

ADL BIONATUR

Productos farmacéuticos y biotecnología

Luis Arredondo 917829158
Arredondol@bancsabadell.com

Integración inversa de ADL en Bionaturis

INFORMACIÓN CLAVE

Reuters / Bloomberg:	ADLB.MC/ADL SM
Cap. Bursatil	75 M
# acciones:	33,9 M
12M Max/Min:	3,65/1,46
Perf. Rel. IBEX (1,3,6 meses):	2,6%/-8,4%/-32,3%
Vol. medio acc. M Eur/M Acc.	0,032/0,013
Beta (5años)	0,92
Free-float:	8,0%
Rating(S&P, M, F)	NR / NR / NR

Accionistas Principales

Black Toro Capital 84,99%, Víctor Infante 5,89%, Inveready 1%

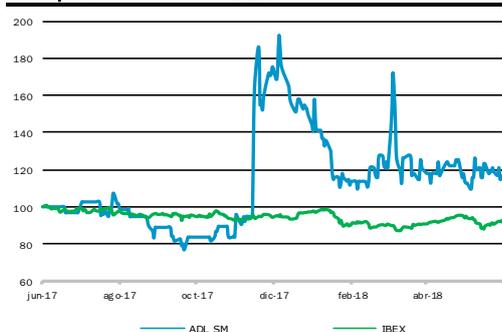
BS(e)	2017	2018e	2019e
Ventas Totales	14	30	50
Crec. %	n.a.	115,8%	66,4%
EBITDA	-10	-1	9
Crec. %	n.a.	n.a.	n.a.
Margen EBITDA	-73,9%	-3,9%	18,2%
EBIT	-13	-3	6
Crec. %	n.a.	n.a.	n.a.
Margen EBIT	-89,6%	-11,1%	12,6%
BDI	-13	-4	3
Crec. %	n.a.	n.a.	n.a.

x ACC.	2017	2018e	2019e
BPA	-2,52	-0,12	0,10
Crec. %	n.a.	n.a.	n.a.
BPA Ajustado	-2,52	-0,12	0,10
Crec. %	n.a.	n.a.	n.a.
DPA	0,00	0,00	0,00
Crec. %	n.a.	n.a.	n.a.
CFPA	-3,50	-0,61	-0,09
Crec. %	n.a.	n.a.	n.a.

RATIOS	2017	2018e	2019e
PER	-0,86x	-19,19x	21,85x
PER Ajustado	-0,86x	-19,19x	21,85x
PCF	-0,62x	-3,60x	-25,73x
PVC	0,44x	2,09x	1,91x
ROE	-51,8%	-10,9%	8,7%
Yield	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Ventas	3,08x	3,77x	2,30x
EV/EBITDA	-4,17x	-97,94x	12,65x
EV/EBIT	-3,44x	-34,01x	18,27x

Fuente: Análisis BS

Compañía vs Índice IBEX:



Fuente: Bloomberg

■ **ADL Bionatur Solutions (ADL SM Equity)** es el resultado de una combinación de negocios acordada en noviembre de 2017 entre **Antibióticos de León** (no cotizada, especializada en producción de fermentaciones) y la cotizada en el MAB **Bioorganic Research and Services** (BNT, dedicada principalmente al desarrollo de productos de salud animal). La primera llevó a cabo una integración inversa en la segunda. La operación se estructuró a través de una ampliación de capital llevada a cabo por BNT en abril de 2018 que fue íntegramente suscrita por Black Toro Capital, propietario del 100% de Antibióticos de León, mediante aportación no dineraria de la totalidad de las acciones de esta compañía. **En base a valoración de experto independiente** (2,64 euros/acc.) la ecuación de canje establecida dejaba un 15% de participación en la entidad combinada para los accionistas originales de BNT y el 85% para los accionistas de Antibióticos de León. Así, **Black Toro Capital** (100% Antibióticos de León) **pasó a convertirse en el accionista principal de la nueva compañía con un 84,99% de las acciones** seguido de D. Víctor Infante (43% BNT) con un 5,89%. El *free float* se sitúa en el 8%.

■ **ADL prevé llevar a cabo una ampliación de capital dineraria de hasta 15 M euros (~20% capitalización)/hasta 6,85 M de nuevas acciones (+20% sobre capital actual)** a un precio mínimo de 2,20 euros/acc. (descuento -4% vs cotización). Esta ampliación se justifica por las necesidades de liquidez en el corto plazo por:

- **ADL se encuentra en fase de ampliación de su capacidad productiva**, y destinará una parte importante de sus recursos a la inversión en sus instalaciones. En 2018 está previsto que se destinen a este fin más de 18 M euros (c.95% del CAPEX total estimado para el conjunto del ejercicio).
- La compañía incurre actualmente en pérdidas operativas debido a una **estructura de costes fijos sobredimensionada**. No obstante, en los últimos meses se han firmado cuatro nuevos contratos que aseguran el 65% del negocio a medio plazo.

■ El principal accionista de la compañía, Black Toro Capital, ya ha invertido en la compañía más de 40 M euros desde 2014, y en el marco de esta operación ha anunciado su **intención de apoyar a ADL en el caso de que los fondos obtenidos de la ampliación de capital no alcancen el importe previsto** mediante la concesión de un préstamo en términos de mercado.

■ **Rango de valoración con potencial**. En base a un DCF (9% WACC/ 2% g) basado en un EBITDA 2022 que situamos -29% por debajo del EBITDA proyectado por la compañía...

- llegamos a un rango de valoración de **147,5-211 M euros EV**, que supone entre 7,3x- 7,4x EBITDA. Aunque la media ponderada del EV/EBITDA del sector es 20,6x, algunos comparables directos como Wacker se sitúan en un rango mucho más alineado con nuestra valoración (7,2x EBITDA).
- para llegar a un rango de valoración del *equity* hemos sensibilizado nuestro rango 147,5-211 M euros EV al importe de la ampliación, obteniendo una **banda de valoración por acción post money entre 2,67-4,24 euros/ acc.** cuya media se situaría en 3,52 euros/acc. que implica un potencial del 50%.

Índice

1. BREVE DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA Y DE LA OPERACIÓN DE AMPLIACIÓN DE CAPITAL	3
ORIGEN DE LA COMPAÑÍA: INTEGRACIÓN INVERSA EN ABRIL 2018	3
LA ENTIDAD COMBINADA PROPONE UNA AMPLIACIÓN DE CAPITAL AL MERCADO	3
2. DESCRIPCIÓN DE LOS NEGOCIOS Y ESTIMACIONES A NIVEL OPERATIVO	4
NEGOCIOS POR COMPAÑÍA	4
NEGOCIOS POR DIVISIÓN Y ESTIMACIÓN DE VENTAS.....	6
MÁRGENES	8
3. ESTIMACIONES CONSOLIDADAS.....	10
P&G.....	10
CASH FLOW	11
BALANCE.....	13
4. RANGO DE VALORACIÓN.....	14
VALORACIÓN EV.....	14
VALORACIÓN EQUITY POST MONEY	15
5. DATOS FINANCIEROS	16
6. DATOS OPERATIVOS	16

1. BREVE DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA Y DE LA OPERACIÓN DE AMPLIACIÓN DE CAPITAL

ORIGEN DE LA COMPAÑÍA: INTEGRACIÓN INVERSA EN ABRIL 2018

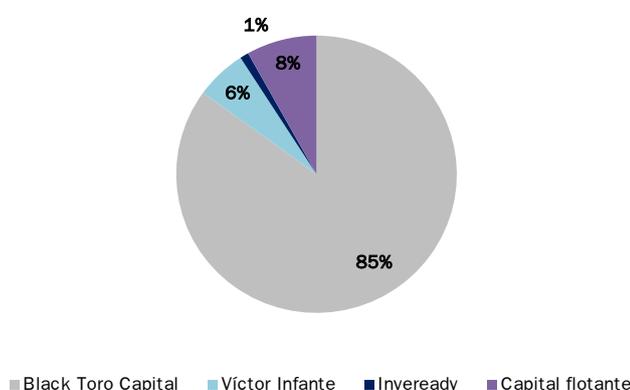
ADL Bionatur Solutions es el resultado de una combinación de negocios entre Antibióticos de León y Bioorganic Research and Services

ADL Bionatur Solutions (ADL SM Equity en Bloomberg) es el resultado de una combinación de negocios acordada en noviembre de 2017 entre **Antibióticos de León** (no cotizada) y la cotizada en el MAB **Bioorganic Research and Services** (BNT). La primera llevó a cabo una **integración inversa** en la segunda. La operación se estructuró a través de una ampliación de capital llevada a cabo por BNT en abril de 2018 que fue íntegramente suscrita por Black Toro Capital (100% Antibióticos de León) mediante aportación no dineraria de la totalidad de las acciones de esta compañía.

