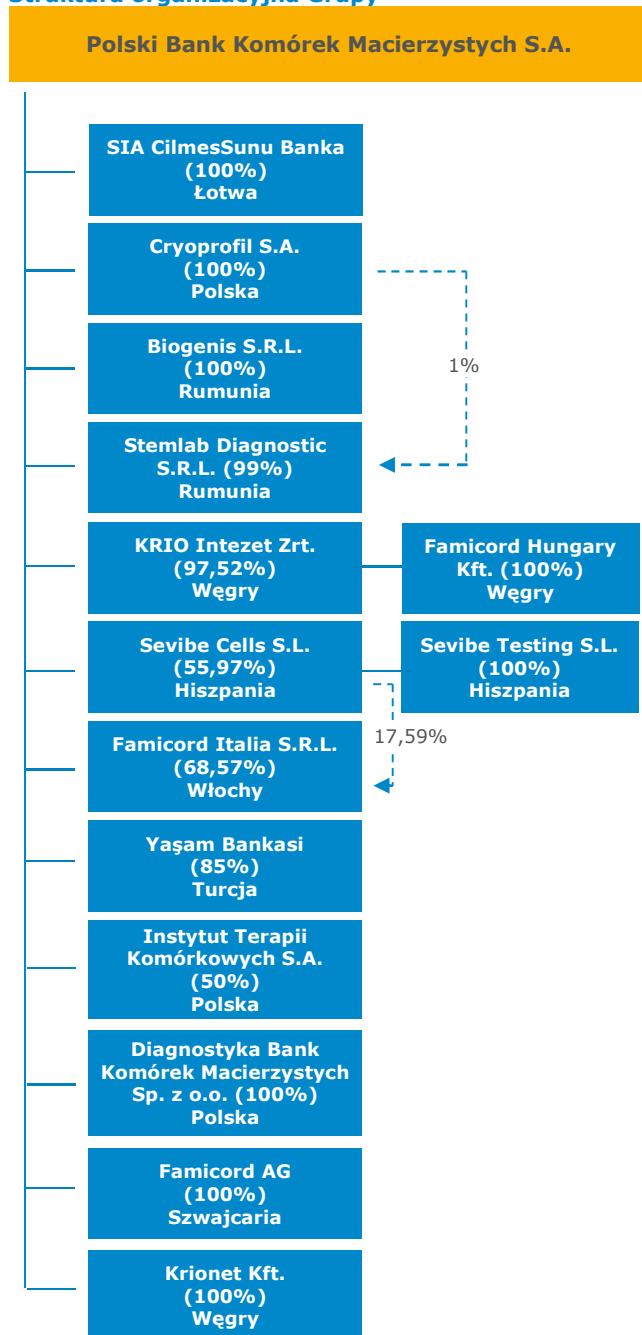


Źródło: PBKM; *zakładając maksymalną liczbę wyemitowanych akcji w ramach programu motywacyjnego

Struktura organizacyjna

W skład Grupy wchodzi jednostka dominująca Polski Bank Komórek Macierzystych S.A. oraz 14 spółek zależnych, w tym dwie pośrednio zależne.

Struktura organizacyjna Grupy



Źródło: PBKM

Produkty

Grupa w ramach swojej działalności oferuje usługę pobierania i bankowania krwi pępowinowej oraz krwi łożyskowej. Dodatkowo, PBKM oferuje usługę bankowania sznura pępowinowego (w tym w Polsce jako jedyny bank). PBKM prowadzi również działalność w zakresie przygotowywania produktów leczniczych zaawansowanej terapii komórkowej

Krew pępowinowa i komórki macierzyste

Krew pępowinowa to krew pozostała w pępowinie i łożysku po narodzinach dziecka, stanowiąca źródło komórek macierzystych wykorzystywanych do przeszczepień. Komórki macierzyste to pierwotne, niewyspecjalizowane komórki, posiadające olbrzymi potencjał do namnażania się oraz zdolność do przekształcania się w wyspecjalizowane komórki – wykorzystuje się je do odbudowy lub zastąpienia uszkodzonych komórek. Pobierając i przechowując krew pępowinową zyskuje się szansę na wykorzystanie jej w przyszłości w przypadku wystąpienia chorób wymagających przeszczepienia komórek macierzystych, które są obecnie wykorzystywane w leczeniu ok. 80 chorób (m.in. hematologicznych oraz onkologicznych). Rośnie również zainteresowanie ich wykorzystaniem w medycynie regeneracyjnej.

Sznur pępowinowy

Do niedawna traktowany był jako odpad medyczny. Jednak badania wykazały, że w tzw. galarecie Whartona (tkance wypełniającej wnętrze pępowiny) obecne są tzw. mezenchymalne komórki macierzyste, które obecnie można wykorzystać np. we wspomaganiu gojenia się ran. Wiąże się z nimi duże nadzieje na przyszłość: trwają badania dotyczące zastosowania tych komórek macierzystych **w leczeniu uszkodzonych kości oraz uszkodzeń chrząstki**. Do najważniejszych właściwości komórek ze sznura pępowinowego należą m.in.:

- możliwość różnicowania się w komórki nerwowe, mięśniowe, chrzęstne i kostne,
- zdolność do modyfikowania reakcji immunologicznych,
- łatwość zastosowania u osób obcych (brak konieczności badania zgodności tkankowej HLA).

Krew pępowinowa vs. inne źródła komórek macierz.

Komórki macierzyste znajdują się także, m.in. w szpiku oraz w krwi obwodowej. Przewagą komórek macierzystych z krwi pępowinowej nad komórkami macierzystymi szpiku czy krwi obwodowej jest, m.in. ich „**genetyczna młodość**”. Komórki macierzyste szpiku kostnego pobrane u dorosłego człowieka są w pewnej mierze obciążone oddziaływaniem niekorzystnych czynników z jego życia (np. choroby, promieniowanie UV, starzenie się czy substancje chemiczne, takie jak: używki, chemia przemysłowa itp.). Komórki macierzyste krwi pępowinowej są zamrażane, więc nie podlegają takim oddziaływaniom. Po spreparowaniu i zamrożeniu krew pępowinowa jest dostępna od razu w przypadku potrzeby jej przeszczepienia. Do przewag należy także nieinwazyjne pobranie, niskie ryzyko zakażenia oraz łatwiejszy dobór do przeszczepienia. Źródłem komórek macierzystych są też embriony, jednak ich użycie jest nieakceptowalne etycznie w wielu środowiskach, w tym nie akceptuje go Kościół Katolicki. Obecnie komórki macierzyste tłuszczu wykorzystuje się z tzw. zabiegu lipofilingu w dermatologii estetycznej. Zabieg polega na wypełnianiu ubytków tkanki podskórnej i redukowaniu oznak starzenia się za pomocą autologicznego przeszczepu tkanki tłuszczowej z komórkami macierzystymi. Do źródeł komórek macierzystych należą także inne tkanki, m.in. tkanka nerwowa lub jelitowa, a także zęby (w warunkach laboratoryjnych udało się już odtworzyć ząb zwierzęcy z komórek macierzystych pobranych z miazgi zęba), jednak w takich przypadkach główną trudność sprawia ich preparatyka (na etapie wydzielenia komórek macierzystych od reszty pobranej substancji). Zwracamy uwagę, że PBKM jest uczestnikiem konsorcjum badającego (w ramach projektu Strategmed) jakiego rodzaju komórki tłuszczowe należy pozyskiwać i podawać pacjentom.

Porównanie głównych rodzajów komórek macierzystych

	Embriony	Krew pępowinowa lub sznur pępowinowy	Szpik lub krew obwodowa
Metoda i łatwość pobrania	Pochodzą z zarodków – w wielu krajach metoda nieakceptowalna etycznie	Pobranie nieinwazyjne, z pępowiny po narodzinach dziecka	Procedura w znieczuleniu ogólnym lub przygotowanie farmakologiczne
Potencjał komórek	Komórki toti- lub pluripotencjalne mogą się przekształcać we wszystkie typy komórek organizmu	Komórki multipotencjalne, mogą przekształcać się we wszystkie typy komórek w obrębie danego listka zarodkowego, np. mogą dać początek komórkom szpiku, krwi lub mięśni	Komórki unipotencjalne, mogą się przekształcać w komórki narządów, z których pochodzą
Dostępność do przeszczepienia	Komórki muszą zostać specjalnie wyhodowane z zarodków	Komórki pobrane czekają na biorcę	Biorca czeka na dawcę i jego komórki
Wymagana zgodność w ukt. HLA* pomiędzy biorcą a dawcą	b.d.	Łatwa – wystarczy 4 na 6	Bardzo trudna – wymagane 9 na 10
Możliwość pobrania		Tylko raz w życiu	Teoretycznie przez całe życie
Dostępna ilość		Ograniczona ilością pobraną podczas porodu	Nieograniczona (w długim okresie)

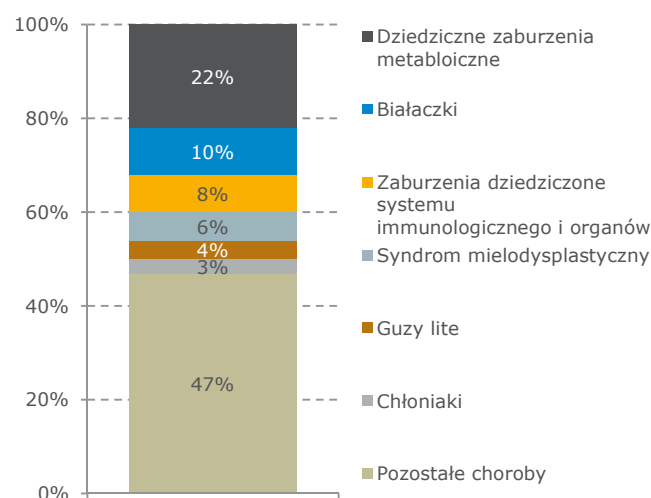
Źródło: PBKM; *zgodność HLA wymagana jest w przypadku zastosowań z obszaru hematologii. W przypadku komórek mezenchymalnych, np. ze sznura pępowiny nie bada się zgodności HLA

Ograniczeniem krwi pępowinowej jest relatywnie niewielka liczba komórek macierzystych w jednostce krwi pępowinowej. Dlatego też prowadzone są intensywne badania nad optymalizacją hodowli i namnażaniem tych komórek ex vivo oraz nad możliwością łączenia krwi pępowinowej od różnych dawców.

Zastosowanie komórek macierzystych

Największą grupą chorób leczonych przy pomocy komórek macierzystych są **dziedziczne zaburzenia metaboliczne**. Wielkość ta stanowi ok. 22% zastosowań komórek macierzystych krwi pępowinowej w leczeniu pacjentów. Na drugim miejscu znajdują się **białaczki** (ok. 10%) oraz zaburzenia dziedziczne systemu immunologicznego i organów (ok. 8%). W przypadku białaczki, nie można stosować leczenia z wykorzystaniem krwi pępowinowej osoby leczonej ze względu na możliwe występowanie w niej mutacji DNA.

Struktura rutynowych zastosowań komórek macierzystych krwi pępowinowej w leczeniu (globalnie)



Źródło: PBKM

Komórki macierzyste wykorzystywane są w regeneracji/odtworzeniu uszkodzonych procesem chorobowym narządów, np.: w oparzeniach skóry, w udarach mózgu, uszkodzeniach rdzenia kręgowego, w cukrzycy, przeszczepach wątroby czy dystrofiach

mięśniowych. Lista chorób w leczeniu, których wykorzystuje się komórki macierzyste z krwi pępowinowej wciąż się wydłuża. Obecnie prowadzone są intensywne badania kliniczne nad wykorzystaniem komórek macierzystych w leczeniu, m.in.: cukrzycy typu I, choroby Alzheimer, mózgowego porażenia dziecięcego, choroby Parkinsona, stwardnienia rozsianego czy choroby Crohna.

Wybrane choroby możliwe do leczenia za pomocą przeszczepu krwi pępowinowej

	Rodzaj schorzenia
Hematologiczne	Neutropenia autoimmunologiczna
	Anemia Fanconiego
	Anemia hipoproliferyjna
	Pancytopenia
	Młodzieńcze zapalenie skórno-mięśniowe
Onkologiczne	Aplazja układu czerwonych krwinek
	Ostra białaczka limfoblastyczna
	Ostra białaczka mieloidalna
	Choroba Hodgkina (ziarnica złośliwa)
	Zespoły mielodysplastyczne
Metaboliczne	Adrenoleukodystrofia
	Choroba Gauchera
	Choroba Krabba
	Choroba Niemann-Picka
	Choroba Wolmana
	Metachromatyczna leukodystrofia
	Mukopolisacharydoza typu II i III
	Choroba Taya-Sachsa
	Zespół Maroteaux-Lamy
	Mukopolisacharydoza
Niedobory immunologiczne	Ataksja-teleangiectazja
	Ciężki złożony niedobór odporności (SCID)
	SCID z niedoborem deaminazy adenozykowej
	Hipogammaglobulinemia
	Zespół Wiscotta-Aldricha
	Zespół DiGeorga
	Zespół Kostmanna
	Zespół nagich limfocytów
	Zespół Omenna

Źródło: www.pbkm.pl

Pierwszy raz krew pępowinowa została pomyślnie wykorzystana do przeszczepu u dziecka z niedokrwistością Fanconiego w 1988 roku. Szacuje się, że tylko do 2015 r. w Polsce przeprowadzono kilkadziesiąt, a na całym świecie ok. 35 tys. transplantacji z zastosowaniem krwi pępowinowej. Dzięki stosowaniu krwi pępowinowej liczba przeprowadzonych przeszczepień z każdym rokiem rośnie.

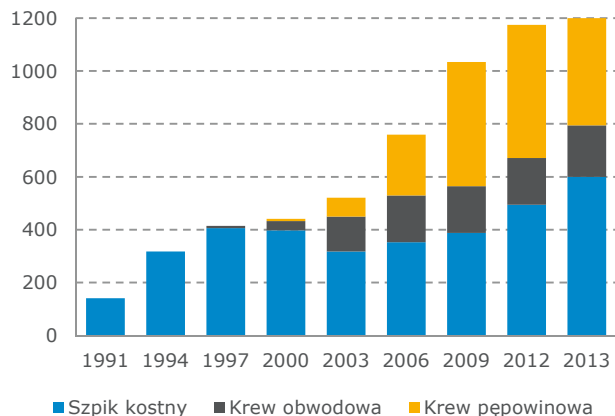
Zestawienie wybranych przeszczepień krwi pępowinowej przechowywanej przez PBKM

Rok	Wskazanie	Źródło komórek	Wiek biorcy	Miejsce przeszczepienia
2007	Neuroblastoma	rodzeństwo	8	Wrocław
2008	m.in. encefalopatia	własne	1,5	Warszawa
2009	Zespół mielodysplastyczny	rodzeństwo	5	Lublin
2010	Ostra białaczka limfoblastyczna	rodzeństwo	2	Miskolc (Węgry)
2011	Histiocytoza	rodzeństwo	3	Poznań
2011	Przewlekła choroba ziarniniakowa	rodzeństwo	7	Wrocław
2013	Ciężka anemia aplastyczna	rodzeństwo	7	Wrocław
2013	Ostra białaczka szpikowa	rodzeństwo	2,5	Poznań
2015	Ostra białaczka limfoblastyczna z linii limfocytów T	rodzeństwo	b.d.	Wrocław

Źródło: PBKM

Prawdopodobieństwo użycia komórek macierzystych rośnie z wiekiem. Około 80% zastosowań ma miejsce u osób dorosłych. Szacuje się, że **prawdopodobieństwo wykorzystania komórek macierzystych w ciągu całego życia wynosi ok. 1%.**

Przeszczepienia wg źródeł komórek, USA (pacjenci pediatryczni)

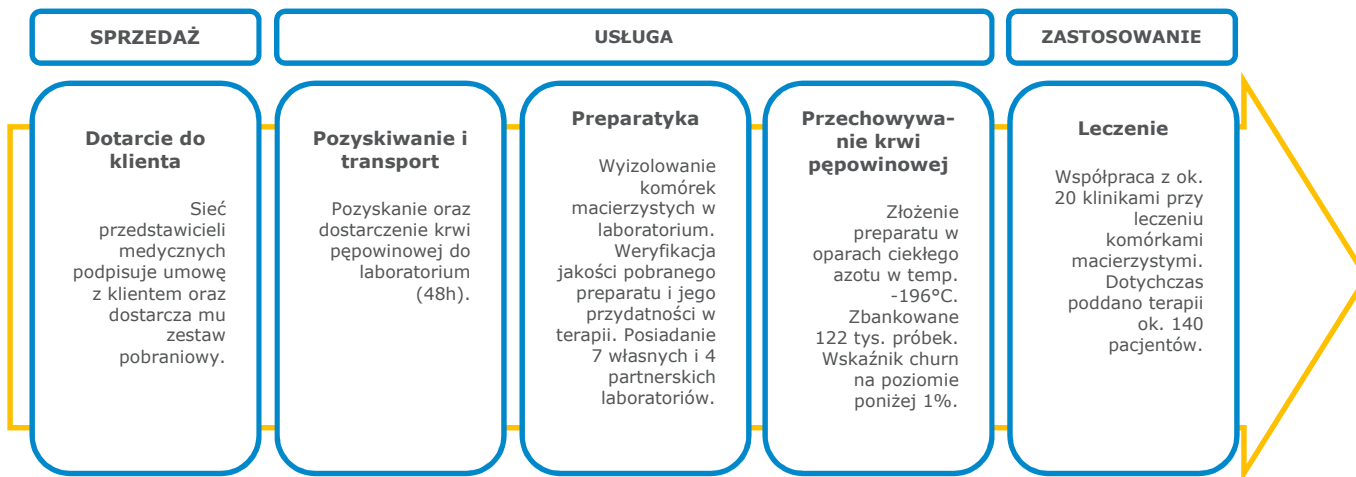


Źródło: National Marrow Donor Program 2012, Parent's Guide to Cord Blood Foundation, Bone Marrow Transplantation 2015

Model biznesowy

Model biznesowy PBKM opiera się na 5 podstawowych elementach: (1) dotarciu do klienta, (2) pozyskiwaniu i transporcie próbek, (3) preparatyce, (4) przechowywaniu oraz (5) leczeniu.

