

# Raport rewidenta do spraw szczególnych

Bioton Spółka Akcyjna

3 listopada 2020





**sygn. akt Wa XIII NsRejKRS 60470/18/718**

**Sąd Rejonowy dla M. St. Warszawy w Warszawie,  
XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru  
Sądowego**

ul. Czerniakowska 100  
00-454 Warszawa

3 listopada 2020 roku

Szanowni Państwo

Niniejszym przekazujemy Państwu raport rewidenta do spraw szczególnych („Raport”), z przeprowadzonego badania, przygotowanego zgodnie z postanowieniem Referendarza Sądu Rejonowego dla M. St. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego (sygn. akt Wa XIII NsRejKRS 60470/18/718) z dnia 18 października 2019 roku (dalej: Postanowienie Sądu) oraz zgodnie z warunkami określonymi w umowie zawartej 25 sierpnia 2020 roku pomiędzy Bioton Spółka Akcyjna a Grant Thornton Polska Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością Sp. k. w Poznaniu przy ul. Abpa Baraniaka 88E (nr 4055 na liście podmiotów uprawnionych do badania sprawozdań finansowych).

**Bioton Spółka Akcyjna**

ul. Starościńska 5  
02-516 Warszawa

---

Grant Thornton Polska Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością sp.k.  
ul. Abpa Baraniaka 88 E  
61-131 Poznań  
Poland

T +48 61 62 51 100  
F +48 61 62 51 101  
[www.grantthornton.pl](http://www.grantthornton.pl)

Raport jest poufny i został przygotowany wyłącznie na potrzeby Zlecającego. Żadna osoba nie jest upoważniona do wykorzystywania Raportu w jakimkolwiek innym celu bez naszej uprzedniej pisemnej zgody.

Nie ponosimy odpowiedzialności czy też zobowiązania odnośnie zawartości raportu wobec jakiegokolwiek trzeciej strony innej niż Zlecający.

Jan Letkiewicz

Partner Zarządzający

Biegły rewident (nr 9530)

Mariusz Maik

Partner



## Zakres odpowiedzialności

Chcielibyśmy zwrócić Państwa uwagę na sekcję „Informacje Ogólne”, która zawiera zakres naszych prac, źródło informacji i ograniczenia napotkane podczas wykonywanych prac.

Niniejszy raport został przez nas przygotowany dla Akcjonariuszy, Rady Nadzorczej i Zarządu Spółki zgodnie z Postanowieniem Sądu oraz z wyżej wspomnianą umową z dnia 25 sierpnia 2020 roku i nie powinien być używany w żadnym, innym celu.

Grant Thornton Polska Sp. z o.o. Sp. k. nie ponosi odpowiedzialności za efekty wykorzystania raportu (w części lub całości) w celu innym niż wyżej wskazany i przez osoby niebędące jego adresatem. Grant Thornton Polska Sp. z o.o. Sp. k. nie ponosi odpowiedzialności za skutki jakichkolwiek decyzji podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym raporcie.

Raport jest oparty na informacjach otrzymanych do 27 września 2020 roku i nie był aktualizowany od tamtej pory.

Zastosowane przez nas procedury nie oznaczają, że przeprowadziliśmy badanie sprawozdania finansowego lub jego przegląd, ani w rozumieniu obowiązujących w Polsce przepisów, ani w rozumieniu Międzynarodowych Standardów Rewizji Finansowej. Nie wyrażamy, więc żadnych zapewnień o prawidłowości ujęcia w sprawozdaniach finansowych Spółki zdarzeń gospodarczych, będących przedmiotem niniejszych prac.

## Deklaracja niezależności

Grant Thornton Polska Sp. z o.o. Sp. k. z siedzibą w Poznaniu, ul. Abpa Baraniaka 88E, jest podmiotem uprawnionym do badania sprawozdań finansowych, wpisanym na listę Polskiej Agencji Nadzoru Audytowego pod numerem 4055.

W imieniu Grant Thornton Polska Sp. z o.o. Sp. k. badaniem rewidenta do spraw szczególnych kierował Jan Letkiewicz, biegły rewident numer ewidencyjny 9530 oraz Mariusz Maik, Partner Departamentu Doradztwa.

Grant Thornton Polska Sp. z o.o. Sp. k., członkowie zarządu i organów nadzorczych komplementariusza, sieć, do której należy podmiot uprawniony do badania, biegły rewident kierujący badaniem oraz inne osoby uczestniczące w przygotowaniu niniejszego raportu są niezależni od Spółki zgodnie z Międzynarodowym kodeksem etyki zawodowych księgowych Międzynarodowej Federacji Księgowych (Kodeks IFAC) przyjętym uchwałą Krajowej Rady Biegłych Rewidentów nr 3431/52a/2019 z dnia 25 marca 2019 roku jako zasady etyki zawodowej biegłych rewidentów oraz z innymi wymogami etycznymi.

Grant Thornton Polska Sp. z o.o. Sp. k. oświadcza, że posiada odpowiednią wiedzę fachową, kwalifikacje i spełnia wszelkie wymogi niezbędne do wykonania prac, o których mowa w niniejszym raporcie, a w szczególności spełnia warunki, o których mowa w art. 84 ust. 2 Ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz spółkach publicznych (tekst jednolity Dz.U. z 2019 roku, poz. 623, z późniejszymi zmianami) (dalej: Ustawa o ofercie publicznej) i nie podlega wyłączeniu na podstawie art. 84 ust. 3 Ustawy o ofercie publicznej, i nie zachodzą inne okoliczności, które mogłyby spowodować, iż wybór Grant Thornton Polska Sp. z o.o. Sp. k. na rewidenta do spraw szczególnych nie zapewniłby sporządzenia rzetelnego i obiektywnego raportu.

# Spis treści

01	Informacje ogólne	5	Załączniki	
02	Punkt 1	11	A. Słownik	35
03	Punkt 2	19		
04	Punkt 3	22		
05	Punkt 4	25		
06	Punkt 5	31		

01

---

## Informacje ogólne

Zakres badania	6
Źródła informacji	7
Metodologia	8
Streszczenie wniosków z badania	9

# Zakres badania

Grant Thornton Polska Sp. z o.o. Sp. k. (dalej: Grant Thornton) została powołana w dniu 18 października 2019 roku na rewidenta do spraw szczególnych postanowieniem Referendarza Sądu Rejonowego dla M. St. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego (sygn. akt Wa XIII NsRejKRS 60470/18/718). Badanie przeprowadziliśmy na podstawie umowy zawartej w dniu 25 sierpnia 2020 roku z Zarządem Spółki.

Przedmiot i zakres badania przeprowadzonego przez rewidenta do spraw szczególnych został ustalony w wymienionym wyżej Postanowieniu i obejmował badanie pod kątem rzetelności, gospodarności, celowości z prawem w zakresie:

- 1. zbadania wartości ekonomicznej sprzedaży przez Bioton Spółkę Akcyjną z siedzibą w Warszawie wszystkich akcji w spółce zależnej SciGen Ltd. z siedzibą w Singapurze na rzecz Yifan International Pharmaceutical Co., Ltd., w tym przeprowadzenie analizy w zakresie wyceny akcji SciGen, o której mowa w Uchwale nr 2 Zwyczajnego Walnego Zgromadzenia z dnia 11 czerwca 2018 roku,**
- 2. zbadania zasadności umorzenia wierzytelności Bioton Spółki Akcyjnej z siedzibą w Warszawie w stosunku do SciGen Ltd. z siedzibą w Singapurze oraz uwzględnienia całkowitej wartości umorzenia przy wycenie SciGen Ltd. z siedzibą w Singapurze w ramach sprzedaży na rzecz Yifan International Pharmaceutical Co., Ltd.,**
- 3. zbadania zasadności nieuwzględnienia odpisów zobowiązań SciGen Ltd. z siedzibą w Singapurze wobec Bioton Spółki Akcyjnej z siedzibą w Warszawie w wycenie wykonanej przez KPMG Advisory Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością Spółkę komandytową z siedzibą w Warszawie, które nastąpiły między datą wykonania wyceny przez KPMG Advisory Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością Spółkę komandytową z siedzibą w Warszawie a datą zawarcia transakcji sprzedaży akcji SciGen Ltd. z siedzibą w Singapurze, łącznie z odpisem zobowiązań wobec Bioton Spółki Akcyjnej z siedzibą w Warszawie zawartych w umowie sprzedaży SciGen Ltd. z siedzibą w Singapurze na kwotę 29.900.000 (dwadzieścia dziewięć milionów dziewięćset tysięcy) dolarów amerykańskich, a także nieuwzględnienia w wycenie SciGen Ltd. z siedzibą w Singapurze, gotówki zakumulowanej w SciGen Ltd. z siedzibą w Singapurze,**
- 4. zbadania zgodności z prawem i wartości, w kontekście pokrzywdzenia wierzycieli, umowy dystrybucyjnej zawartej pomiędzy Bioton Spółką Akcyjną z siedzibą w Warszawie a Yifan International Pharmaceutical Co., Ltd. w dniu 27 marca 2018 r., na podstawie której Yifan International Pharmaceutical Co., Ltd. będzie wyłącznym dystrybutorem produktów Bioton Spółki Akcyjnej z siedzibą w Warszawie na całym świecie,**
- 5. zbadania wyboru doradcy do prowadzenia procesu sprzedaży SciGen Ltd. z siedzibą w Singapurze oraz jego kompetencji i doświadczenia w prowadzeniu procesów sprzedaży zagranicznych spółek o podobnej wielkości oraz z branży dystrybucji farmaceutyków w Azji.**

# Źródła informacji

Badanie rewidenta do spraw szczególnych zostało przeprowadzone na podstawie dokumentów, wymienionych w punkcie 2 Postanowienia, które zostały udostępnione do wglądu przez Zarząd Spółki, w postaci dokumentów zdigitalizowanych zamieszczonych na specjalnie w tym celu zorganizowanym VDR (Virtual Data Room):

1. Raport z oszacowania wartości godziwej SciGen na dzień 30 września 2017 przez KPMG, w tym:
  - Raport z wyceny SciGen
  - Raport z wyceny licencji na sprzedaż insuliny, znaków i rozwiązania profit sharing agreement
  - Raport z analizy opcji jakie Spółka mogła wykorzystać w zakresie SciGen
2. Dokumenty przygotowane przez doradcę w procesie odprzedaży SciGen, w tym:
  - Lista inwestorów wraz z podstawowymi danymi na ich temat
  - List opisujący proces kontaktowania się z inwestorami przez Comet
  - Opis procesu składania ofert
  - Memorandum informacyjne na temat SciGen
  - Dokument informacyjny tzw. Teaser
  - Sprawozdania finansowe SciGen
3. List dystrybucyjny potwierdzający do których podmiotów rozesłano memorandum informacyjne o sprzedaży SciGen wraz z kopiami e-maili wysłanych do podmiotów zainteresowanych transakcją polegającą na sprzedaży SciGen, w tym:
  - E-maile przesłane do potencjalnych inwestorów z Comet advisory
  - Dokument dotyczący wezwania na sprzedaż akcji (już po zobowiązaniu się Biotonu do sprzedaży - 20 lipiec 2018)
  - E-mail z potwierdzeniem wysyłki wezwania na giełdę
  - List intencyjny podpisany przez Spółkę z Medwise (drugi potencjalny inwestor)
4. Pisma dotyczące etapu negocjacji procesu sprzedaży SciGen wszystkim zainteresowanym podmiotom, w tym Yifan oraz dotyczące samej transakcji sprzedaży SciGen na rzecz Yifan, w tym:
  - List od zarządu Bioton do RN opisujący transakcję, w tym aspekty prawne i kwestie powiązań z Yifan
  - List intencyjny/binding agreement pomiędzy Bioton i Yifan datowany na 15 maja 2018 roku
  - Dokument akceptacji oferty datowany na 7 sierpnia 2018 roku

## Źródła informacji c.d.

5. Prezentacja przedstawiona przez pana Roberta Neymana na Zwyczajnym Walnym Zgromadzeniu – ukazująca biznesowe powody związane z transakcją sprzedaży SciGen,
6. Umowa dystrybucyjna pomiędzy Yifan a Spółką na wyłączność dystrybucji na cały świat poza Polską (datowana na 27 marca 2018) wraz z aneksami z dnia 3 kwietnia 2018 roku oraz 11 kwietnia 2019 roku,
7. Dokumentacja związana z umorzeniem wierzytelności Spółki wobec SciGen i rozliczeniem pożyczki udzielonej SciGen, w tym:
  - Umowa o transfer licencji na sprzedaż insuliny (datowana na 15 maja 2018 roku)
  - Umowa o rozwiązanie umowy profit sharing agreement (datowana na 15 maja 2018 roku)
  - Umowa o transfer znaków towarowych (datowana na 15 maja 2018 roku)
  - Umowa o umorzenie reszty długu nierozliczonego poprzednimi umowami (datowana na 15 maja 2018 roku)

Ponadto Zarząd Spółki udzielili nam pisemnych wyjaśnień w sprawie braku dysponowania dokumentami w zakresie procesu wyboru dystrybutora produktów spółki na cały świat. W piśmie Zarząd wskazał, że brak dokumentów w powyższym zakresie spowodowany jest tym, iż wszystkie rozmowy z innymi firmami były prowadzone drogą telefoniczną / e-mailową. Dokumentacja mailowa nie została nam udostępniona.