En base a valoración de experto independiente:

- **la ecuación de canje establecida dejaba un 15%** de participación en la entidad combinada para los accionistas originales de BNT y del **85% para los accionistas de Antibióticos de León**. De este modo, Black Toro Capital (100% Antibióticos de León) pasó a convertirse en el accionista principal de la nueva compañía con un 84,99% de las acciones seguido de D. Víctor Infante (43% BNT) con un 5,89%, e Inveready con el 1% del capital. A fecha de este informe, no tenemos constancia de que existan otros accionistas con participaciones significativas.

Estructura accionarial de ADL Bionatur Solutions



Fuente: BS Análisis

- **Esta operación asignaba un valor por acción de 2,64 euros/acc.** que compara con un precio medio de BNT de 3 euros/acc. en los últimos dos años y 4 euros/acc. desde que comenzó a cotizar en 2012. De esta forma, BNT se valoraba en 13,4 M euros equity, ADL en 76,1 y la entidad combinada en 89,6 M euros.

LA ENTIDAD COMBINADA PROPONE UNA AMPLIACIÓN DE CAPITAL AL MERCADO

ADL prevé llevar a cabo una ampliación de capital de hasta 15 M euros (~20% capitalización)

ADL prevé llevar a cabo una ampliación de capital dineraria de **hasta 15 M euros** (~20% capitalización) / **máx. 6,85 M de nuevas acciones** (+20% sobre capital actual) a un **precio mínimo de 2,20 euros/acc.** (descuento del -4% sobre cotización). Esta ampliación se justifica por las **necesidades de liquidez de la compañía en el corto plazo** dado que:

- ADL Bionatur Solutions se encuentra en fase de ampliación de su capacidad productiva, y destinará una parte importante de sus recursos a **la inversión en sus instalaciones**. En 2018 está previsto que se destinen a este fin más de 18 M euros (c.95% del CAPEX total estimado para el conjunto del ejercicio).
- La compañía incurre actualmente en **pérdidas operativas** debido a una estructura de costes fijos sobredimensionada en relación al tamaño actual del negocio.

Destacamos también que la ampliación de capital persigue mejorar el capital flotante de la compañía (actualmente del ~8%) incrementando la liquidez del valor, algo que facilitaría su **objetivo de pasar al Mercado Continuo en el medio plazo**.

El principal accionista de la compañía, **Black Toro Capital** ya ha invertido en la compañía más de 40 M euros desde 2014 (34 M de capital y 7 M euros en forma de préstamos), y en el marco de esta operación ha anunciado su intención de apoyar a ADL en el caso de que los fondos obtenidos de la ampliación de capital no alcancen el importe previsto mediante **la concesión de un préstamo en términos de mercado**.

2. DESCRIPCIÓN DE LOS NEGOCIOS Y ESTIMACIONES A NIVEL OPERATIVO

NEGOCIOS POR COMPAÑÍA

Antes de proceder a comentar nuestras estimaciones haremos una descripción de los negocios llevados a cabo por cada una de las compañías participantes en la combinación:

▪ Antibióticos de León

Fundada en 1949 con el nombre de **Antibióticos, S.A.** inició su actividad envasando y empaquetando penicilina y estreptomina. Llegó a ser una de las principales compañías farmacéuticas españolas con una producción de 500 toneladas de antibióticos al año y una plantilla de cerca de 1.500 personas.

En 2014 fue **adquirida por Black Toro Capital** con el objetivo de retomar su operativa tras presentar un concurso de acreedores en 2013, al que fue conducida por diversos fraudes de la anterior gestión.

El precio pagado por sus activos fue de 9 M euros e incluía el compromiso de mantener en plantilla 170 trabajadores. La nueva compañía pasó a denominarse entonces Antibióticos de León, S.L.U y sus ventas en 2017 alcanzaron los ~12 M de euros, generadas en su mayor parte en Europa (87%), América (7,6%) y Oriente Medio (4,5%). Actualmente cuenta con **dos líneas de negocio**:

- **Servicios de Contract Manufacturing Organization (CMO)** (56% ventas 2017), que incluyen la producción de fermentaciones de alto valor añadido para productos de terceros tales como antitumorales, enzimas, vitaminas, antibióticos, complementos alimenticios o biocombustibles. Adicionalmente, ADL ofrece a sus clientes sus servicios para optimizar los procesos de producción y de escalado de productos, a través de la producción de compuestos, gracias a la experiencia de su plantilla en este tipo de tecnologías y a sus capacidades tanto en laboratorios como en planta piloto y planta industrial. Asimismo, ofrece servicios de evaluación tecnológica, mejora y transferencia de tecnología.
- **Fabricación y comercialización de principios activos farmacéuticos betalactámicos** (derivados de la penicilina) **para la producción de antibióticos** (orales e inyectables) (APIs) (44% ventas 2017).

Cuenta con unas instalaciones de más de 150.000 m² en León que incluyen 4 plantas de fermentación con una **capacidad de producción de 2.370m³**, lo que le convierte en una de las **plantas de fermentación más grandes de Europa** (la más extensa en el Sur del continente), junto con las de Capua Bioservices y Lonza.

Las **instalaciones** tienen la capacidad de producir bajo estándares GMP (Good Manufacturing practices) estando **certificadas por las autoridades americanas** (FDA – Food and Drug Administration), y **europas** (EDQM- European Directorate for the Quality of Medicine and Healthcare y EMA - European Medicines Agency) entre otras (FMA – Japón y KFDA - Korea), lo que permite la comercialización de sus productos en los principales mercados del mundo.

Así mismo, tiene una **planta piloto** con una superficie aproximada de 1.100 m² y una **planta integral de tratamiento de residuos** con una capacidad para depurar 3.200.000 m³ de residuos. Esta última está actualmente en proceso de reforma y tras su puesta a punto (se espera que finalice en agosto de 2018), el Grupo Suez (a través de su filial Agbar) realizará la operación y mantenimiento de la instalación. Actualmente el servicio de depuración se encuentra externalizado y está previsto que la reactivación de la planta genere un ahorro de costes de entre 0,8 y 1 M euros/anuales.

En nuestra opinión, las principales **fortalezas** de la compañía son:

- su know-how en la producción de un amplio abanico de productos basados en la fermentación.
- su capacidad de productiva, con la que genera importantes economías de escala y que puede utilizar para uso propio o para terceros.

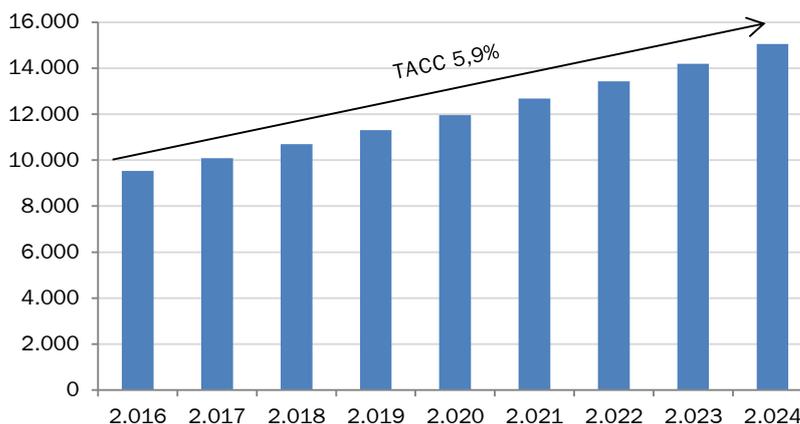
Estratégicamente, la compañía tiene como objetivo diversificar su fuente de ingresos potenciando el negocio CMO hasta alcanzar un 75% de las ventas y fabricar y comercializar compuestos derivados de la penicilina (API's) esteriles y orales nicho.

Antibióticos, S.A. llegó a ser una de las principales compañías farmacéuticas en España

Antibióticos de León posee una de las plantas de fermentación más grandes de Europa

Como vemos en el gráfico a continuación, en los próximos años se espera un **crecimiento del +6% anual en el mercado de la fermentación** dedicado al sector farmacéutico y a la nutrición.