Model biznesowy PBKM



Źródło: Dom Maklerski mBanku

PBKM dociera do klienta przez sieć przedstawicieli medycznych, którzy po pozytywnej decyzji klienta podpisują z nim umowę. Często o możliwościach bankowania krwi rodzice są też informowani przez lekarzy prowadzących ciążę, położne i w szkołach rodzenia. **Część personelu medycznego jest wynagradzana za taką edukację, pomimo że nie zawsze osobiście uczestniczą w pozyskaniu próbki krwi pępowinowej lub tkanek.**

Zestaw pobraniowy PBKM



Źródło: PBKM

W celu zdeponowania krwi dziecka w okresie ciąży rodzice podpisują umowę z PBKM oraz wnoszą opłatę wstępną. Następnie otrzymują zestaw pobraniowy, który przekazują położnej bezpośrednio przed porodem. Pozyskiwanie próbki odbywa się w szpitalu bezpośrednio po porodzie. Wówczas zestaw pobraniowy jest rozpakowywany, a następnie pobierana jest krew pępowinowa. **Na tym etapie PBKM współpracuje na podstawie umowy o współpracę podpisaną z położną, lekarzem, bądź bezpośrednio**

ze szpitalem. Pobranie krwi pępowinowej następuje po uprzednim odpięciu dziecka, poprzez nakłucie naczynia krwionośnego sznura pępowiny i pobraniu pozostawionej w popodzie krwi. Pobierane jest ok. 70 ml krwi pępowinowej, co statystycznie **pozwala przeprowadzić terapię osobie ważącej do 40 kg w przypadku biocy autologicznego i do 30 kg w przypadku biocy allogenicznego** (prowadzone są obecnie badania nad metodami namnażania komórek macierzystych, w przypadku osób ciężkich stosuje się kilka porcji krwi jednocześnie lub łączy próbkę komórek macierzystych z krwi pępowinowej z komórkami macierzystymi z innych źródeł). Jest to zabieg całkowicie bezpieczny zarówno dla matki jak i dziecka. Następnie krew pępowinowa przesyłana jest przez firmę kurierską do laboratorium PBKM. Pobranie sznura pępowiny również przeprowadzane jest w trakcie porodu. Po pozyskaniu krwi przez wykwalifikowany personel medyczny, sznur pępowiny jest odcinany, pakowany, a następnie przesyłany do laboratorium PBKM. Badania naukowe wskazują, że komórki macierzyste krwi pępowinowej są najbardziej żywotne do 24 godzin od chwili pobrania, stąd dostęp do laboratorium jest ważnym elementem każdego banku komórek macierzystych. PBKM kładzie nacisk na skracanie czasu od pobrania do preparatyki do 12 godzin. W laboratorium specjalistyczny personel poddaje krew pępowinową (i łożyskową) preparatyce i zamrożeniu w warunkach umożliwiających długotrwałe przechowywanie. Preparatyka polega na oddzieleniu komórek macierzystych od osocza, erytrocytów i innych substancji, a następnie umieszczeniu ich w worku mroziowym i zamknięciu w specjalnej kasce. Zwracamy uwagę, że krew w ok. 4-5% próbek jest zakażona, jednak nie dyskwalifikuje to jednoznacznie próbki (komórki z krwi mogą być podawane łącznie z antybiotykiem) dlatego też ponad 97% próbek jest zakwalifikowanych do przechowywania. Następnie preparat zostaje zamrożony i umieszczony w specjalistycznym kriostacie w oparach ciekłego azotu w temp. -196°C. Komórki macierzyste z krwi pępowinowej mogą być przechowywane przez specjalistyczny bank przez ponad 50 lat. Grupa FamiCord posiada 7 własnych laboratoriów (w tym 2 klasy GMP i 3 z akredytacją AABB). Ponadto, PBKM korzysta z laboratoriów partnerskich zlokalizowanych,

m.in.: w Polsce, Szwajcarii, USA i w Niemczech. Naszym zdaniem główną przewagą konkurencyjną modelu biznesowego PBKM jest na chwilę obecną szeroka sieć szpitali współpracujących (w tym sieć lekarzy i położnych współpracujących) oraz własne laboratoria. Jednak gros pobrań krwi pępowinowej w Polsce przeprowadzane jest w miastach powyżej 100 tys. osób (szacujemy, że więcej niż 75% pobrań PBKM), a personel medyczny i szpitale nie mają umowy na wyłączność z PBKM. Stąd, naszym zdaniem w przypadku pojawienia się istotnej konkurencji, może dojść do obniżenia się rentowności prowadzonego biznesu PBKM.

Laboratorium PBKM



Źródło: PBKM

Grupą docelową PBKM są rodzice spodziewający się dziecka (w Polsce jest ok. 400 tys. narodzin rocznie, w Europie ok. 5 mln – bez Turcji). PBKM, oprócz działań sprzedażowo-marketingowych, prowadzi edukację klientów. Na ten element szczególnie mogą wpływać pracownicy ochrony zdrowia (lekarz, położna, szkoły rodzenia), którzy przekazują informacje do rodziców o możliwości skorzystania z takiej usługi. Według rezolucji Parlamentu Europejskiego **każda kobieta spodziewająca się dziecka powinna być poinformowana o usłudze bankowaniu krwi pępowinowej, nie ma jednak takiego obowiązku**. Obowiązek taki funkcjonuje w niektórych stanach w USA.

Sieć szpitali współpracujących

Jedną z przewag konkurencyjnych PBKM jest szeroka sieć dystrybucji. PBKM współpracuje z ok. 1 100 szpitali w Europie, w tym z 450 szpitalami w Polsce.

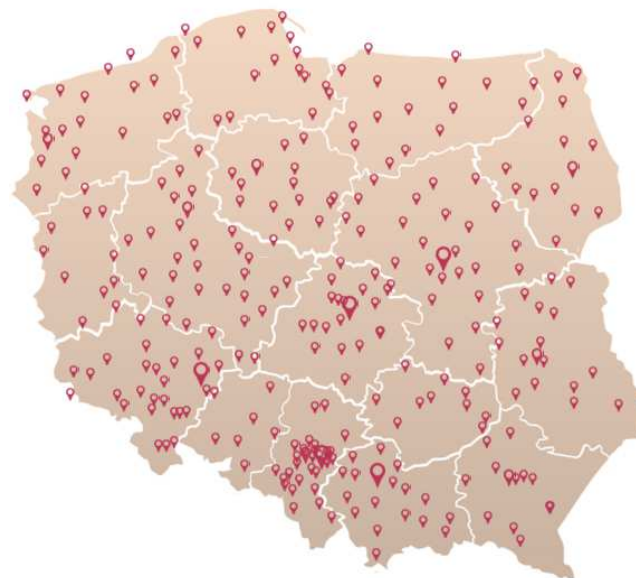
Szpitaly współpracujące z grupą Famicord

Kraj	Liczba szpitali (w przybliżeniu)*
Polska	450
Turcja	275
Rumunia	100
Hiszpania	150
Węgry	75
Włochy	50
Łotwa	15
Pozostałe	35

Źródło: PBKM; *liczbę wszystkich szpitali położniczych w Europie szacuje się na ok. 100 szpitali na 10 mln mieszkańców

Na większości rynków PBKM ma już odpowiednio rozwiniętą sieć szpitali, a w Turcji i Hiszpanii będzie zwiększać sieć współpracujących szpitali.

Zasięg działania PBKM w Polsce



Źródło: PBKM

Laboratoria PBKM

PBKМ posiada własne, lokalne laboratoria, co jest o tyle ważne, że klient darzy większym zaufaniem przechowywanie próbek w kraju zamieszkania niż poza granicami kraju. Dodatkowo dzięki bliskiej lokalizacji zwiększa się bezpieczeństwo pobranych komórek (im szybciej komórki trafią do laboratorium, tym lepiej) oraz maleją koszty transportu. Lokalne laboratoria są również lepiej postrzegane przez władze lokalne. Dodatkowo PBKM umożliwia klientowi wybór kraju przechowywania materiału. PBKM dysponuje 7 własnymi laboratoriami. 3 z nich znajdują się na terenie Polski, pozostałe na Węgrzech, w Rumunii, Hiszpanii oraz w Turcji. Ponadto PBKM współpracuje z 4 laboratoriami partnerskimi m.in. w Szwajcarii, USA, Niemczech oraz w Polsce. Stanowi to istotny czynnik przewagi konkurencyjnej (konkurencja europejska dysponuje przeważnie 1-2 laboratoriami).

Banki publiczne i rodzinne

Bank komórek macierzystych może mieć charakter publiczny lub prywatny. **Publiczny bank działa podobnie jak państwowe rejestry dawców szpiku**, przechowuje krew osób niespokrewnionych, a oddający zrzekają się prawa do próbek. Po pobraniu krwi określa się typ układu antygenów HLA, aby krew można było wykorzystać do przeszczepienia. Informacje są później przechowywane w komputerowych rejestrach, z których korzystają kliniki transplantologiczne i laboratoria przeprowadzające dobór przed przeszczepieniem. Korzystając z ich usług pacjent nie ponosi żadnych kosztów związanych z pobraniem i przechowywaniem. Koszty te pokrywa fundator, którym najczęściej jest państwo. **W Polsce na koniec 2014 r. banki publiczne przechowywały ponad 4 tys. próbek (w tym 3 tys. próbek jest przechowywane przez PBKM)**. Zwracamy uwagę, że z punktu widzenia kliniki transplantologicznej dostęp do próbki przechowywanej w banku prywatnym jest darmowy, chociaż refundacja jest przyznawana. Bank rodzinny (prywatny) – przechowuje krew na zlecenie rodziców ponoszących koszty związane z procedurą pobrania, preparowania i przechowywania

komórek. Komórki te mogą służyć również w przypadku wystąpienia choroby u osoby spokrewnionej. Banki publiczne działają w większości krajów europejskich. Banki działają na zasadzie ogólnodostępnych rejestrów. W razie potrzeby próbka z danego banku publicznego może być przetransportowana do transplantacji w innym kraju. Ośrodek, który wykorzystuje próbkę, płaci opłatę na rzecz banku publicznego, który wydał taką próbkę. Zwracamy uwagę, że w krajach takich jak Francja i Włochy funkcjonują praktycznie tylko banki państwowe (we Włoszech pobrane próbki przez bank rodzinny można przechowywać jedynie zagranicą). **Naszym zdaniem brak rozwiniętego, publicznego banku komórek w Polsce korzystnie wpływa na rozwój PBKM na rynku polskim (brak alternatywy).**

Banki publiczne vs. prywatne

	Banki publiczne	Banki rodzinne
Cel przechowywania	Transplantacja dla niespokrewnionych osób	Transplantacja dla dziecka, jej/jego rodzeństwa, rodziny
Własność porcji	Fundator – zwykle państwo	Dziecko lub jego rodzina
Decyzja dot. użycia	Lekarz	Lekarz
Technologia	Jednakowa	Jednakowa
Koszt pozyskania i przechowywania	Państwo	Rodzina
Koszt dostępności porcji do transplantacji	Pokrywany zwykle przez ubezpieczenie, w UE: 10-25 tys. EUR, w USA: 25-40 tys. USD	Brak
Użycie w terapii	Bazowe	2-3 krotnie większe indywidualne prawdopodobieństwo użycia w terapii
Ryzyko odrzutu	Tak	Dla dziecka – nie, dla rodzeństwa – tak

Źródło: PBKM

Produkty zaawansowanej terapii komórkowej (ATMP-HE)

Na podstawie specjalnego pozwolenia (w ramach wyłączenia szpitalnego) od 2014 roku Grupa wytwarza dodatkowo produkty zaawansowanej terapii komórkowej oparte na komórkach mezenchymalnych (komórki z galarety Whartona, z których powstają wszystkie rodzaje tkanek łącznych, kostnych, chrzęstnych, mięśniowych), pozyskiwanych ze sznura pępowinowego. Znajdują one zastosowanie w eksperymentalnym leczeniu chorób, przy których zawodzi leczenie farmakologiczne. Działalność ta pod względem operacyjnym nie ma związku z rodzinnym bankowaniem krwi pępowinowej, stanowi jednak szybko rosnące i wysokomarżowe źródło przychodów dodatkowych. Materiał pozyskiwany jest od dawców ze szpitali, którzy nie zdecydowali się na bankowanie rodzinne i oddają krew pępowinową honorowo. Działalność ta stanowi istotną przewagę konkurencyjną ze względu na bariery wejścia w tym obszarze na rynek (konieczność uzyskania pozwolenia farmaceutycznego, wiążącego się ze znaczącym zainwestowaniem w laboratoria). Dotyczy to szczególnie Europy Zachodniej, gdzie otrzymanie pozwolenia farmaceutycznego jest trudniejsze. Na ten moment Grupa nie jest w stanie zaspokoić popytu na te usługi. Jednakże planowana rozbudowa laboratorium w Warszawie znacznie zwiększy efektywność spółki w tym obszarze. Tylko w Polsce szacowany popyt uwzględniający zdolności finansowe pacjentów wynosi kilka tysięcy osób rocznie. PBKM powołał, m.in. z Uniwersytecie Warmińsko-Mazurskim spółkę Instytut Terapii Komórkowych, która ma rozpocząć leczenie pacjentów z wykorzystywaniem produktów leczniczych terapii zaawansowanej.

Liczba nowych pacjentów poddanych terapiom eksperymentalnym z wykorzystaniem komórek macierzystych od Grupy

	Do 2012	2013	2014	2015
Liczba pacjentów	5	6	11	96

Źródło: PBKM

Strategia

Celem strategicznym PBKM jest wzrost liczby bankowanych próbek. **Grupa chce osiągnąć poziom 200 tys. do końca 2019 r. w segmencie B2C (vs. 109 tys. na koniec '15), co implikuje wzrost o średnio 21 tys. próbek rocznie (CAGR=16%).** PBKM zakłada, że gros wzrostu próbek będzie pochodzić z rynków strategicznych i zakłada, że kluczem do osiągnięcia wzrostu jest zwiększenie penetracji usługi bankowania komórek. W tym celu Grupa będzie koncentrować się na działalności edukacyjnej klientów. Ważnym elementem budowy wizerunku PBKM będzie rosnące wykorzystanie liczby zastosowań komórek macierzystych.

Rynek

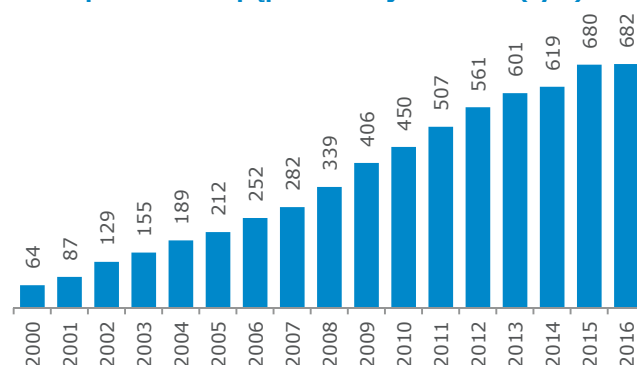
Według raportu Grand View Research w 2014 roku wielkość rynku komórek macierzystych łącznie z sektorem publicznym wyniosła **5 mld USD**. Szacuje się, że w latach 2015-2022 rynek usług bankowania komórek macierzystych będzie rósł o wskaźnik CAGR na poziomie **11% i do 2022 roku osiągnie wartość 12,5 mld USD**. Najważniejszymi czynnikami sprzyjającymi rozwojowi rynku usług bankowania są, m.in.:

- zwiększenie zastosowania komórek macierzystych z krwi pępowinowej w leczeniu coraz większej liczby chorób,
- zwiększenie świadomości społeczeństwa na temat korzyści związanych z szerokim dostępem do usług bankowania,
- wsparcie władz rządowych w badaniu i testach klinicznych przeprowadzanych na komórkach macierzystych krwi pępowinowej.

Z drugiej strony czynnikami hamującymi wzrost rynku są rygorystyczne wymogi prawne, wysokie koszty składowania i gromadzenia próbek oraz ryzyko braku przydatności przechowywanego materiału. Z danych wynika, iż największy udział w światowym rynku usług bankowania przypada na Amerykę Północną. Głównie powiązane jest to z obecnością wielu prywatnych graczy na rynku oraz wysoką świadomością społeczeństwa na temat korzyści płynących z usługi. Drugi co do wielkości rynek stanowi Europa, charakteryzująca się wysokimi wydatkami na opiekę zdrowotną oraz szeroką świadomością społeczeństwa w zakresie dostępnych usług. Obecnie wyzwaniem dla dalszego rozwoju tego rynku są ograniczenia w tworzeniu prywatnych banków w niektórych krajach, takich jak Francja czy Włochy. Trzecie i czwarte miejsce w udziale rynku zajmują kolejno Azja i Pacyfik oraz pozostałe kraje. W latach 2015-2022 największe tempo wzrostu przewidywane jest dla rynku Azji i Pacyfiku, głównie dzięki krajom rozwijającym się takim jak Chiny, Indie i Hongkong. Miało to związek ze zwiększeniem nakładów w sektorze opieki zdrowotnej w rosnących inwestycjach globalnych graczy.

Szacuje się, że na świecie funkcjonuje obecnie ok. 160 publicznych banków posiadających ok. 682 tys. jednostek gotowych do użytku publicznego oraz ok. 200 banków prywatnych bankujących 4 mln próbek krwi pępowinowej lub tkanek do użytku rodzinnego. Z danych organizacji BMDW (Bone Marrow Donor Worldwide) zrzeszającej 58 banków dawców komórek hematopoetycznych z 43 krajów oraz 39 banków krwi pępowinowej z 21 krajów wynika, że w ciągu ostatnich 5 lat łączna liczba bankowanych próbek na świecie wzrosła o ponad 51% osiągając na koniec 2015 roku wielkość 680 tys. jednostek. Dla porównania w Polsce w publicznych bankach zmagazynowano jedynie 3,68 tys. porcji krwi pępowinowej. Większość próbek jest przechowywana przez PBKM (dane Poltransplant i PBKM). Według BMDW na koniec stycznia 2016 roku w publicznych bankach zarejestrowanych było ok. 682 tys. próbek komórek macierzystej krwi pępowinowej (tj. wzrost o ok. 10% R/R).

Liczba próbek krwi pępowinowej w BMDW (tys.)



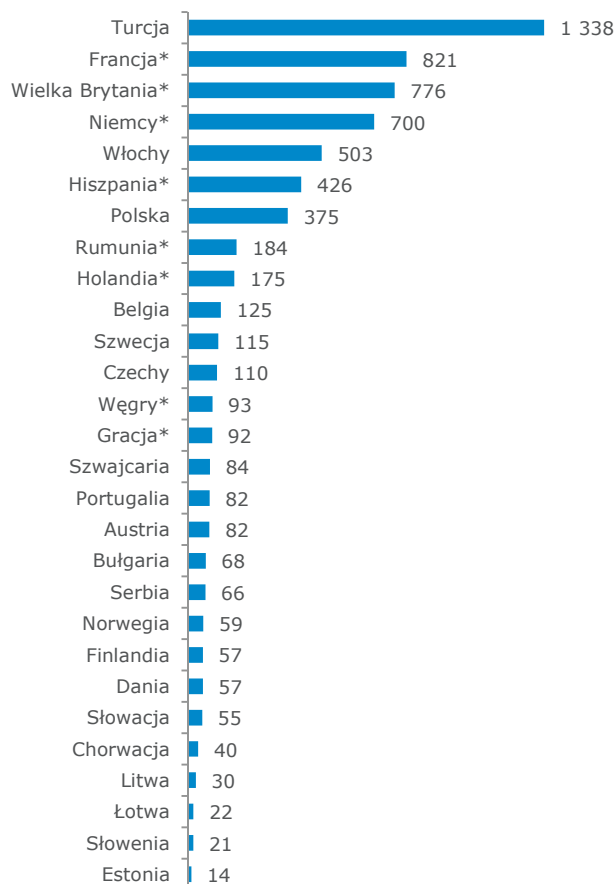
Źródło: BMDW

Wielkość rynku bankowania krwi zależy przede wszystkim od dwóch czynników: **liczby urodzeń na danym rynku oraz penetracji usługi**.

Liczba urodzeń

Turcja zajmuje pierwszą pozycję pod względem nominalnej liczby urodzeń w Europie. Na kolejnych pozycjach są kolejno: Francja, Wielka Brytania, Niemcy, Włochy oraz Hiszpania. Największy potencjał PBKM widzi w Turcji, a także w Hiszpanii oraz w Polsce.

Liczba narodzin w krajach europejskich w 2014 (tys.)