W trakcie realizacji prac korzystaliśmy także z opublikowanych i publicznie dostępnych materiałów i informacji dotyczących Spółki i branży, w której działa Spółka.



# Metodologia

Nie istnieją żadne przepisy, normy czy standardy zawodowe, które określałyby sposób przeprowadzenia badania przez rewidenta do spraw szczególnych. Postanowienie Sądu w sprawie powołania rewidenta do spraw szczególnych określa przedmiot i zakres badania, ale nie określa konkretnych procedur, które należałoby wykonać. Z tego powodu opracowaliśmy program badania, obejmujący szczegółowe procedury, który naszym zdaniem był właściwy i wystarczający dla realizacji naszego rozumienia celu wyznaczenia przez Referendarza Sądowego biegłego rewidenta do spraw szczególnych.

Badanie to nie obejmowało jednak procedur, które zgodnie z Międzynarodowymi Standardami Rewizji Finansowej powinny być wykonane w celu wydania opinii o rzetelności i jasności udostępnionych nam sprawozdań i danych finansowych. W związku z tym nie możemy wydać i nie wydajemy takiej opinii.

W naszym badaniu korzystaliśmy, w celu przeprowadzenia analiz i porównań, z danych i sprawozdań finansowych dostępnych publicznie, również dotyczących innych podmiotów niż Spółka. Nie było przedmiotem naszego badania wydanie opinii o rzetelności i jasności tych danych i sprawozdań finansowych. Co więcej, nie byliśmy w stanie zbadać w jakikolwiek sposób liczb i informacji zawartych w tych danych i sprawozdaniach finansowych. Gdyby stan faktyczny był inny niż wynikający ze wspomnianych danych i sprawozdań finansowych dostępnych publicznie, wówczas wyniki naszych porównań i analiz oraz wynikające z nich wnioski mogłyby być inne.

Badanie rewidenta do spraw szczególnych wykonaliśmy na podstawie dokumentów określonych w punkcie nr 2 Postanowienia tak, aby dokumentacja stanowiła wystarczającą podstawę do sformułowania wniosków dotyczących zagadnień wymienionych w punkcie „Zakres Badania” niniejszego raportu.

W trakcie naszego badania korzystaliśmy z informacji, zestawień, dokumentów oraz pisemnych wyjaśnień przekazanych przez Zarząd Spółki. Nie było naszym celem zbadanie kompletności, rzetelności i prawdziwości wszystkich wymienionych informacji, zestawień oraz dokumentów i dlatego nie wydajemy i nie możemy wydać opinii o kompletności, rzetelności i prawdziwości wszystkich informacji, zestawień, dokumentów oraz wyjaśnień przekazanych nam przez Zarząd Spółki.

Jednocześnie zaznaczamy, iż na wyraźną naszą prośbę o udostępnienie dodatkowych danych Zarząd ich nie udostępnił uzasadniając ten fakt występowaniem tajemnicy handlowej przedsiębiorstwa. Dotyczyło to:

- szczegółowych plików zarządczych, na podstawie których zostały przygotowane projekcje finansowe, będące podstawą do sporządzenia wyceny SciGen.
- umów dystrybucyjnych z innymi dystrybutorami, które poprzedzały umowę podpisaną z Yifan w dniu 27 marca 2018 roku.

# Streszczenie wniosków z badania

Podsumowując wyniki przeprowadzonego badania, szczegółowo rozwiniętego w dalszych częściach niniejszego raportu, odnosząc się do kwestii określonych jako przedmiot badania w Postanowieniu o powołaniu rewidenta do spraw szczególnych stwierdzamy co następuje.

1. W opinii Grant Thornton, wycena SciGen sporządzona na dzień 30 września 2017 roku przez KPMG została sporządzona w sposób prawidłowy, nie budzący zastrzeżeń.

2. **W ocenie Grant Thornton, podjęta przez Zarząd decyzja w zakresie sprzedaży SciGen, po wcześniejszym transferze aktywów na Bioton oraz całkowitym umorzeniu długu SciGen wobec Spółki była najkorzystniejsza finansowo** (mając na uwadze pozostałe rozwiązania, które były brane pod uwagę). Ponadto, była ona uzasadniona przez wzgląd na inne aspekty, np. długoterminowa perspektywa spłaty długu, ryzyko branży SciGen, czy strategia w zakresie rozpoczęcia produkcji analogów insuliny.

Umorzenie długu po wytransferowaniu najatrakcyjniejszych aktywów było warunkiem koniecznym do sprzedaży SciGen - brak umorzenia spowodowałby, że w rzeczywistości wartość kapitałów własnych a tym samym ostateczna cena transakcyjna byłaby ujemna, a to w znaczący sposób utrudniłoby rozliczenie transakcji z potencjalnym nabywcą. Przez wzgląd na powyższe, wycena powinna uwzględniać umorzenie długu.

3. W wycenie sporządzonej przez KPMG została uwzględniona gotówka zakumulowana w SciGen, w postaci nadwyżki ponad wartość środków pieniężnych potrzebnych do kontynuowania działalności operacyjnej. Jediną kwestią mogącą budzić wątpliwości jest zatem wyznaczona wartość salda gotówki operacyjnej. Analizując jednak skalę działalności SciGen, należy zaznaczyć, iż przyjęcie salda gotówki operacyjnej na poziomie 3% rocznych przychodów jest uzasadnione. Ponadto, wartość ta została ustalona na podstawie doświadczenia kierownictwa, które najlepiej zna specyfikę działalności SciGen.

**Zatem w związku z powyższym, w opinii Grant Thornton nie ma podstaw do kwestionowania wartości ustalonego salda gotówki operacyjnej.** Na podstawie przeprowadzonych procedur i analiz potwierdziliśmy, iż wycena sporządzona przez KPMG uwzględnia odpis wszelkich zobowiązań SciGen wobec Spółki – wartość długu przyjęta w wycenie jest równa 0.

4. Na podstawie ogólnodostępnych danych, oraz z uwagi na odmowę przekazania przez Zarząd Spółki poprzednich umów dystrybucyjnych względem Umowy Dystrybucyjnej, w opinii Grant Thornton stwierdzenie, że zawarcie Umowy Dystrybucyjnej w negatywny sposób wpłynęło na sytuację wierzycieli Spółki nie jest możliwe do udowodnienia. **Należy w tym miejscu jednocześnie zaznaczyć, iż Sąd nie zobowiązał Biotonu do udostępnienia poprzednich umów dystrybucyjnych, w związku z czym, z uwagi na tajemnice handlowe, umowy te nie zostały udostępnione.** Ponadto przeprowadzona analiza prawna zawartej Umowy Dystrybucyjnej nie wykazała jej niezgodności z przepisami prawa polskiego, co mogłoby pokrzywdzić wierzycieli, gdyby taka niezgodność miała miejsce.
5. W opinii Grant Thornton Doradcy mieli wystarczające kompetencje oraz doświadczenie do przeprowadzenia procesu sprzedaży spółki SciGen.

**02**

---

## **Punkt 1**

## Wstęp

Zgodnie z Postanowieniem Sądu, zespół Grant Thornton miał za zadanie dokonać analizy w zakresie wyceny wartości akcji SciGen przeprowadzonej przez KPMG. Przeprowadzone badanie polegało w szczególności na sprawdzeniu przyjętej metodyki, poprawności kalkulacji, a także zweryfikowaniu danych źródłowych wykorzystanych do sporządzenia wyceny akcji SciGen. Analizie zostały poddane przede wszystkim:

- w przypadku podejścia dochodowego: stopa dyskonta, prognozy finansowe, a także sposób kalkulacji wyceny kapitałów własnych SciGen (w tym weryfikacja m. in. obliczenia przepływów FCFF, zapotrzebowania na kapitał obrotowy, wartości rezydualnej),
- w przypadku podejścia rynkowego: weryfikacja profilu działalności spółek porównywalnych, danych źródłowych przyjętych do kalkulacji mnożników, a także przyjętej metodyki.

Prace wykonane w ramach niniejszego punktu zostały przeprowadzone na podstawie dokumentów udostępnionych przez Spółkę, w tym w szczególności na podstawie raportu z wyceny SciGen sporządzonego przez KPMG (dalej Raport z Wyceny), dodatkowych wyjaśnień udzielonych przez Zarząd Spółki, a także bazy danych Capital IQ (baza ta była wykorzystywana przez KPMG jako źródło danych do wyceny).

## Weryfikacja założeń przyjętych w ramach podejścia dochodowego

### Prognozy finansowe

W ramach analizy prognoz finansowych SciGen, Grant Thornton zwrócił się do Spółki o przesłanie szczegółowych plików zarządczych, na podstawie których projekcje te zostały przygotowane. Ze względu jednak na tajemnicę handlową SciGen, dane te nie zostały udostępnione. Jak wynika jednak z zapewnień Zarządu Bioton, prognozy zostały sporządzone przez kierownictwo SciGen, z zachowaniem należytej staranności, uwzględniając przy tym specyfikę przedsiębiorstwa oraz branży, w której działa.

W związku z powyższym, analiza prognoz finansowych opierała się na danych zawartych w Raporcie z Wyceny, a także dodatkowych objaśnieniach otrzymanych ze Spółki.

Opis założeń, na podstawie których przygotowano zostały prognozy finansowe, znajduje się na stronach 18-21 Raportu z Wyceny. Poniżej przedstawiono najważniejsze z nich:

1. Prognoza przychodów SciGen została oczyszczona o przepływy związane z dystrybucją insuliny ludzkiej (pod nazwą SciLin), a także o wszelkie korzyści związane z umową o podziale zysków – **zgodnie z planowaną strukturą transakcji, aktywa te miały zostać przeniesione na Bioton, w związku z czym zasadne było uwzględnienie tego faktu w prognozach finansowych**,
2. Zgodnie z przyjętymi założeniami, głównym produktem sprzedawanym przez SciGen w okresie szczegółowej projekcji miał być lek SciTropin A (około 41% łącznej sprzedaży pod koniec okresu projekcji) – **jest to zgodne z historyczną strukturą sprzedaży, gdzie w 2016 lek ten stanowił około 40% wszystkich przychodów**,
3. Średnioroczny wzrost (CAGR) przychodów został zaprognozowany na poziomie 7% przy średniej rentowności na sprzedaży wynoszącej 49% – aby ocenić realność tych założeń, Grant Thornton przeanalizował historycznie uzyskiwane wyniki SciGen. Dane historyczne zostały podzielone na trzy pięcioletnie podokresy:
  - 2002-2006 – CAGR przychodów wyniósł 59%, przy średniej rentowności na poziomie 67%,
  - 2007-2011 - CAGR przychodów wyniósł 22%, przy średniej rentowności na poziomie 55%,
  - 2012-2016 - CAGR przychodów wyniósł 18%, przy średniej rentowności na poziomie 55% (przy czym rentowność w ostatnich dwóch latach spadła do poziomu 53%).

Analizując przedstawione dane należy wskazać, iż dynamika przychodów systematycznie spadała. Jest to zjawisko charakterystyczne dla branży farmaceutycznej – z czasem na rynku pojawiają się zamienniki oraz leki nowej generacji, co w perspektywie długoterminowej negatywnie wpływa na wysokość przychodów. Negatywny wpływ rosnącej konkurencji można w szczególności zaobserwować na podstawie spadającej rentowności (20% spadek w latach 2002-2016) – konieczność utrzymania sprzedaży na określonym poziomie, zmusza do obniżania cen.

Przekładając zatem powyższe obserwacje na ocenę prognoz finansowych, należy wskazać, iż CAGR na poziomie 7%, przy średniej rentowności wynoszącej 49% jest realnym założeniem. Niższa dynamika w stosunku do danych historycznych uzasadniona jest specyfiką branży farmaceutycznej, w której z biegiem czasu pojawiają się różnego rodzaju zamienniki leków (co szczególnie negatywnie wpływa na SciGen, którego znaczna większość przychodów generowana jest przez dwa produkty). Rosnąca konkurencja wpływa również negatywnie na rentowność sprzedaży – wywierana na dystrybutorach presja cenowa prowadzi do znacznego obniżania się rentowności, która w długim okresie doprowadza do osiągnięcia progu opłacalności biznesu. Potwierdzeniem opisanych zależności są również dane historyczne, z których wynika, iż zarówno dynamika wzrostu przychodów, jak i rentowność sprzedaży systematycznie spadały.