Evolución mercado fermentación nutricional y farmacéutico (M dólares)



Fuente: Grand View Research. Fermentation Chemicals Market

▪ Bionaturis

Compañía biotecnológica que ofrece **productos y servicios** para el **sector farmacéutico veterinario**. Está **cotizada en el MAB** desde 2012 y en 2017 alcanzó unas ventas de ~2,4 M euros, generadas principalmente en Europa (79,7%) y América (19,9%). Cuenta con aproximadamente **50 patentes** y desarrolla su actividad a través de **3 empresas/divisiones**:

- **Bioorganic Research and Services, S.A.** (Jerez de la Frontera) (35% ventas 2017) especializada en el ámbito de la salud animal a través del desarrollo de productos (principalmente antígenos, aditivos alimentarios y probióticos, obtenidos a partir del proceso de fermentación) que opera en el sector de la salud animal, donde desarrolla productos de prescripción y no prescripción dirigidos tanto a animales de producción como a mascotas. El modelo de ingresos se basa en la firma de acuerdos de licencia con terceros sobre los productos que forman la cartera de desarrollo. Cada acuerdo puede incluir, entre otros, pagos por adelantado en el momento de la firma, pagos por consecución de hitos, y/o por actividades de investigación y desarrollo, lo que hace que el Grupo pueda obtener ingresos de estos programas antes de que los productos lleguen al mercado final o sin llegar a ser registrados o comercializados.
- **BBD Biophenix, S.L.U. - Biobide** (San Sebastián) (58% ventas 2017) que desarrolla ensayos de eficacia y toxicidad aplicando el modelo animal de pez cebra para terceros (Contract Research Organization – CRO), entre los que se incluyen empresas farmacéuticas, biotecnológicas, petroquímicas y cosméticas.
- **Zera Intein Protein Solutions, S.L.U. – ZIP Solutions** (Barcelona) (8% ventas 2017) encabeza la división CDMO (Contract Development and Manufacturing Organization) a través del desarrollo de tecnologías de purificación de productos biológicos en los sectores biotecnológico, farmacéutico, veterinario e industrial. Su modelo de negocio se basa en la tenencia de licencias de los sistemas desarrollados a otras empresas

La combinación permitirá la utilización de las instalaciones de Antibióticos de León para fabricar sus productos de Bionaturis que ahora está en manos de terceros.

▪ Racional estratégico de la integración de Antibióticos de León y BNT

El racional principal de la integración de ambas compañías es el de conseguir una **mayor integración vertical** de ambas ofreciendo una solución integral de desarrollo y producción para la industria biotecnológica y farmacéutica:

En el caso de BNT:

- **la nueva estructura permitirá la utilización de las instalaciones de Antibióticos de León** (con capacidad para producir bajo estándares GMP y certificadas por reguladores europeos EDQM-EMA y americanos FDA) **para fabricar sus productos, algo que actualmente está en manos de terceros.**
- así mismo, podrá aprovechar la **red de distribución y comercialización** de Antibióticos de León para poner sus productos en el mercado.
- permitirá la utilización de la estructura de Antibióticos para completar el registro de nuevos productos.

Para Antibióticos de León:

- la integración le permitirá un mayor aprovechamiento de su capacidad de fabricación.
- **ampliará y complementará sus capacidades de I+D** de la mano de BNT, favoreciendo el desarrollo de una cartera de productos propia enfocados a los complementos alimenticios con prescripción (probióticos y postbióticos).
- la cotización en el MAB le aportará visibilidad y capacidad para captar recursos adicionales, lo que permitirá potenciar su crecimiento a medio plazo y servirá de paso previo a su objetivo de cotización en el Mercado Continuo.

NEGOCIOS POR DIVISIÓN Y ESTIMACIÓN DE VENTAS

Hay que considerar que la actividad de Antibióticos de León se retomó en 2015 tras pasar por el mencionado concurso de acreedores y que por lo tanto, cualquier mención a tasas de crecimiento puede parecer desproporcionada. Así, en nuestras estimaciones esperamos que ADL arroje **un crecimiento de ventas del +40% TACC'17-22 hasta alcanzar un nivel de 75 M euros** (vs 14 en 2017), **un -21% por debajo del objetivo de la compañía** (~18 M euros).

Nuestras estimaciones a 2022 se sitúan un -21% por debajo del business plan de ADL en ventas y -29% en EBITDA

Los drivers principales de esta evolución son tres:

- **Contratos ya cerrados que justifican un ~65% de nuestra estimación de ventas en el periodo 2018-2022.** Es información pública que la compañía ha firmado recientemente 4 nuevos contratos con clientes en sus divisiones de CMO y API's que han contribuido a aportar una mayor visibilidad. Destacamos sus principales características:
 - **El más relevante es un contrato de CMO por 6 años que alcanza un importe acumulado de 146 M euros** (media >24 M euros/año) para producir flucosil-lactosa, necesaria en la elaboración de leches sustitutivas de las maternas para una compañía alemana, líder en este campo.
 - **El segundo por importancia también es en CMO** y supone 5 M euros anuales para dos años con un cliente americano de relevancia en el sector químico.
 - **El tercero es también un contrato CMO** de renovación anual con una facturación garantizada de 4,6 M euros/año para la producción de betacaroteno (colorante alimenticio).
 - **Y por último, en la división de API'S**, un contrato de 2 años renovable con una facturación de 4 M euros/año para la producción de penetamato (antibiótico estéril para uso en animales).
- **Una capacidad ociosa en CMO de ~65% que debería permitir a la compañía aumentar su actividad sin inversión/costes fijos adicionales.** La intención de la compañía no es sólo ocupar esta capacidad sino también reorientarla a productos con mayor valor añadido frente a los tradicionales derivados de la penicilina (amoxicilina y ampicilina). En nuestras estimaciones esperamos unas **ventas de CMO de 18 M euros en 2018 y 48 en 2022.** Destacamos que los 3 contratos de CMO ya firmados por la compañía implican la utilización de 3 de los 8 fermentadores de 225m3 preparados para esta actividad (37,5% de su capacidad teórica), lo que supone que existe una **infraestructura suficiente para soportar con holgura los crecimientos** recogidos en nuestras estimaciones. A fecha de este informe, la compañía tiene **avanzadas al menos 3 negociaciones con clientes actuales y otros potenciales para acuerdos de producción de varios compuestos** que supondrían la utilización de 2 fermentadores adicionales (con lo que alcanzaría un nivel de utilización teórica del 62,5%). Sin embargo, por prudencia, no hemos incluido estas ventas potenciales en nuestras estimaciones.
- ADL debería poder aprovecharse del **creciente ascenso del mercado de salud animal** (división original de BNT) favorecido por el cierre de varios acuerdos relevantes con clientes que incluyen la facturación de *royalties*. Esta sería la segunda línea de crecimiento en importancia donde esperamos unas ventas de 3 M euros en 2018 y 12 en 2022.

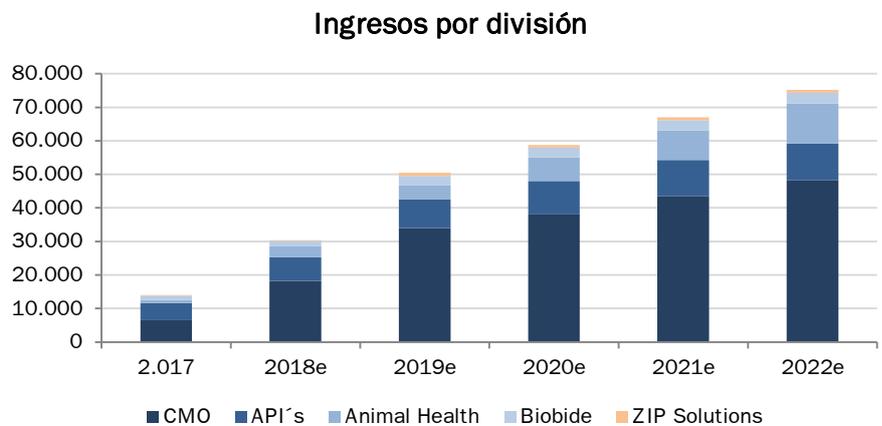
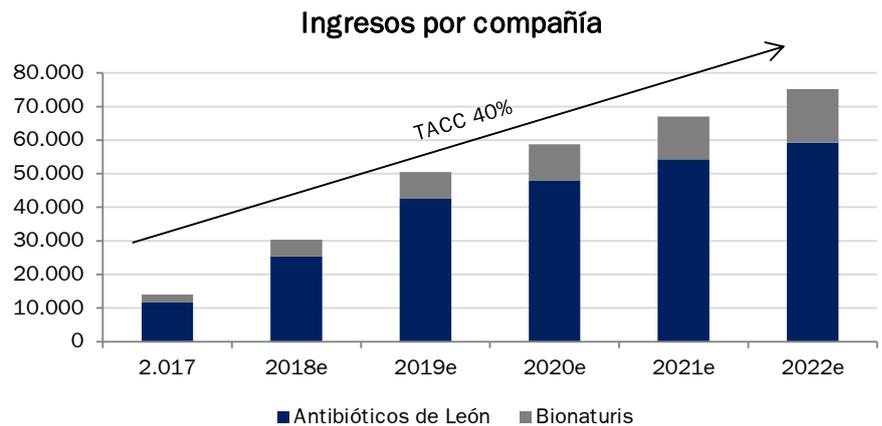
ADL cuenta con una capacidad ociosa en CMO de ~65%

Además de las dos líneas de crecimiento más relevantes de ADL, **destacamos otras con menor importancia como son:** (i) **API's** que se dedica a la producción de derivados de la penicilina para la producción de antibióticos y para la que estimamos un crecimiento del +16% TACC 18'22 hasta los 11 M euros (vs 5,1 M en 2017); (ii) **Biobide** dedicada a la realización de ensayos clínicos basados en el modelo de pez cebra, para la que esperamos un crecimiento del 18% TACC 18'22 hasta los 3,2 M euros y por último (iii) **ZIP Solutions**, división en cargada del desarrollo de tecnologías de purificación de productos biológicos, en la que proyectamos un crecimiento del 37% TACC'18-22 hasta los 0,8 M euros.