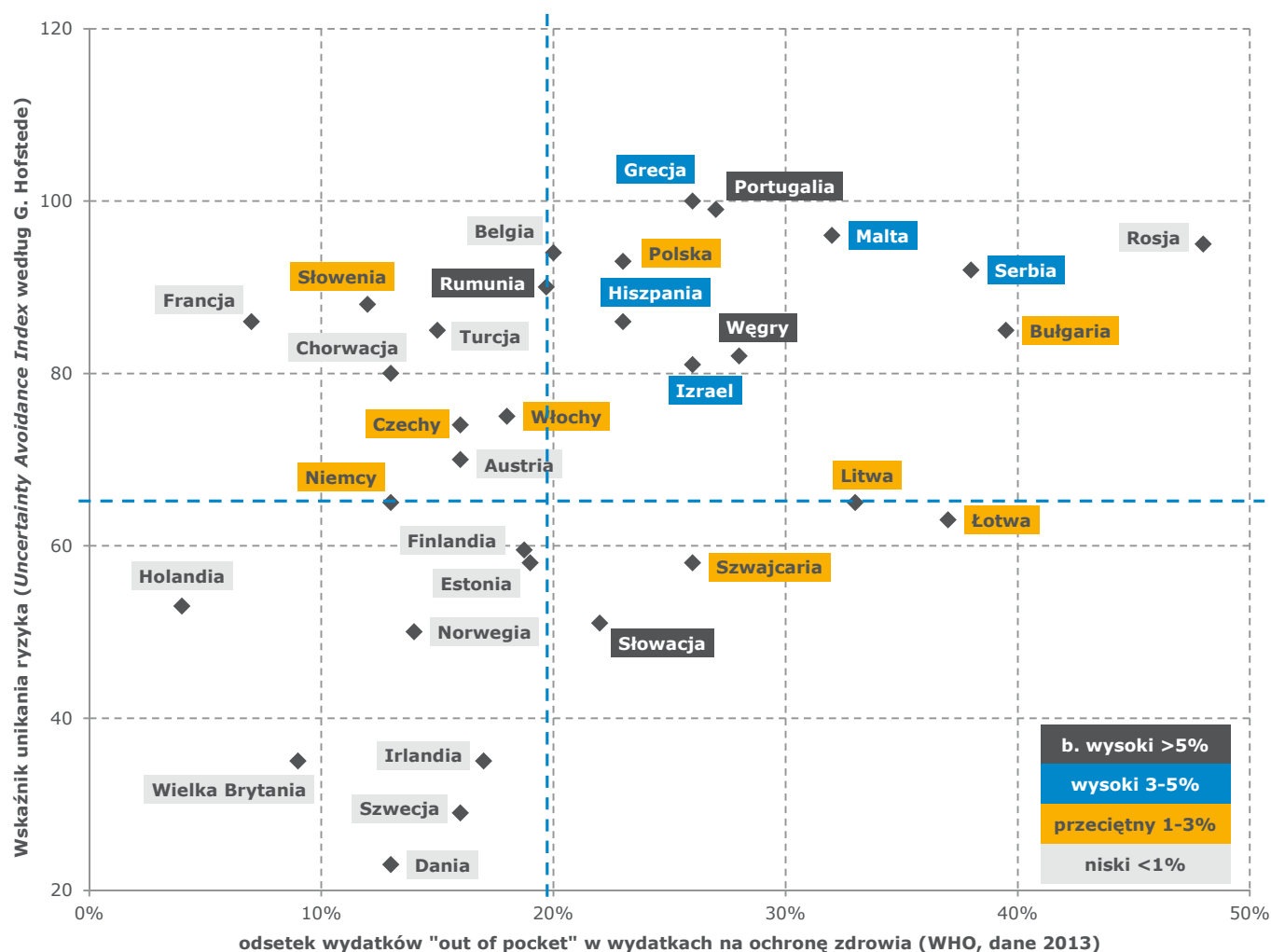
Źródło: Eurostat, *prognoza

Penetracja rynku

Dwa czynniki mają związek ze stopniem penetracji usługami bankowania komórek macierzystych. (Penetracja jako stosunek liczby porodów z bankowaniem krwi do wszystkich porodów). Są to: **odsetek wydatków na nierefundowane usługi medyczne** z przeciętnego portfela pacjenta (czym mniejsza, tym pacjent jest mniej chętny do korzystania z dodatkowych usług medycznych) oraz **wskaźnik unikania ryzyka**. Wśród krajów charakteryzujących się niskim wskaźnikiem penetracji bankowania rodzinnego krwi znajdują się, m.in.: kraje skandynawskie (Szwecja, Dania, Norwegia,

Finlandia), Wielka Brytania, Irlandia oraz Holandia. Poziom penetracji w tych krajach nie przekracza 1%. W krajach tych społeczeństwo oczekuje od państwa zapewnienia opieki zdrowotnej na odpowiednim poziomie. Ponadto, ze względu na wysokie podatki płacone przez obywateli, społeczeństwo nie odczuwa potrzeby dopłacania na opiekę prywatną. W krajach tych występuje lepiej rozwinięta publiczna służba zdrowia i mniej rozwinięta prywatna opieka zdrowotna. Z kolei w krajach, takich jak: Grecja, Portugalia, Malta, Węgry, Rumunia czy Hiszpania poziom penetracji rynku jest wysoki (powyżej 5%), mamy do czynienia często z odwrotną sytuacją.

Stopień penetracji rynków

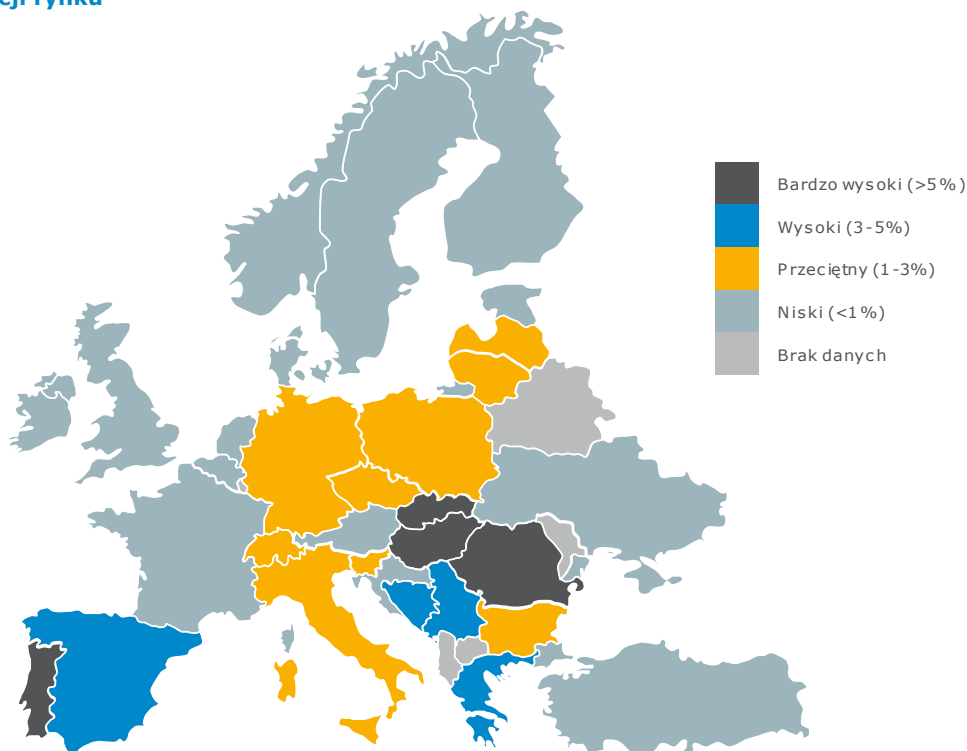


Źródło: PBKM, WHO, the hofstede centre (<http://geert-hofstede.com/>)

Średni poziom penetracji rynku dla Europy wynosi 2%, podczas gdy w Stanach Zjednoczonych poziom ten wynosi średnio 3-4%. W Europie liczba nowych umów na pobranie krwi rośnie wolniej niż w USA. Z kolei średnia penetracja dla **Hongkongu i Tajwanu wynosi 10%, zaś dla Singapuru aż 22%.** Jest to związane przede wszystkim z silną korelacją z terapiami eksperymentalnymi, których w Azji przeprowadza się zdecydowanie najwięcej. Zwracamy uwagę, że w niektórych krajach w praktyce zakazano prywatnego bankowania komórek macierzystych. Przykładem kraju

niestosującym bankowania rodzinnego jest Francja, gdzie choć nie ma w tym kraju formalnego zakazu bankowania rodzinnego, to żaden prywatny bank licencji na bankowanie jeszcze nie otrzymał. Z kolei we Włoszech funkcjonuje specjalny przepis, normujący iż krew pępowinową można pobrać na cele rodzinne, ale nie można jej przechowywać ani preparować na terenie Włoch. Pobraną próbkę należy zatem wywieźć poza granice kraju. Niektóre prywatne banki omijają ten przepis stawiając laboratoria w San Marino bądź w graniczącej Szwajcarii.

Poziom penetracji rynku

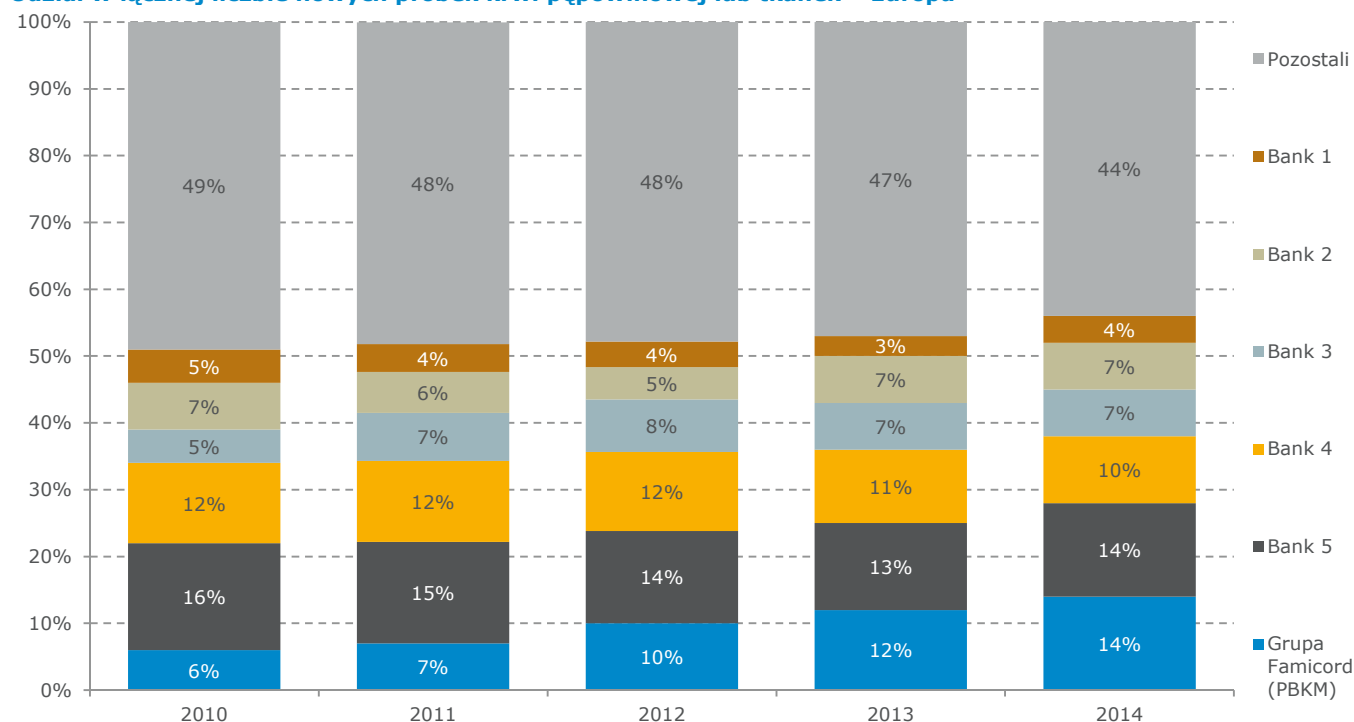


Źródło: penetracja rynku: szacunki PBKM

Rynki działalności PBKM

PBKM od lat zajmuje silną pozycję w łącznej liczbie nowych próbek krwi pępowinowej lub tkanek. **W ciągu ostatnich 5 lat spółka podwoiła swój udział w rynku europejskim z 6% do ponad 14% na koniec 2014 roku.** Obejmuje to również przejęcia, ale przede wszystkim wzrost organiczny.

Udział w łącznej liczbie nowych próbek krwi pępowinowej lub tkanek – Europa



Źródło: PBKM; *udział w liczbie nowo pozyskanych próbek krwi pępowinowej lub tkanek

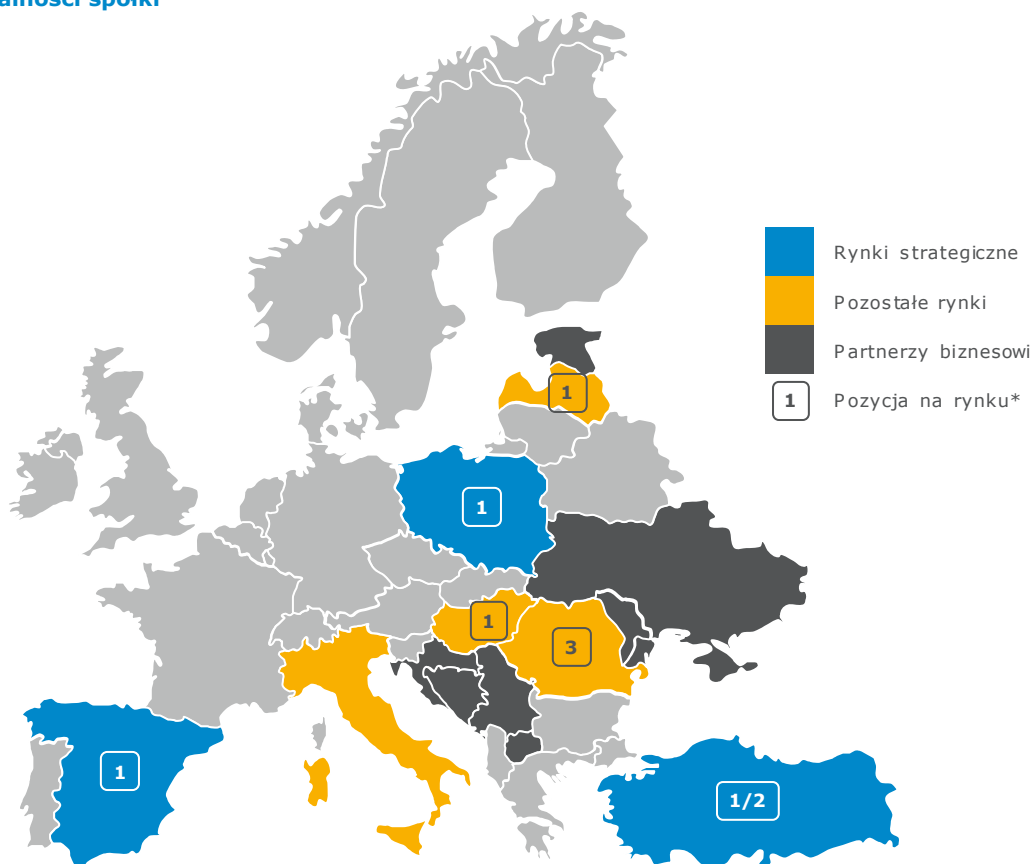
PBKM prowadzi działalność w 15 krajach Unii Europejskiej, w kilku krajach pod marką FamiCord (posiada spółki w 8 krajach, a w kolejnych 7 przez banki partnerskie), który świadczy usługi dla innych podmiotów (model B2B). Grupa dzieli rynki ze względu na potencjał do dalszych wzrostów na:

- **rynki strategiczne (Polska, Hiszpania i Turcja),**
- **rynki pozostałe (Węgry, Włochy, Rumunia i inne).**

W 2015 r. 70% nowych próbek pochodziło z rynków strategicznych, a 30% z rynków pozostałych. Rynek w Polsce był przez ostatnie lata i nadal jest **mocno skonsolidowany**. PBKM działa w Polsce przez dwie spółki (pod trzema różnymi markami: Polski Bank Komórek Macierzystych, LongaVita i Diagnostyka Bank Komórek Macierzystych). PBKM ma w Polsce największy udział w

rynku wśród wszystkich krajów, na terenie których prowadzi działalność. **Udział sięga ok. 85%, co implikuje pozycję bardzo silnego lidera.** W Hiszpanii Grupa działa przez spółkę Sevibe i zajmuje pierwszą pozycję rynkową z udziałem na poziomie ok. 20% (na tym rynku działa ok. 17 banków). Z kolei w Turcji PBKM działa przez spółkę Yasam Bankasi i ma pozycję lidera/vicelidera z udziałem na poziomie 20%. W Turcji działa ok. 10 banków, przy czym koncentrują one działalność na terenie największych miast. Dodatkowo, Turcja jest krajem o ogromnym potencjale wzrostu penetracji ze względu na największą liczbę urodzeń w Europie (1,3 mln). Na Węgrzech i na Łotwie PBKM ma pozycję nr 1, a w Rumunii pozycję nr 3. Na pozostałych rynkach PBKM działa poprzez partnerów biznesowych.

Obszar działalności spółki

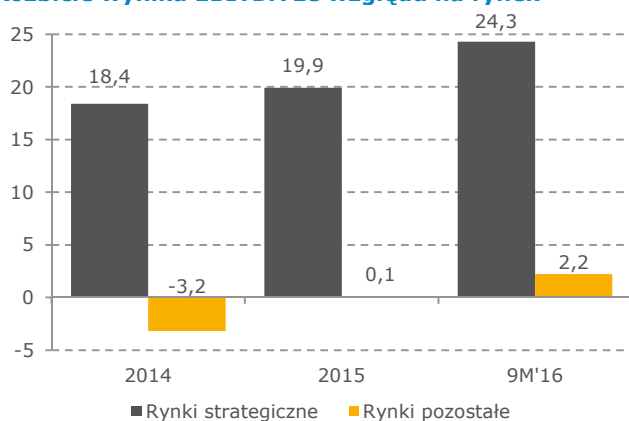


Źródło: PBKM; *udział w liczbie nowo pozyskanych próbek krwi pępowinowej lub tkanek

W 2015 r. 72% nowych próbek pochodziło z rynków strategicznych, a 28% z rynków pozostałych. Rynki strategiczne generują gros obrotów: w 9M'16 wygenerowały 77,6 mln PLN, tj. 81% przychodów. Wynik EBITDA zaraportowany przez PBKM dla rynków strategicznych był na poziomie 24,3 mln PLN, tj. 91% całego wyniku. Zwracamy także uwagę na inną dynamikę obrotów: w ciągu 9M'16 przychody ze sprzedaży na rynkach strategicznych były 29% wyższe R/R vs. 11% wzrost dla rynków pozostałych. Zwracamy uwagę, że w 2015 r. rynki strategiczne nie wygenerowały zysku EBITDA, a w 2014 r. wykazały stratę na linii EBITDA rzędu 3,2 mln PLN, przy czym w 2013 r. generowały jeszcze 33% wyniku EBITDA. Znaczne pogorszenie się obrotów i wyniku w 2014 r. na rynkach pozostałych wiąże się ze zdarzeniem jednorazowym, tj. z wydaniem niekorzystnych interpretacji dot. podatku VAT przez węgierski urząd podatkowy. Grupa opłaciła podatek, wcześniej korzystała ze zwolnień. PBKM zdecydował się na niepodnoszenie cen, ze względu na dość

dużą konkurencją (ceny brutto pozostały takie same). **Stąd, ze względu na fakt, że (1) spółka nie osiąga istotnych wyników na rynkach pozostałych, (2) PBKM rozpoczął działalność w Turcji dopiero w 2013 r., (3) a w 2015 r. zaraportował niewielki zysk w wysokości 0,4 mln PLN przypisany do mniejszości (co naszym zdaniem może być przypisane w dużej części do hiszpańskich spółek), (4) rynek hiszpański jest mocno konkurencyjny, gdyż działa tam blisko 20 banków, a konkurencja wykazuje straty finansowe (np. Esperite), sądzimy że gros wyniku netto PBKM jest generowane przez spółkę matkę.**

Rozbicie wyniku EBITDA ze względu na rynek



Źródło: PBKM

Konkurenci europejscy PBKM

Głównymi konkurentami PBKM na rynku europejskim są (zwracamy uwagę, że część spółek podaje tylko próbki krwi pępowinowej, a część próbki krwi i tkanek stąd dane nie są w pełni porównywalne):

- Esperite (Cryo-Save) spółka globalna działająca głównie na terenie Hiszpanii, Włoch i Węgier, nie posiada klientów abonamentowych, bankuje ok. 268 tys. porcji krwi i tkanek, rozwija obecnie segment testów diagnostycznych, przychód w 2014 r. wyniósł 27,6 mln EUR, a strata na linii EBITDA w 2014 r. była na poziomie 0,56 mln EUR,
- Vita 34 – pierwszy rodzinny bank w Europie, ma niski udział klientów abonamentowych, przechowuje ok. 120 tys. porcji krwi i tkanek, przychody w 2014 r. wyniosły 15,2 mln EUR, EBITDA 2,8 mln EUR,
- Cord Blood Center (CBC) – monopolista na rynku Czech i Słowacji, dodatkowo działa na Węgrzech i w Rumunii, bankuje ok. 135 tys. porcji krwi i tkanek, działa głównie w modelu abonamentowym,
- Future Health – brytyjska grupa, działająca globalnie w 58 krajach, działa tylko w modelu pre-paidowym, przechowuje ok. 100 tys. porcji krwi i tkanek.