4. Prognoza sprzedaży, zakłada iż większość przychodów generowana będzie dzięki sprzedaży w dwóch krajach – Korei oraz Australii – jest to zgodne z historycznym podziałem geograficznym sprzedaży (jest to również zbieżne z założeniami w zakresie efektywnej stopy podatku dochodowego, przyjętej w ramach kalkulacji stopy dyskonta).

**Podsumowując należy wskazać, iż założenia, na podstawie których sporządzone zostały prognozy finansowe można uznać za realne. Przygotowane projekcje są spójne oraz mają swoje odzwierciedlenie w danych historycznych. Ponadto uwzględniono w nich przyszłe zdarzenia, które były znane na moment wyceny (np. transfer aktywów na Bioton). W związku z powyższym, w opinii Grant Thornton nie ma podstaw do kwestionowania projekcji finansowych przyjętych do wyceny SciGen.**

### Stopa dyskonta

Wycena przedsiębiorstwa metodą dochodową wymaga określenia stopy dyskontowej, za pomocą której należy doprowadzić wartość przyszłych przepływów pieniężnych do wartości bieżącej. Wynika to z teorii wartości pieniądza w czasie, zgodnie z którą rekompensatą za okres przesunięcia płatności w przyszłość jest stopa procentowa (odsetki) od określonej kwoty pieniężnej. Wartość wspomnianej rekompensaty, wyrażanej za pomocą stopy dyskonta, powinna uwzględniać ryzyko, jakie zawiera inwestowanie w dane przedsiębiorstwo, a także niedokładność szacunku przyszłych przepływów, na podstawie których ustalana jest wartość spółki. Tym samym, wysokość stopy dyskonta przedstawia jaki jest oczekiwany zwrot z inwestycji kapitałodawcy, który decyduje się na zakup danego przedsiębiorstwa.

Przyjęta do wyceny dochodowej stopa dyskontowa została ustalona na podstawie średniego ważonego kosztu kapitału (WACC) SciGen. Wartość stopy WACC obliczana jest w następujący sposób:

$$WACC = r_w \times \frac{K_w}{K} + r_o \times \frac{D}{K} \times (1 - T)$$

$K_w/K$  oraz  $D/K$  – oznaczają odpowiednio udział kapitałów własnych oraz udział kapitałów obcych w łącznej wartości przedsiębiorstwa. Ich wartość przedstawia zatem jaka jest struktura finansowania danego przedsiębiorstwa.

W praktyce istnieją dwa podejścia do obliczenia wartości niniejszych wskaźników – rynkowy oraz księgowy.

W przypadku podejścia księgowego, udział kapitałów własnych/obcych obliczany jest na podstawie danych bilansowych wycenianego przedsiębiorstwa.

W przypadku podejścia rynkowego, wartość omawianych wskaźników kalkulowana jest natomiast na podstawie struktury finansowania przedsiębiorstw porównywalnych (z tej samej branży, o zbliżonym przedmiocie działalności). W podejściu tym obliczany jest udział kapitałów własnych/obcych dla każdego przedsiębiorstwa porównywalnego, a następnie wyciągana jest mediana lub średnia wyników, która następnie podstawiana jest do wzoru WACC.

Obliczając wartość powyższych wskaźników na potrzeby wyceny SciGen, KPMG zastosowało podejście rynkowe. Jako grupę spółek porównywalnych, KPMG przyjęło następujące przedsiębiorstwa: Ben Tre Pharmaceutical Joint Stock Company, Kukje Pharma Co., Ltd., Lincoln Pharmaceuticals Limited, Charmacy Pharmaceutical Co., Ltd., Excelsior Biopharma Inc., CCM Duopharma Biotech Berhad, China NT Pharma Group Company Limited, China Pioneer Pharma Holdings Limited, Lee's Pharmaceutical Holdings Limited, Australian Pharmaceutical Industries Limited, Shenzhen Neptunus Bioengineering Co., Ltd. (dalej Spółki Porównywalne).

W ramach dokonanych analiz, Grant Thornton w pierwszej kolejności zbadał profil działalności każdej ze Spółek Porównywalnych. Analiza wykazała, iż każde z wymienionych przedsiębiorstw prowadzi działalność związaną z dystrybucją leków na terenie Azji. **Tym samym, w opinii Grant Thornton, grupa podmiotów porównywalnych została wybrana w sposób prawidłowy.**

Kolejnym krokiem było zbadanie, w jaki sposób KPMG obliczyło wartości omawianych wskaźników. W tym celu, Grant Thornton zwrócił się zapytaniem o przesłanie dodatkowych danych źródłowych, na podstawie których obliczona została rynkowa struktura finansowania. Udostępnione dane zostały zweryfikowane przy użyciu bazy danych Capital IQ. **Na podstawie przeprowadzonej weryfikacji, uzyskano tożsame wyniki, w związku z czym, w opinii Grant Thornton, udział kapitału własnego i zadłużenia w strukturze finansowania został obliczony w sposób prawidłowy.**

**T – wartość podatku dochodowego od osób prawnych (CIT).** Zgodnie z metodyką opisaną w raporcie z Wyceny, wartość CIT została obliczona na podstawie alokacji zysku brutto wypracowywanego w przez SciGen Australii i Korei – dwóch głównych rynkach zbytu SciGen. **W opinii Grant Thornton, zastosowane podejście jest prawidłowe – uwzględnia różnice w przepisach podatkowych w poszczególnych krajach, urealnijając tym samym wartość wyceny spółki SciGen, która prowadzi działalność na różnych rynkach zagranicznych.**

**$r_o$  – koszt długu.** W przypadku wyceny SciGen, koszt długu został obliczony jako suma stopy procentowej wolnej od ryzyka (szczegółowa analiza stopy wolnej od ryzyka została przedstawiona w dalszej części) oraz rynkowej wysokości marży kredytowej.

**Obliczanie kosztu długu w przedstawiony sposób jest zgodne z praktyką rynkową. W związku z tym, w opinii Grant Thornton, koszt długu został obliczony w sposób prawidłowy.**

**$r_w$  – koszt kapitałów własnych.** Jego wartość najczęściej obliczana jest wg modelu CAPM (w przypadku wyceny SciGen również został on zastosowany):

$$r_w = r_f + (r_r - r_f) \times \beta$$

**$r_f$  – stopa procentowa wolna od ryzyka,** która w praktyce utożsamiana jest z rentownością długoterminowych obligacji skarbowych wyemitowanych przez kraje rozwinięte. Zgodnie z metodyką opisaną w raporcie z Wyceny, stopa procentowa wolna od ryzyka odzwierciedla rentowność 10-letnich obligacji skarbowych USA. **Tym samym, w opinii Grant Thornton, sposób kalkulacji stopy procentowej wolnej od ryzyka jest zgodny z praktyką rynkową.**

**$(r_r - r_f)$  – jest to różnica pomiędzy zwrotem określonego portfela akcji, a stopą wolną od ryzyka. Różnica ta określana jest jako premia za ryzyko inwestycyjne (ERP).** W praktyce wartość premii za ryzyko dla poszczególnych krajów obliczana jest przez różnego rodzaju bazy danych lub też udostępniana jest w różnego rodzaju publikacjach naukowych. W przypadku wyceny SciGen, wartość ERP została obliczona jako średnia ważona premii za ryzyko w poszczególnych krajach, w których SciGen prowadzi sprzedaż.

Wagi przyznane poszczególnym krajom odzwierciedlają strukturę przychodów SciGen w 2016 roku. Wartość premii w tych krajach została natomiast przyjęta na podstawie publikacji profesora Aswatha Damodarana – jednego ze światowych autorytetów w dziedzinie wycen przedsiębiorstw.

**Biorąc zatem pod uwagę źródło danych, na podstawie którego przyjęta została stopa ERP, a także fakt, iż SciGen prowadzi sprzedaż w wielu krajach, co powinno być zostać odzwierciedlone w stopie dyskonta, w opinii Grant Thornton, sposób obliczenia premii za ryzyko przyjętej do wyceny nie budzi zastrzeżeń.**

**$\beta$  – współczynnik beta** jest współczynnikiem ryzyka systematycznego, wyraża on stopień korelacji pomiędzy stopami zwrotu z inwestycji w daną akcję i stopami zwrotu z indeksu rynku. Określa on, jak zmieni się stopa zwrotu z analizowanych akcji w stosunku do tego, jak będzie się zmieniała stopa zwrotu z portfela rynkowego.

Zgodnie z metodyką opisaną w Raporcie z Wyceny, wartość współczynnika beta została obliczona na podstawie Spółek Porównywalnych, w następujących sposób:

- obliczona została wartość współczynnika beta dla każdej ze Spółek Porównywalnych,
- w kolejnym kroku, dla każdej ze Spółek Porównywalnych skalkulowana została wartość wskaźnika D/E (wskaźnik określający relację długu do kapitałów własnych) oraz efektywnej stawki podatkowej,
- następnie, bety obliczone w kroku pierwszym zostały odlewarowane strukturą zadłużenia poszczególnych Spółek Porównywalnych (za pomocą wskaźnika D/E), uwzględniając przy tym efekt tarczy podatkowej. Skalkulowane w ten sposób bety odlewarowane, zostały oczyszczone o efekt dźwigni finansowej, specyficznego dla każdej ze Spółek Porównywalnych,
- kolejnym krokiem było obliczenie rynkowej bety (odlewarowanej), a także rynkowego wskaźnika D/E poprzez wyciągnięcie mediany poszczególnych wyników,
- finalnie, za pomocą obliczonej wcześniej rynkowej bety (odlewarowanej), wskaźnika D/E oraz stawki podatku dochodowego SciGen (opisanej w poprzednich krokach) obliczona została wartość współczynnika beta przyjętego do wyceny.

W przypadku analizy sposobu kalkulacji współczynnika beta, Grant Thornton zwrócił się do Spółki o przesłanie szczegółowych danych liczbowych, na podstawie których został on obliczony. Udostępnione dane zostały zweryfikowane przy użyciu bazy danych Capital IQ. **Na podstawie przeprowadzonej weryfikacji, uzyskano tożsamą wartość współczynnika beta, w związku z czym w opinii Grant Thornton został on skalkulowany w sposób prawidłowy.**

**Premia specyficzna** - ponadto, w praktyce rynkowej, kalkulując koszt kapitałów własnych zgodnie z modelem CAPM, często uwzględnia się również wartość dodatkowej premii za ryzyko specyficzne związane z inwestowaniem w daną spółkę. W przypadku wyceny SciGen, również została uwzględniona premia za ryzyko specyficzne (w wysokości 3,7%). Uzasadnieniem przyjętej premii była stosunkowo niska kapitalizacja SciGen na moment wyceny. Wartość tzw. premii za wielkość została przyjęta na podstawie publikacji „2015 Ibboston SBBI Classic Yearbook” wydanej przez Morningstar Inc.