A continuación presentamos nuestra estimación de ventas por divisiones, impulsada como ya hemos comentado por la firma reciente de nuevos contratos:

Estimaciones Cifra de Negocios

Miles euros	2.017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	TACC'17-22
CMO	6.529	18.234	34.012	38.223	43.594	48.299	49%
API's	5.133	7.076	8.491	9.764	10.742	10.956	16%
Animal Health	833	3.239	4.316	7.087	8.772	11.854	70%
Biobide	1.376	1.593	2.770	2.909	3.054	3.207	18%
ZIP Solutions	180	180	866	811	835	861	37%
CIFRA NEGOCIOS	14.051	30.322	50.455	58.793	66.996	75.176	40%
Var. %	n.a	116%	66%	17%	14%	12%	



Fuente: BS Análisis

Como riesgo principal a nuestras estimaciones, **uno de los contratos supone cerca de un 40% de los ingresos previstos para el periodo 2018-2020**, lo que implica una concentración importante, pero que no esperamos pueda suponer ningún problema en términos de riesgo de crédito del cliente, al tratarse, de una compañía solvente y de primer nivel.

MÁRGENES

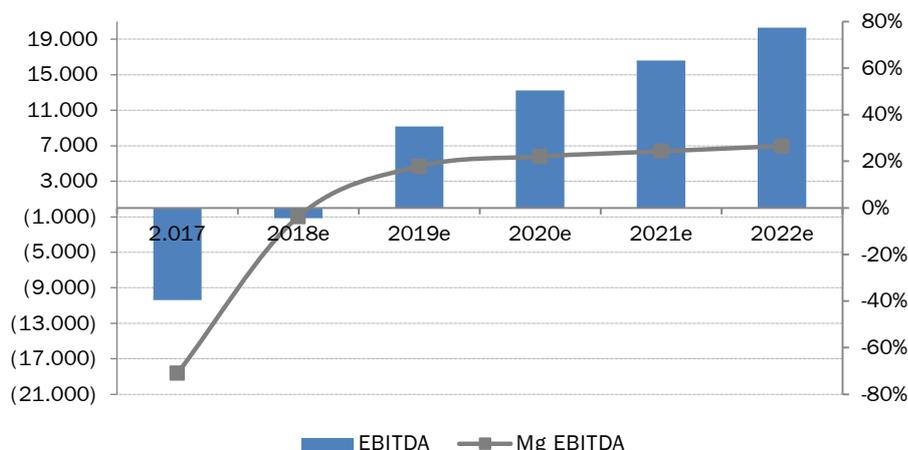
En términos de **EBITDA**, nuestras estimaciones recogen unas **pérdidas operativas en 2018e de -1,2 M euros** (frente a los -10,4 M euros en 2017) que progresivamente mejorarán hasta alcanzar un **EBITDA de 20 M de euros en 2022e**. En nuestra opinión, esto será posible gracias a:

La estructura de costes fijos del negocio, permitirá, en nuestra opinión, una expansión del margen EBITDA hasta niveles del 27%

- un **mix de ingresos más favorable**, con mayor peso de las actividades de CMO en las que los márgenes brutos son más elevados (>45%) y en las que el cliente aporta las materias primas utilizadas en la producción.
- y al **apalancamiento operativo** de la compañía, con una estructura de costes fijos importante en la que los costes indirectos de personal (~50% sobre las ventas de 2017) crecerían a un ritmo del +2,6% TACC '17-22 frente al 39,2% al que lo harían las ventas.

Así, la estructura de costes fijos del negocio, permitirá una expansión del margen EBITDA hasta niveles del 27%, que se sitúan por debajo del promedio de comparables como podemos ver en la tabla a continuación.

Estimaciones EBITDA y Margen EBITDA



Proyección de costes fijos/ variables y EBITDA

Miles de euros	2.017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	TACC'17-22
Cifra de Negocio	14.051	30.322	50.455	58.793	66.996	75.176	40%
Otros ingresos	567	850	1.010	1.170	1.331	1.357	19%
Ingresos	14.618	31.172	51.465	59.964	68.327	76.533	39%
Total COGS	(9.221)	(17.014)	(26.488)	(30.723)	(35.294)	(39.387)	34%
Margen Bruto	5.397	14.158	24.977	29.241	33.033	37.146	47%
% s/ C.Negocio	38,4%	46,7%	49,5%	49,7%	49,3%	49,4%	
Mano obra indirecta	(7.267)	(7.030)	(7.346)	(7.662)	(7.989)	(8.273)	3%
OPEX	(10.801)	(9.904)	(10.077)	(10.007)	(10.126)	(10.265)	-1%
Capitalización I+D	2.292	1.608	1.634	1.661	1.688	1.716	-6%
EBITDA	(10.379)	(1.168)	9.187	13.232	16.607	20.324	-214%
% s/ C.Negocio	-73,9%	-3,9%	18,2%	22,5%	24,8%	27,0%	

Margen bruto por divisiones

% s/ Cifra de negocio	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
CMO	48%	50%	50%	50%	51%
API´s	27%	27%	27%	27%	27%
Animal Health	31%	24%	32%	31%	33%
Biobide	90%	90%	90%	90%	90%
ZIP Solutions	100%	100%	100%	100%	100%
MARGEN BRUTO	47%	50%	50%	49%	49%

Fuente: Bloomberg y BS Análisis

Margen EBITDA de comparables

	Capitalización (€K)	Margen EBITDA					
		2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
LONZA GROUP AG-REG	19.950	25%	26%	27%	28%	29%	30%
CATALENT INC	5.164	22%	22%	23%	24%	25%	25%
NOVOZYMES A/S-B SHARES	96.050	35%	36%	36%	36%	37%	37%
EVONIK INDUSTRIES AG	14.143	16%	17%	17%	17%	17%	17%
KONINKLIJKE DSM NV	15.428	17%	19%	18%	18%	18%	18%
CHR HANSEN HOLDING A/S	80.087	34%	35%	36%	36%	37%	n.d
WACKER CHEMIE AG	7.661	21%	22%	22%	22%	23%	23%
PROMEDIO PONDERADO		31%	32%	32%	32%	33%	31%
ADL BIONATUR		-74%	-4%	18%	23%	25%	27%

Fuente: Bloomberg y BS Análisis

Nuestras estimaciones no asumen por prudencia ningún impacto por sinergias derivadas de la integración de ambas compañías, que básicamente vendrían de (i) la producción por parte de Antibióticos de los productos de la antigua Bionaturis (BNT) y (ii) por ahorro de costes de estructura, este último con un impacto poco material según nuestras estimaciones.

Tampoco hemos incorporado ingresos derivados del éxito potencial de alguno de sus programas de I+D, a pesar de que la compañía tiene previsto invertir por este concepto un promedio de ~2,7 M euros al año (4,7% ventas) y que en la actualidad cuenta con 50 patentes (4 concedidas en 2017), reflejo de la evolución favorable de su I+D en el pasado.

Con todo, nuestra estimación de EBITDA para el periodo 2018'22 se sitúa un -29% por debajo del *business plan* de la compañía.

3. ESTIMACIONES CONSOLIDADAS

Destacamos a continuación que en nuestras estimaciones consolidadas para el periodo 2018-22 para Cuenta de Resultados, Flujos de caja y Balance hemos asumido una ampliación de capital dineraria de 15 M de euros (objetivo de la compañía). En la medida en que aún no está cerrado ni el precio (mínimo 2,20 euros/acc.) ni el número de acciones a emitir en la ampliación de capital (hasta 6,85 M acciones), **no podemos estimar cuál sería la evolución de métricas por acción.**

A cierre de 2017 la combinada contaba con una DFN de 32,2 M euros con un coste promedio del 3,2%.

P&G

Por debajo de EBITDA destacamos por su importancia el **gasto financiero**. A cierre de 2017 la compañía contaba con una **DFN de 32,2 M euros** (~67% de organismos públicos;) con un **coste promedio del 3,2%**. A futuro esperamos que el gasto financiero aumente un +60% (0,7 M euros) en 2018 debido a un repunte de la deuda bruta de ~10 M euros (+27%; que respondería a las necesidades de CAPEX de 2018 de ~20 M euros), para luego reducirse progresivamente a un ritmo del -14% promedio anual en el periodo 2019'22.

En lo referido a impuestos asumimos una tasa efectiva del 25% del BAI que a priori no debería traducirse en salida de caja hasta 2022 tal y como se refleja en el *cash flow* (incorporado en el siguiente epígrafe).