Głównych konkurentów rynku europejskiego cechuje przede wszystkim odmienny model biznesowy oparty w znacznej mierze na modelu pre-paidowym, który naszym zdaniem w długiej perspektywie jest bardziej ryzykowny niż model abonamentowy (próbka przechowywana w modelu abonamentowym generuje stabilny i przewidywalny cash flow w przeciwieństwie do próbki bankowanej w modelu przedpłaconym, która po pierwszym roku generuje jedynie koszty dla banku). Model pre-paidowy ogranicza też rozwój na nowych rynkach ze względu na mniejszą przewidywalność w generowaniu przepływów gotówkowych.

Transakcje M&A

W ostatnim czasie zaobserwowaliśmy dużą aktywność M&A banków komórek macierzystych, co pokazuje potencjał sektora. W czerwcu 2015 r. Cord Blood Registry z USA, największy bank komórek macierzystych na świecie z przychodami rzędu 126 mln USD i zyskiem EBITDA na poziomie 24,2 mln USD (dane dla 2014 r.) oraz liczbą przechowywanych próbek rzędu 600 tys., został przejęty przez Amag Pharmaceuticals za kwotę ok. 700 mln USD. **Wskaźnik EV/EBITDA'14 dla transakcji estymowany jest na 15x, cena za próbkę wyniosła ok. 1,2 tys. USD (Cord Blood Registry przechowuje większość próbek w modelu abonamentowym).** Z kolei w

styczniu 2016 r. pakiet większościowy (65,4%) China Cord Blood Corporation, największego prywatnego banku chińskiego, z liczbą próbek > 300 tys., przychodami na poziomie 102 mln USD oraz EBITDA rzędu 46 mln USD (dane za 2015 r.), został sprzedany do Nanjing Xijiekou Department Store. **Wskaźnik transakcyjny EV/EBITDA'15 szacowany jest na 15x.**

Kluczowe ryzyka dla wyceny i prognoz

Ryzyko pojawianie się konkurencji

Grupa PBKM posiada pozycję lidera, monopolisty na rynku polskim oraz silne pozycje na pozostałych rynkach (nr 1 w Hiszpanii, nr 1 na Węgrzech i na Łowie, nr 3 w Rumunii i pozycja lidera Turcji). Wejście konkurencji na rynek polski lub wzmocnienie walki konkurencyjnej w pozostałych krajach może doprowadzić do pogorszenia się wyników finansowych. Uważamy, że **ryzyko jest największe w przypadku Polski, gdzie grupa kontroluje 85% rynku.** Bariery wejścia na rynek dla konkurentów z know-how w zakresie bankowania i preparatyki komórek macierzystych oceniamy jako relatywnie niskie: potencjalny konkurent musi zadbać o nawiązanie relacji ze szpitalami w Polsce oraz z personelem medycznym (położnymi i lekarzami). Jeśli ¾ pobrań PBKM odbywa się w ¼ polskich szpitali z największych miast (nasze szacunki), to **potencjalna konkurencja relatywnie szybko może zreplikować siatkę współpracujących placówek na polskim rynku, zwłaszcza że szpitale nie mają interesu w podpisywaniu umów na wyłączność z PBKM.** W przypadku wejścia konkurencji na rynek polski, nowy gracz, aby szybko zdobyć rynek prawdopodobnie zaoferuje z jednej strony konkurencyjne ceny, a z drugiej wyższe stawki dla personelu medycznego za edukację klientów i pobrania. W tym przypadku rentowność wyników PBKM w Polsce ulegnie znacznemu pogorszeniu. Zarząd w momencie sporządzania raportu nie ma wiedzy na temat konkurencji zainteresowanej wejściem na polski rynek.

Ryzyko koncentracji wyniku

Sądzymy, że w ramach całej Grupy PBKM Polska odpowiada za przeważającą część osiągniętych wyników (wskazuje na to (1) brak istotnych wyników na rynkach pozostałych, (2) relatywnie krótki czas działania na rynku tureckim, (3) niewielki zysk w wysokości 1,0 mln PLN (w 2015r.) przypisany do mniejszości (co naszym zdaniem może być przypisane w dużej części do hiszpańskich), (4) silna konkurencja na wszystkich rynkach poza Polską. Stąd sądzymy, że **wyniki finansowe nie są zdywersyfikowane geograficznie**, co rodzi ryzyko. Zwracamy jednak uwagę, że Zarząd spodziewa się wzrostu wyników z rynku hiszpańskiego w najbliższych latach.

Ryzyko regulacyjne

Zmiana przepisów regulujących działalność PBKM (w tym przepisów podatkowych, czego przykładem są zmiany w interpretacji dot. podatku VAT na Węgrzech i w Polsce) może istotnie przełożyć się na wyniki finansowe. Ponadto, podmioty regulujące rynek i ich postanowienia mogą negatywnie wpłynąć na PBKM.

Ryzyko na rynku hiszpańskim

W listopadzie 2016 roku hiszpańska spółka zależna PBKM, Sevibe Cells z siedzibą w Barcelonie, otrzymała od Organizacji Catalana de Trasplantaments (Katalońska Organizacja ds. Transplantologii działająca przy Katalońskim Ministerstwie Zdrowia) zawiadomienie wskazujące, iż usługi pobierania i preparatyki krwi pępowinowej i/lub tkanki pępowiny mogą być oferowane na terytorium Hiszpanii w szpitalach akredytowanych. Katalońska Organizacja Transplantologii wskazała, że usługi PBKM mogą być wykonywane tylko w szpitalach akredytowanych. Z rozmowy z Zarządem dowiedzieliśmy się, że część szpitali gdzie PBKM pobiera próbki nie znajduje się na tej liście (sytuacja podobna u hiszpańskiej konkurencji). Spółka na chwilę obecną nie może oszacować ilości szpitali nieakredytowanych wśród całości hiszpańskich szpitali, gdzie prowadzi działalność (ze względu na fakt, że lista szpitali przedstawiona w zawiadomieniu z listopada 2016 oraz przedstawiona wcześniej przez odpowiedni organ różni się). Ryzyko, które ponosi w tej chwili PBKM prowadząc działalność na terenie Hiszpanii w nieakredytowanych szpitalach to cofnięcie pozwolenia na laboratorium. W takim przypadku pozostaje możliwość przeniesienia laboratorium, np. do Portugalii. Sądzymy jednak, że bardziej prawdopodobnym scenariuszem będzie jednak ograniczenie działalności PBKM w Hiszpanii tylko do szpitali akredytowanych w średnim terminie. Klienci banków komórek macierzystych powinni z czasem odbywać porody tylko w tych szpitalach. Pozostaje jednak kwestia okresu przejściowego. Szacujemy, że rynek hiszpański generuje 2-3 tys. nowych próbek rocznie (spółka nie podała rozbięcia próbek po krajach), tj. ok. 11-16% wszystkich. Licząc, że połowa pobrań jest w szpitalach nieakredytowanych, ryzyko dot. ok. 6-8% nowych próbek rocznie. Należy także dodać, że hiszpański rynek działa w dużej części na przedpłatach, stąd spadek ilości nowych klientów z tego rynku może oznaczać pogorszenie się strumienia generowanej gotówki w najbliższym okresie.

Ryzyko rozwoju banków publicznych w Polsce

W Polsce usługa bankowania publicznego nie jest rozwinięta. Na koniec 2014 r. bank publiczny przechowywał zaledwie 4 tys. próbek, więc prawdopodobieństwo znalezienia odpowiedniej próbki dla pacjenta jest bardzo małe. Prawdopodobieństwo rośnie ze wzrostem liczby próbek. Sądzymy, że w momencie uzyskania odpowiedniej skali przez bank publiczny, część potencjalnych klientów może zrezygnować z bankowania rodzinnego, biorąc pod uwagę różnice w kosztach (brak kosztu dostępu do porcji w banku publicznym, standardowa transplantacja całkowicie refundowana przez NFZ). Zwracamy jednak uwagę, że usługi banku publicznego i prywatnego nie są w pełni porównywalne, gdyż w banku publicznym klient nie ma dostępu do swojej próbki.

Ryzyko spadku zainteresowania usługami bankowania

Niekorzystne opinie niektórych ekspertów branżowych oraz medialne nagłaśnianie wad krwi pępowinowej (np. relatywnie mała ilość pobieranego materiału, ograniczone możliwości przeszczepu w przypadku niektórych chorób, takich jak białaczka) mogą wpłynąć niekorzystnie na stronę popytową. Dodatkowo niewielka ilość przypadków przeszczepów krwi (w tym bardzo rzadkie przeszczepy własnej krwi) zniechęcają część potencjalnych klientów do korzystania z usług bankowania.

Ryzyko substytutów

Obecnie pozyskuje się już komórki macierzyste z innych źródeł (jak tłuszcz i zęby). Na chwilę obecną trudność sprawia ich preparatyka (na etapie wydzielenia komórek macierzystych od reszty pobranej substancji), jednak nie możemy wykluczyć, że w przyszłości alternatywne źródła komórek macierzystych rozwiną się i upowszechnią.

Ryzyko wahań kursów walutowych

PBKM prowadzi działalność na terenie 8 krajów europejskich. Ok. 35% sumy bilansowej przeliczana jest z waluty obcej na PLN. Przynajmniej 40% przychodów (udział rynków pozostałych w całości obrotów) było generowane w walutach obcych. Zmiany kursów walutowych mogą negatywnie wpływać na poziom generowanych wyników.

Ryzyko wynikające z przyjętego systemu rachunkowości

System rachunkowości przyjęty przez spółkę powoduje dość duże rozbieżności w poziomie osiąganym **wyników i generowanej gotówki**. Dla przykładu kontrakt abonamentowy wykazuje większą rentowność niż kontrakt przedpłacony w księgach PBKM, chociaż spółka kolekcjonuje płatności od razu. Dodatkowo przyjęte założenia (np. dotyczące horyzontu księgowanych kontraktów czy wysokości kosztów) istotnie wpływają na poziomy rozpoznawanych przychodów i zysków, a ich właściwa estymacja jest obciążona dość dużym ryzykiem.

Ryzyko wynikające z bilansu

PBKM na koniec 2015 r. wykazał stratę z lat ubiegłych w kapitałach na poziomie 21,4 mln PLN. Spółka posiada zobowiązania budżetowe w związku ze zmianami w przepisach podatkowych na Węgrzech, a **rozliczenia międzyokresowe stanowią blisko połowę sumy bilansowej**.

Działalność finansowa

Modele płatności, churn, cennik

PBKM oferuje dwa podstawowe modele płatności:

- (1) **abonamentowy** – klient wnosi początkowo opłatę za zestaw pobraniowy, transport próbki i preparatykę i pierwszy rok przechowywania, a następnie wnosi cykliczne opłaty za przechowywanie.
- (2) **przedpłacony** – klient wnosi płatność z góry za usługi PBKM. Przechowywanie może być przedpłacone na okres 3, 5, 10, 18, 25, 26 lub 30 lat.

Preferowany model płatności zależy od danego rynku, np. w Hiszpanii praktycznie jedynym modelem płatności jest przedpłacony, w Polsce ponad 70% próbek jest bankowane w modelu abonamentowym (nasze estymacje), a w skali całej Grupy ok. 62%. **Historyczny churn** (ilość próbek, których właściciele zrezygnowali z przechowywania w trakcie jednego roku do całkowitej liczby próbek na początku tego roku) **w skali jednego roku jest niższy niż 1% (co oznacza, że 1 na 100 klientów odchodzi w ciągu roku)** i najczęściej wynika z pogorszenia się sytuacji życiowej klienta lub rozvodu. Zwracamy uwagę, że wskaźnik ten w Polsce nie wzrósł istotnie pomimo naliczenia stawki VAT wstecz w 2013 r. (polski urząd podatkowy podobnie jak na Węgrzech wydał niekorzystną interpretację podatku VAT dla PBKM). Większość klientów (ok. 90%) deklaruje, że chce korzystać z usług PBKM do końca życia, bądź tak długo jak będzie to możliwe.

Rozwój oferty produktów B2C Grupy



Źródło: PBKM

W ostatnich latach **PBKM rozwijał różne usługi dodane**, takie jak przechowywanie DNA, testy genetyczne, pobieranie i przechowywanie krwi łożyskowej, przechowywanie komórek sznura pępowiny, a także ubezpieczenia medyczne (przy współpracy z Allianz). Dzięki takiemu rozwiązaniu możliwe jest uzyskanie wyższej średniej ceny za usługi. Wielkość opłat zależy od ilości świadczonych usług (im więcej tkanek tym wyższa cena).

Tabela opłat za świadczone usługi

Cennik (PLN, brutto)	Opłata wstępna*	Opłata podstawowa*	Wstępna + podstawowa vs. Czerwony	Opłata za przechowywanie	Przechowywanie vs. Czerwony
Wariant Czerwony**	680	1 690	-	550	-
Wariant Granatowy**	880	2 490	+42%	690	+25%
Wariant Błękitny**	880	2 990	+63%	690	+25%
Wariant Złoty**	930	3 790	+99%	780	+42%

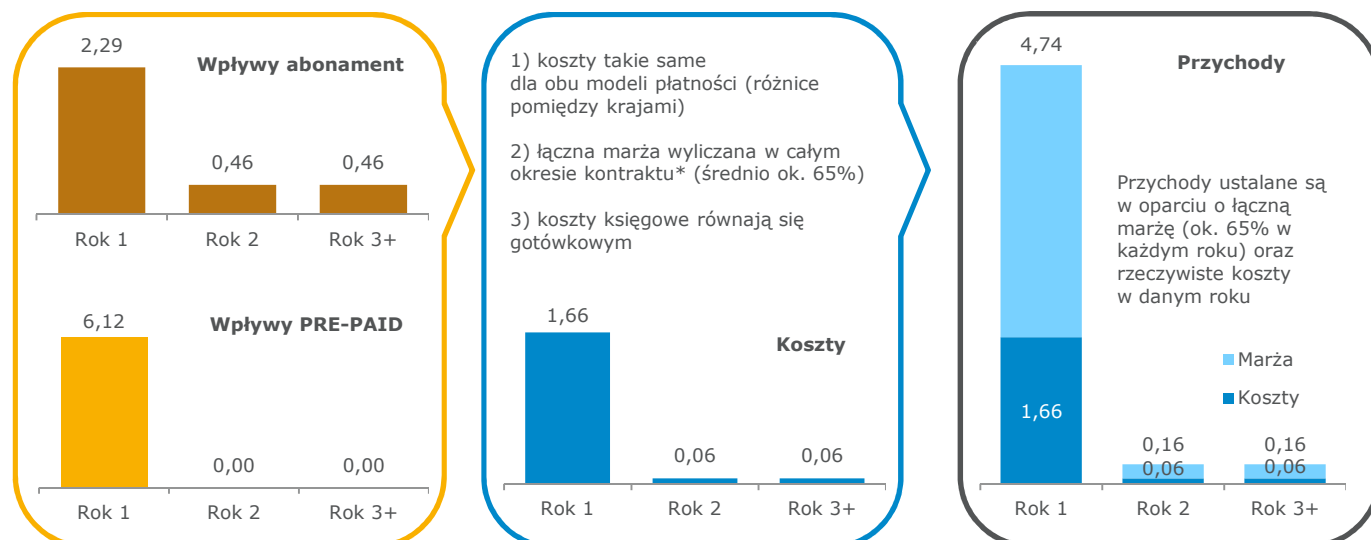
Źródło: PBKM, przykładowy cennik dla spółki; *opłata początkowa jest rozbijana na wstępną, pobieraną przed porodem, i podstawową, pobieraną po porodzie, **wariant czerwony zakłada bankowanie krwi pępowinowej, granatowy – krwi pępowinowej i łożyskowej, błękitny – krwi pępowinowej i sznura pępowinowego, a wariant złoty zakłada bankowanie wszystkich trzech tkanek.

Polityka rachunkowości

PBKM estymuje przychody, które będą wygenerowane dzięki danemu kontraktowi i rozpisuje je na kolejne lata według stopnia wykonania. Stopień wykonania jest ustalany na podstawie stosunku poniesionych kosztów do prognozy całości kosztów dla danego kontraktu. Poziom kosztów nie zależy od przyjętego modelu płatności i odzwierciedla spodziewane wydatki gotówkowe wynikające z realizacji kontraktu. Natomiast przychody księgowane w Rachunku Zysków i Strat są ustalane na podstawie łącznej marży wyliczanej w całym okresie kontraktu, bez

dyskontowania. **Powoduje to duże rozbieżności w gotówkowych i księgowych przychodach.** W związku z powyższym kluczowym elementem rachunkowości Grupy jest właściwe ustalenie poziomu ponoszonych kosztów w kolejnych latach. PBKM dzieli koszty bezpośrednio na dwie grupy: (1) przypisane do nowych próbek i (2) przypisane do starych próbek. Do pierwszej grupy PBKM zalicza koszty pierwszego etapu realizacji umowy, tj. od momentu podpisania umowy do zdeponowania próbki w banku, co obejmuje głównie koszty samego pobrania, transportu i preparatyki. W drugiej grupie klasyfikowane są głównie koszty związane bezpośrednio z przechowywaniem próbki.