**Biorąc pod uwagę wielkość SciGen na moment wyceny, w opinii Grant Thornton, uzasadnione było uwzględnienie dodatkowej premii za ryzyko specyficzne. W ramach niniejszych analiz kluczowe było jednak zbadanie źródła danych, na podstawie którego oszacowana została wysokość premii (3,7%). Zgodnie z otrzymanymi informacjami wysokość premii za wielkość została przyjęta na podstawie publikacji wydanej przez Morningstar Inc – jednej z największych na świecie organizacji świadczącej usługi w zakresie badań i zarządzania inwestycjami. Należy również dodać, iż wydana przez Morningstar publikacja stanowi powszechnie wykorzystywane źródło danych w zakresie kalkulacji premii specyficznej. W związku z powyższym, w opinii Grant Thornton, przyjęta premia za wielkość w wysokości 3,7% nie budzi zastrzeżeń.**

### Kalkulacja wartości kapitałów własnych SciGen

**Stopa podatku dochodowego** – jak już wcześniej wspomniano, wartość CIT została obliczona na podstawie alokacji zysku brutto wypracowywanego w przez SciGen Australii i Korei – dwóch głównych rynkach zbytu SciGen. **W opinii Grant Thornton zastosowane podejście jest prawidłowe – uwzględnia różnice w przepisach podatkowych w poszczególnych krajach, urealnijając tym samym wartość wyceny spółki SciGen, która prowadzi działalność na różnych rynkach zagranicznych.**

**Amortyzacja** – zgodnie z otrzymanymi informacjami, wartość amortyzacji została zaprognozowana na podstawie średniej stawki amortyzacji, wynoszącej 8,4%. Stawka ta została obliczona na podstawie średniorocznej wartości brutto aktywów SciGen w latach 2015-2016 (wyłączając przy tym aktywa przeniesione na Bioton). **Przyjęta metodyka kalkulacji amortyzacji w okresie szczegółowej projekcji nie budzi zastrzeżeń. Należy przy tym zaznaczyć, iż Grant Thornton otrzymał informacje jedynie w zakresie sposobu kalkulacji średniej stawki amortyzacji, nie mając jednak możliwości sprawdzenia poprawności samych obliczeń. Niemniej jednak, wartość amortyzacji stanowi niski odsetek w stosunku do pozostałych kosztów SciGen, w związku z czym należy przyjąć, iż ewentualne zmiany jej wartości nie miałyby większego wpływu na wartość wyceny. Co więcej, z uwagi na niepieniężny charakter tego kosztu jego wpływ na wycenę jest neutralny. Mógłby on mieć co najwyżej wpływ na ocenę realności założeń w zakresie pozostałych kosztów. Jednakże z uwagi na nieistotne wartości tej pozycji również w tym zakresie wpływ ewentualnych różnic na ostateczny wynik byłby marginalny.**

**Inwestycje** – wartość wydatków inwestycyjnych w okresie szczegółowej prognozy została oszacowana na poziomie amortyzacji – takie założenie jest bardzo często stosowane w praktyce rynkowej. Wynika z niego, iż stopniowe zużywanie się środków trwałych, powinno zostać zrekompensowane poprzez wydatki inwestycyjne w dane aktywo. **W opinii Grant Thornton, zastosowane podejście jest prawidłowe – w projekcjach wyników finansowych SciGen nie założono istotnych zmian, wynikających z planowanych przedsięwzięć rozwojowych, co uzasadnia brak jakichkolwiek dodatkowych inwestycji, poza nakładami odtworzeniowymi.**

**Kapitał obrotowy** - zapotrzebowanie na kapitał obrotowy oszacowane zostało na podstawie średnich wskaźników rotacji majątku obrotowego (obliczonych na podstawie okresu 2015-2016), z których:

- wskaźnik rotacji zapasów (obliczony w relacji do wartości sprzedanych towarów i materiałów) wynosi 71 dni,
- wskaźnik rotacji należności (obliczony w relacji do przychodów) wynosi 60 dni,
- wskaźnik rotacji zobowiązań (obliczony w relacji do wartości sprzedanych towarów i materiałów) wynosi 49 dni.

W celu weryfikacji poprawności obliczeń wskaźników rotacji majątku obrotowego, Grant Thornton samodzielnie skalkulował ich wartości (bazując również na okresie 2015-2016). **Na podstawie przeprowadzonych kalkulacji uzyskano tożsame wyniki, w związku z czym w opinii Grant Thornton wartość wskaźników rotacji, a tym samym kapitału obrotowego została obliczona w sposób prawidłowy.**

**Wartość rezydualna (RV)** – wartość rezydualna została obliczona na podstawie następujących założeń:

- stopa wzrostu w okresie rezydualnym wynosi (-1%) – ujemna stopa wzrostu została przyjęta na podstawie rekomendacji kierownictwa SciGen, która uargumentowana została rosnącą konkurencją, a co za tym idzie presją cenową na poszczególnych rynkach zbytu SciGen – **argumentacja ujemnej stopy wzrostu w okresie rezydualnym, jest spójna z założeniami w zakresie prognoz finansowych w szczegółowym okresie projekcji, w tym ze specyfiką branży farmaceutycznej,**
- wartość zysku operacyjnego przyjętego do kalkulacji RV została znormalizowana, stanowiąc średnią z trzech ostatnich lat okresu szczegółowej projekcji - **takie założenie jest bardzo często stosowane w praktyce rynkowej,**
- wartość amortyzacji oraz inwestycji została przyjęta na podstawie wyników z ostatniego okresu projekcji (2021 roku) – **jest to poprawne założenie,**



- kalkulacja zmian kapitału obrotowego netto (KON) w okresie rezydualnym jest iloczynem salda zmiany KON na koniec okresu szczegółowej prognozy oraz przyjętej, ujemnej stopy wzrostu. Uzyskiwana jest w ten sposób ujemna zmiana KON, która dodatkowo wpływa na wartość rezydualną SciGen – **jest to uzasadnione podejście, ponieważ w przypadku prognozowanej ujemnej stopy wzrostu, SciGen będzie generował niższe obroty, przez co zaangażowanie kapitału obrotowego również powinno się zmniejszać.**

**Pozostałe założenia** – w ramach kalkulacji wartości kapitałów własnych, KPMG powiększyło wartość EV (ang. Enterprise Value – wartość całej firmy, rozumiana jako suma kapitałów własnych oraz długu pomniejszonego o wartość gotówki) o:

- wartość aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego (0,7 mln USD) - wskazana kwota 0,7 mln USD stanowi wartość bieżącą (zdyskontowaną) przyszłych korzyści z tytułu rozliczenia strat podatkowych (z wyłączeniem krajów, w których rozliczenie straty podatkowej nie jest możliwe) – **ze względu na fakt, iż nierozliczona strata podatkowa powstała przed dniem wyceny, stanowi dodatkowe przyszłe korzyści dla nabywającego, uzasadnione jest uwzględnienie jej wartości bieżącej w wycenie.**
- nadwyżkowe saldo gotówki znajdujące się w SciGen (4,6 mln USD) – **wskazana kwota 4,6 mln USD stanowi aktywo nieoperacyjne, którego wartość powinna być uwzględniona w wycenie. Szczegółowa analiza w tym zakresie, znajduje się w rozdziale 4 (na stronach 22 - 24)**

Należy w tym miejscu jednocześnie zaznaczyć, że wartość EV nie została skorygowana o wartość długu wobec Biotonu – **jest to prawidłowe założenie, ze względu na fakt, iż cały dług SciGen wobec Biotonu został umorzony. Szczegółowa analiza w tym zakresie, znajduje się w rozdziale 4 (na stronach 22 - 24)**

## Weryfikacja założeń przyjętych w ramach podejścia rynkowego

### Weryfikacja przyjętej metodyki

Poniżej przedstawione zostały najważniejsze założenia, przyjęte do sporządzenia wyceny SciGen metodą porównań rynkowych:

- przygotowana przez KPMG wycena porównawcza, została sporządzona na podstawie mnożnika EV/EBITDA – **w opinii Grant Thornton, jest to najbardziej miarodajny mnożnik, który jest powszechnie wykorzystywany w wycenach przedsiębiorstw sporządzanych na potrzeby transakcyjne. W porównaniu do mnożników opierających się na zysku netto, czy wartości księgowej, mnożnik EV/EBITDA jest w znacznym stopniu niezależny od stosowanych zasad rachunkowości, w związku z czym często wykorzystuje się go do wyceny spółek działających w różnych krajach, gdzie istnieją różne systemy podatkowe. Ponadto, wskaźnik ten uwzględnia wartość zadłużenia, a także jest najmniej podatny na różnego rodzaju wydarzenia jednorazowe. Mnożnik EV/EBITDA jest również bardziej wiarygodny w porównaniu do wskaźników opierających się na przychodach (np. EV/S), które mają ograniczone zastosowanie np. w przypadku spółek o zróżnicowanej rentowności,**
- wycena porównawcza opiera się na zdyskontowanym wyniku EBITDA SciGen za 2018 rok, ponieważ był to pierwszy pełny rok obrotowy, dla którego były dostępne dane EBITDA po reorganizacji (tj. po przeniesieniu aktywów na Bioton oraz umorzeniu długu) - **uwzględnianie prognozowanych wyników w wycenach rynkowych jest powszechną praktyką – podstawą wyceny porównawczej powinny być wyniki finansowe na poziomie możliwym do powtórzenia w kolejnych latach a nie wprost wyniki finansowe wynikające z historii,**
- w ramach kalkulacji wartości kapitałów własnych SciGen, otrzymana wartość EV SciGen, została powiększona o wartość aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego oraz o nadwyżkowe saldo gotówki – **analogicznie do wyceny dochodowej.**

### **Analiza profilu działalności Spółek Porównywalnych**

Wycena porównawcza została sporządzona na podstawie Spółek Porównywalnych wymienionych wcześniej, w ramach wyceny dochodowej, przy analizie stopy dyskonta. Jak już zatem wcześniej wspomniano, **w opinii Grant Thornton, grupa podmiotów porównywalnych została wybrana w sposób prawidłowy - każde z analizowanych przedsiębiorstw prowadziło działalność związaną z dystrybucją leków na obszarze Azji.**

### **Weryfikacja danych źródłowych przyjętych do kalkulacji mnożników**

W ramach przeprowadzonej weryfikacji, Grant Thornton zwrócił się do Zarządu Spółki o przesłanie szczegółowych danych, na podstawie których skalkulowane zostały poszczególne wartości mnożników. Dla każdej z przyjętych Spółek Porównywalnych została udostępniona: kapitalizacja rynkowa (na dzień wyceny), wartość długu netto, a także wartość EBITDA (na koniec 2016 roku – ostatniego pełnego roku przed dniem wyceny). Otrzymane dane zostały zweryfikowane przy użyciu bazy danych Capital IQ. **Na podstawie przeprowadzonej weryfikacji, uzyskano tożsame wyniki, w związku z czym w opinii Grant Thornton wartość przyjętych mnożników została obliczona w sposób prawidłowy.**

### **Wnioski**

Po przeanalizowaniu treści udostępnionych dokumentów (w tym w szczególności Raportu z Wyceny), a także biorąc pod uwagę dodatkowe wyjaśnienia Zarządu Spółki, należy wskazać, iż:

- przeprowadzone wyceny dochodowa oraz porównawcza zostały przygotowane zgodnie z powszechnie stosowaną metodyką,
- dane źródłowe przyjęte do wyceny pochodzą z renomowanych źródeł,
- kalkulacje zostały przeprowadzone w sposób prawidłowy,
- założenia zawarte w wycenie, zostały przyjęte zgodnie z praktyką rynkową

**Tym samym, w opinii Grant Thornton, wycena SciGen sporządzona na dzień 30 września 2017 roku przez KPMG została sporządzona w sposób prawidłowy, nie budzący zastrzeżeń.**

**03**

---

## **Punkt 2**

## Wstęp

Zgodnie z Postanowieniem Sądu, zespół Grant Thornton miał za zadanie dokonać analizy w zakresie zbadania zasadności umorzenia wierzytelności Spółki w stosunku do SciGen oraz uwzględnienia całkowitej wartości umorzenia przy wycenie SciGen w ramach sprzedaży na rzecz Yifan.

W tym celu, przeprowadzona została analiza opcji inwestycyjnych, jakie Bioton miał do dyspozycji, w ramach posiadanych akcji SciGen. Wykonane w ramach Punktu 2 prace zostały przeprowadzone w szczególności na podstawie raportu „Strategic Options Analysis regarding investment in SciGen Ltd”, sporządzonego przez KPMG, a także dodatkowych wyjaśnień Zarządu oraz ogólnodostępnych informacji.

## Analiza zasadności podjętych decyzji przez Zarząd

Zgodnie z otrzymanymi informacjami, przed dokonaniem transakcji sprzedaży SciGen, Spółka brała pod uwagę 4 różne rozwiązania, w zakresie posiadanych akcji:

- **Scenariusz I.** Brak sprzedaży SciGen – brak podejmowania jakichkolwiek działań zmierzających do zmiany struktur właścicielskich. W ramach tego wariantu, korzyści finansowe Biotonu wynikałyby wyłączenie z przyszłej spłaty zadłużenia oraz dywidend wypłacanych od momentu całkowitej spłaty długu. **Wartość przyszłych korzyści związanych z niniejszym wariantem została oszacowana w przedziale 48,8 – 53,7 mln USD.**
- **Scenariusz II.** Sprzedaż SciGen, po konwersji długu na akcje – konwersja zadłużenia SciGen wobec Bioton na udziały Spółki w celu zwiększenia atrakcyjności przedmiotu transakcji. Scenariusz ten zakładał zwiększenie procentowego udziału Biotonu w SciGen z 95,6% do 98,4%. **Wartość korzyści związanych ze sprzedażą 98,4% akcji SciGen została oszacowana w przedziale 51,3 – 56,8 mln USD.**
- **Scenariusz III.** Likwidacja SciGen – uruchomienie procedury likwidacyjnej spółki w celu zbycia majątku SciGen. **Wartość likwidacyjna aktywów Spółki została oszacowana na poziomie 10,2-19,4 mln USD.**
- **Scenariusz IV.** Sprzedaż SciGen, po wcześniejszym transferze aktywów na Bioton oraz całkowitym umorzeniu długu SciGen wobec Spółki – umorzenie zadłużenia w celu zwiększenia atrakcyjności przedmiotu transakcji. W ramach przeprowadzonej transakcji nastąpiło:
  - przeniesienie licencji na dystrybucję, marketing, promocje oraz sprzedaż ludzkiej insuliny (SciLin) w takich krajach jak: Bangladesz, Indonezja, Birma, Pakistan, Filipiny oraz Tajlandia z SciGen na Bioton (wartość aktywa – 11,7 mln USD),

- zawarcie porozumienia pomiędzy Spółką oraz SciGen, rozwiązującego umowę o podziale zysków osiągniętych przez Spółkę na rynkach Wietnamu i Chin (wartość korzyści dla Biotonu – 18,1 mln USD),
- przeniesienie znaków towarowych z SciGen na Bioton (wartość aktywa – 0,1 mln USD).