Cuenta de resultados consolidada							
Miles de euros	2.017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	TACC'17-22
Cifra de Negocios	14.051	30.322	50.455	58.793	66.996	75.176	40%
Otros ingresos	567	850	1.010	1.170	1.331	1.357	19%
Ingresos totales	14.618	31.172	51.465	59.964	68.327	76.533	39%
Coste de ventas	(9.221)	(17.014)	(26.488)	(30.723)	(35.294)	(39.387)	34%
Beneficio Bruto	5.397	14.158	24.977	29.241	33.033	37.146	47%
<i>Margen bruto</i>	<i>38%</i>	<i>47%</i>	<i>50%</i>	<i>50%</i>	<i>49%</i>	<i>49%</i>	
Gastos operativos netos	(15.776)	(15.326)	(15.790)	(16.008)	(16.426)	(16.822)	1%
EBITDA	(10.379)	(1.168)	9.187	13.232	16.607	20.324	-214%
<i>Margen</i>	<i>-73,9%</i>	<i>-3,9%</i>	<i>18,2%</i>	<i>22,5%</i>	<i>24,8%</i>	<i>27,0%</i>	
<i>Var %</i>	<i>n.a</i>	<i>n.a</i>	<i>n.a</i>	<i>44%</i>	<i>26%</i>	<i>22%</i>	
Amortización	(2.212)	(2.196)	(2.826)	(3.176)	(3.554)	(3.962)	12%
EBIT	(12.591)	(3.364)	6.361	10.056	13.053	16.362	-205%
Rtdo financiero	(1.151)	(1.847)	(1.784)	(1.726)	(1.514)	(1.021)	-2%
Otros rdos financieros	523	0	0	0	0	0	-100%
BAI	(13.220)	(5.211)	4.577	8.330	11.539	15.341	-203%
Impuestos	375	1.303	(1.144)	(2.083)	(2.885)	(3.835)	-259%
<i>Tasa efectiva</i>	<i>-2,8%</i>	<i>-25,0%</i>	<i>-25,0%</i>	<i>-25,0%</i>	<i>-25,0%</i>	<i>-25,0%</i>	55%
BDI	(12.844)	(3.909)	3.433	6.248	8.654	11.506	-198%

Fuente: BS Análisis

CASH FLOW

A nivel operativo, **destacamos que la compañía cuenta con una estructura de capital circulante positiva**, que esperamos genere un consumo de caja aproximado de -4,2 M euros en el periodo 2018-2022 motivado por el fuerte crecimiento previsto de sus ventas (+40% TACC'17-22). No obstante, esta expansión del capital circulante (hasta niveles del ~2% sobre ventas) se verá suavizada por dos motivos:

- **en primer lugar, por el mayor peso del CMO en fermentación**, una actividad en la que los niveles de inventario son muy reducidos ya que el cliente aporta su propia materia prima y retira las existencias de producto terminado en cuanto están disponibles.
- **en segundo lugar, por la reducción del nivel de existencias de APIs** (amoxicilina y ampicilina principalmente) **esperada a corto plazo**. La compañía aumentó el stock de estos productos a lo largo de 2016 y 2017 hasta tener la aprobación de la FDA y a partir de 2018 ha comenzado a comercializar todas estas existencias.

Por otro lado, **el plan de CAPEX de la compañía incorporado a nuestras estimaciones prevé salidas de caja por ~20 M euros en 2018** de los que aproximadamente 1 M euros corresponderían a I+D y el grueso restante a la progresiva remodelación de sus instalaciones con la que tendrían disponible el 100% de su capacidad de fermentación en CMO. Una vez completadas estas inversiones, nuestras proyecciones recogen un CAPEX de mantenimiento promedio de 2,5 M euros/ año (~4% de las ventas).

A largo plazo, una vez alcanzada la plena capacidad, ADL tiene previsto **realizar inversiones adicionales** por alrededor de 14 M euros en nuevos fermentadores para **aumentar su capacidad de CMO en un +75%**. Nosotros sin embargo, **no hemos recogido en nuestras estimaciones** estas inversiones adicionales ni su potencial aportación a Rdos. ya que los planes se llevarían a cabo en 2023 (más allá del horizonte temporal de nuestras estimaciones).

Miles euros	Flujos de caja					
	2.017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
EBITDA	(10.379)	(1.168)	9.187	13.232	16.607	20.324
Variación circulante	324	702	(1.758)	(1.133)	(1.113)	(818)
Impuestos netos	(1)	0	0	0	(2)	(3.835)
Otros cobros/pagos de actividades de explotación	(0)	0	0	0	0	0
FLUJO CAJA EXPLOTACIÓN	(10.056)	(466)	7.429	12.100	15.492	15.671
Pagos por inversiones	(7.499)	(19.851)	(7.416)	(3.176)	(3.554)	(3.962)
<i>Inmov. Material</i>	<i>(5.077)</i>	<i>(18.855)</i>	<i>(6.400)</i>	<i>(2.140)</i>	<i>(2.497)</i>	<i>(2.884)</i>
<i>Inmov. Intangible</i>	<i>(2.421)</i>	<i>(996)</i>	<i>(1.016)</i>	<i>(1.036)</i>	<i>(1.057)</i>	<i>(1.078)</i>
Cobros por desinversiones	36	0	0	0	0	0
FLUJO DE CAJA DE INVERSIÓN	(7.463)	(19.851)	(7.416)	(3.176)	(3.554)	(3.962)
Pagos por intereses	(841)	(1.257)	(1.177)	(1.070)	(960)	(858)
Pago dividendos	0	0	0	0	0	0
Aumentos de capital	0	15.000	0	0	0	0
Otros flujos	13.293	(590)	(607)	(656)	(554)	(163)
VARIACIÓN DEUDA NETA	(5.067)	(7.164)	(1.771)	7.197	10.424	10.688
FCF	(17.519)	(20.317)	13	8.924	11.939	11.709
FCF Yield	-22%	-26%	0%	11%	15%	15%
FCFE	(18.360)	(22.164)	(1.771)	7.197	10.424	10.688
FCFE Yield	-24%	-28%	-2%	9%	13%	14%

Fuente: BS Análisis

Si excluimos las fuertes inversiones previstas en 2018 y 2019 la compañía generaría un nivel de FCFE promedio del 9% yield en el periodo '18-22. Si las incluimos, habría que esperar a **2020 para ver un nivel de FCFE yield del 9%**, (14% en 2022) que como vemos a continuación compara muy positivamente con el 2% de media de las compañías del sector en 2022.

FCFE yield de comparables

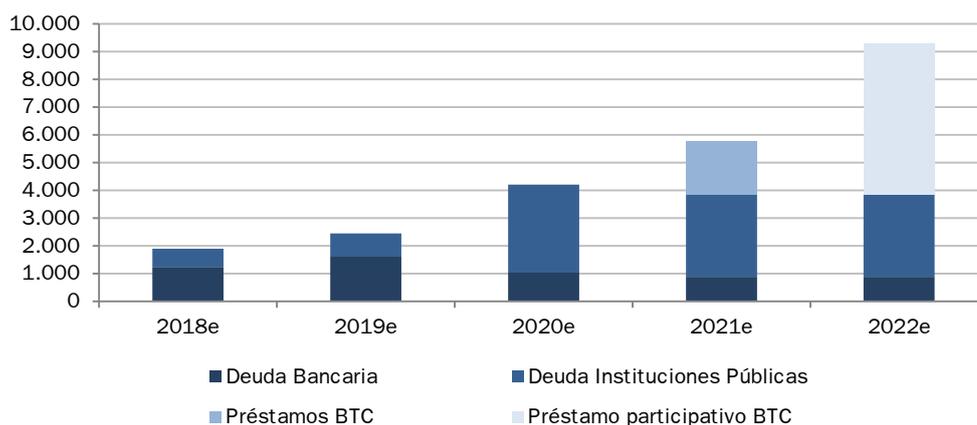
	Capitalización (€K)	FCFE					
		2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
LONZA GROUP AG-REG	19.950	-10%	2%	3%	3%	5%	4%
CATALENT INC	5.164	1%	-9%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
NOVOZYMES A/S-B SHARES	96.050	-1%	0%	0%	0%	3%	1%
EVONIK INDUSTRIES AG	14.143	-25%	2%	3%	0%	-3%	12%
KONINKLIJKE DSM NV	15.428	10%	2%	3%	3%	-9%	-3%
CHR HANSEN HOLDING A/S	80.087	0%	0%	0%	0%	0%	0%
WACKER CHEMIE AG	7.661	5%	2%	1%	2%	7%	11%
PROMEDIO PONDERADO		-2%	0%	0%	0%	1%	2%
ADL BIONATUR	75	-24%	-28%	-2%	9%	13%	14%

Fuente: Bloomberg y BS Análisis

Considerando el **calendario de vencimientos de deuda en los próximos cinco años** (con amortizaciones de principal previstas por 23,5 M euros), la compañía tendrá que acudir al mercado para endeudarse ~5 M euros adicionales hasta 2019. Desde 2020, la caja que genera será suficiente para reducir progresivamente el endeudamiento hasta niveles de 0,6x DFN/EBITDA en 2022.

Calendario amortización de deuda (Miles euros)

Calendario amortización deuda



Fuente: BS Análisis

BALANCE

Como podemos apreciar en el balance y en el cuadro de evolución de la deuda financiera, según nuestras estimaciones la compañía tendría capacidad para desapalancarse por debajo de 3x DFN/EBITDA desde el año 2020.