Modele płatności - przykład



Źródło: PBKM; dane w tys. PLN na podstawie szacunkowych wyliczeń, horyzont w którym liczona jest marża zależny od kraju

Na podstawie kosztów klasyfikowane są przychody: obroty korespondujące z kosztami nowych próbek PBKM klasyfikuje jako (1) przychody z próbek w pierwszym roku, a obroty korespondujące z kosztami w kolejnych latach jako (2) przychody z przechowywania. Dodatkowo zwracamy uwagę, że jeśli prognozowany poziom kosztów ulegnie zmianie, Grupa ustala różnicę pomiędzy przychodami obliczonymi na podstawie nowego i starego kosztu, a efekt przeszacowania księguje w ramach przychodów w danym roku. Jako okres rozpoznawania przychodów stosuje się: (1) dla umów abonamentowych szacowany okres trwania umowy, który ze względu na niski churn pokrywa się z okresem dotychczasowej działalności na danym rynku, (2) dla umów przedpłaconych dłuższy z dwóch: okres trwania umowy lub okres przyjęty dla umów abonamentowych na danym rynku. Okres trwania jest w konsekwencji wydłużany o jeden rok co roku i jest stosowany tylko do nowych umów (stare są księgowane zgodnie z przyjętym wcześniej czasem trwania). Powinno to powodować wzrost marży (przechowywanie jest bardziej rentowne niż pobieranie i preparatyka). Średni okres rozpoznawania umowy abonamentowej przyjęto w PBKM w 2015 r. na 9,9 lat. Według informacji otrzymanych od Zarządu, średni czas rozpoznawania umowy w modelu prepaid to 22 lata. Z kolei po okresie trwania, jeżeli klient decyduje się na dalsze korzystanie z usług PBKM, okres trwania kontraktu wydłuża się o kolejny rok. Tym samym dochodzi do powiększenia się przychodów, co wpływa na wzrost rentowności.

Szacowane okresy trwania kontraktu na poszczególnych rynkach

Kraj	2013	2014	2015	2016
Polska	9	10	11	12
Węgry	7	8	9	10
Łotwa	9	10	11	12
Rumunia	7	8	9	8
Turcja	1	2	3	4

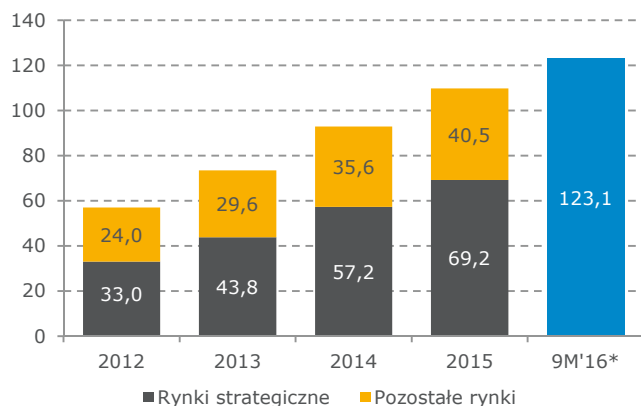
Źródło: PBKM

Ze względu na fakt, że wielkość faktury wystawianej klientowi w pierwszym roku kontraktu zarówno w systemie abonamentowym, jak i przedpłaconym różni się od rozpoznawanego przychodu, powstają rozliczenia międzyokresowe. W modelu abonamentowym skumulowane przychody księgowane przez PBKM są większe niż wartość wystawionych faktur do dnia bilansowego, a różnica maleje do końca terminu rozpoznawania kontraktu. Stąd, PBKM księguje rozliczenia międzyokresowe czynne przychodów. W modelu przedpłaconym, mamy do czynienia z odwrotną sytuacją, tj. spółka otrzymuje płatność z góry, więc wartość skumulowanych przychodów w księgach jest od niej mniejsza aż do zakończenia terminu rozpoznawania kontraktu. Stąd PBKM rozpoznaje na bilansie rozliczenia międzyokresowe bierne. Zastosowanie systemu rachunkowości PBKM powoduje nieporównywalność osiąganych wyników z innymi spółkami, gdyż tylko część podobnych spółek stosuje podobny model rachunkowości.

Liczba próbek

Kluczowym czynnikiem wzrostu jest liczba próbek. PBKM od momentu założenia notuje wzrosty liczby próbek komórek macierzystych i tkanek. Na koniec 3Q'16 Grupa posiadała 134,5 tys. próbek, tj. 15% więcej R/R. W ramach segmentu B2C PBKM przechowywał na koniec 3Q'16 123,1 tys. próbek (+17% R/R). Na koniec 2015 r. grupa przechowywała 109,7 tys. próbek, co można podzielić na 69,2 tys. próbek z rynków strategicznych (63,1% całości) oraz 40,5 tys. próbek z pozostałych rynków (36,9% całości).

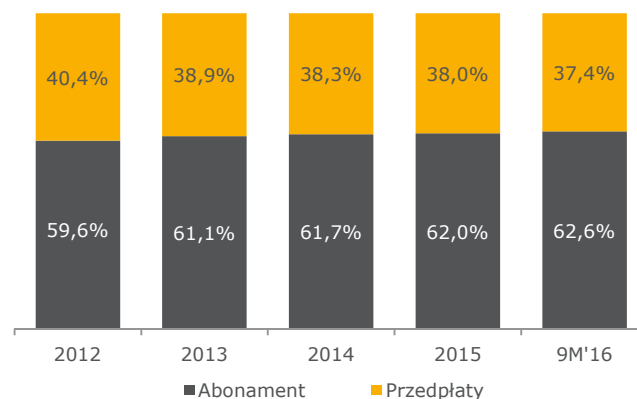
Próbki w PBKM na koniec okresu w segmencie B2C (tys.)



Źródło: PBKM; *brak danych o strukturze podziału na rynki

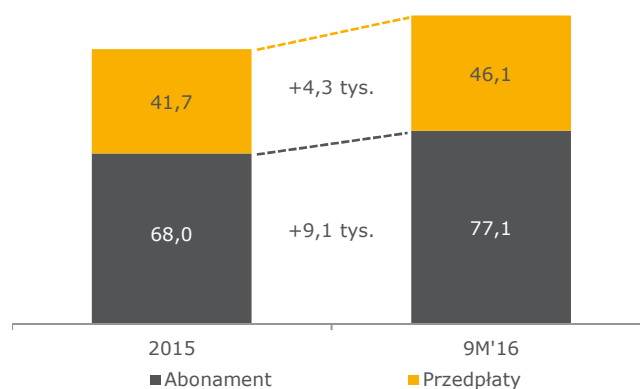
Przeważająca część wzrostu liczby próbek pochodziła z rynków strategicznych (ponad 70% w 2015 r.). Wzrost próbek na rynku strategicznym wyniósł nominalnie 12,5 tys. (+22% R/R), z kolei w 2014 r. PBKM na rynkach strategicznych dodał 13,7 tys. próbek, z czego 4,3 tys. pochodziły z przejęć, co implikuje wzrost organiczny na rynkach strategicznych na poziomie 21%. Na koniec 9M'16 przechowywano 62,6% wszystkich próbek w modelu abonamentowym. **Struktura rodzajów umów zmienia się z czasem w kierunku bardziej rentownego modelu abonamentowego.**

Struktura próbek ze względu na model płatności wybrany przez klienta



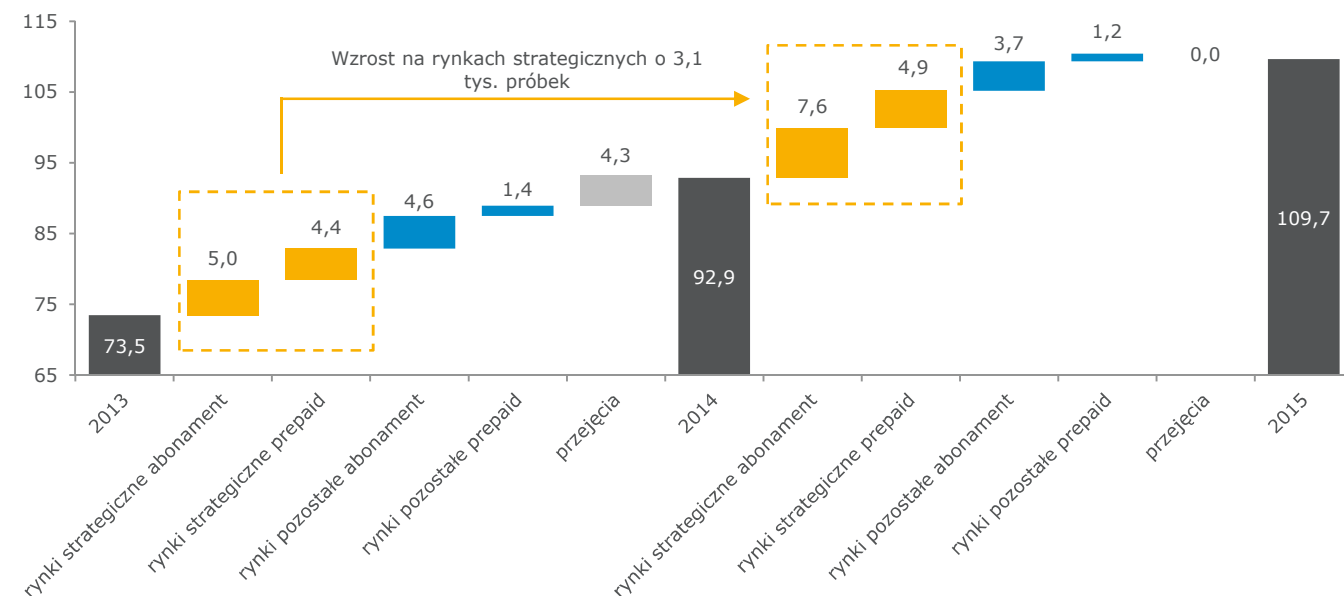
Źródło: PBKM

Zmiana netto liczby próbek ze względu na model płatności (tys.)



Źródło: PBKM

Wzrost liczby próbek B2C w PBKM w okresie 2013-15 (tys.)



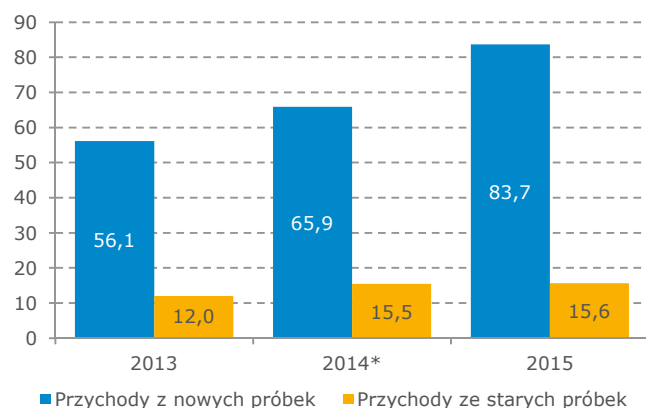
Źródło: PBKM

Wyniki 2013-2015

Rachunek zysków i strat

Przychody PBKM rosły w średnim tempie 23% w okresie 2012-2015. Przychody z bankowania rodzinnego stanowiły 95% obrotu PBKM w 2015 r. (pozostałe przychody to głównie obroty na wytwarzaniu komórek do terapii, banku spermy na Węgrzech i z diagnostyki USG na Węgrzech). **Gros przychodów z bankowania to przychody osiągnięte z nowych próbek** (w 2015 r. wyniosły 83,7 mln PLN (tj. 84% przychodów z bankowania)).

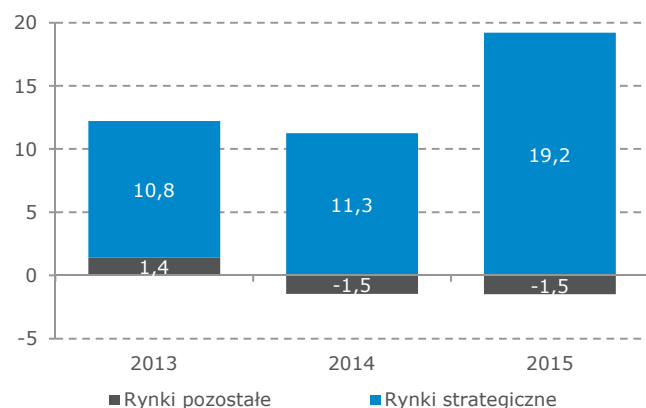
Przychody z nowych i starych próbek (mln PLN)



Źródło: PBKM, *w 2014 r. wystąpiły zdarzenia jednorazowe (dot. regulacji VAT na rynku węgierskim)

Wzrost przychodów z nowych próbek w 2015 r. został w całości wygenerowany na rynkach strategicznych (17,7 mln PLN nominalnego wzrostu możemy rozbić na 19,2 mln PLN wzrostu na rynkach strategicznych i 1,5 mln PLN spadku na rynkach pozostałych).

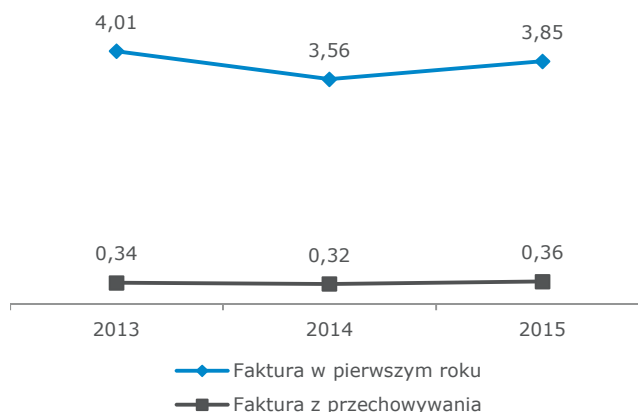
Kompozycja wzrostu przychodów z nowych próbek (mln PLN)



Źródło: PBKM

Spadek przychodów z nowych próbek na rynkach pozostałych wynikał w dużej części ze spadku przychodu netto w związku z niekorzystnymi regulacjami dot. podatku VAT wprowadzonymi dla PBKM na Węgrzech.

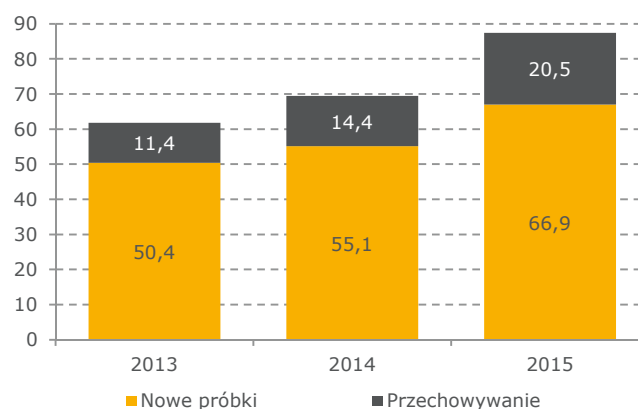
Średnia wysokość faktur w latach 2013-15 (tys. PLN)



Źródło: PBKM

Średnia wysokość faktury w pierwszym roku w PBKM zmianała się w dość znaczny sposób: spadek o 11% w 2014 r. do kwoty 3,56 tys. był związany głównie z wejściem na rynek turecki (mniejszy poziom cen i dodatkowo zastosowanie przez PBKM licznych rabatów). Ze względu na model rachunkowości w PBKM występuje dość duża różnica w przychodach księgowych i gotówkowych: w 2015 r. obroty gotówkowe stanowiły 83% księgowych (wskaźnik wynosi 82% dla 2014 r.) Poniżej przedstawiamy rozbić gotówkowych przychodów PBKM w okresie 2013-2015.

Estymacja przychodów gotówkowych (mln PLN)

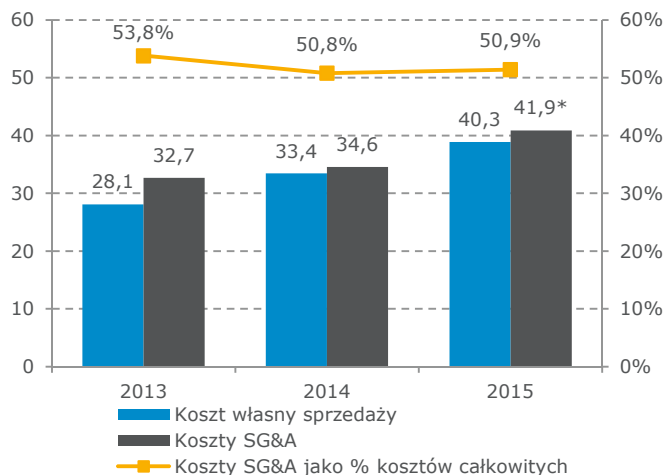


Źródło: własne obliczenia mBanku

Gotówkowe przychody z nowych próbek (w modelu abonamentowym i przedpłaconym razem) wyniosły 66,9 mln PLN w 2015 r. (tj. 20% mniej niż raportowane przez spółkę przychody z bankowania w pierwszym roku), w 2014 r. wynik był na poziomie 55,1 mln PLN (tj. 16% poniżej księgowych przychodów z bankowania w pierwszym roku), co impikuje dynamikę na poziomie 21% (9% w 2014 R/R). **Udział przychodów gotówkowych z przechowywania w całkowitych przychodach gotówkowych wyniósł w 2015 r. 23% (vs. 21% rok wcześniej).** Tę część przychodów uważamy za najbardziej przewidywalną i stabilną (przychody nie są narażone na ryzyko braku przyrostów nowych próbek). Zwracamy także uwagę na możliwość ściągnięcia dodatkowej gotówki w razie potrzeby przez bardziej agresywną sprzedaż umów przedpłaconych.

Baza kosztowa w 2015 r. wyniosła 82,3 mln PLN i wzrosła 21% R/R, z czego koszty własne sprzedaży wzrosły o 21% R/R. Wielkość kosztów SG&A odpowiada w przybliżeniu kosztom stałym i obrazuje poziom dźwigni operacyjnej.

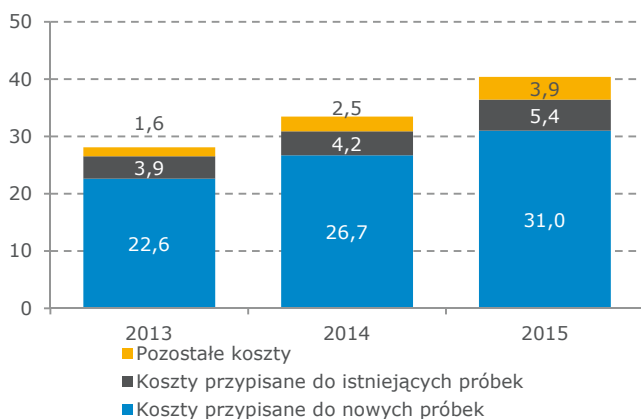
Koszty własne sprzedaży i SG&A (mln PLN)



Źródło: PBKM; *po korekcie o jednorazowe koszty: (1) 5,4 mln PLN z tytułu rozliczenia programu motywacyjnego z 2011 r. oraz (2) 1,5 mln PLN kosztów procesu IPO

W ramach kosztów własnych sprzedaży możemy wyodrębnić koszty przypisane do nowych próbek (głównie koszty pozyskania i preparatyki), koszty przypisane do starych próbek (głównie koszty przechowania) i pozostałe koszty.