Przeniesienie opisanych aktywów na Spółkę, a także rozwiązanie umowy o podziale zysków spowodowało obniżenie zadłużenia SciGen wobec Bioton o 29,9 mln USD. Pozostała wartość długu (47 mln USD) została następnie umorzona. **Łączna wartość korzyści związana z przeniesieniem aktywów oraz sprzedażą SciGen znajdowała się w przedziale 59,6-67,4 mln USD.**

**Biorąc pod uwagę powyższe, na samym wstępie odrzucono Scenariusz III, w którym wartość likwidacyjna SciGen wyraźnie odbiega od korzyści finansowych związanych z pozostałymi wariantami. Do dalszych analiz przyjęto zatem 3 pozostałe Scenariusze o relatywnie porównywalnych parametrach, przy czym najwyższy przedział korzyści wyraźnie dotyczy Scenariusza IV.**

Poza analizą w zakresie korzyści czysto finansowych, Grant Thornton zbadał również dodatkowe aspekty oraz ryzyka, związane z poszczególnymi wariantami. Analizując zatem wszelkie okoliczności związane z przeprowadzoną transakcją, należy wskazać, iż:

- termin spłaty zadłużenia SciGen wobec Biotonu przypadał na koniec 2020 r. - biorąc pod uwagę sytuację finansową SciGen na dzień transakcji, należy wskazać, iż niemożliwe byłoby terminowe spłacenie długu. Ponadto analizując ówczesny poziom zysku netto SciGen, spłata całego zadłużenia potrwałaby ponad 40 lat. **Tym samym Scenariusz I był całkowicie niemożliwy do realizacji.**
- spłata zadłużenia była dodatkowo zagrożona, ze względu na negatywne prognozy dla branży dystrybucji leków, zgodnie z którymi zakładano pogłębiającą się erozję cen, a także rosnącą konkurencję - biorąc pod uwagę, długookresową perspektywę spłaty długu (ponad 40 lat), istniało ryzyko, iż całkowita wartość długu SciGen wobec Spółki nie zostałaby w całości spłacona. **Tym samym w ramach Scenariusza I nawet przy trudnym do przeprowadzenia refinansowaniu kredytu kończącego się w 2020 roku jego całkowita spłata mogłaby nigdy nie dojść do skutku.**
- SciGen wymagał dodatkowych inwestycji rozwojowych, co dodatkowo negatywnie wpływało na perspektywę spłaty długu – **jest to kolejny argument, za odrzuceniem Scenariusza I.**

- odpis zobowiązań nie wpłynął negatywnie na płynność spółki (dług nie był dotychczas spłacany). **W związku z tym, zarówno w przypadku Scenariusza II, jak i IV umorzenie długu nie wpływa negatywnie na Spółkę.**
- przeniesienie licencji oraz znaków towarowych na Bioton, a także rozwiązanie umowy profit sharing, pozwoli Biotonowi na uzyskiwanie dodatkowych zysków w przyszłości. **Tym samym poza obecnymi korzyściami ze sprzedaży SciGen w ramach Scenariusza IV Spółka zapewniła sobie prawo do kolejnych wpływów w kolejnych latach.**
- insulina ludzka produkowana przez Bioton, jest wypierana przez analogi insuliny. W związku z tym Spółka miała w planach uruchomić produkcję analogów, jednak w tym celu potrzebne było poniesienie wysokich nakładów inwestycyjnych w okresie ok. 4 lat. **Pozyskane zatem w ramach Scenariusza II lub IV środki finansowe, mogły zapewnić Spółce płynność w tym okresie.**
- Otrzymany w ramach przeprowadzonej transakcji kapitał miał pozwolić Spółce na obniżenie zadłużenia, co miało by pozytywny wpływ na koszty odsetkowe – **jest to kolejny argument za przyjęciem Scenariusza II oraz IV,**
- Przeprowadzenie transakcji w celu wyeliminowania długu na potrzeby poprawy atrakcyjności przedmiotu inwestycji w świetle poszukiwania inwestora. W tym celu możliwe były dwa rozwiązania. Po pierwsze konwersja zadłużenia na akcje w ramach Scenariusza II. Alternatywnym rozwiązaniem było umorzenie części zadłużenia (47 mln USD) po wcześniejszym wytransferowaniu najbardziej atrakcyjnych aktywów. Takie działania były warunkiem koniecznym do sprzedaży SciGen - mało prawdopodobne byłoby znalezienie inwestora, który zdecydowałby się na zakup podmiotu, z którego dodatkowo przepływy mogłyby uzyskiwać dopiero po 40 latach (uwzględniając ówczesne wyniki SciGen).

**Biorąc pod uwagę powyższą argumentację, dalsze rozważania opierały się na Scenariuszu II oraz IV (odrzucono Scenariusz I, który zawierał spore ryzyko niepowodzenia). Analizując zatem pozostałe aspekty, należy wskazać, iż istniało wiele przesłanek do wyboru zarówno Scenariusza II, jak i IV. Ze względu jednak na fakt, iż w przypadku Scenariusza IV prognozowano najwyższy poziom korzyści finansowych, w opinii Grant Thornton jego wybór był najbardziej atrakcyjny.**

## Wnioski

Po przeanalizowaniu treści udostępnionych dokumentów, a także biorąc pod uwagę dodatkowe wyjaśnienia Zarządu Spółki oraz ogólnodostępne informacje, należy wskazać, iż:

- podjęta przez Zarząd decyzja w zakresie sprzedaży SciGen, po wcześniejszym transferze aktywów na Bioton oraz całkowitym umorzeniu długu SciGen wobec Spółki była najkorzystniejsza finansowo (mając na uwadze pozostałe rozwiązania, które były brane pod uwagę). Ponadto, była ona uzasadniona przez wzgląd na inne aspekty, np. długoterminowa perspektywa spłaty długu, ryzyko branży SciGen, czy strategia w zakresie rozpoczęcia produkcji analogów insuliny
- umorzenie pozostałej wartości długu (47 mln USD) było warunkiem koniecznym do sprzedaży SciGen - brak umorzenia spowodowałby, że w rzeczywistości wartość kapitałów własnych a tym samym ostateczna cena transakcyjna byłaby ujemna, a to w znaczący sposób utrudniłoby rozliczenie transakcji z potencjalnym nabywcą,
- przez wzgląd na powyższe, wycena powinna uwzględniać umorzenie długu.

**Tym samym, w opinii Grant Thornton, umorzenie wierzytelności Spółki w stosunku do SciGen oraz uwzględnienia całkowitej wartości umorzenia przy wycenie SciGen w ramach sprzedaży na rzecz Yifan było uzasadnione.**

**04**

---

## **Punkt 3**

## Wstęp

Zgodnie z Postanowieniem Sądu, zespół Grant Thornton miał za zadanie zbadać zasadność nieuwzględnienia odpisów zobowiązań SciGen wobec Spółki w wycenie wykonanej przez KPMG, które nastąpiły między datą wykonania wyceny KPMG a datą zawarcia transakcji sprzedaży SciGen, łącznie z odpisem zobowiązań wobec Spółki zawartych w umowie sprzedaży SciGen na kwotę 29,9 mln USD, a także nieuwzględnienie w wycenie SciGen gotówki zakumulowanej w SciGen.

Analizy zostały przeprowadzone na podstawie dokumentów udostępnionych przez Spółkę, w tym w szczególności na podstawie raportu z wyceny SciGen sporządzonego przez KPMG (dalej Raport z Wyceny).

### Zasadność nieuwzględnienia odpisów zobowiązań SciGen wobec Spółki w wycenie wykonanej przez KPMG

W ramach przeprowadzonej transakcji sprzedaży SciGen nastąpiło:

- przeniesienie licencji na dystrybucję, marketing, promocje oraz sprzedaż ludzkiej insuliny (SciLin) w takich krajach jak: Bangladesz, Indonezja, Birma, Pakistan, Filipiny oraz Tajlandia z SciGen na Bioton (wartość aktywa – 11,7 mln USD),
- zawarcie porozumienia pomiędzy Spółką oraz SciGen, rozwiązującego umowę o podziale zysków osiągniętych przez Spółkę na rynkach Wietnamu i Chin (wartość korzyści dla Biotonu – 18,1 mln USD),
- przeniesienie znaków towarowych z SciGen na Bioton (wartość aktywa – 0,1 mln USD).

Przeniesienie powyższych aktywów na Spółkę, a także rozwiązanie umowy o podziale zysków spowodowało obniżenie zadłużenia SciGen wobec Bioton o 29,9 mln USD. Pozostała wartość długu (47 mln USD) została następnie umorzona.

Przeprowadzona zatem przez KPMG wycena powinna uwzględniać dwa aspekty:

- prognoza przyszłych przepływów pieniężnych SciGen sporządzona na potrzeby wyceny dochodowej powinna zostać oczyszczona o wszelkie korzyści związane z umową o podziale zysków, a także posiadaniem licencji oraz znaków towarowych dotyczących sprzedaży insuliny ludzkiej we wcześniej wymienionych krajach,

- kalkulacja wartości kapitałów własnych SciGen nie powinna uwzględniać wartości długu SciGen wobec Biotonu.

Analizując treść Raportu z Wyceny, należy wskazać, iż na stronie 18 znajduje się następujący zapis: „wartość przychodów zostanie obniżona o wartość przychodów uzyskiwanych z dystrybucji rekombinowanej insuliny ludzkiej (pod marką SciLin) oraz o wartość dochodu z podziału zysków”. Ponadto, na stronie 19 Raportu, w tabeli przedstawiającej prognozę przychodów w poszczególnych segmentach, wiersze dotyczące leku SciLin, a także umowy o podziale zysków są wyzerowane.

Biorąc zatem pod uwagę powyższe, prognoza przyszłych przepływów pieniężnych została oczyszczona o wszelkie korzyści związane z dystrybucją insuliny ludzkiej we wcześniej wymienionych krajach, a także związane z umową podziału zysków.

Badając drugi aspekt jakim jest nieuwzględnienie w wycenie SciGen wartości długu wobec Biotonu, Grant Thornton dokonał analizy kalkulacji wartości kapitałów własnych SciGen znajdującej się na stronie 24 Raportu z Wyceny.

W znajdującej się tam tabeli wartość EV (ang. Enterprise Value – wartość całej firmy, rozumiana jako suma kapitałów własnych oraz długu pomniejszonego o wartość gotówki) jest równa 27,5 mln USD. W ramach kalkulacji wartości kapitałów własnych, KPMG powiększyło wartość EV o:

- wartość aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego (0,7 mln USD),
- nadwyżkowe saldo gotówki znajdujące się w SciGen (4,6 mln USD).

Obliczona w ten sposób wartość kapitałów własnych SciGen wyniosła zatem 32,8 mln USD. Należy w tym miejscu jednocześnie zaznaczyć, że wartość EV nie została skorygowana o wartość długu.

**Tym samym oznacza to, iż wycena sporządzona przez KPMG uwzględnia odpis wszelkich zobowiązań SciGen wobec Spółki – wartość długu przyjęta w wycenie jest równa 0.**

## Zasadność nieuwzględnienia gotówki zakumulowanej w SciGen w wycenie sporządzonej przez KPMG

W ramach kalkulacji wartości kapitałów własnych przedsiębiorstwa metodą dochodową, bardzo ważnym elementem jest uwzględnienie w wycenie wartości aktywów nieoperacyjnych. Na aktywa nieoperacyjne składają się wartościowe elementy majątku przedsiębiorstwa, które nie uczestniczą w procesie generowania operacyjnych przepływów pieniężnych, a w momencie wyceny są jego własnością. Do aktywów nieoperacyjnych zalicza się między innymi:

- **nadwyżkowe saldo gotówki,**
- utworzone lokaty bankowe,
- zbywalne papiery wartościowe,
- inne instrumenty finansowe mające przynieść dochód w przyszłości,
- nieruchomości, mające charakter inwestycji, tj. niewykorzystywane w bieżącej działalności operacyjnej, tylko kupione w celu realizacji zysku przy sprzedaży po wyższej cenie.

Należy zaznaczyć, iż do aktywów nieoperacyjnych zaliczana jest nadwyżka gotówki, tj. wysoki stan środków pieniężnych w kasie i na rachunkach bankowych, w kwocie przewyższającej minimalny poziom gotówki niezbędny do prowadzenia działalności operacyjnej. Tym samym, do aktywów nieoperacyjnych nie powinno zaliczać się wszystkich środków pieniężnych przedsiębiorstwa wykazywanych w bilansie na dzień wyceny.

W praktyce jednak można spotkać także podejście, w którym do aktywów nieoperacyjnych zalicza się całą kwotę środków pieniężnych posiadanych przez wyceniane przedsiębiorstwo w dniu wyceny. Podejście to jest jednak dość mocno uproszczone i stosuje się je raczej w przypadku ograniczonego dostępu do danych przedsiębiorstwa. Nie sposób bowiem w szczegółowym podejściu abstrahować od tego, że część z salda gotówki wykazywanego na dzień wyceny stanowi w istocie część kapitału obrotowego netto, niezbędną do bieżącego utrzymywania płynności finansowej.

Wskazuje się bowiem, że środki pieniężne, które przedsiębiorstwu są potrzebne do prowadzenia działalności operacyjnej nie generują godziwego zwrotu rynkowego i dlatego powinny być raczej traktowane jako część kapitału obrotowego netto niż jako część aktywów nieoperacyjnych.

Problemem praktycznym wyceny przedsiębiorstwa jest oszacowanie nadwyżkowego salda gotówki. W literaturze można spotkać wiele teoretycznych modeli ułatwiających oszacowanie odpowiedniego salda gotówki operacyjnej. Wśród nich, można się spotkać z zasadą praktykowanych reguł (*rule of thumb*), średnimi branżowymi, czy różnego rodzaju modelami regresji.<sup>1</sup>

Największą jednak wadą wspomnianych wyżej metod, jest nieuwzględnianie specyfiki danego przedsiębiorstwa. W związku z tym w praktyce, szacując wartość nadwyżkowego salda gotówki, najczęściej opiera się na danych uzyskiwanych od władz konkretnego przedsiębiorstwa, jako najbardziej wiarygodnego źródła danych.

Tak jak już wcześniej wspomniano, w ramach analizy kalkulacji wartości kapitałów własnych SciGen, do wartości EV zostało dodane nadwyżkowe saldo gotówki znajdujące się w SciGen w wysokości 4,6 mln USD, przy czym minimalna wartość gotówki operacyjnej została wyznaczona na poziomie 1 mln USD (stanowiąc ok. 3% wartości rocznych przychodów). Zgodnie z informacjami zawartymi w raporcie, wartość gotówki operacyjnej została ustalona na podstawie dyskusji z kierownictwem SciGen.

**Biorąc pod uwagę powyższe, w wycenie sporządzonej przez KPMG została uwzględniona gotówka zakumulowana w SciGen, w postaci nadwyżki ponad wartość środków pieniężnych potrzebnych do kontynuowania działalności operacyjnej. Jedyną kwestią mogącą budzić wątpliwości jest zatem wyznaczona wartość salda gotówki operacyjnej. Analizując jednak skalę działalności SciGen, należy zaznaczyć, iż przyjęcie salda gotówki operacyjnej na poziomie 3% rocznych przychodów jest uzasadnione. Ponadto, wartość ta została ustalona na podstawie doświadczenia kierownictwa, które najlepiej zna specyfikę działalności SciGen. Zatem w związku z powyższym, w opinii Grant Thornton, nie ma podstaw do kwestionowania wartości ustalonego salda gotówki operacyjnej.**

<sup>1</sup>Damodaran A. (2005). *Dealing with Cash, Cross Holdings and Other Non-Operating Assets: Approaches and Implications*. Working Paper. Stern School of Business. September



05

---

## Punkt 4

## Wstęp

Zgodnie z Postanowieniem Sądu, zespół Grant Thornton dokonał analizy umowy dystrybucyjnej zawartej pomiędzy Spółką, a Yifan w dniu 27 marca 2018 roku (dalej Umowa Dystrybucyjna), na podstawie której Yifan będzie wyłącznym dystrybutorem produktów Spółki na całym świecie. Dokonana analiza miała na celu zbadanie zgodności z prawem oraz wartości Umowy Dystrybucyjnej, w kontekście pokrzywdzenia wierzycieli Spółki.

Zgodnie z otrzymanymi informacjami, decydującym kryterium wyboru Yifan jako dystrybutora, była jego silna pozycja na rynku chińskim oraz doświadczenie tego podmiotu w działalności na rynkach azjatyckich, a także korzystne dla Spółki warunki współpracy.

## Yifan International Pharmaceutical Co., Ltd. – opis spółki

Yifan Pharmaceutical Co., Ltd. to spółka farmaceutyczna zajmująca się produkcją oraz sprzedażą leków w Chinach i za granicą. Yifan dostarcza leki między innymi z takich obszarów jak ginekologia, pediatria, ortopedia, dermatologia, diabetologia oraz wielu innych. Spółka posiada ponad 400 zezwoleń na sprzedaż leków, z czego aż 40 na wyłączność. Działalność farmaceutyczna Yifan obejmuje wszystkie prowincje i miasta Chin (z wyłączeniem Hong Kongu, Makau oraz Tajwanu), a udział leków dostarczanych przez Yifan do szpitali drugiej klasy w Chinach wynosi ponad 60%. Ponadto Yifan jest jednym z największych dostawców kwasu pantotenowego i witaminy B5 na świecie – jego udział w światowym rynku wynosi około 40%-45%.

Poza produkcją oraz dystrybucją, Yifan posiada również mocno rozbudowany dział badań i rozwoju, gdzie zatrudnionych jest ponad 100 specjalistów z dziedziny farmacji oraz pokrewnych nauk. Działalność centrów badawczych spółki umożliwiła uzyskanie niemal 100 patentów, z których 35 ma zasięg międzynarodowy.

Spółka Yifan działa nieprzerwanie od 2000 roku. Od 2004 roku jest notowana na Giełdzie Papierów Wartościowych w Shenzhen, a jej kapitalizacja na dzień podpisania Umowy Dystrybucyjnej (27 marca 2018 roku) wyniosła 4,1 mld USD.

## Specyfika rynku produktów diabetologicznych

Zgodnie z Postanowieniem Sądu, w celu weryfikacji przez Grant Thornton warunków Umowy Dystrybucyjnej, Zarząd Spółki został zobowiązany do udostępnienia:

- list dystrybucyjnych potwierdzających, którym podmiotom zaproponowano współpracę przy globalnej dystrybucji produktów Bioton wraz z kopiami pism wysłanych do wszystkich potencjalnie zainteresowanych podmiotów,
- ofert i wszelkich pism dotyczących etapu negocjacji Umowy Dystrybucyjnej z wszystkimi zainteresowanymi podmiotami.

W odpowiedzi na powyższe zobowiązanie, Zarząd Spółki poinformował, iż nie posiada i nigdy nie posiadał wymienionych wyżej dokumentów. Brak dysponowania niniejszymi dokumentami Zarząd uargumentował specyfiką branży produktów diabetologicznych. Szczegółowe wyjaśnienia Zarządu zostały przedstawione poniżej.

Bioton jest spółką biotechnologiczną produkującą przede wszystkim rekombinowaną insulinę ludzką używaną w leczeniu cukrzycy. Spółka sprzedaje swoje produkty na całym świecie.

Światowy rynek produktów diabetologicznych jest specyficzny. Charakteryzuje go przede wszystkim ograniczona liczba podmiotów wyspecjalizowanych w obrocie insuliną. Insulinoterapia jest leczeniem wysoce specjalistycznym, inicjowanym i przepisywanym głównie przez specjalistów, diabetologów bądź endokrynologów. Firmy farmaceutyczne działające na tym rynku muszą dostarczać pełne wsparcie w procesie leczenia zarówno lekarzom, pielęgniarkom, jak i pacjentom. Bioton, niewątpliwie posiada odpowiednie kompetencje oraz doświadczenie do sprzedaży insuliny w Polsce. Należy jednak wskazać, iż w przypadku ekspansji zagranicznej, sam proces wejścia na nowy rynek jest znacznie utrudniony, ze względu na skomplikowane, wieloletnie procedury rejestracyjne, które wymagają wysokich nakładów finansowych. W związku z tym Bioton od 2005 roku rozszerzał swoją działalność na rynkach zagranicznych w oparciu o współpracę z rozproszonymi na całym świecie dystrybutorami.

Zgodnie z otrzymanymi informacjami od Spółki, niezwykle dużym wyzwaniem na rynku insuliny jest silna pozycja trzech głównych graczy. Międzynarodowe koncerny takie jak NovoNordisk, Sanofi oraz Lilly opierając swoją globalną strategię na rozwoju analogów insuliny, deprecjonują i minimalizują rolę insuliny ludzkiej w terapii cukrzycy. Zintensyfikowane działania marketingowe tych firm powstrzymują rozwój insuliny produkowanych przez Spółkę, która nie ma jeszcze w swoim portfolio analogów insuliny. Innym wyzwaniem, z którym mierzy się Spółka jest również postępująca erozja cen. Insulina ludzka produkowana w takich krajach jak Chiny, Indie, Pakistan, czy Egipt jest coraz tańsza, co negatywnie wpływa na wysokość marży uzyskiwanej przez Spółkę.

Bazując na argumentacji przesłanej przez Zarząd Spółki, należy stwierdzić, iż poszukiwanie dystrybutora insuliny istotnie różni się od procesów poszukiwania dystrybutorów innych, szczególnie popularnych, wyrobów medycznych. Aby dystrybutor mógł skutecznie sprzedawać insulinę, musi posiadać odpowiednią strukturę, ugruntowaną pozycję rynkową, a także zainteresowanie oraz odpowiednią wiedzę i doświadczenie w dystrybucji insuliny. Z tych względów Spółka nie poszukuje dystrybutorów swoich produktów poprzez rozsyłanie zapytań do szeregu różnych podmiotów, czy też w drodze konkursu ofert, w którym decydującym kryterium miałyby być np. wysokość prowizji dystrybutora. Wręcz przeciwnie Spółka kierując się swoim rozpoznaniem rynku, wybiera pojedyncze podmioty, które posiadają potencjał konieczny do podjęcia współpracy i dystrybucji insuliny. Taka polityka Spółki wynika z wielu lat doświadczeń, które pokazały, że nawet renomowane podmioty nie potrafią poradzić sobie na szczególnym rynku produktów diabetologicznych.

Przykładowo, w 2010 roku Spółka zawarła umowę z GlaxoSmithKline Trading Services Ltd. będącą częścią jednego z największych na świecie koncernów farmaceutycznych – GlaxoSmithKline. Umowa dotyczyła dystrybucji insuliny Spółki na terenie Rosji. Po kilku latach okazało się, że podmiot ten nie poradził sobie z dystrybucją produktów Spółki, w wyniku czego w czerwcu 2014 umowy dystrybucyjne zostały rozwiązane. Z dystrybucją insuliny w Rosji nie poradził sobie także kolejny podmiot - spółka Biotec OOO, z którą Spółka także musiała rozwiązać umowę. Podobne doświadczenia Spółki dotyczą rynku chińskiego. Chiny stanowią jeden z największych rynków insuliny ludzkiej na świecie. Według IDF Diabetes Atlas 2019, mieszka tam 25% globalnej populacji chorej na cukrzycę (116 mln osób).

W 2009 roku Spółka zawarła umowę dotyczącą dystrybucji jej produktów na terenie Chin ze spółką Bayer Healthcare Company Limited będącą częścią koncernu farmaceutycznego Bayer. Umowa ta została następnie rozwiązana w 2015 roku ze względu na nie wywiązywanie się przez Bayer ze swoich zobowiązań w zakresie minimalnego poziomu zamówień. Umowę na dystrybucję produktów Spółki na rynku chińskim rozwiązał również kolejny dystrybutor Harbin Gloria Pharmaceuticals Co., Ltd.

W tych okolicznościach konieczne stało się poszukiwanie nowego dystrybutora. W związku z tym zarząd oraz pracownicy Spółki, nawiązali robocze kontakty (w tym prowadzili korespondencję mailową) z przedstawicielami podmiotów posiadających odpowiedni potencjał do podjęcia się dystrybucji produkowanej przez Spółkę insuliny. Bazując na otrzymanych od Spółki informacjach, nawiązano kontakty m.in. z takimi firmami jak: Indar, Belmedpreparaty, Shafa Darou, Pooyesh Darou, Iran Hormone, Arwan, Sothema, Polymedic, Procaps, Abbott, Silanes, Lab Stein, Sandoz - w przypadku tej ostatniej firmy planowano zorganizowanie spotkania z kierownictwem Sandoz, jednakże ostatecznie nie doszło ono do skutku.