Miles euros	2.017	2018e	2019e	2020e	2021e	Balance 2022e
Inmovilizado intangible	13.049	13.826	14.419	14.826	15.042	15.063
Inmovilizado material	29.093	45.970	49.967	49.560	49.344	49.323
Otros activos no corrientes	736	736	736	736	736	736
Activos financieros no corrientes	1.658	1.658	1.658	1.658	1.658	1.658
Activos impuesto diferido	4.806	6.110	4.966	2.883	0	0
Existencias	7.225	4.607	5.362	5.937	6.541	6.880
Clientes y otros deudores	5.820	4.881	8.302	9.667	11.197	12.545
Inversiones financieras corrientes	3.352	3.352	3.352	3.352	3.352	3.352
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	3.008	5.535	1.927	5.567	10.770	12.329
TOTAL ACTIVO	68.747	86.675	90.687	94.185	98.639	101.886
FFPP soc dominante	24.801	35.892	39.325	45.573	54.227	65.733
Ingresos diferidos	1.165	1.165	1.165	1.165	1.165	1.165
Deuda financiera	35.257	44.948	43.111	39.553	34.332	25.203
Pasivos impuesto diferido	409	409	409	409	409	409
Provisiones corrientes	53	53	53	53	53	53
Proveedores y otros acreedores	7.062	4.207	6.624	7.432	8.453	9.323
TOTAL PASIVO	68.747	86.675	90.687	94.185	98.639	101.886

Fuente: BS Análisis

En cuanto a la deuda financiera, destacamos que en febrero de 2018 Black Toro Capital (BTC) concedió a Antibióticos de León un préstamo de 4M euros a 4 años con un tipo de interés del 8% anual pagadero a vencimiento, que en el mes de abril fue novado para convertirlo en préstamo participativo. A efectos de cálculo de la Deuda Financiera Neta y del ratio DFN/EBITDA, se ha decidido excluir este préstamo, para mostrar una imagen más fiel de la situación financiera de la compañía.

Por otro lado, destacamos que más de la mitad de la deuda prevista a cierre de 2018 corresponde a préstamos con instituciones públicas (Ministerio de Industria y BEI entre otros), que se concedieron en condiciones favorables para la compañía (vencimientos a largo plazo, periodos de carencia y tipos de interés por debajo del 3%).

DEUDA FINANCIERA (Miles euros)	Evolución Deuda Financiera y ratio DFN/EBITDA					
	2.017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Deuda Bancaria	10.100	8.860	7.253	6.223	5.334	4.446
Deuda Instituciones Públicas	23.657	22.998	22.161	18.977	16.015	13.053
Otras deudas	0	5.500	5.500	5.500	5.500	5.500
Préstamos BTC	1.500	3.270	3.532	3.814	2.041	2.204
Préstamo participativo BTC	0	4.320	4.666	5.039	5.442	0
TOTAL	35.257	44.948	43.111	39.553	34.332	25.203
DEUDA FINANCIERA NETA*	32.249	35.093	36.518	28.948	18.120	12.874
DFN* / EBITDA	n.a	n.a	4,0x	2,2x	1,1x	0,6x

* Excluye préstamo participativo de 4 M euros otorgado por BTC a la compañía en 2018

Fuente: BS Análisis

4. RANGO DE VALORACIÓN

VALORACIÓN EV

Considerando la importancia del *delivery* año a año creemos que el método más apropiado para valorar la compañía es el descuento de flujos de caja. Asumimos un **crecimiento a futuro g del 2%** que teniendo en cuenta las perspectivas del negocio, podría resultar conservador.

Estimaciones para DCF

Miles de euros	2019e	2020e	2021e	2022e
EBIT	6.361	10.056	13.053	16.362
Impuestos	-1.590	-2.514	-3.263	-4.091
Amortización	2.826	3.176	3.554	3.962
WK	-1.758	-1.133	-1.113	-818
CAPEX	-7.416	-3.176	-3.554	-3.962
FCF	-1.577	6.410	8.677	11.454

Fuente: BS Análisis

En base al descuento de flujos de caja anterior, **nuestro escenario** (que ya de por sí es conservador al situarse un -29% por debajo del EBITDA recurrente proyectado por la compañía) **arroja una valoración suelo para ADL de 147,5 M euros EV/ 7,3x EV/EBITDA recurrente implícito**. Si asumimos las estimaciones de la compañía alcanzaríamos una valoración de 211 M euros EV/7,4 x EBITDA. En este sentido establecemos **nuestro rango de valoración entre 147,5-211 M euros EV**.

Análisis de sensibilidad del EV al EBITDA 2022 y al WACC

		EBITDA 2022				
		12,6	15,8	20,3	23,7	28,4
WACC	10,0%	75,6	96,5	126,7	148,8	180,2
	9,5%	80,9	103,6	136,4	160,5	194,6
	9,0%	86,9	111,8	147,5	173,8	211,1
	8,5%	93,9	121,2	160,5	189,3	230,2
	8,0%	102,1	132,2	175,6	207,5	252,7

EV/EBITDA implícito

		EBITDA 2022				
		12,6	15,8	20,3	23,7	28,4
WACC	10,0%	6,0x	6,1x	6,2x	6,3x	6,3x
	9,5%	6,4x	6,6x	6,7x	6,8x	6,9x
	9,0%	6,9x	7,1x	7,3x	7,3x	7,4x
	8,5%	7,4x	7,7x	7,9x	8,0x	8,1x
	8,0%	8,1x	8,4x	8,6x	8,8x	8,9x

Fuente: BS Análisis

Referencia a múltiplos de comparables

A continuación mostramos las principales magnitudes operativas de otras compañías del sector. Destacamos que los **márgenes EBITDA** que hemos asumido en 2022 son conservadores y se sitúan en el **27% vs 32% del sector en el periodo 2018-2022**.

	Capitalización (€K)	Nivel operativo					
		VENTAS		EBITDA		MG EBITDA	
		TACC 13-17	TACC 17-22	TACC 13-17	TACC 17-22	13-17	18-22
LONZA GROUP AG-REG	19.950	8%	8%	20%	12%	21%	28%
CATALENT INC	5.164	n.a.	8%	n.a.	11%	23%	24%
NOVOZYMES A/S-B SHARES	96.050	6%	5%	9%	6%	34%	36%
EVONIK INDUSTRIES AG	14.143	3%	4%	4%	5%	16%	17%
KONINKLIJKE DSM NV	15.428	-2%	5%	3%	6%	15%	18%
CHR HANSEN HOLDING A/S	80.087	9%	8%	10%	n.a.	34%	36%
WACKER CHEMIE AG	7.661	2%	4%	12%	6%	18%	22%
PROMEDIO PONDERADO		6%	6%	10%	7%	30%	32%
ADL BIONATUR	75	n.a.	40%	n.a.	-214%	n.a.	18%

Fuente: Bloomberg y BS Análisis

Dicho esto, aunque la media ponderada del EV/EBITDA del sector es 20,6x, algunos comparables directos como Wacker se sitúan en un rango mucho más alineado con nuestra valoración (7,2x EBITDA).

Múltiplos EV/EBITDA comparables

	Capitalización (€K)	EV/EBITDA		EV/EBITDA	
		2017	2018e	13-17	17-22
LONZA GROUP AG-REG	19.950	18,7x	15,4x	26,6x	13,7x
CATALENT INC	5.164	17,0x	13,8x	18,3x	12,6x
NOVOZYMES A/S-B SHARES	96.050	19,2x	19,2x	21,9x	17,3x
EVONIK INDUSTRIES AG	14.143	7,2x	6,9x	8,2x	6,5x
KONINKLIJKE DSM NV	15.428	11,2x	8,9x	13,2x	9,3x
CHR HANSEN HOLDING A/S	80.087	31,5x	29,9x	37,7x	26,6x
WACKER CHEMIE AG	7.661	7,9x	7,2x	9,6x	6,7x
PROMEDIO PONDERADO		21,7x	20,6x	25,8x	18,5x
ADL BIONATUR	75	n.a	n.a	n.a	8,5x

Fuente: Bloomberg y BS Análisis

VALORACIÓN EQUITY POST MONEY

Para llegar a un rango de valoración del *equity* hemos sensibilizado nuestro rango 147,5-211 M euros EV tanto al importe de la ampliación como al descuento en la emisión obteniendo una banda de precio objetivo por acción *post money* entre 2,67-4,24 euros/ acc. cuya media se situaría en 3,52 euros/acc. que implica un potencial del 50%.