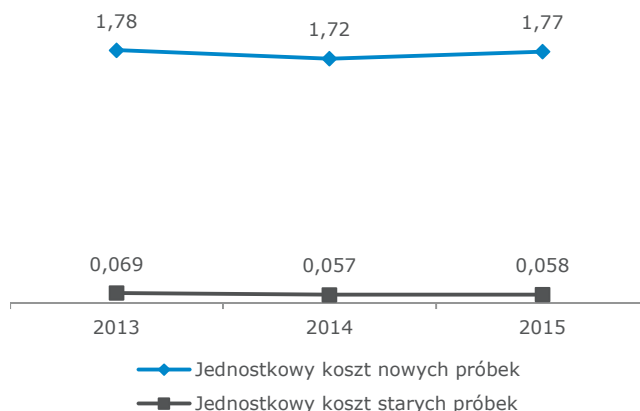
Koszty przypisane do nowych i starych próbek w PBKM (mln PLN)



Źródło: PBKM

Na podstawie powyższych danych możemy wyodrębnić zmiany kosztów nowych próbek na jedną próbkę oraz kosztów przypisanych do starych próbek na jedną próbkę.

Zmiana kosztów jednostkowych (tys. PLN)

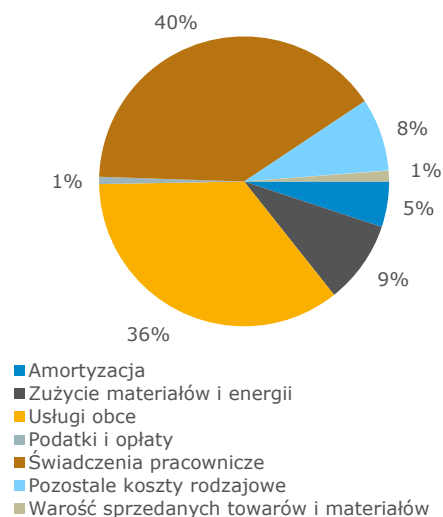


Źródło: PBKM

Poziomy kosztów jednostkowych ulegają znacznym wahaniom. Wzrost jednostkowego kosztu nowych próbek w 2015 r. wynikał głównie z wzrostu tej pozycji na rynkach pozostałych (na rynkach strategicznych zanotowano 5% spadek). Spadek jednostkowego kosztu istniejących próbek w okresie 2014 r. wynikał głównie z osiągnięcia efektu skali, a lekki wzrost w 2015 r. R/R był częściowo spowodowany rozbudową działu obsługi klienta.

W rozbiciu rodzajowym kosztów największe dwie grupy stanowią koszty wynagrodzeń i usług obcych (w 2015 r. 76% i 74% rok wcześniej). W ramach kosztów wynagrodzeń PBKM oprócz kosztów swoich pracowników (zatrudnienie na koniec 2015 r. wyniosło 296 osób), poniósł także koszty wynagrodzenia współpracujących lekarzy i położnych. Wzrost grupy kosztowej w 2015 r. wynikał głównie ze wzrostu liczby pobrań. Z kolei w ramach usług obcych PBKM księguje głównie koszty wynagrodzeń współpracujących pracowników medycznych (jeśli umowa zawarta jest z prywatną praktyką) oraz koszty wynajmu nieruchomości, zewnętrznej diagnostyki, transportu.

Struktura kosztów operacyjnych w 2015 r.



Źródło: PBKM

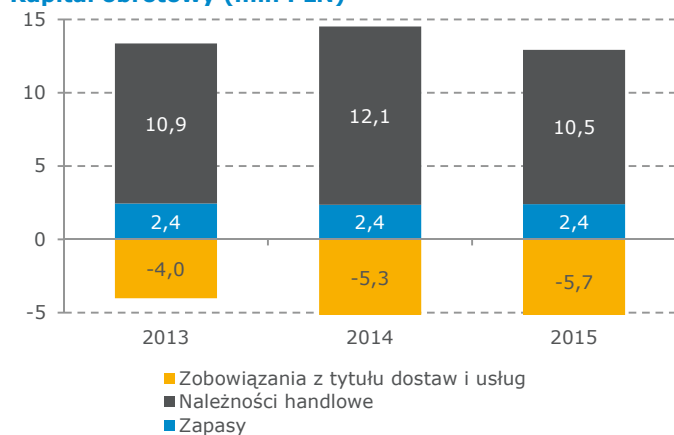
Pozostałe koszty operacyjne w 2015 r. wyniosły 1,0 mln PLN (w tym 0,5 mln PLN koresponduje z odpisami na zapasy w postaci przejętych próbek z USA), a w roku 2014 5,8 mln PLN, z czego 3,8 mln PLN stanowiły koszty korekty VAT. Korekta wynikała z przeprowadzonej kontroli podatkowej w węgierskiej spółce Krio, gdzie władze zakwestionowały stosowane przez PBKM zwolnienie z VAT dla świadczonych usług. W wyniku otrzymanej decyzji PBKM dokonał korekty VAT, naliczając VAT od usług preparatyki i przechowywania ze skutkiem począwszy od 1 stycznia 2011 r. Efekt wprowadzenia został w całości ujęty w wynikach 2014 r. W 2014 r. PBKM zaksięgował też 1,4 mln PLN odpisów na należności. W 2013 r. korekta VAT wynikała z zastosowania się do interpretacji wydanej przez polski urząd podatkowy w zakresie zwolnienia z podatku VAT na rynku polskim z 2011 r. PBKM wystawił dla swoich klientów faktury korygujące, a nieściągalną część spisał w koszty (ok. 300 tys. PLN). Koszty finansowe netto w 2014 r. wyniosły 0,6 mln PLN vs. 0,3 mln PLN rok wcześniej. Koszty w 2014 r. są zanieczyszczane rozliczeniem warunkowej ceny zapłaty w wysokości 0,4 mln PLN, co wynika z wypłaty dodatkowego wynagrodzenia za objęcie w 2012 r. udziału w spółce Famicord Hungaria.

W 2015 r. PBKM zaraportował 20,0 mln PLN zysku EBITDA, co oznacza wzrost o 31% R/R. Jednak zwracamy uwagę na zdarzenia o charakterze jednorazowym: (1) 5,4 mln PLN z tytułu rozliczenia programu motywacyjnego z 2011 r., (2) 1,5 mln PLN w wyniku ujęcia kosztów IPO oraz (3) 0,5 mln PLN w związku z odpisem na zapasy (przejęte próbki z USA). Z w 2014 r. wystąpiło jedno zdarzenie jednorazowe w wysokości 3,8 mln PLN tytułem rozliczenia VAT za lata 2011-2013 na Węgrzech. Stąd skorygowana EBITDA w 2015 r. była na poziomie 27,3 mln PLN, co implikuje wzrost na poziomie 44% R/R (19,0 mln PLN w 2014 r.)

Sytuacja bilansowa i CAPEX

Największą składową aktywów bilansu na koniec 2015 r. były rozliczenia międzyokresowe czynne (51,1 mln PLN w części długoterminowej i 11,6 mln PLN w części krótkoterminowej), które stanowiły 47% sumy, z kolei po stronie pasywów 39% sumy stanowiły rozliczenia międzyokresowe bierne (46,4 mln PLN w części długoterminowej i 5,8 mln PLN w części krótkoterminowej). Dodatkowo, PBKM wykazał 18,7 mln PLN rezerwy z tytułu podatku odroczonego, co wynika głównie z różnicy pomiędzy podatkową i księgową wartością przychodów. Kapitał obrotowy na koniec 2015 r. wyniósł 7,2 mln PLN i był nieco niższy R/R.

Kapitał obrotowy (mln PLN)



Źródło: PBKM

Na koniec 2015 r. poziom należności nieprzetworzonych wyniósł 9,7 mln PLN i był niższy względem stanu na koniec 2014 r. o 2,4 mln PLN. Z kolei należności przetworzone były na stabilnym poziomie R/R, wyniosły w 2015 r. 3,0 mln PLN vs. 3,5 mln PLN rok wcześniej (7,4 mln PLN brutto w 2015 r. vs. 7,6 mln PLN brutto w 2014 r.)

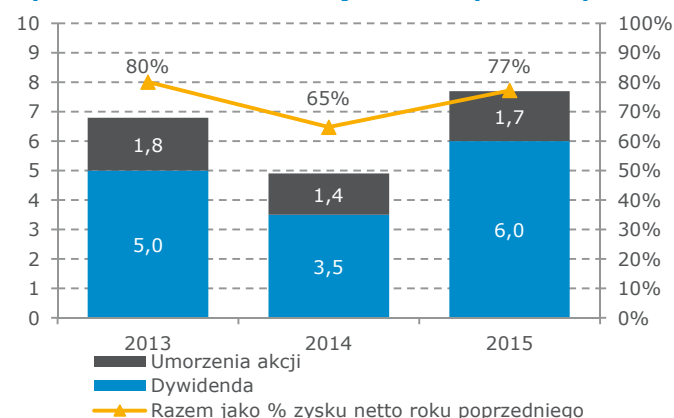
Kapitał własny na koniec 2015 r. wyniósł 40,4 mln PLN i **zawierał 18,4 mln PLN straty z lat ubiegłych**. Pomimo osiągnięcia zysku netto za 2014 r. na poziomie 10,0 mln PLN strata z lat ubiegłych uległa zwiększeniu o 4,5 mln PLN, co wynikało z wypłaty dywidendy. PBKM na koniec 2015 r. wykazał gotówkę netto na poziomie 3,5 mln PLN. Zwracamy uwagę na pozycję krótkoterminowe zobowiązania budżetowe na poziomie 4,6 mln PLN na koniec 2015 r. Spadek z poziomu 10,5 mln PLN na koniec 2014 r. to efekt przeniesienia dużej jej części do innych zobowiązań długoterminowych. Z kolei wzrost pozycji z poziomu 2,1 mln PLN na koniec 2013 r., wynika z opisywanej wcześniej korekty deklaracji VAT za okres 2011-14 na Węgrzech.

Model biznesowy PBKM jest relatywnie mało kapitałochłonny. CAPEX w 2015 r. wyniósł 3,9 mln PLN (tj. 3,7% przychodów), a rok wcześniej 5,7 mln PLN (tj. 6,7% przychodów). Powtarzalny CAPEX według Zarządu wynosi ok. 5,5 mln PLN. Gros CAPEXu wynika z inwestycji w laboratoria (zwłaszcza w 2013 i 2014 r.). **Dodatkowo zwracamy uwagę, że spółka ma relatywnie duże możliwości wpływu na stan środków pieniężnych, który można czasowo podnieść wprowadzając akcję promocyjną na umowy w trybie przedpłaconym.**

Dywidenda

PBKМ wypłacał w ostatnich latach dywidendę oraz prowadził każdego roku umorzenia akcji. W kolejnych latach PBKM deklaruje wypłatę dywidendy do 50% zysku netto Grupy. Za rok 2015 PBKM wypłaci 7 mln PLN w formie dywidendy.

Dywidenda i umorzenia akcji w PBKM (mln PLN)

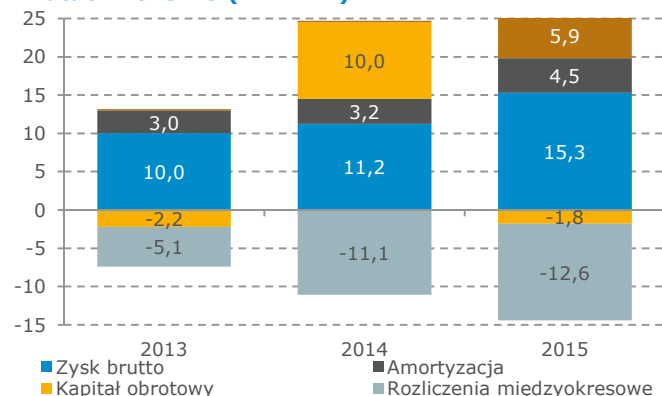


Źródło: PBKM

Rachunek przepływów pieniężnych

W 2015 r. PBKM wygenerował 11,4 mln PLN środków z działalności operacyjnej. Kapitał obrotowy był nieco niższy R/R (zmiana -1,8 mln PLN w ciągu roku), **w ramach zmiany stanu rozliczeń międzyokresowych odpłynęło 12,6 mln PLN**. Poziom FCF wyniósł 7,6 mln PLN. Z kolei w 2014 r. PBKM wygenerował 13,6 mln PLN. Naszym zdaniem należy to oczyścić o ok. 3-4 mln PLN zmiany stanu na zobowiązaniach w związku ze zmianą interpretacji przepisów dot. VAT na Węgrzech przez spółkę.

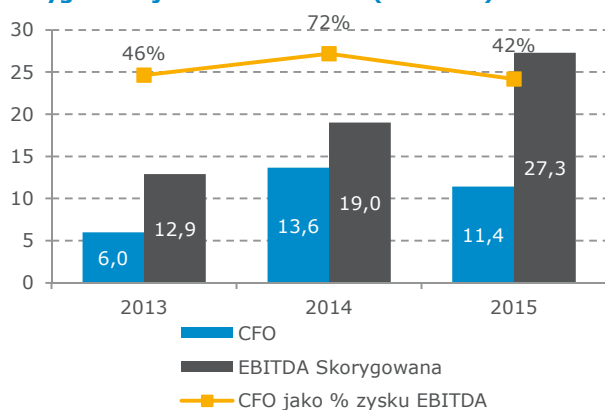
Kompozycja przepływów z dział. operacyjnej PBKM w latach 2013-15 (mln PLN)



Źródło: PBKM

Zwracamy także uwagę na dość niską „cashowość” wyniku EBITDA. W 2015 r. poziom gotówki wygenerowanej z działalności operacyjnej do zysku EBITDA (skorygowanego o zdarzenia jednorazowe) wyniósł 42%.

Porównanie przepływów z dział. operacyjnej i skorygowanej EBITDA w PBKM (mln PLN)



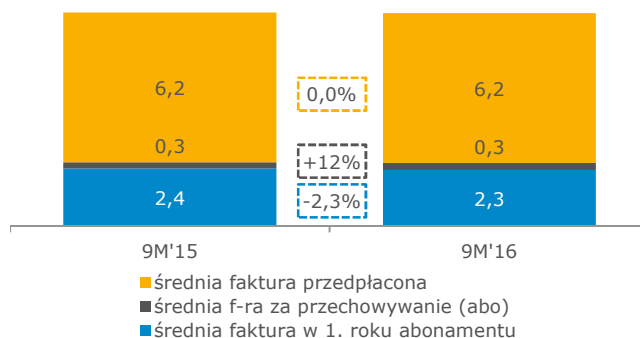
Źródło: PBKM

Wyniki za 9M'16

PBKM wygenerował w ciągu 9M'16 przychody ze sprzedaży rzędu 96,1 mln PLN, co oznacza **poprawę R/R o 25,0%**. W rozbiciu przychody z nowych próbek wyniosły 73,3 mln PLN, co oznacza wzrost o 21,7% R/R, a z przechowywania próbek były na poziomie 15,2 mln PLN (+18,9% R/R). PBKM zaraportował istotną poprawę na linii pozostałe przychody (7,6 mln PLN vs. 3,9 mln PLN w ciągu 9M'15, +96,5% R/R), co wynika głównie z dużej poprawy obrotów z wytwarzania komórek do terapii eksperymentalnych. Poziom przychodów **zafakturowanych z bankowania próbek B2C** wyniósł w ciągu 9M'16 73,0 mln PLN, **+13,9% wyżej R/R**. W rozbiciu:

- Przychody zafakturowane z próbek w pierwszym roku dla umów zawartych w modelu abonamentowym wyniosły 20,3 mln PLN (**+0,9% R/R**), co oznacza spadek wysokości średnie faktury o 2% R/R do poziomu 2,34 tys. PLN.
- Przychody zafakturowane z próbek w pierwszym roku dla umów zawartych w modelu przedpłaconym (**+13,1% R/R**), co implikuje stabilną R/R wysokość faktury w modelu prepaid, tj. 6,23 tys. PLN.
- Przychody zafakturowane dla próbek w przechowywaniu wyniosły 19,8 mln PLN (**+33,0% R/R**), co oznacza wzrost średniej faktury za przechowywanie w tempie 12% rocznie.

Wysokość średnich faktur i zmiana r/r (tys. PLN)



Źródło: PBKM

Baza kosztowa w ciągu 9M'16 wyniosła 73,8 mln PLN i była wyższa R/R o 26% R/R. Koszty próbek w pierwszym roku wyniosły 24,3 mln PLN i były wyższe R/R o 29%, co oznacza **wzrost kosztów per próbka rzędu 21% R/R** do poziomu 1,75 tys. Wzrost jednostkowego kosztu może wynikać z presji na wynagrodzenia szpitali oraz personelu medycznego. Z kolei koszty próbek w przechowywaniu wzrosły do 5,1 mln PLN vs. 4,8 mln PLN w 9M'15, co z kolei implikuje spadek jednostkowego kosztu o ok. 9% R/R. PBKM odnotował dość istotne wzrosty kosztów SG&A: koszty sprzedaży wyniosły 16,4 mln PLN i były **wyższe R/R o 31,7%**, co oznacza że obecne wzrosty liczby próbek są okupione znacznymi nakładami na sieć sprzedaży. Z kolei koszty ogólnego zarządu wyniosły 15,7 mln PLN vs. 14,6 mln PLN rok wcześniej (+7,3% R/R). Saldo na pozostałej dział. operacyjnej wyniosło +0,7 mln PLN (stabilny poziom R/R). **Wynik EBITDA wyniósł w kwartale 26,5 mln PLN i był wyższy o 18,6% R/R.** Rentowność EBITDA pogorszyła się z poziomu 29,1 % o 1,5 p.p. do 27,6%. Saldo na dział. finansowej wyniosło 0,4 mln PLN w 9M'16. Przy efektywnej stopie podatku dochodowego rzędu 21% i zysku dla mniejszości rzędu 1,1 mln PLN zysk netto wyniósł 16,7 mln PLN i był wyższy R/R o 13,7%.

Wyniki PBKM za 3Q'16 i 3Q'15 oraz za 9M'16 i 9M'15

(mln PLN)	3Q'15	3Q'16	9M'15	9M'16
Przychody finansowe	28,1	31,4	76,8	96,1
Koszty operacyjne	-20,3	-24,4	-58,6	-73,8
Amortyzacja	-1,1	-1,3	-3,4	-3,6
Zużycie mat. i energii	-2,1	-3,4	-6,0	-8,6
Usługi obce	-7,0	-8,2	-21,2	-26,4
Podatki i opłaty	0,2	-0,2	-0,2	-0,7
Wynagrodzenia	-6,4	-7,3	-17,5	-21,8
Ubez. społ. i inne świad.	-1,5	-1,5	-4,3	-4,9
Pozostałe koszty rodzajowe	-2,1	-1,9	-5,1	-6,4
Wartość sprzedanych towarów i materiałów	-0,3	-0,5	-0,8	-1,5
Zysk ze sprzedaży	7,8	7,1	18,2	22,3
Poz. dział. operacyjna	0,0	0,6	0,7	0,7
EBIT	7,8	7,7	19,0	22,9
Koszt finansowe netto	0,0	-0,3	0,1	-0,6
Zysk brutto	7,7	7,4	19,0	22,5
Podatek dochodowy	-2,1	-1,3	-4,4	-4,7
Zysk netto	5,6	6,1	14,6	17,7

Źródło: Dom Maklerski mBanku

Dług netto na koniec 3Q'16 wyniósł 1,9 mln PLN. **W ciągu 9M'16 PBKM wygenerował 9,3 mln PLN gotówki z dział. operacyjnej.** Pomimo większego R/R zysku netto, wykazano dużo większą zmianę na rozliczeniach międzyokresowych (14,0 mln PLN vs. 8,0 mln PLN rok wcześniej) oraz podatek zapłacony (1,1 mln PLN vs. 0,5 mln PLN zwrotu podatku w 9M'15). CAPEX był dużo wyższy R/R: 7,3 mln PLN vs. 2,2 mln PLN, co jest związane z inwestycją w rozbudowę laboratorium w Warszawie (dzięki czemu moce wytwórcze produktów do terapii zaawansowanych (ATMP) wzrosną czterokrotnie).