Z dostarczonych przez Zarząd Spółki wyjaśnień wynika, iż w niektórych przypadkach rozmowy z ww. firmami trwały nawet 3-4 lata, a współpraca powoli posuwała się do przodu. Mimo to, gdy finalnie dochodziło do podejmowania jakichkolwiek konkretnych decyzji czy ustaleń to wymienione firmy nie były skłonne do współpracy.

Zgodnie z informacjami przekazanymi przez Zarząd Spółki nawiązane z wcześniej wymienionymi podmiotami kontakty nie przybrały formy oficjalnej korespondencji dokumentowej, lecz w szczególności formę kontaktów bezpośrednich (przede wszystkim telefonicznych i mailowych). Zgodnie z udzielonymi przez Zarząd Spółki informacjami, ostatecznie Spółka zdecydowała się na zawarcie umów związanych z dystrybucją swoich produktów ze spółką Yifan International Pharmaceutical Co., Ltd. Decydującym kryterium była silna pozycja Yifan na rynku chińskim oraz doświadczenie tego podmiotu w działalności na rynkach azjatyckich, a także korzystne dla Spółki warunki współpracy.

## Analiza warunków Umowy Dystrybucyjnej – benchmark rynkowy

Umowa Dystrybucyjna została podpisana 27 marca 2018 roku na okres 15 lat. Przedmiotem umowy jest przyznanie wyłącznego prawa spółce Yifan do dystrybucji insuliny produkowanej przez Bioton. Umowa obejmuje swoim zasięgiem cały świat. W zamian za przyznanie licencji, Yifan zobowiązał się do uiszczenia opłaty wstępnej na rzecz Biotonu w wysokości 6,8 mln USD. Ponadto umowa przewiduje m. in. prowizję od sprzedaży Yifan płatną na rzecz Biotonu, płatności za dostarczenie produktów insulinowych, a także opłaty za niewywiązanie się z minimalnych ilości zamówień (płatnych przez Yifan). Szczegółowe parametry Umowy Dystrybucyjnej zostały przedstawione w tabeli na kolejnej stronie.

W celu zbadania rynkowości warunków Umowy Dystrybucyjnej, Grant Thornton dokonał analizy publicznie dostępnych umów dystrybucyjnych, które zostały podpisane na rynku po 1 stycznia 2015 roku. Przeprowadzona analiza obejmuje tylko te dokumenty, które zostały publicznie udostępnione, przy czym należy podkreślić, iż w rzeczywistości prawdopodobnie istnieje więcej umów dystrybucyjnych, których treść nie została ujawniona, ze względu na tajemnicę handlową. Analiza porównawcza została wykonana na podstawie dokumentów zebranych przez dwie bazy danych – RoyaltyRange oraz ktMINE.

Ze względu na fakt, iż rynek dystrybucji produktów diabetologicznych jest wysoce specyficzny (co zostało uargumentowane we wcześniejszej części raportu), zakres wyszukiwanych umów został początkowo zawężony do dokumentów, które dotyczyły tylko i wyłącznie dystrybucji insuliny. Przeprowadzone analizy nie doprowadziły jednak do wyselekcjonowania chociażby jednej umowy, która spełniałaby wprowadzone kryterium.

W związku z powyższym rozszerzono kryteria wyszukiwania, do umów podpisanych w szeroko pojętej branży farmaceutycznej (w przypadku bazy ktMINE zastosowano dodatkowe kryterium, zawężające wyszukiwanie do umów dystrybucyjnych – baza RoyaltyRange nie posiada takiej funkcjonalności). Opisane czynności doprowadziły do wyselekcjonowania łącznie 80 umów.

W następnym kroku Grant Thornton dokonał weryfikacji wyszukanych dokumentów. Przeprowadzona analiza miała na celu wyselekcjonowanie tylko tych umów, które m. in.:

- dotyczyły tylko i wyłącznie dystrybucji (wiele umów było podpisywanych przede wszystkim w celu rozpoczęcia produkcji produktu przez licencjodawcę, lub udostępnienia konkretnej technologii, know-how licencjodawcy),
- zostały podpisane na okres dłuższy niż rok,
- zawierały kryteria wskaźnikowe/procentowe, na podstawie których można było przeprowadzić analizę porównawczą.

Przeprowadzona weryfikacja doprowadziła do wyselekcjonowania 6 umów. Na podstawie wybranych umów, Grant Thornton dokonał analizy porównawczej poszczególnych zapisów, które powtarzały się we wszystkich wskazanych dokumentach, w tym:

- obszar, na którym obowiązuje umowa – tylko dwie umowy obejmują swoim więcej niż jeden kraj (w tym jedna obejmuje cały świat),
- wyłączność dystrybucji – wszystkie umowy posiadają zapis o wyłączności dystrybucji,
- wartość prowizji płatnej przez dystrybutora na rzecz producenta – występuje duże zróżnicowanie wysokości prowizji od 8% do 95%,
- podstawa obliczania prowizji dla producenta – w większości przypadków podstawę stanowi sprzedaż netto (wartość przychodów pomniejszona o wszelkie zwroty, rabaty i dodatki). W pozostałych przypadkach podstawę stanowią pełne przychody ze sprzedaży lub przychody pomniejszone o ściśle określone kategorie kosztowe,
- inne opłaty płatne na rzecz producenta – w większości umów występują dodatkowe opłaty, płatne np. w momencie osiągnięcia danej wysokości sprzedaży, w przypadku nieosiągnięcia przez dystrybutora określonej wielkości zamówień w danym okresie czasu, czy też płatne jako opłata wstępna, w momencie podpisywania umowy.

Szczegółowe dane na temat wyselekcjonowanych umów zostały przedstawione w tabeli na kolejnej stronie.

## Analiza zapisów wyselekcjonowanych umów porównawczych

Wartość prowizji jest uzależniona od wysokości uzyskiwanych przez dystrybutora przychodów.

Producent	Dystrybutor	Opis	Obszar	Wyłączność dystrybucji	Inne opłaty na rzecz producenta	Podstawa obliczania prowizji dla producenta	Wartość prowizji dla producenta
Elite Pharmaceuticals, Inc.	Epic Pharma LLC	Licencja na wprowadzanie do obrotu i sprzedaż chlorowodorku oksykodonu o natychmiastowym uwalnianiu z zamkniętymi kapsułkami naltreksonu.	USA	TAK	Opłata w wysokości 15 mln USD na pokrycie kosztów R&D licencjodawcy; Licencjodawca zapłaci licencjodawcy również minimalną roczną opłatę licencyjną, jednak kwoty te nie zostały ujawnione.	Sprzedaż netto	50%
Aegerion Pharmaceuticals Inc	Amryt Pharmaceuticals DAC	Licencja na sprzedaż leku Lojuxta, który jest lekiem stosowanym w leczeniu rzadkiej, zagrażającej życiu choroby HoFH.	EOG, Bliski Wschód, Ameryka Północna, Szwajcaria, Turcja, Izrael	TAK	Jednorazowa opłata w wysokości 1 mln USD przy osiągnięciu przez licencjodawcę rocznej sprzedaży netto w wysokości 20 mln USD; a także jednorazowa opłata w wysokości 1,5 mln USD przy osiągnięciu przez licencjodawcę rocznej sprzedaży netto w kwocie 30 mln USD.	Sprzedaż netto	18%-20%
Active Lab International, Inc.	Black Stallion Oil & Gas, Inc.	Licencja na dystrybucję suplementów diety, w tym Citrus Defence® i Synapse®.	Cały świat (poza Kanadą)	TAK	Dodatkowa opłata licencyjna w wysokości 1 mln USD, podzielona na 7 rat.	Przychody ze sprzedaży pomniejszone o wszelkie koszty sprzedaży (koszty te nie mogą jednak przekroczyć 42,75% przychodów)	95%
Pharma GP ApS	Vilacto Bio Inc	Licencja na import i sprzedaż produktów kosmetycznych lub składników zawierających siarę i co najmniej jeden środek wybrany z grupy hydrokoloidów	USA	TAK	brak	Przychody ze sprzedaży	8%
Novartis, AG; Sandoz Inc.	Endo Ventures Limited	Licencja umożliwiająca wprowadzanie na rynek i dystrybucję żelu „Voltaren”, stosowanego w leczeniu bólu związanego z chorobą zwyrodnieniową stawów, podlegających leczeniu miejscowemu.	USA	TAK	Licencjodawca zapłaci licencjodawcy minimalną roczną opłatę licencyjną, jednak kwoty te nie zostały ujawnione; Licencjodawca będzie ponosił dodatkowe opłaty w nieujawnionej wysokości dopóki nie zostanie uruchomiona sprzedaż generycznej wersji produktu będącego przedmiotem umowy; Jednorazowa opłata w wysokości 25 mln USD przy osiągnięciu przez licencjodawcę rocznej sprzedaży netto w wysokości 300 mln USD	Sprzedaż netto	15%-25%
Aegerion Pharmaceuticals, Inc.	Recordati Rare Diseases Inc.	Udzielenie prawa do komercjalizacji leku JUXTAPID w Japonii. Lek ten jest stosowany w leczeniu rzadkiej choroby HoFH.	Japonia	TAK	Zgodnie z warunkami umowy, Aegerion otrzyma płatność z góry w wysokości 25 mln USD oraz dodatkowe 5 mln USD po uzyskaniu pozwolenia na dopuszczenie JUXTAPID do obrotu w Japonii przez Recordati. Dodatkowo licencjodawca zapłaci licencjodawcy łącznie 80 mln USD po osiągnięciu skumulowanej sprzedaży netto w wysokości 700 mln USD (przy czym opłata ta będzie uiszczana w ratach, za każdym razem po osiągnięciu skumulowanej sprzedaży netto w wysokości 70 mln USD)	Sprzedaż netto	22,5%
Bioton S.A.	Yifan International Pharmaceutical Co., Ltd.	Udzielenie wyłącznego prawa do dystrybucji produktów insulinowych produkowanych przez Bioton S.A.	Cały świat (poza Polską)	TAK	Opłata wstępna w wysokości 6,8 mln USD; Opłaty wyrównawcze, płatne w przypadku nieosiągnięcia przez dystrybutora minimalnych ilości zamówień	Przychody ze sprzedaży pomniejszone o zrekompensowane przez dystrybutora koszty dostawy	20%-85%

Wartość prowizji jest uzależniona od kraju, w którym odbywa się sprzedaż.

Analizując najważniejsze zapisy poszczególnych umów porównawczych, w tym wysokość prowizji oraz dodatkowych opłat, można zaobserwować znaczne różnice. Jedynie w przypadku zbliżonych produktów farmaceutycznych (leki Lojuxta oraz JUXTAPID – stosowane w leczeniu choroby HoFH), wysokość prowizji jest do siebie zbliżona (opłaty dodatkowe istotnie się różnią, jednak wynika to ze zróżnicowanej skali sprzedaży).

Można zatem wywnioskować, iż dystrybucja poszczególnych produktów farmaceutycznych może charakteryzować się odmienną specyfiką. Trudno jest więc porównywać konkretne zapisy przedstawionych umów oraz stwierdzić na ich podstawie, czy warunki Umowy Dystrybucyjnej zostały ustalone na poziomie rynkowym. Przedstawiona analiza pozwala na uzyskanie poglądowego obrazu, w jaki sposób są skonstruowane podobne umowy dystrybucyjne. Na ich podstawie można zaobserwować wiele podobieństw w stosunku do Umowy Dystrybucyjnej, w tym występowanie prowizji zależnej od wielkości sprzedaży, pojawianie się dodatkowych opłat, czy wymogi co do minimalnego zysku producenta.

## Wnioski

Ze względu na fakt, iż na podstawie przeprowadzonego benchmarku rynkowego nie było możliwe sprawdzenie rynkowości warunków Umowy Dystrybucyjnej, Grant Thornton zwrócił się z prośbą do Zarządu Spółki, o udostępnienie wcześniejszych umów dystrybucyjnych – podpisanych przed 27 marca 2018 roku (datą podpisania Umowy Dystrybucyjnej). Na ich podstawie Wykonawca zamierzał porównać warunki Umowy Dystrybucyjnej w stosunku do zapisów poprzednich umów. Sąd nie zobowiązał jednak Biotonu do udostępnienia omawianych dokumentów, w związku z czym, z uwagi na tajemnice handlowe, umowy te nie zostały udostępnione. Przeprowadzenie zatem analiz w tym zakresie było niemożliwe.