Sensibilidad del EQUITY al importe y precio de la ampliación

Para un EV de 147,5 M euros

		Importe ampliación de capital				
		5,0	7,5	10,0	12,5	15,0
Descuento	4%	2,72	2,71	2,70	2,70	2,69
	2%	2,72	2,71	2,70	2,69	2,68
	0%	2,71	2,70	2,69	2,68	2,67
	-2%	2,71	2,70	2,68	2,67	2,66
	-4%	2,71	2,69	2,68	2,66	2,65

Para un EV de 211 M euros

		Importe ampliación de capital				
		5,0	7,5	10,0	12,5	15,0
Descuento	4%	4,49	4,43	4,37	4,32	4,27
	2%	4,48	4,42	4,36	4,31	4,25
	0%	4,47	4,41	4,35	4,29	4,24
	-2%	4,47	4,40	4,34	4,28	4,23
	-4%	4,46	4,39	4,33	4,27	4,21

Fuente: Bs Análisis

5. DATOS FINANCIEROS

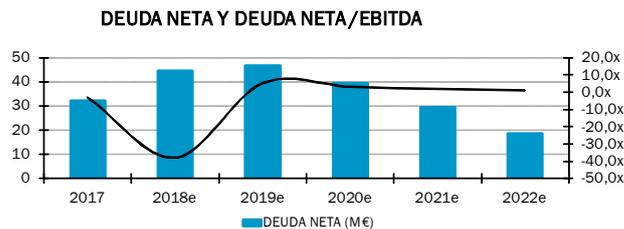
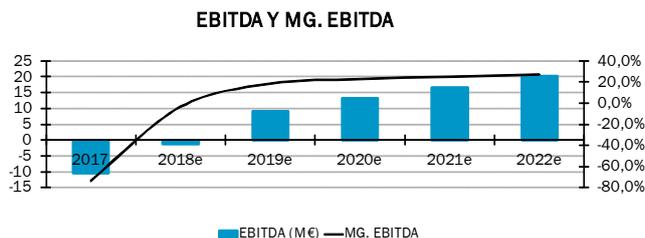
PERDIDAS Y GANANCIAS	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	TACC 17/22
Ventas	14,1	30,3	50,5	58,8	67,0	75,2	39,9%
<i>Crec%</i>	<i>n.a.</i>	<i>115,8%</i>	<i>66,4%</i>	<i>16,5%</i>	<i>14,0%</i>	<i>12,2%</i>	
EBITDA	-10,4	-1,2	9,2	13,2	16,6	20,3	-214,4%
<i>Crec%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>44,0%</i>	<i>25,5%</i>	<i>22,4%</i>	
<i>Margen EBITDA</i>	<i>-73,9%</i>	<i>-3,9%</i>	<i>18,2%</i>	<i>22,5%</i>	<i>24,8%</i>	<i>27,0%</i>	
EBIT	-12,6	-3,4	6,4	10,1	13,1	16,4	-205,4%
<i>Crec%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>58,1%</i>	<i>29,8%</i>	<i>25,4%</i>	
<i>Margen EBIT</i>	<i>-89,6%</i>	<i>-11,1%</i>	<i>12,6%</i>	<i>17,1%</i>	<i>19,5%</i>	<i>21,8%</i>	
Gastos financieros netos	-1,2	-1,8	-1,8	-1,7	-1,5	-1,0	-2,4%
<i>Crec%</i>	<i>n.a.</i>	<i>60,4%</i>	<i>n.a.</i>	<i>-3,2%</i>	<i>-12,3%</i>	<i>-32,6%</i>	
Impuestos	0,4	1,3	-1,1	-2,1	-2,9	-3,8	-259,2%
<i>Tasa Impositiva (%)</i>	<i>-2,8%</i>	<i>-25,0%</i>	<i>-25,0%</i>	<i>-25,0%</i>	<i>-25,0%</i>	<i>-25,0%</i>	
Minoritarios s/ BAI (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
BDI	-12,8	-3,9	3,4	6,2	8,7	11,5	-197,8%
Nº Accs medio	5,1	33,9	33,9	33,9	33,9	33,9	
BPA	-2,52 €	-0,12 €	0,10 €	0,18 €	0,26 €	0,34 €	-166,9%
<i>Crec%</i>	<i>n.a.</i>	<i>-95,4%</i>	<i>-187,8%</i>	<i>82,0%</i>	<i>38,5%</i>	<i>33,0%</i>	
BPA Ajust.	-2,52 €	-0,12 €	0,10 €	0,18 €	0,26 €	0,34 €	-166,9%
<i>Crec%</i>	<i>n.a.</i>	<i>-95,4%</i>	<i>-187,8%</i>	<i>82,0%</i>	<i>38,5%</i>	<i>33,0%</i>	
DPA	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	n.a.
<i>Payout (%)</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	
<i>Yield (%)</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	
Capex	-7,5	-19,9	-7,4	-3,2	-3,6	-4,0	-12,0%

FLUJOS DE TESORERIA (M euros)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	TACC 17/22
BDI	-12,8	-3,9	3,4	6,2	8,7	11,5	-197,8%
+Amortizaciones	2,2	2,2	2,8	3,2	3,6	4,0	12,4%
-Variación Circulante Neto	-0,3	-0,7	1,8	1,1	1,1	0,8	-220,3%
-Total Inversiones brutas	-7,5	-19,9	-7,4	-3,2	-3,6	-4,0	-12,0%
+/- Desinversiones y otros Ajustes	12,7	13,7	1,1	2,1	2,9	0,0	-100,0%
Cash Flow Libre Operativo	9,9	32,5	13,1	13,5	17,5	18,6	13,4%
-Dividendos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	n.a.
Cash Flow Libre (después de divid.)	9,9	32,5	13,1	13,5	17,5	18,6	13,4%

BALANCE (M Euros)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	TACC 17/22
Activo fijo	42,1	59,8	64,4	64,4	64,4	64,4	8,8%
Circulante neto	6,0	5,3	7,0	8,2	9,3	10,1	11,0%
<i>% circulante neto / Ventas</i>	<i>42,6%</i>	<i>17,4%</i>	<i>14,0%</i>	<i>13,9%</i>	<i>13,9%</i>	<i>13,4%</i>	-20,6%
Patrimonio neto atribuible	24,8	35,9	39,3	45,6	54,2	65,7	21,5%
Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	n.a.
Deuda Neta	32,2	39,4	41,2	34,0	23,6	12,9	-16,8%
<i>Deuda Neta / Equity</i>	<i>1,3x</i>	<i>1,1x</i>	<i>1,0x</i>	<i>0,7x</i>	<i>0,4x</i>	<i>0,2x</i>	
<i>Deuda Neta / EBITDA</i>	<i>-3,1x</i>	<i>-33,7x</i>	<i>4,5x</i>	<i>2,6x</i>	<i>1,4x</i>	<i>0,6x</i>	
<i>% circulante neto / Ventas</i>	<i>42,6%</i>	<i>17,4%</i>	<i>14,0%</i>	<i>13,9%</i>	<i>13,9%</i>	<i>13,4%</i>	
ROE	-51,8%	-10,9%	8,7%	13,7%	16,0%	17,5%	
ROCE	-21,4%	-3,4%	5,9%	9,5%	12,6%	15,6%	

RATIOS DE MERCADO	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
EV/Ventas	3,08x	3,77x	2,30x	1,85x	1,47x	1,17x
EV/EBITDA	-4,17x	-97,94x	12,65x	8,24x	5,93x	4,32x
ROE/WACC	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
PER	-0,86x	-19,19x	21,85x	12,00x	8,67x	6,52x
PER Ajustado	-0,86x	-19,19x	21,85x	12,00x	8,67x	6,52x
P/CF	-0,62x	-3,60x	-25,73x	14,66x	9,95x	7,02x
P/VC	0,44x	2,09x	1,91x	1,65x	1,38x	1,14x
FCF Yield	-40,5%	-17,8%	0,0%	8,2%	12,1%	13,3%

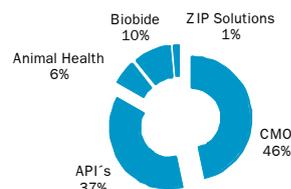
6. DATOS OPERATIVOS



VENTAS POR COMPAÑÍA 2017



VENTAS POR DIVISIÓN 2017



Dirección Análisis

Assistants

Ana Torrente: TorrenteA@bancsabadell.com
Eamon Donoghue: DonoghueE@bancsabadell.com
Concha Galán: GalanC@bancsabadell.com
Héctor Vicente: VicenteH@bancsabadell.com

Director Análisis

Nicolás Fernández: FernandezNi@bancsabadell.com

Financieras

Mario Lodos: LodosM@bancsabadell.com
Esther Castro: CastroEs@bancsabadell.com
M.ª Paz Ojeda: OjedaM@bancsabadell.com

Utilities, gas y energía

Javier Esteban: EstebanJ@bancsabadell.com
Álvaro del Pozo: Alvaro.DelPozo@bancsabadell.com

TMTs

Andrés Bolumburu: BolumburuA@bancsabadell.com
Álvaro del Pozo: Alvaro.DelPozo@bancsabadell.com

Industriales

Francisco Rodríguez: RodriguezFra@bancsabadell.com
Óscar Rodríguez: RodriguezOsc@bancsabadell.com
Alfredo del Cerro: delCerroA@bancsabadell.com
Luis Arredondo: ArredondoL@bancsabadell.com