CFO i CFI w PBKM w ciągu 9M'16 i 9M'15

(mln PLN)	9M'15	9M'16
Zysk brutto	19,0	22,5
Korekty	-11,2	-12,1
Amortyzacja	3,4	3,6
Zmiana stanu zapasów	0,2	0,0
Zmiana stanu należności	-0,5	-0,4
Zmiana stanu zobowiązań krótkoterminowych	-6,7	-1,5
Zmiana rozliczeń międzyokresowych	-8,0	-14,0
Podatek dochodowy zapłacony	0,5	-1,1
Inne korekty	-0,1	1,3
CFO	8,3	9,3
CAPEX	-2,2	-7,3
Pozostałe	-0,2	0,2
CFI	-2,4	-7,0

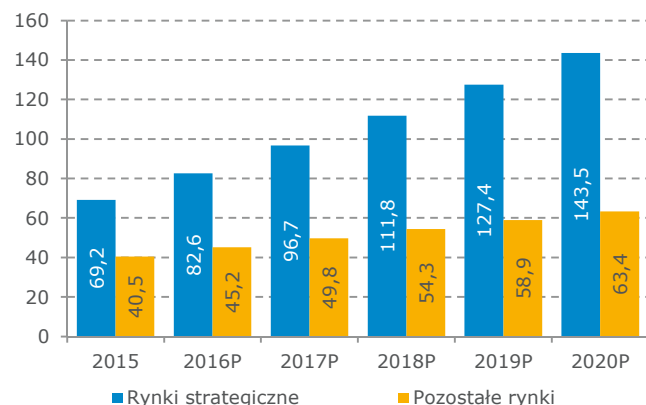
Źródło: Dom Maklerski mBanku

Prognoza wyników

Liczba próbek

Kluczowym parametrem dla wzrostu wyników finansowych PBKM jest liczba próbek. **Zakładamy, że PBKM osiągnie poziom 190,6 tys. próbek w 2019 r., co jest poniżej prognoz Zarządu na poziomie 200 tys.** Wzrosty założyliśmy na rynkach strategicznych, zwłaszcza (1) w Polsce ze względu na przeciętną penetrację usługami bankowania krwi, tj. 1-3%, napływ ludności do dużych miast, będących głównym rynkiem zbytu PBKM oraz bogacenie się społeczeństwa, oraz (2) w Turcji ze względu na najwyższy w Europie wskaźnik narodzin (aż 1 337 tys. rocznie) przy penetracji rynku < 1%.

Założenia dot. liczby próbek (tys. próbek)

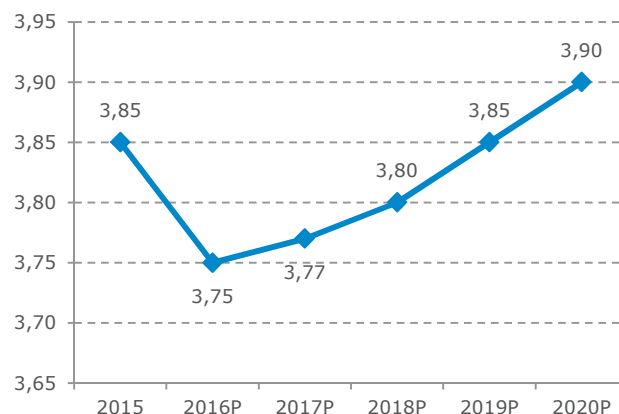


Źródło: Dom Maklerski mBanku

Rachunek zysków i strat

Wzrost średniej wysokości faktury za usługi w pierwszym roku wyniósł 8% w 2015 r., co wynikało ze wzrostów cen usług w modelu przedpłaconym. W naszych prognozach zakładamy wzrost poziomu faktury przedpłaconej o średnio 1,4% w latach 2016-2020. Z kolei poziom cen za pierwszy rok w modelu abonamentowym zakładamy na płaskim poziomie, głównie ze względu na (1) wysoką konkurencję w Hiszpanii i Turcji oraz (2) relatywnie duży poziom cen na rynku polskim vs. kraje zachodnie przy silnej, dominującej pozycji PBKM.

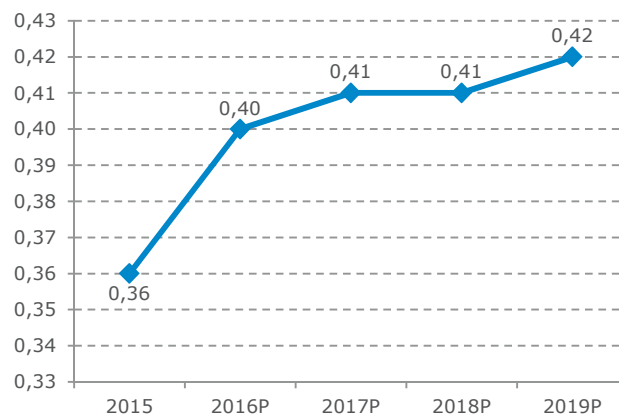
Średnia wysokość faktury w pierwszym roku (tys. PLN)



Źródło: Dom Maklerski mBanku

Zakładamy średnią wysokość faktury za przechowywanie w średnim tempie 3% rocznie w ciągu lat 2015-2020. Wzrost wynika z przyjęcia poziomu faktur dla nowych próbek za przechowywanie na stabilnym poziomie 0,50 tys. PLN w okresie 2015-2019, co jednak pozytywnie wpłynie na średnią dla całej bazy faktur (w poprzednich latach PBKM podwyższył istotnie ceny za przechowywanie w modelu abonamentowym).

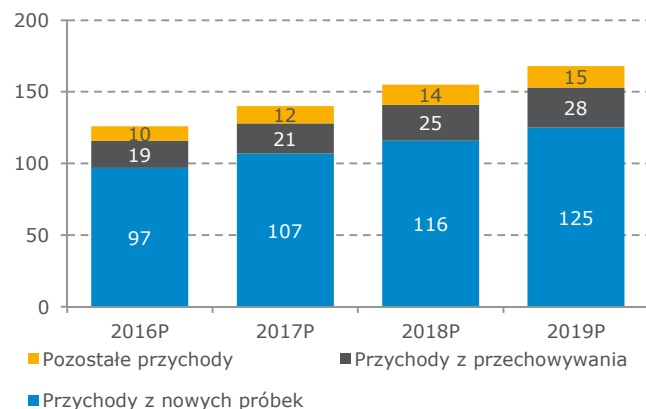
Średnia wysokość faktury za przechowywanie (tys. PLN)



Źródło: Dom Maklerski mBanku

Wzrost pozostałych przychodów o 9,8 mln PLN w okresie 2015-19 wynika głównie z wytwarzania komórek do terapii.

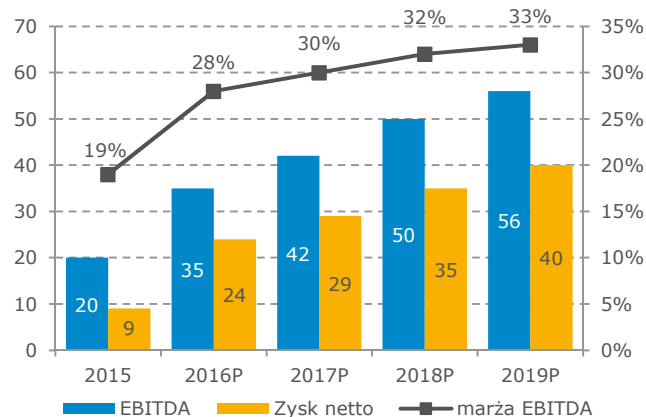
Estymacja przychodów (mln PLN)



Źródło: Dom Maklerski mBanku

Założyliśmy jednostkowy koszt usług w pierwszym roku na stabilnym poziomie oraz spadek jednostkowego kosztu przechowywania w tempie 13% w 2016r. oraz 4% w 2017r. (ze względu na spodziewane efekty skali) oraz osłabienie się negatywnej dynamiki do 0% w 2020 r. Założyliśmy wzrost kosztów sprzedaży per próbka na poziomie 16% w 2016 r. oraz stabilne koszty w kolejnych okresach. Z kolei koszty marketingu także odnieśliśmy do 1 próbki z założeniem corocznych wzrostów na poziomie 2%. **Szacujemy, że PBKM wykaże wzrost rentowności EBITDA z poziomu 27% (marża wyniku skorygowanego o zdarzenia jednorazowe) do 33% w 2019 r., co będzie wiązać się z osiągnięciem efektów skali (pozytywny wpływ będzie też wynikać z wydłużania się horyzontów kontraktów abonamentowych, co przekłada się na wzrost rentowności).**

Estymacja wyniku EBITDA i zysku netto PBKM (mln PLN)

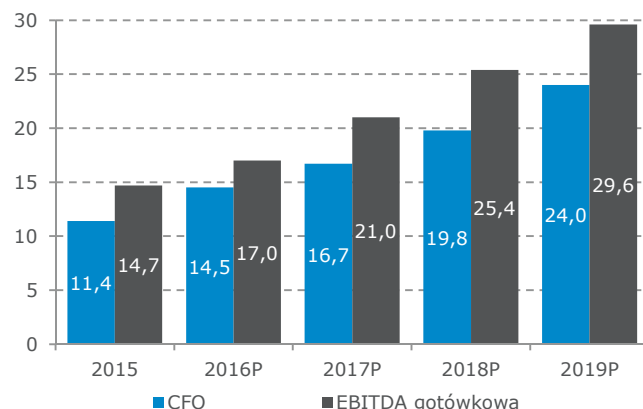


Źródło: Dom Maklerski mBanku

Sytuacja bilansowa i cash flow

PBKМ powinien raportować w kolejnych latach istotne zmiany stanu rozliczeń międzyokresowych, co wynikać będzie z przyjętego modelu rachunkowości. Jednak PBKM powinno wykazywać wzrost przepływów operacyjnych w średnim tempie 20% w okresie 2015-2019, co powinno odwzorowywać wzrosty wyniku gotówkowego EBITDA (wynik księgowy EBITDA skorygowany o zmianę rozliczeń międzyokresowych).

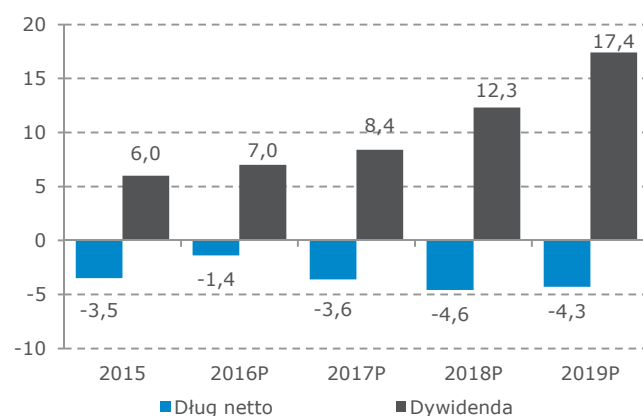
EBITDA gotówkowa vs. CFO w PBKM (mln PLN)



Źródło: Dom Maklerski mBanku, *EBITDA gotówkowa w 2015 r. skorygowana o zdarzenia jednorazowe

Model biznesowy PBKM jest dość nisko kapitałochłonny. CAPEX w PBKM szacujemy w kolejnych latach na poziomie 5,0-7,0 mln PLN, tj. na poziomie ok. 4% przychodów ze sprzedaży. W 2016 r. spodziewamy się ok. 4,0 mln PLN CAPEXu jednorazowego w związku z nakładami na nowe laboratorium. W naszej prognozie bilansu uwzględniliśmy płatności VATu na Węgrzech na poziomie blisko 6 mln PLN w latach 2016-19. Prognozę zapasów sporządziliśmy w oparciu o stały wskaźnik zapasów do liczby nowych próbek w kolejnych latach, z kolei dla należności przyjęliśmy założenie o stałym ich poziomie do wysokości próbek na koniec poszczególnych lat. Rotacja zobowiązań handlowych w naszych prognozach jest na stałym poziomie z 2015 r. i wynosi 47 dni. **W 2016 r. PBKM wypłaci 8,4 mln PLN w formie dywidendy, tj. w 2017 r. zakładamy wypłatę 35% skonsolidowanego zysku netto na dywidendę. Stopień wypłaty zysku wzrasta w naszym modelu prognozy do 50% w 2020 r. W takim scenariuszu gotówka netto na koniec okresu prognozy czyli w 2020 r. powinna być na poziomie 7,8 mln PLN, co wskazuje na potencjał PBKM do wypłacania wynagrodzenia dla akcjonariuszy.**

Dług netto i dywidenda w PBKM (mln PLN)



Źródło: Dom Maklerski mBanku

Wycena

Wartość spółki PBKM szacujemy na podstawie modelu DCF, wyceny porównawczej i modelu zdyskontowanych dywidend (DDM). Cenę docelową akcji szacujemy w perspektywie 9 miesięcy na poziomie 70,0 PLN.

(PLN)	waga	Cena
Wycena porównawcza	33%	69,3
Wycena DDM	33%	62,2
Wycena DCF	33%	66,0
cena wynikowa		65,8
cena docelowa za 9 m-cy		70,0

Wycena DCF

- Założenia modelu:
- Przepływy pieniężne dyskontujemy na koniec 2016. Przy ustalaniu wartości firmy uwzględniamy gotówkę netto na koniec 2015 r. (3,5 mln PLN), skorygowaną o dywidendę (7,0 mln PLN) za rok 2015 r.
 - W roku 2025 amortyzacja jest równa nakładom inwestycyjnym.
 - Po roku 2025 zakładamy wzrost FCF na poziomie 2,5%, stopę wolną od ryzyka na poziomie 3,5% oraz współczynnik beta na poziomie 1,0.

- Wycenę sporządzamy na bazie EBITU gotówkowego (EBIT księgowy skorygowany o zmiany na rozliczeniach międzyokresowych czynnych i biernych)
- Przyjmujemy wartość podatku odpowiadającym gotówkowym wpływom podatkowym (zgodnie z prognozami z rachunku przepływów pieniężnych).
- Uwzględniamy maksymalne rozwodnienie akcjonariatu programem menedżerskich, uwzględniając emisję 236,7 tys. warrantów i zamianę ich na akcje.

Model DCF

(mln PLN)	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2025+
EBIT gotówkowy	12,2	14,9	19,2	23,3	28,7	29,4	30,2	30,9	31,7	32,5	
zmiana R/R		22,44%	28,74%	21,02%	23,29%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	
Opodatkowanie EBIT	1,2	1,7	2,5	3,3	4,3	4,4	4,5	4,6	4,7	4,8	
efektywna stopa podatkowa	9,7%	11,4%	13,0%	14,0%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%	
NOPLAT	11,0	13,2	16,7	20,0	24,4	25,1	25,7	26,3	27,0	27,7	
Amortyzacja	4,8	6,1	6,2	6,3	6,5	7,0	7,1	7,3	7,5	7,7	
CAPEX	-9,4	-5,8	-6,2	-6,5	-6,7	-7,0	-7,1	-7,3	-7,5	-7,7	
Kapitał obrotowy	-1,3	-2,7	-3,2	-2,4	-2,6	-2,6	-2,7	-2,8	-2,8	-2,9	
FCF	5,1	10,9	13,6	17,5	21,6	22,4	23,0	23,5	24,1	24,7	25,4
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
współczynnik dyskonta	100,0%	92,2%	84,9%	78,3%	72,2%	66,5%	61,3%	56,5%	52,1%	48,0%	
PV FCF	5,1	10,0	11,5	13,7	15,6	14,9	14,1	13,3	12,6	11,9	

WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
Koszt długu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	
Stopa wolna od ryzyka	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	
Premia za ryzyko	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
Dług netto / EV	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Koszt kapitału własnego	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	

Wzrost FCF po okresie prognozy	2,5%
Wartość rezydualna (TV)	422,6
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	202,8
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	122,7
Wartość firmy (EV)	325,5
Dług netto (koniec 3Q'16)	-3,5
Inne aktywa nieoperacyjne	0,0
Udziałowcy mniejszościowi	1,0
Wartość firmy	328,0
Liczba akcji (mln)	4,97
Wartość firmy na akcję (PLN)	66,0
9-miesięczny koszt kapitału własnego	6,4%
Cena docelowa (PLN)	70,2

EV/EBITDA('17) dla ceny docelowej	7,7
P/E('17) dla ceny docelowej	11,3
Udział TV w EV	62%

Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF w nieskończoności				
	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
WACC +1,0 p.p.	55,3	57,5	59,9	62,7	66,0
WACC +0,5 p.p.	59,2	61,7	64,6	68,0	72,1
WACC	63,6	66,6	70,2	74,4	79,4
WACC -0,5 p.p.	68,7	72,4	76,7	81,9	88,3
WACC -1,0 p.p.	74,7	79,2	84,6	91,2	99,4

Wycena zdyskontowanych dywidend

Założenia modelu:

- Dywidendy dyskontujemy na koniec 2016.
- W okresie rezydualnym przyjmujemy dywidendę na poziomie 24,8 mln PLN, tj. na poziomie 100% FCF w roku 2025 r.

Model zdyskontowanych dywidend

(mln PLN)	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2025+
Dywidendy	0,0	8,4	12,3	17,4	20,1	21,7	22,4	23,0	23,6	24,1	24,8
współczynnik dyskonta	100,0%	92,2%	84,9%	78,3%	72,2%	66,5%	61,3%	56,5%	52,1%	48,0%	
PV dywidend	0,0	7,7	10,5	13,7	14,5	14,4	13,7	13,0	12,3	11,6	

Koszt kapitału własnego	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
stopa wolna od ryzyka	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	

Wzrost dywidendy po okresie prognozy	2,5%
Wartość rezydualna	413
Zdyskontowana wartość rezydualna	198
Zdyskont. wartość dywidend w okresie prognozy	111
Wartość kapitałów własnych (mln PLN)	309,3
Liczba akcji (mln)	4,97
Wartość firmy na akcję (PLN)	62,2
9-miesięczny koszt kapitału własnego	6,4%
Cena docelowa (PLN)	66,2

Analiza wrażliwości

	Wzrost dywidendy w nieskończoności				
	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
Koszt kapitału własnego +1,0 p.p.	52,0	53,9	56,2	58,7	61,7
Koszt kapitału własnego +0,5 p.p.	55,8	58,1	60,8	63,9	67,6
Koszt kapitału własnego	60,1	62,9	66,2	70,0	74,7
Koszt kapitału własnego -0,5 p.p.	65,2	68,6	72,6	77,4	83,3
Koszt kapitału własnego -1,0 p.p.	71,0	75,2	80,2	86,4	94,1

Wycena porównawcza

Wartości mnożników dla PBKM zestawiamy z mnożnikami dla grupy spółek porównywalnych. Do tej grupy wliczyliśmy przedstawicieli sektora usług medycznych:

- (1) notowane banki komórek macierzystych,
- (2) spółki z segmentu usług medycznych działające w Polsce,
- (3) spółki z segmentu usług medycznych działające poza Polską, w tym spółki prowadzące placówki kliniki medyczne oraz świadczące usługi diagnostyki.