Należy jednak zauważyć, iż nawet jeżeli poprzednie umowy dystrybucyjne zostały zawarte na lepszych warunkach, nie oznacza to, iż wynegocjowane w Umowie Dystrybucyjnej zapisy zostały ustalone na zasadach nierynkowych. Wynika z faktu, iż:

- współpraca w ramach poprzednich umów dystrybucyjnych zakończyła się niepowodzeniem – oznacza to, iż zapisy poprzednich umów mogły nie być dobrze skonstruowane, skoro nawet najbardziej renomowane na świecie firmy nie mogły ich wypełnić,

- Spółka, pomimo wielu lat starań, nie była w stanie nawiązać efektywnej współpracy z żadnym dystrybutorem – w takiej sytuacji uzasadnione jest obniżenie wymagań co do warunków umowy dystrybucyjnej,
- rynek insuliny ludzkiej jest deprecjonowany przez analogi insuliny. W warunkach, gdzie coraz bardziej utrudniona jest sprzedaż produktu Biotonu, znacznie ważniejsze jest nawiązanie współpracy z podmiotem, który będzie w stanie wypełniać plany sprzedażowe, aniżeli np. wynegocjowanie jak najlepszych warunków prowizji dla Spółki,
- Yifan jest podmiotem, który ma ugruntowaną pozycję na rynku chińskim – jednym z największych rynków zbytu dla insuliny produkowanej przez Bioton. Ponadto ma duże doświadczenie na innych rynkach azjatyckich. Biorąc pod uwagę trudną specyfikę rynku produktów diabetologicznych, uzasadniony jest wybór pewnego dystrybutora, nawet kosztem gorszych warunków współpracy.

## Analiza prawna

Przeprowadzono analizę zapisów Umowy Dystrybucyjnej, pod kątem jej zgodności w świetle przepisów prawa polskiego. Jednocześnie trzeba zaznaczyć, że Umowa Dystrybucyjna podlega i winna być interpretowana zgodnie z prawem Hongkongu. W naszej ocenie umowa została zawarta zgodnie z przepisami obowiązującymi spółki publicznej prowadzącej działalność w Polsce i nie narusza tych przepisów.

Z uwagi na nieudostępnienie nam przez Zarząd poprzednich umów dystrybucyjnych nie jesteśmy w stanie ocenić, czy Umowa Dystrybucyjna została zawarta na warunkach niekorzystnych, które mogły pokrzywdzić wierzycieli w porównaniu z poprzednimi tego typu umowami. Ze względu na przytoczone powyżej w punkcie „Specyfika rynku produktów diabetologicznych„ argumenty dotyczące umów dystrybucyjnych nie da się ocenić obiektywnie takiej umowy również z punktu widzenia prawnego.

**Biorąc zatem pod uwagę przedstawioną wyżej argumentację, w opinii Grant Thornton stwierdzenie, że zawarcie Umowy Dystrybucyjnej w negatywny sposób wpłynęło na sytuację wierzycieli Spółki nie jest możliwe do udowodnienia.**

06

---

## Punkt 5

## Wstęp

Zgodnie z Postanowieniem Sądu, zespół Grant Thornton zbadał zasadność wyboru doradcy tj. firmy Comet Advisory Sp. z o.o. Sp.k., który został wytypowany przez Spółkę do przeprowadzenia procesu sprzedaży SciGen. Dokonana analiza miała na celu zweryfikowanie posiadanych przez doradcę kompetencji oraz doświadczenia w prowadzeniu procesów sprzedaży zagranicznych spółek o podobnej wielkości do SciGen oraz z branży dystrybucji farmaceutyków w Azji.

Zgodnie z otrzymanymi od Zarządu Spółki informacjami, Spółka nie przeprowadziła konkursu ofert na usługi doradcze przy procesie sprzedaży SciGen. Wybór spółki Comet Advisory Sp. z o.o. Sp.k. jako doradcy był jednak podyktowany dotychczasową, udaną współpracą z jej założycielami, którzy posiadali wysokie kompetencje oraz duże doświadczenie w obszarze fuzji i przejęć.

## Analiza doświadczenia oraz kompetencji doradcy

Spółka Comet Advisory Sp. z o.o. Sp.k. założona została w 2015 roku w Warszawie. Przedmiotem jej działalności jest świadczenie usług doradztwa finansowego, przede wszystkim w obszarach fuzji i przejęć, emisji akcji i obligacji, a także wyceny i finansów przedsiębiorstw. Założycielami Comet Advisory Sp. z o.o. Sp.k. są Maciej Ptak oraz Mateusz Topp (dalej Doradcy). Są to osoby posiadające 20 letnie doświadczenie w bankowości inwestycyjnej, z historią kariery zawodowej w największych grupach bankowych w Polsce i Europie, w tym:

- Maciej Ptak zajmował m. in. następujące stanowiska:
  - 2012-2015 - Prezes Zarządu Raiffeisen Investment Polska sp. z o.o.,
  - 2011-2012 - Dyrektor Rynków Kapitałowych, Espirito Santo Investment Bank,
  - 2003-2011 - Senior Vice President UniCredit CAIB Poland (d. CAIB Financial Advisers),
- Mateusz Topp piastował m. in. następujące funkcje:
  - 2010-2015 - Członek Zarządu Raiffeisen Investment Polska sp. z o.o.,
  - 2002-2010 - Senior Vice President, UniCredit CAIB Poland.

Analizując doświadczenie Doradców, należy wykazać iż do momentu sprzedaży spółki SciGen, mieli oni w swoim portfolio ponad 60 zrealizowanych projektów z zakresu doradztwa finansowego, z czego aż 22 dotyczyły obszaru fuzji i przejęć. Pozostałe zlecenia dotyczyły emisji akcji, obligacji a także doradztwa w bieżących kwestiach finansowo-prawnych, związanych z prowadzeniem działalności.

W tabeli poniżej przedstawione zostało doświadczenie Doradców w obszarze fuzji i przejęć zdobyte do momentu sprzedaży SciGen (z wyłączeniem projektów zrealizowanych dla Spółki – zostały one przedstawione w dalszej części raportu).

Zamawiający	Rynek	Branża	Data	Przedmiot transakcji
Orbis SA	Polski	Hotelarska	2003	Hekon -Hotele Ekonomiczne SA
Bank BPH SA	Polski	Bankowa	2004	Górnośląski Bank Gospodarczy SA
Baring Central European Fund	Polski	Spożywcza	2005	Poligrafia SA
Inline Plastic Corp.	Polski	Opakowań	2005	Inline Poland sp. z o.o.
Royal Unibrew	Polski	Alkoholowa	2005	Brok-Strzelec SA
Baring Central European Fund	Rumuński	Drukarska	2006	Infopress SA
Evens Group Loyd's Group BSR Europe	Polski	Nieruchomościowa	2006	LIM sp. z o.o.
Karmar SA	Polski	Budowlana	2007	Karmar SA
AB.PL SA	Polski	IT	2007	AT Computers S.C.
Alta Capital Partners	Polski	Spożywcza	2007	Mieszko SA
UniCredit Group	Polski	Bankowa	2008	Bank BPH SA
Prokom Software SA	Polski	IT	2008	Asseco Poland SA
Eurocash SA	Polski	Alkoholowa	2010	Spółki dystrybuujące alkohol
Netia SA	Polski	Komunikacyjna	2011	Dialog SA
Wuppermann AG	Polski	Techniczna	2011	ZCP Alpos Polska
Klöckner & Co SE	Europejski	Przemysłowa	2012	Nieujawnione
AFG Inc	Polski	Okiennicza	2012	Dobroplast sp. z o.o.
Bridgepoint	Polski	Spożywcza	2013	Dr. Gerard sp. z o.o.
Orkla Foods ASA	Polski	Spożywcza	2014	Delecta sp. z o.o.

Źródło: Opracowanie Grant Thornton na podstawie strony internetowej Comet Advisory



Analizując doświadczenie Doradców, należy również wskazać na wcześniejsze projekty zrealizowane na rzecz Spółki. Do momentu sprzedaży SciGen, Spółka sześciokrotnie współpracował z Doradcami. Szczegółowe doświadczenie Doradców we współpracy ze Spółką zostało przedstawione w tabeli poniżej.

### Historia współpracy Doradców ze Spółką

Przedmiot współpracy	Data
Przejęcie 29% akcji Indar, ukraińskiego producenta insuliny.	2006
Przejęcie szwajcarskiej spółki biotechnologicznej BioPartners Holding SA	2007
Założenie spółki joint venture z MJ Group.	2007
Przejęcie dwóch włoskich spółek farmaceutycznych: Pharmatex i Fisiopharma	2007
Podwyższenie kapitału Bioton S.A. w procesie oferty prywatnej do inwestorów kwalifikowanych.	2009
Weryfikacja oraz audyt umowy joint venture pomiędzy Biolek SA (spółka zależna Bioton), a Sensilab	2016

Źródło: Opracowanie Grant Thornton na podstawie strony internetowej Comet Advisory

### Wnioski

Analizując wyjaśnienia Spółki, w zakresie wyboru doradcy do przeprowadzenia procesu sprzedaży SciGen, należy wskazać iż:

- Założyciele Comet Advisory Sp. z o.o. Sp.k.– Maciej Ptak oraz Mateusz Topp posiadają wysokie kwalifikacje. Świadczą o tym przede wszystkim zajmowane przez nich stanowiska w największych grupach bankowych w Polsce i Europie.
- Doradcy w przeciągu swojej 20 letniej kariery zdobyli wystarczające doświadczenie do przeprowadzenia procesu sprzedaży SciGen. Do momentu sprzedaży spółki SciGen, mieli oni w swoim portfolio 22 projekty z obszaru fuzji i przejęć (w tym również z branży farmaceutycznej). Zrealizowane projekty dotyczyły przede wszystkim spółek z rynku europejskiego, jednak w opinii Grant Thornton nie oznacza to, iż Doradcy nie posiadali odpowiednich kompetencji oraz doświadczenia do przeprowadzenia transakcji na rynku azjatyckim.

- Jedyną kwestią, która może budzić wątpliwość w kontekście transakcji sprzedaży SciGen jest umiejętność dotarcia do odpowiedniej ilości inwestorów. Należy w tym miejscu jednak zauważyć, iż zgodnie z informacjami zawartymi na stronie internetowej spółki Comet Advisory Sp. z o.o. Sp.k., Doradcy współpracują z zagranicznymi biurami oraz ekspertami, którzy wspomagają efektywną obsługę procesów międzynarodowych. W przypadku omawianej transakcji dokument informacyjny (teaser) na temat SciGen został przesłany do 24 inwestorów, co uwiarygadnia zdolność Doradców do współpracy z zagranicznymi ekspertami w celu nawiązania kontaktów z potencjalnymi inwestorami. Próba dotarcia do szerokiego grona odbiorców na rynku docelowym potwierdza, że proces prawdopodobnie był prowadzony zgodnie z dobrymi praktykami spotykanymi na rynku. Fakty te potwierdzają, że Doradcy posiadali wiedzę na temat sposobu przeprowadzania transakcji międzynarodowych, w tym na rynku azjatyckim.
- Dotychczasowe doświadczenia Biotonu we współpracy z Doradcami były pozytywne – potwierdza to liczba projektów zrealizowanych przy udziale Doradcy na przestrzeni lat.

**Biorąc zatem pod uwagę przedstawione informacje i wnioski, w opinii Grant Thornton, Doradcy mieli wystarczające kompetencje oraz doświadczenie do przeprowadzenia procesu sprzedaży spółki SciGen.**

A

---

# Załączniki

A. Słownik

33

# A. Słownik

## Sformułowania ogólne

Spółka	Bioton Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie
SciGen	SciGen Ltd z siedzibą w Singapurze
Yifan	Yifan International Pharmaceutical Co., Ltd. z siedzibą w Lin'an
KPMG	KPMG Advisory sp. z o.o. sp.k. z siedzibą w Warszawie
Raport z Wyceny	raport z wyceny SciGen sporządzonego przez KPMG z dnia 4 grudnia 2017 r.
Umowa Dystrybucyjna	umowa dystrybucyjna zawarta pomiędzy Spółką, a Yifan w dniu 27 marca 2018 roku wraz z aneksami
Grant Thornton	Grant Thornton Polska Sp. z o.o. Sp. k.
Postanowienie Sądu	postanowienie Referendarza Sądu Rejonowego dla M. St. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego (sygn. akt Wa XIII NsRejKRS 60470/18/718) z dnia 18 października 2019 roku o wyznaczenia rewidenta do spraw szczególnych
Doradcy	Założyciele Comet Advisors Sp. z o.o. Sp.k., tj. Maciej Ptak oraz Mateusz Topp
USD	dolar amerykański
EV	Enterprise Value – wartość przedsiębiorstwa, rozumiana jako suma kapitałów własnych oraz długu pomniejszonego o wartość gotówki