**Farmacia, química y
papeleras**

Javier Esteban: EstebanJ@bancsabadell.com
Luis Arredondo: ArredondoL@bancsabadell.com

**Construcción, materiales
de construcción,
inmobiliarias y REITS**

Ignacio Romero: Romerolgnacio@bancsabadell.com
Alfredo del Cerro: delCerroA@bancsabadell.com
Luis Arredondo: ArredondoL@bancsabadell.com

**Distribución, retail,
logística, alimentación y
bebidas**

Ignacio Romero: Romerolgnacio@bancsabadell.com
Arancha Piñeiro: PineiroA@bancsabadell.com

**Hoteles, transportes y
autopistas**

Francisco Rodríguez: RodriguezFra@bancsabadell.com

Derivados, Técnico y Cuantitativo

Diego Ferrer: FerrerDiego@bancsabadell.com

Equipo Small&Medium

Javier Esteban: EstebanJ@bancsabadell.com
Ignacio Romero: Romerolgnacio@bancsabadell.com
Alfredo del Cerro: delCerroA@bancsabadell.com
Luis Arredondo: ArredondoL@bancsabadell.com

Equipo Eurostoxx50

Francisco Rodríguez: RodriguezFra@bancsabadell.com
Arancha Piñeiro: PineiroA@bancsabadell.com
Óscar Rodríguez: RodriguezOsc@bancsabadell.com
Álvaro del Pozo: Alvaro.DelPozo@bancsabadell.com

**Estrategia de Renta Variable y Estrategia de
Crédito**

Glen Spencer Chapman: chapmang@bancsabadell.com
Diego Ferrer: FerrerDiego@bancsabadell.com
Diego Fernández: FernandezDi@bancsabadell.com
Virginia Romero: RomeroVi@bancsabadell.com
Lola Arias: ariasd@bancsabadell.com
Israel González: israel.gonzalez@bancsabadell.com
Álvaro Ferrero: FerreroAl@bancsabadell.com
Antonio Martos: AnMartos@bancsabadell.com

Disclaimer sin asesoramiento de inversión

Sistema de recomendaciones:

El periodo al que se refiere la recomendación se establece en un año. La recomendación está basada en hipótesis razonables sobre diversas variables en la fecha de publicación y en modelos de valoración propios disponibles en las bases de datos de la Dirección de Análisis y que pueden incluir desde el descuento de flujos de caja, a una suma de partes, comparación de ratios, descuento de dividendos y otros métodos comúnmente aceptados. La evolución posterior de alguna de esas variables (como por ejemplo: cambios sobrevenidos en tipos de interés, tipos de cambio, precios de materias primas, y otras variables que pueden ser tanto específicas de la compañía, como generales de su sector) podría motivar un cambio de recomendación mediante un nuevo informe de análisis por lo que no hay un calendario de revisiones específico previsto.

Las recomendaciones de la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A. son COMPRAR (SOBREPONDERAR en índices y sectores de renta variable y emisores de renta fija), VENDER (INFRAPONDERAR) y BAJO REVISIÓN. La recomendación de COMPRAR se emite para aquellas compañías en las que la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A. espera una evolución mejor a la del mercado (referencia Ibx35 e Índice General de la Bolsa de Madrid para las compañías españolas cotizadas; referencia Eurostoxx50 para las compañías de la zona Euro; en índices y sectores de renta variable el benchmark es la cesta de índices y sectores en cobertura; en emisores de renta fija es el índice BERC IG €) mientras que las de VENDER se emiten para aquellas compañías en las que la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A. espera una evolución peor a la del mercado de referencia. La recomendación de BAJO REVISIÓN se emite para aquellas compañías cotizadas en las que la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A. está analizando posibles cambios en las estimaciones o valoración tras algún hecho relevante que haga posible ese análisis detallado.

El presente informe ha sido preparado por la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A., basado en información pública disponible, empleando información de fuentes consideradas fiables, pero Banco de Sabadell, S.A. no se hace cargo ni acepta responsabilidad ante posibles errores en dichas fuentes ni en su elaboración, ni se responsabiliza de notificar cualquier cambio en su opinión o en la información contenida en el mismo o utilizada para su elaboración.

Banco de Sabadell, S.A. se encuentra supervisado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores y por el Banco de España.

Este informe, ha sido elaborado por la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A. con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe, y está sujeto a cambio sin previo aviso. Banco de Sabadell, S.A. no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento. En ningún caso contiene recomendaciones personalizadas, y tampoco implica asesoramiento en materia de inversión. Ni el presente documento ni su contenido constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base a ningún contrato o compromiso.

Los inversores deben tomar sus propias decisiones de inversión, basadas en sus objetivos específicos de rentabilidad y de posición financiera y empleando los consejos independientes que consideren oportunos, y no simplemente en el contenido de este informe. Las inversiones comentadas o recomendadas en este informe podrían no ser interesantes para todos los inversores. Banco de Sabadell, S.A. no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros. El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes de los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

Cuando una inversión se realiza en una moneda distinta de la de referencia del inversor, la evolución del tipo de cambio podría afectar a la inversión negativamente, tanto en su valor de mercado como en su rentabilidad.

Banco de Sabadell, S.A., así como sus Consejeros, directores o empleados pueden: tener una relación comercial relevante con la Compañía o Compañías referidas en el presente documento; formar parte de los órganos de gobierno de las mismas; tener posición directa o indirecta en cualesquiera de los valores o instrumentos emitidos por dicha o dichas Compañías; negociar con dichos valores o instrumentos por cuenta propia o ajena, incluso actuando como creador de mercado de los mismos o proveedor de liquidez; disponer de derechos de cualquier tipo para la adquisición de valores emitidos por la Compañía o Compañías analizadas o vinculados directa y fundamentalmente a ellos; proporcionar servicios de asesoramiento u otros al emisor de dichos valores o instrumentos; tener intereses o llevar a cabo transacciones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

No obstante lo señalado en el párrafo anterior, el Grupo Banco Sabadell tiene establecidos procedimientos de actuación y medidas de control que constan en el Reglamento Interno de Conducta del Grupo Banco Sabadell en el ámbito del mercado de Valores (aprobado por el Consejo de Administración de Banco de Sabadell el 26 de noviembre de 2009), aplicable a los miembros de la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A., para prevenir y evitar los conflictos de interés en el desarrollo de sus funciones. Dichas medidas incluyen la obligación de los miembros de la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A. de informar de los conflictos de interés a que estén sometidos por sus relaciones familiares, su patrimonio personal o por cualquier otra causa, y mantener dicha información actualizada, así como el establecimiento de barreras y medidas de separación entre las distintas áreas de actividad que desarrolla la entidad relacionadas con valores negociables o instrumentos financieros y con respecto al resto de áreas y departamentos de Banco de Sabadell, S.A. de conformidad con lo previsto en la legislación aplicable, a fin de que la información y documentación propia de cada área de actividad se custodie y utilice dentro de ésta y la actividad de cada una de ellas se desarrolle de manera autónoma con respecto a la de las demás. Los empleados de otros departamentos de Banco de Sabadell, S.A. u otra entidad del grupo Banco Sabadell pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opciones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo Banco de Sabadell, S.A. o cualquier otra entidad del grupo Banco Sabadell puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento.

Dicho Reglamento Interno de Conducta puede consultarse en la Web corporativa del Grupo Banco Sabadell (www.bancsabadell.com).

Ninguna parte de este documento puede ser copiada o duplicada de ningún modo, reproducida, redistribuida o citada sin el permiso previo por escrito de Banco de Sabadell, S.A.

Queda prohibida la distribución del presente informe en Estados Unidos, y en todas aquellas jurisdicciones en que la misma pueda estar restringida por la ley.

A 13 de abril de 2017, Banco de Sabadell, S.A. es titular, directa o indirectamente de al menos un 3% del capital social de las siguientes compañías cuyas acciones están admitidas a negociación en algún mercado organizado y que pueden ser objeto de análisis en el presente informe: GENERAL DE ALQUILER DE MAQUINARIA, S.A. Adicionalmente, Banco de Sabadell, S.A. o entidades vinculadas pueden tener financiación concedida a alguno de los emisores mencionados en el presente informe.

Banco de Sabadell, S.A., directa o indirectamente, o alguna entidad vinculada puede haber sido entidad directora o codirectora durante los 12 meses previos de una oferta pública de alguno de los emisores cuyos valores se mencionan en recomendaciones contenidas en este documento, o puede haber prestado servicios bancarios de inversión durante los 12 meses previos a alguno de los emisores cuyos valores se mencionan en recomendaciones contenidas en este informe. Banco de Sabadell, S.A. puede ser parte de un acuerdo con un emisor relativo a la elaboración de la recomendación.

La remuneración de los analistas que han elaborado estos informes no esta vinculada, ni directa ni indirectamente, a las recomendaciones u opiniones expresadas en los mismos. Los factores de remuneración de los analistas pueden incluir los resultados de Banco de Sabadell, S.A., parte de los cuales puede ser generado por actividades de banca de inversión.