Dla każdego okresu w czasie 2016-18 stosujemy równe wagi. Wycenę sporządziliśmy na bazie wskaźników EV/EBITDA oraz FCF/EV. Dla 2016 r. przyjęliśmy FCF skorygowany o jednorazowy CAPEX na nowe laboratorium w wysokości 4,0 mln PLN. Zwracamy uwagę na ograniczenia w wycenie na bazie wskaźnika FCF/EBITDA. Wysokość poziomu generowanej gotówki zależy od struktury zawieranych umów (przedpłacone vs. abonamentowe). Z drugiej strony zwracamy uwagę na niski poziom „cashowości” wyniku EBITDA.

Analiza porównawcza

	EV/EBITDA			EV/FCF		
	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P
Banki komórek macierzystych						
CORDLIFE GROUP LTD	18,1	30,0	27,1	-	-	-
VITA 34 AG	9,2	8,7	5,5	2,9%	1,1%	5,9%
CHINA CORD BLOOD CORP	-	-	-	-	-	-
CRYOLIFE INC	22,2	22,8	18,8	-	-	-
MEDIANA	18,1	22,8	18,8	2,9%	1,1%	5,9%
Usługi medyczne (Polska)						
CENTRUM MEDYCZNE ENEL-MED SA	13,0	12,3	9,7	-	-	-
VOXEL SA	7,4	6,6	6,4	-	-	-
POLMED SA	-	-	-	-	-	-
MEDIANA	10,2	9,5	8,1	-	-	-
Usługi medyczne (poza Polską)						
LIFE HEALTHCARE GROUP HOLDINGS	9,7	8,7	7,9	6,9%	7,7%	8,5%
NETCARE LTD	9,8	9,1	8,3	3,0%	3,1%	4,8%
CAPIO AB	9,3	8,6	8,0	3,8%	5,3%	6,1%
ATTENDO AB	13,1	12,1	11,2	3,5%	3,9%	4,4%
RHOEN-KLINIKUM AG	8,7	8,4	8,0	4,8%	5,0%	4,5%
KORIAN	11,1	10,5	9,9	1,0%	2,9%	3,4%
QUEST DIAGNOSTICS INC	10,9	10,3	9,9	5,1%	5,0%	6,3%
MOUWASAT MEDICAL SERVICES CO	21,8	18,9	16,5	-0,3%	1,3%	2,1%
FLEURY SA	11,5	9,9	8,5	4,7%	4,3%	5,0%
MEDIANA	10,9	9,9	8,5	3,8%	4,3%	4,8%
Maksimum (cała grupa)	22,2	30,0	27,1	6,9%	7,7%	8,5%
Minimum (cała grupa)	7,4	6,6	5,5	-0,3%	1,1%	2,1%
Mediana (cała grupa)	11,0	10,1	9,1	3,7%	4,1%	4,9%
PBKM	7,7	6,3	5,3	3,4%	4,1%	5,1%
premia / dyskonto	-30,4%	-37,8%	-41,6%	8,8%	1,5%	-3,8%
Implikowana wycena						
Wycena 1 akcji (PLN)	77,4	86,3	91,7	49,8	53,9	57,0
Waga roku	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%
Wycena (PLN)	69,3					

Spółki porównywalne

Cordlife Group Ltd. jest właścicielem sieci banków krwi pępowinowej na terenie Azji. Spółka oferuje usługi związane z pozyskiwaniem, przetwarzaniem, badaniem i przechowywaniem krwi pępowinowej pobieranej podczas porodu.

VITA 34 AG zajmuje się pobieraniem i przechowywaniem krwi pępowinowej noworodków w celu jej ewentualnego wykorzystania w przyszłości. Komórki macierzyste pozyskiwane z krwi pępowinowej mają szczególne właściwości, które mogą być zachowywane przez dziesiątki lat dzięki technologii kriokonserwacji.

China Cord Blood Corporation zajmuje się pozyskiwaniem komórek macierzystych z krwi pępowinowej noworodków i oferuje usługi w zakresie badań laboratoryjnych, przetwarzania komórek krwiotwórczych i przechowywania komórek macierzystych.

CryoLife Inc. oferuje usługi krioprezerwacji tkanek ludzkich wykorzystywanych w przeszczepach serca, chirurgii naczyniowej i przeszczepach tkanek w chirurgii ortopedycznej. Ponadto spółka produkuje dodatkowe materiały wszczepialne i sprzęt medyczny jednorazowego użytku, a także wytwarza bioprotezy aortalne, w tym innowacyjne zastawki bezstentowe pochodzenia zwierzęcego na rynek europejski.

Enel-Med, założony w 1993 r., oferuje pełną obsługę medyczną na terenie Polski. W skład grupy wchodzi przychodnie wieloprofilowe, dwa szpitale, oddziały diagnostyki obrazowej oraz specjalistyczne kliniki: medycyny estetycznej i medycyny sportowej.

Voxel to sieć centrów diagnostycznych, które świadczą usługi głównie w dziedzinie zaawansowanej diagnostyki obrazowej, w tym: badania rezonansu magnetycznego, tomografii komputerowej oraz pozytonowej tomografii emisyjnej (PET-TK) i tomografii emisyjnej pojedynczych fotonów (SPECT).

Polmed, działający na terenie Polski, zapewnia kompleksową opiekę medyczną. Zakres opieki obejmuje między innymi: podstawową oraz specjalistyczną opiekę medyczną, pełną diagnostykę medyczną, rehabilitację, stomatologię, wizyty domowe.

Life Healthcare Group Holdings Ltd. z siedzibą w RPA jest właścicielem sieci placówek medycznych, w tym zakładów opieki doraźnej i długoterminowej, placówek rehabilitacyjnych i przychodni zakładowych.

Netcare Ltd. prowadzi działalność w zakresie marketingu medycznego i zarządzania placówkami medycznymi na terenie RPA. Ponadto spółka prowadzi własną sieć prywatnych szpitali i klinik.

Capio AB oferuje szeroki zakres usług medycznych, w tym opiekę chirurgiczną i psychiatryczną, za pośrednictwem własnej sieci szpitali, specjalistycznych klinik i zakładów podstawowej opieki zdrowotnej obejmującej Szwecję, Norwegię, Francję i Niemcy.

Attendo AB prowadzi publiczne zakłady opieki zdrowotnej i placówki opieki społecznej w Szwecji, Norwegii, Danii i Finlandii. Spółka oferuje usługi w zakresie opieki nad osobami starszymi i niepełnosprawnymi oraz indywidualne i rodzinne pakiety medyczne.

Rhoen-Klinikum AG to niemiecki operator placówek medycznych oferujących opiekę ogólną, rehabilitację i ratownictwo medyczne. Zakres świadczeń oferowanych przez przychodnie i szpitale prowadzone przez spółkę obejmuje kardiologię, chirurgię, psychiatrię, neurologię i neurochirurgię, ortopedię, leczenie uzależnień i fizjoterapię.

Korian SA jest właścicielem zakładów opieki zdrowotnej, placówek medycznych, domów opieki i centrów rehabilitacji. Spółka prowadzi działalność we Francji.

Quest Diagnostics Inc. oferuje usługi z zakresu badań laboratoryjnych. Spółka zarządza siecią placówek diagnostycznych i centrów obsługi pacjenta. Quest Diagnostics oferuje badania specjalistyczne, podstawowe badania medyczne, badania toksykologiczne oraz badania anatomopatologiczne.

Mouwasat Medical Services Co zarządza szpitalami, poradniami medycznymi i aptekami w Arabii Saudyjskiej.

Fleury SA to brazylijska spółka z sektora medycznego, która prowadzi sieć laboratoriów diagnostycznych w stanie Sao Paulo, Rio de Janeiro, Bahia, Pernambuco, Parana, Rio Grande do Sul i w Dystrykcie Federalnym Brasilia.

Rachunek wyników

Rachunek zysków i strat	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
Przychody z działalności operacyjnej	72,1	85,0	104,8	125,7	140,1	154,7	167,9	179,3
zmiana		17,9%	23,3%	19,9%	11,5%	10,4%	8,6%	6,8%
Koszt własny sprzedaży	28,1	33,4	40,4	47,7	53,7	57,9	61,7	64,8
Zysk/strata brutto na sprzedaży	44,0	51,6	64,5	78,0	86,4	96,8	106,3	114,5
Marża brutto na sprzedaży	61,0%	60,7%	61,5%	62,1%	61,7%	62,6%	63,3%	63,8%
Koszty sprzedaży	16,7	19,1	22,6	27,4	29,1	30,7	32,1	33,1
Koszty ogólnego zarządu	16,0	15,4	26,2	21,0	21,6	23,0	24,4	25,8
Zysk/strata na sprzedaży	11,3	17,1	15,7	29,6	35,7	43,0	49,8	55,6
Pozostałe przychody operacyjne	1,0	0,7	0,9	0,4	0,4	0,4	0,0	0,0
Pozostałe koszty operacyjne	2,3	5,8	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	12,9	15,2	20,0	34,7	42,2	49,5	56,1	62,1
zmiana		18,0%	31,0%	74,1%	21,3%	17,5%	13,3%	10,7%
marża EBITDA	17,9%	17,9%	19,0%	27,7%	30,1%	32,0%	33,4%	34,6%
Skorygowana EBITDA	12,9	19,0	27,3	34,7	42,2	49,5	56,1	62,1
zmiana		47,2%	43,7%	27,2%	21,3%	17,5%	13,3%	10,7%
marża EBITDA	17,9%	22,4%	26,1%	27,7%	30,1%	32,0%	33,4%	34,6%
Amortyzacja	3,0	3,2	4,5	4,8	6,1	6,2	6,3	6,5
Zysk z działalności operacyjnej (EBIT)	9,9	12,0	15,4	29,9	36,1	43,3	49,8	55,6
zmiana		20,5%	28,6%	94,0%	20,6%	20,2%	14,8%	11,8%
Marża EBIT	13,8%	14,1%	14,7%	23,8%	25,7%	28,0%	29,6%	31,0%
Przychody finansowe	0,3	0,5	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2
Koszty finansowe	0,7	1,2	0,3	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4
Zysk (strata) przed opodatkowaniem	9,6	11,3	15,3	29,6	35,8	43,1	49,5	55,4
Podatek dochodowy	2,1	1,4	6,2	5,6	6,8	8,2	9,4	10,5
Efektowna stawka CIT	21,4%	12,1%	40,5%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Zyski mniejszości	0,1	0,5	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	7,6	10,0	9,1	24,0	29,0	34,9	40,1	44,9
zmiana		31,8%	-8,6%	163,4%	20,8%	20,4%	15,0%	11,8%
Marża netto	10,5%	11,7%	8,7%	19,1%	20,7%	22,6%	23,9%	25,0%
Liczba akcji na koniec roku (mln.)	4,97	4,97	4,97	4,97	4,97	4,97	4,97	4,97
EPS	1,52	2,00	1,83	4,83	5,83	7,02	8,07	9,03
CEPS	2,12	2,66	2,75	5,80	7,06	8,27	9,35	10,33
ROAE	8,3%	9,7%	7,3%	16,2%	16,5%	17,2%	17,1%	16,8%
ROAA	29,0%	33,1%	24,4%	49,0%	42,8%	39,1%	35,8%	33,1%

Bilans

(mln PLN)	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
AKTYWA	91,3	115,0	133,0	164,1	187,5	218,3	250,4	284,8
Aktywa trwałe	62,4	85,2	97,8	124,7	148,9	176,2	205,9	236,3
Wartości niematerialne i prawne	2,6	6,2	5,9	6,6	7,3	8,3	9,2	10,1
Wartość firmy	15,9	18,5	18,4	18,4	18,4	18,4	18,4	18,4
Rzeczowe aktywa trwałe	13,0	15,5	16,1	19,7	18,6	17,6	16,9	16,2
Rozliczenia międzyokresowe	28,4	40,8	51,1	73,3	97,8	125,1	154,7	184,7
Inne aktywa trwałe	2,5	4,3	6,3	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8
Aktywa obrotowe	28,9	29,8	35,2	39,4	38,6	42,1	44,4	48,5
Zapasy	2,4	2,4	2,4	2,6	2,7	2,8	2,9	3,0
Należności handlowe	10,9	12,1	10,5	11,9	13,4	15,2	17,0	18,9
Rozliczenia międzyokresowe przychodów	2,9	2,9	11,6	11,5	12,4	13,5	14,6	15,7
Inne krótkoterminowe aktywa	3,5	4,5	3,8	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Środki pieniężne	9,1	7,9	6,9	10,4	7,1	7,6	6,8	7,8

(mln PLN)	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
PASYWA	91,3	115,0	133,0	164,1	187,5	218,3	250,4	284,8
Kapitał własny	26,0	34,2	40,4	57,4	78,0	100,6	123,3	148,1
Zobowiązania długoterminowe	49,4	55,6	70,4	80,8	88,4	96,5	106,4	116,1
Rezerwa z tytułu podatku dochodowego	7,3	11,7	18,7	23,1	28,2	33,9	40,1	46,3
Przychody przyszłych okresów	39,0	41,1	46,4	51,8	55,9	59,9	63,7	67,6
Inne zobowiązania długoterminowe	3,2	2,9	5,4	5,8	4,3	2,8	2,7	2,2
Zobowiązania krótkoterminowe	15,8	25,2	22,1	26,2	21,4	21,5	21,0	21,0
Krótkoterminowe pożyczki i kredyty bankowe	3,5	1,2	0,8	5,5	0,5	0,5	0,0	0,0
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	4,0	5,3	5,7	6,1	6,9	7,4	7,9	8,3
Zobowiązania budżetowe	2,1	10,5	4,6	5,9	5,1	4,3	3,5	2,7
Przychody przyszłych okresów	4,0	4,7	5,8	4,7	4,9	5,3	5,6	6,0
Inne zobowiązania krótkoterminowe	2,3	3,6	5,2	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Dług	6,2	3,6	3,3	9,1	3,5	3,0	2,5	2,2
Dług netto	-2,9	-4,2	-3,5	-1,4	-3,6	-4,6	-4,3	-5,6
(Dług netto / Kapitał własny)	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(Dług netto / EBITDA)	-0,2	-0,3	-0,2	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
Przepływy operacyjne	5,8	13,6	11,4	14,5	16,7	19,8	24,0	28,3
Zysk brutto	10,0	11,2	15,3	29,6	35,8	43,1	49,5	55,4
Amortyzacja	3,0	3,2	4,5	4,8	6,1	6,2	6,3	6,5
Zmiana rozliczeń międzyokresowych	-5,1	-11,1	-12,6	-17,7	-21,1	-24,1	-26,5	-26,9
Zmiana innych składników majątku o.	-1,8	10,4	3,4	-1,3	-2,7	-3,2	-2,4	-2,6
Podatek dochodowy zapłacony	-0,2	0,0	0,1	-1,2	-1,7	-2,5	-3,3	-4,3
Inne	0,0	-0,2	0,6	0,3	0,3	0,3	0,2	0,3
Przepływy inwestycyjne	-10,4	-7,8	-3,7	-9,4	-5,8	-6,2	-6,5	-6,7
CAPEX	-6,4	-5,7	-3,8	-9,4	-5,8	-6,2	-6,5	-6,7
Pozostałe	-4,0	-2,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	-3,8	-7,1	-8,7	-1,6	-14,2	-13,1	-18,2	-20,6
Dług	3,1	1,4	0,0	5,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Emisja akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidendy/buy-back	-4,8	-3,9	-6,0	-7,0	-8,4	-12,3	-17,4	-20,1
Inne	-2,1	-4,5	-2,7	0,4	-5,8	-0,8	-0,8	-0,5
Zmiana stanu środków pieniężnych	-8,3	-1,3	-1,0	3,6	-3,3	0,4	-0,8	1,0
Środki pieniężne na koniec okresu	9,1	7,9	6,9	10,4	7,1	7,6	6,8	7,8
DPS (PLN)	0,97	0,79	1,21	1,41	1,69	2,48	3,51	4,04
FCF	-4,5	5,8	7,7	5,1	10,9	13,6	17,5	21,6
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	-8,8%	-6,7%	-3,7%	-7,5%	-4,1%	-4,0%	-3,9%	-3,7%

Wskaźniki finansowe*

	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
P/E	35,5	26,9	29,4	11,2	9,3	7,7	6,7	6,0
P/CE	25,5	20,3	19,7	9,3	7,6	6,5	5,8	5,2
P/BV	10,3	7,8	6,6	4,7	3,4	2,7	2,2	1,8
P/S	3,7	3,2	2,6	2,1	1,9	1,7	1,6	1,5
FCF/EV	-1,7%	2,2%	2,9%	1,9%	4,1%	5,1%	6,6%	8,2%
EV/EBITDA	20,5	17,3	13,3	7,7	6,3	5,3	4,7	4,2
EV/EBITDA skorygowana	20,5	13,9	9,7	7,7	6,3	5,3	4,7	4,2
EV/EBIT	26,7	22,0	17,2	8,9	7,3	6,1	5,3	4,7
EV/S	3,7	3,1	2,5	2,1	1,9	1,7	1,6	1,5
DYield	1,8%	1,5%	2,2%	2,6%	3,1%	4,6%	6,5%	7,5%
Cena (PLN)	268,2	268,2	268,2	268,2	268,2	268,2	268,2	268,2
Liczba akcji na koniec roku (mln)	265,3	264,0	264,7	266,8	264,6	263,6	263,8	262,5
Kapitalizacja * (mln PLN)	35,5	26,9	29,4	11,2	9,3	7,7	6,7	6,0
EV (mln PLN)	25,5	20,3	19,7	9,3	7,6	6,5	5,8	5,2

*przy założeniu maksymalnego rozwodnienia programem motywacyjnym (emisja 236,7 tys. warrantów)

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)
EBIT – zysk operacyjny
EBITDA – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
BOOK VALUE – wartość księgowa
WNDB – wynik na działalności bankowej
MC/S – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży
EBIT/EV – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej
P/E – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję
P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją
ROE – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych
P/BV – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ekwiwalent
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

PRZEWAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku
RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku
NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%
TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%
REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%
SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wydodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego obsługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowił podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem opracowania oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem opracowania (o ile występuje) znajdują się poniżej. Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. był oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej.
mBank S.A. pełni funkcję animatora emitenta.
mBank S.A. pełni funkcję animatora rynku.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. otrzymał od emitenta wynagrodzenie za świadczone usługi.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 22 grudnia 2016 o godzinie 8:45.
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 22 grudnia 2016 o godzinie 8:45.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie, publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Dom Maklerski mBanku nie wydał w ciągu ostatnich 12 miesięcy rekomendacji dotyczącej spółki PBKM.

Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18
00-082 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
tel. +48 22 438 24 02
kamil.klischcz@mbank.pl
paliwa, chemia, energetyka

Michał Marczak
tel. +48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia, surowce, metale

Michał Konarski
tel. +48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek
tel. +48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia

Paweł Szpigel
tel. +48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybala
tel. +48 22 438 24 04
piotr.zybala@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz
tel. +48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron
dyrektor
tel. +48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Krzysztof Bodek
tel. +48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Mateusz Choromański, CFA
tel. +48 22 697 47 44
mateusz.choromanski@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
tel. +48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Anna Łagowska
tel. +48 22 697 48 25
anna.lagowska@mbank.pl

Adam Prokop
tel. +48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM
tel. +48 22 697 48 16
szymon.kubka@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
tel. +48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Tomasz Galanciak
tel. +48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

Wojciech Wysocki
tel. +48 22 697 48 46
wojciech.wysocki@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mbank.pl

Mariusz Adamski
tel. +48 22 697 48 47
mariusz.adamski@mbank.pl

Biuro Aktywnej Sprzedaży

Kamil Szymański
dyrektor
tel. +48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl