

## Full Company Report

Reason: Initiation of coverage

26 June 2018

### Buy

from

**Share price: EUR 2.24**

closing price as of 25/06/2018

**Target price: EUR 3.00**

**Upside/Downside Potential 33.9%**

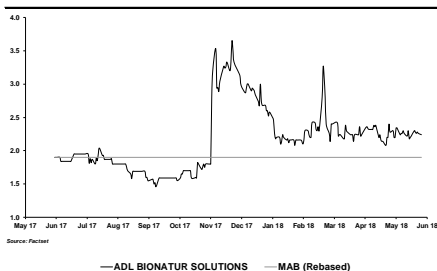
Reuters/Bloomberg ADLB.MC/ADL SM

<b>Market capitalisation (EURm)</b>	<b>76</b>
Current N° of shares (m)	34
<b>Free float</b>	<b>9%</b>
Daily avg. no. trad. sh. 12 mth	8
Daily avg. trad. vol. 12 mth (m)	4.84
Price high/low 12 months	1.46 / 3.65
Abs Perfs 1/3/12 mths (%)	-1.75/-6.67/17.89

Key financials (EUR)	12/17	12/18e	12/19e
Sales (m)	15	29	57
EBITDA (m)	(10)	(1)	10
EBITDA margin	nm	nm	17.5%
EBIT (m)	(12)	(5)	6
EBIT margin	nm	nm	11.0%
Net Profit (adj.)(m)	(13)	(5)	5
ROCE	-18.8%	-5.4%	6.5%
Net debt/(cash) (m)	32	40	41
Net Debt Equity	1.2	1.1	1.0
Net Debt/EBITDA	-3.2	-29.5	4.1
Int. cover(EBITDA/Fin.int)	(9.9)	high	high
EV/Sales	8.6	3.8	2.2
EV/EBITDA	nm	nm	12.6
EV/EBITDA (adj.)	nm	nm	12.6
EV/EBIT	nm	nm	20.0
P/E (adj.)	nm	nm	19.5
P/BV	3.9	2.1	2.2
OpFCF yield	-19.0%	-29.8%	-1.1%
Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%
EPS (adj.)	(0.38)	(0.14)	0.11
BVPS	0.77	1.07	1.01
DPS	0.00	0.00	0.00

### Shareholders

Black Toro Capital 85%; Javier Infantes 6%;



### Analyst(s)

Rafael Bonardell  
 rafael.bonardell@gvcgaesco.es  
 +34 91 436 78 71

## El resurgir del ave Fénix

ADL es una compañía centrada en la fabricación de productos derivados de la fermentación y APIs para terceros y desarrollo de productos propio para la salud animal. Iniciamos la cobertura con un precio objetivo de 3 EUR/acc. con un potencial del **+28.3%** y una recomendación de Comprar.

- ✓ ADL Bionatur Solutions nace de la integración inversa (abril 2018) de ADL Biopharma (antigua Antibióticos S.A.), compañía industrial enfocada en biotecnología químico-farmacéutica, y Bionaturis, Grupo biotecnológico centrado en sector veterinario, que cotiza en el MAB desde 2012. La razón de la integración es la obtención de importantes sinergias de costes e ingresos, por la gran complementariedad de ambas compañías. La operación se estructuró a través de una ampliación de capital de 28.8m de acciones, por parte de Bionaturis, con aportaciones no dinerarias y que se comprometió a adquirir el socio único de ADL (Black Toro Capital). La ecuación de canje valoraba la acción a 2.64 EUR/acc., quedando un 15% para los socios de BNT y un 85% para el socio de ADL. Entre el accionariado destacamos a BTC y Víctor Infante, fundador de Bionaturis.
- ✓ La entidad resultante, busca financiación con el objetivo de ampliar su capacidad productiva y renovar por completo la fábrica. La ampliación de capital dineraria será hasta un máximo de 15mEUR (**19.5%** sobre el capital actual) y emisión de 6.85m de acciones (20% del total) con un precio mínimo de 2.2 EUR/acc. (0.05 EUR/acc. de valor nominal y 2.15 EUR/acc. de prima de emisión). Además, también permitirá aumentar el free float de la compañía que actualmente es reducido.
- ✓ Una vez llevada a cabo la integración de las dos compañías, la entidad resultante, ADL Bionatur Solutions, estará enfocada principalmente en la elaboración de productos de alto valor añadido para el bienestar humano obtenidos a través de fermentación y, en menor medida, también se dedicará a la producción de principios activos derivados de la penicilina y en el desarrollo de productos propios para la salud animal. Todo estos mercados presentan perspectivas positivas con crecimiento medios anuales de doble dígito para los próximos años.
- ✓ Estimamos un fuerte crecimiento operativo en el periodo 2018-2023e con EBITDA positivo a partir de 2019e y un endeudamiento controlado que estimamos en 2x DN/EBITDA 2020e, siendo gran parte de la deuda bruta créditos blandos de entidades públicas relacionado con la reindustrialización de la fábrica. Estimamos un FCF ex dividendos acumulado en el periodo 2018-2023e 28mEUR que se ira destinando a diferentes proyectos para el crecimiento orgánico como a la reducción del apalancamiento.
- ✓ Valoramos la empresa por DCF y ofrecemos tres escenarios: **1) base**, incluimos un factor de riesgo del 50% a las actividades de Bionaturis (WACC 10.2% g 2.5%) 2.9 EUR/acc.; **2) optimista**, no incluimos factor de riesgo 3.8 EUR/acc.; y **3) pesimista**, incluimos un factor de riesgo del 100% para las actividades de Bionaturis, PO de 2 EUR/acc.



## CONTENTS

<b>Investment Case</b>	<b>3</b>
Actividad recurrente con posicionamiento en producto propio	3
Crecimiento y potencial creación de valor	3
Acuerdo con Wacker Biosolutions: ¿futuro M&A a la vista?	3
ADL Bionatur Solutions de un vistazo	4
<b>Integración inversa, nace ADL Bionatur Solutions</b>	<b>5</b>
<b>Ampliación de capital</b>	<b>6</b>
<b>Entorno de mercado</b>	<b>6</b>
Mercado de fermentación	6
Mercado farmacéutico	7
Mercado de CMO (Contract Manufacturing Organization): servicios de fabricación para terceros.	8
Mercado Veterinario	9
<b>Líneas de negocio y evolución operativa estimada</b>	<b>10</b>
ADL Biopharma	10
Bionaturis	12
Márgenes	13
Más allá de EBITDA	13
Cash flow y apalancamiento	14
<b>Valoración, análisis de sensibilidad y escenarios de valoración</b>	<b>15</b>
DCF	15
Análisis de sensibilidad	16
Multiplicadores implícitos en nuestra valoración	16
Escenarios alternativos de valoración	17
Competidores	19
<b>Análisis DAFO</b>	<b>20</b>

## Investment Case

### Actividad recurrente con posicionamiento en producto propio

ADL Bionatur Solutions es una compañía española de referencia en servicios a terceros de productos derivados de la fermentación y posicionamiento relevante en el área de salud animal, tanto para el sector ganadero como para mascotas.

Como factor diferencial destaca su fábrica acreditada como GMP (Good Manufacturing Practices) por las principales agencias mundiales (EMA, FDA) situada en León, con una gran capacidad para productos derivados de la fermentación.

Las principales inversiones irán destinadas para la actualización de la fábrica con el objetivo de aumentar la capacidad, donde esperamos que se puedan alcanzar inversiones de casi el 60% de las ventas en 2018e (reduciéndose en los siguientes años hasta el ~2% para mantenimiento) aunque parte también para el continuo desarrollo de proyectos de I+D para aumentar la cartera de producto.

El desajuste entre oferta y demanda, en términos de capacidad, en el sector de la fermentación impulsará la firma de contrato de externalización de procesos industriales. Además, la aparición de actores menores sin capacidad industrial permitirá obtener una recurrencia de ingresos importante. Mientras tanto, el principal objetivo de la compañía es alcanzar una cartera de producto propio relevante.

### Crecimiento y potencial creación de valor

El hecho de que ADL Bionatur Solutions esté bien posicionada en el sector, con elementos diferenciales como: 1) bajo nivel de utilización de las instalaciones; 2) de crecimiento debido a que aún tiene una importante proporción de la misma ociosa y con unas inversiones moderadas, podría incrementar dicha capacidad; 3) fabricación producto propio; 4) equipo de prestigio; o 5) accionariado solvente, aumenta las posibilidades de crecimiento y de creación de valor de la empresa. Nuestro escenario central es una valoración de 3 EUR/acc. y esperamos EBITDA positivo a partir de 2019.

### Acuerdo con Wacker Biosolutions: ¿futuro M&A a la vista?

En 2016, firmó un acuerdo con Grupo Wacker por el cual cedió el uso de una serie de activos, bajo un contrato de arrendamiento a 10 años prorrogables por periodos de 3 años con un máximo de 20 años, y vendió (~9.5mEUR) el equipo industrial de estas instalaciones para el tratamiento de productos fermentados. Sin embargo, hasta el pasado 31 de enero de 2018 ADL continuó utilizando las instalaciones en fecha en la cual las abandonó.

Además, en el acuerdo, se establece que Wacker realizará los servicios que, en su momento, ADL pueda necesitar (según condiciones pactadas) y ADL se compromete a realizar ciertos servicios para que Wacker pueda llevar a cabo su actividad (mantenimiento, administración, etc.) lo cual conllevará unos ingresos recurrentes 0.5mEUR anuales a partir de 2018e.

Todo ello, se enmarca dentro de un acuerdo estratégico con un socio global de relevancia (5.8bnEUR market cap) líder en el segmento de la fermentación que tiene como objetivo implantar su filial de biotecnología en España.

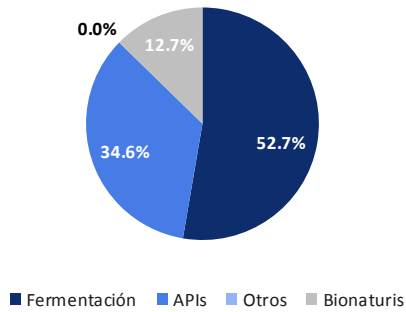
En conversaciones con la compañía, estos manifiestan que la construcción de una fábrica de características similares a la que está situada en León conllevaría una inversión de entre 300-400mEUR. Por lo que, vemos bastante viable, la posibilidad de que un gran actor del sector con necesidades de capacidad ponga el foco en la adquisición de la compañía.

Además, a lo largo de la historia de Wacker resulta en un ejemplo de compañía que se inclina más por las adquisiciones para aumentar en capacidad instalada.

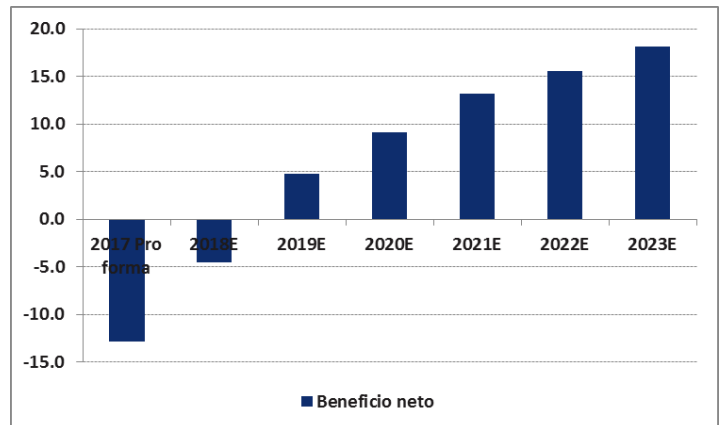
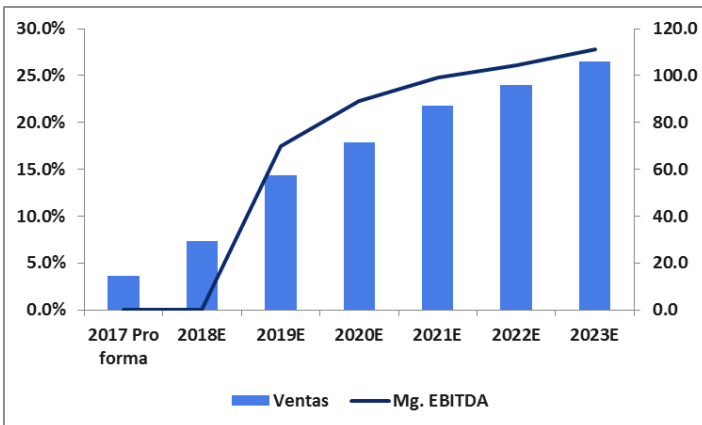
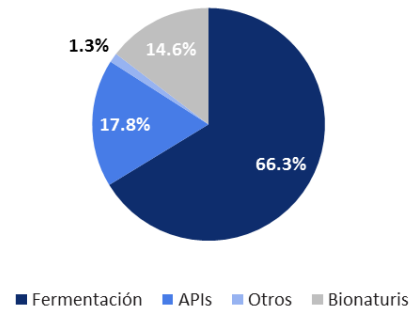


### ADL Bionatur Solutions de un vistazo

Desglose ingresos 2017



Desglose ingresos 2023E



\*GVC Gaesco Beka & Company data

## Integración inversa, nace ADL Bionatur Solutions



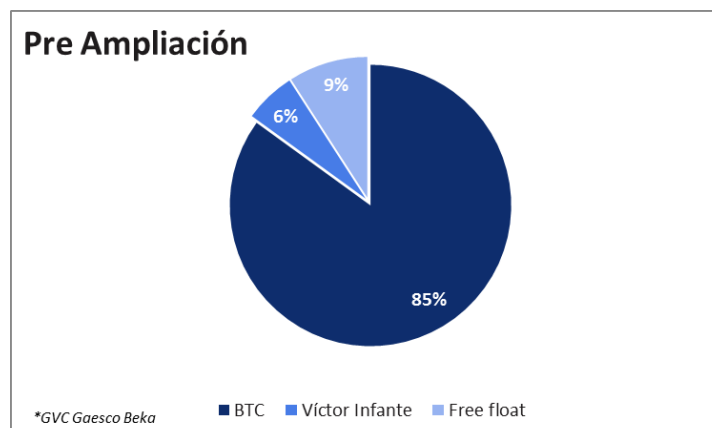
ADL Bionatur Solutions, es una compañía industrial que nace de la integración inversa de dos entidades, llevada a cabo en abril de 2018.

Por un lado, Antibióticos de León (ADL, en adelante) es una compañía industrial enfocada en biotecnología químico-farmacéutica con dos líneas de negocios principales: 1) fabricación de APIs y 2) fabricación de productos de alto valor añadido para el bienestar humano obtenidos a través de fermentación bajo contratos de CMO. ADL proviene de los activos de la antigua Antibióticos S.A., empresa farmacéutica creada en 1949 y que tras pasar por diferentes equipos gestores en mayo de 2013 se declaró en concurso de acreedores. En septiembre de 2014, Black Toro Capital adquirió los activos de la antigua Antibióticos (sin pasivos) por 9mEUR y la nueva empresa tomó el nombre "Antibióticos de León S.L.U".

Por otro lado, Bionaturis (BNT, en adelante) es un grupo biotecnológico centrado en el desarrollo de medicamentos biológicos para el sector veterinario, especializada en la prevención, diagnóstico y tratamiento de enfermedades y posicionada como un socio de referencia para productos de alto valor añadido. Actualmente, ejerce su actividad a través de tres empresas: 1) Biorganic Research and Services; 2) Biobide; y 3) ZIP Solutions.

Por lo tanto, ADL Bionatur Solutions nace con el objetivo de complementarse la una a la otra. Por un lado, Bionaturis compañía líder en salud animal aportará su tecnología de bioprocesos, junto con su capacidad de desarrollos de I+D, producto propio y acuerdos de licencias con terceros. Por otro lado, ADL contribuirá con su elevada capacidad industrial y know-how del sector, así como con importantes contratos de fermentación y producción de APIs (principios activos), que realiza para multinacionales.

La operación se estructuró como una integración inversa, a través de una ampliación de capital de 28.8m de acciones, por parte de Bionaturis, con aportaciones no dinerarias y que se comprometió a adquirir el socio único de ADL (Black Toro Capital). La ecuación de canje valoraba la acción a 2.64 EUR/acc., dejando un 15% para los socios de BNT y un 85% para el socio de ADL.



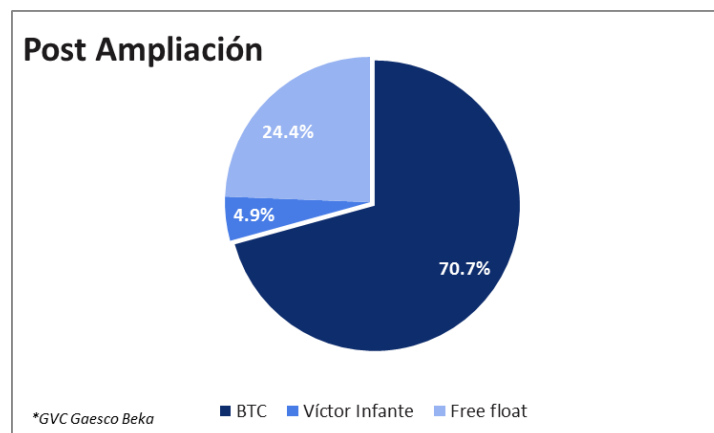
## Ampliación de capital

El próximo 13 de julio, ADL Bionatur Solution, celebrará una JGA extraordinaria con el objetivo de aprobar la ampliación de capital de 6.85m de acciones de 0.05EUR/acc. de valor nominal y una prima de emisión mínima de 2.15EUR/acc. Por lo tanto, un precio de emisión total mínimo de 2.2 EUR/acc. (descuento del 2.7% vs. último cierre) para captar un total de 15mEUR, aunque el tipo de emisión definitivo todavía no ha sido fijado.

La cantidad que la compañía quiere captar con la ampliación de capital ira destinada a:

- Financiación para la modernización de la fábrica radicada en León para el aumento de capacidad. El objetivo es poner a punto 4 fermentadores que actualmente están obsoletos junto con la tecnología adyacente necesaria para el buen funcionamiento de la fermentación. Aunque las necesidades asciende a 18mEUR, de la ampliación se destinarán 13mEUR, obteniendo el resto a través de otras formas de financiación (bancaria, accionistas, sales & lease back, etc.)
- Financiación de circulante ~1mEUR
- Colchón de ~1mEUR ante posibles oportunidades de adquisición de tecnología

Más allá de las necesidades de capital, la ampliación tiene como objetivo mejorar el free float del valor dando entrada a nuevos inversores. Dado el contexto actual en los mercados de valores y el escaso capital flotante permitirá mejorar los volúmenes de liquidez y reducir en cierta medida la volatilidad del valor. En este sentido, no descartamos más operaciones en el futuro con este mismo objetivo (desinversión paulatina de BTC, más ampliaciones de capital, etc.).

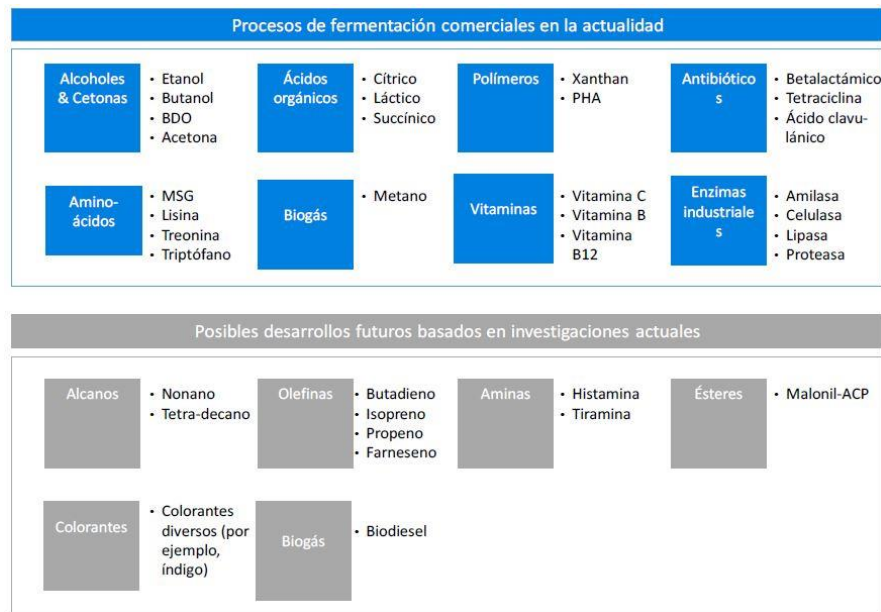


## Entorno de mercado

Una vez llevada a cabo la integración de las dos compañías, la entidad resultante, ADL Bionatur Solutions, conservará y potenciará las actuales líneas de negocio estando enfocada principalmente en la elaboración de productos de alto valor añadido para el bienestar humano obtenidos a través de fermentación y, en menor medida, también se dedicará a la producción de principios activos derivados de la penicilina y en el desarrollo de productos propios para la salud animal.

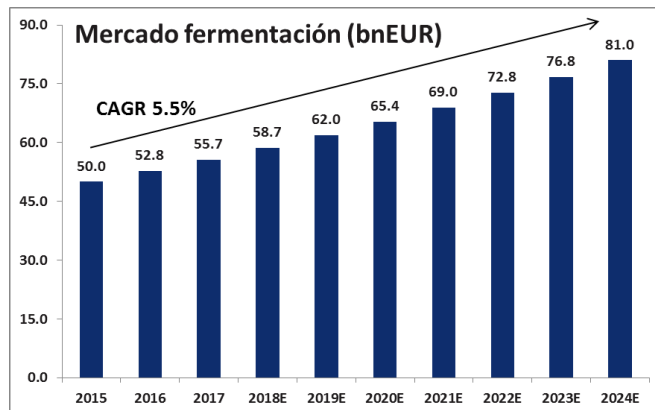
## Mercado de fermentación

La fermentación es un proceso que lleva utilizándose desde tiempos inmemoriales para la producción de alimentos y bebidas (pan, queso, alcoholes, etc.) aunque también se utiliza para la fabricación de fármacos, plásticos, fibras, combustibles además de detergentes, cosméticos y piensos animales. Este hecho se ha acelerado en los últimos tiempos gracias a la manipulación genética de la cual, podríamos decir, que se puede obtener "cualquier" elemento a través de la fermentación.



\*Opportunities for the fermentation-based chemical industry. Deloitte, septiembre 2014

En el año 2015 el mercado de fermentación alcanzó los 50bnEUR y se espera que crezca a una tasa media anual de +5.5% hasta los 81bnEUR en 2024e, apoyado en el ahorro de costes y tiempo junto con el continuo desarrollo de la tendencia de uso de tecnologías ecológicas tanto por parte de los consumidores como de las administraciones.



\*Gran View Research 2017

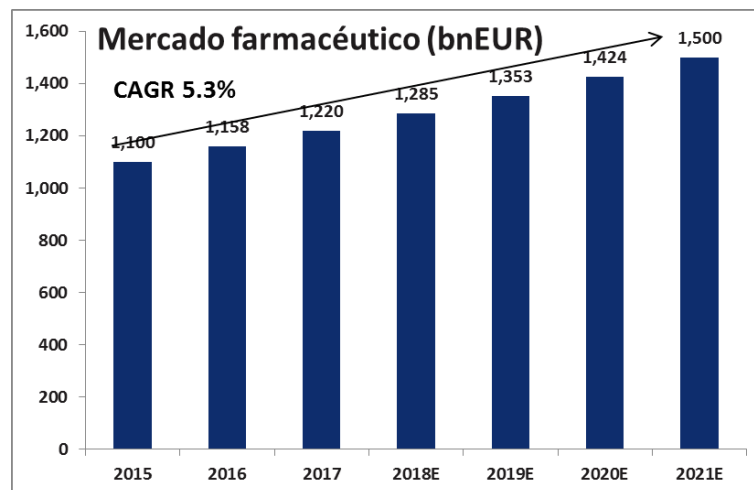
Industria y combustibles, es el principal segmento de uso con un 45% del mercado. Por su parte, alimentos y bebidas es el segundo segmento y supone un total del 22% del mercado. El segmento de mayor crecimiento proyectado es el de plásticos y fibras, que pasará del 8.5% al 9.2% en 2024e, impulsado por el incremento en la demanda de bioplásticos y el uso de PTT en la industria textil. Además, se espera que fármacos y nutrición sea el segundo grupo con mayor crecimiento (16.6% actual al 17% en 2024e) apoyado en el creciente uso de procesos biológicos en la industria farmacéutica.

### Mercado farmacéutico

Según fuentes de la industria, el mercado farmacéutico global superó los USD 1,100bn a cierre del 2015 y se espera que para 2021e llegue a USD 1,500bn, reflejando un crecimiento medio anual del +5.3% apoyado en la mejora del entorno económico, envejecimiento de la población así como nuevos lanzamientos. Aunque la atención está



puesta en productos biológicos y biosimilares, pequeñas moléculas seguirán dominando el mercado con un 76% de cuota de mercado. Se espera un bajo crecimiento de estos debido a los productos que están expuestos a vencimiento de patentes en el periodo 2017-2021 (USD 147.000m). Destacamos que los fármacos genéricos generarán un crecimiento medio anual en el periodo 2017-2021 del +6% apoyado en las oportunidades de vencimiento de patentes. Es importante tener en cuenta que aunque los genéricos es un segmento relativamente menor (por precio principalmente), suponen, por volumen, el 88% de los medicamentos dispensados.



\*Results healthcare. Pharma & Biotech 2017

Como hemos mencionado antes, el foco de crecimiento estará puesto en los productos biológicos y biosimilares (aquellos que provienen de organismo vivos y no de compuestos químicos) y se espera que lo hagan a ritmos de +10% anual hasta situarse como segundo mayor segmento en 2021.

Las principales tendencias de la industria son:

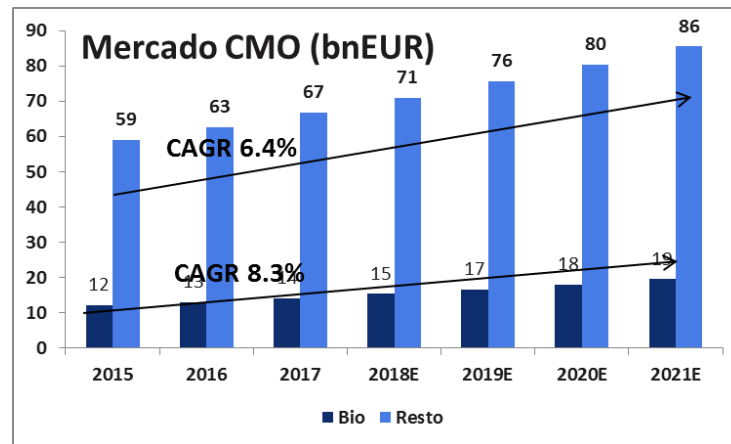
- La sostenibilidad del sistema sanitario (los pagadores quieren pruebas de mayor eficacia de los productos y menores precios), con el consecuente descenso de las rentabilidades de los desarrollos,
- Restricción financiera
- Énfasis en la seguridad y eficacia

### **Mercado de CMO (Contract Manufacturing Organization): servicios de fabricación para terceros.**

Esta es una tendencia que viene desde hace mucho tiempo atrás apoyada en la reducción de capacidad por parte de compañías de la industria farmacéutica (ante la pérdida de patentes), reducción de barreras a la importación, crecimiento de compañías de I+D y el éxito de CROs que ya estableció un precedente el outsourcing en la industria farmacéutica. En 2015, este mercado de outsourcing representó un 25% hasta alcanzar los 71bnEUR y se espera, según fuentes de la industria, que crezca a un ritmo medio anual del +6.6% hasta 105bnUSD en 2021e. Todo ello estará apoyado en ventas de fábricas de productos que están expuestos a vencimiento de patentes en el periodo 2017-2021 (USD 147.000m) y en la tendencia de cesión de la fabricación a terceros.

Dentro de este mercado, los productos biotecnológicos y biosimilares representaron un 17% hasta los 12bnUSD. Sin embargo, tiene un crecimiento esperado mayor al del mercado hasta el +8.3% anual hasta 2021e.





\*Results healthcare. Pharma & Biotech 2017

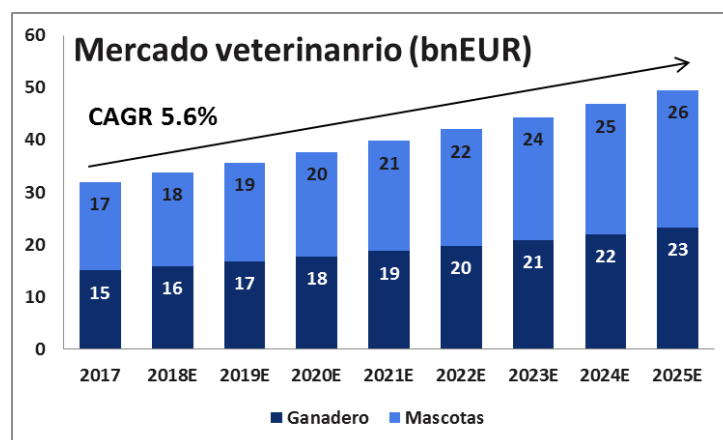
Además, los nuevos procesos de manipulación genética, que permiten prácticamente cualquier tipo de producto vía fermentación, favorecen que PYMES estén investigando sobre la forma de producir diversidad de productos de alto valor añadido. Estas compañías, requerirán de terceros para desarrollar el escalado de estas producciones.

## Mercado Veterinario

La industria de la salud animal se divide en dos segmentos:

- Sector ganadero (47% de la industria): mercado caracterizado por los elevados volúmenes de negocio, y promovido por intereses económicos (rentabilidad del ganadero, en un mercado con demanda creciente)
- Sector de los animales de compañía (el 53% restante): caracterizado por un fuerte crecimiento en mercados maduros, por su mayor valor añadido.

El mercado de la salud animal tiene un tamaño estimado de 100bnUSD en el año 2013. Dentro de este mercado, el segmento de medicamentos y vacunas tuvo un tamaño de 32bnUSD y se espera que el crecimiento continúe a una tasa anual media de +5.6% en el periodo 2017-2025e apoyado en la popularización de las dietas ricas en proteínas animales, el incremento de animales de compañía, programas de vacunación obligatoria, etc. Además, enfermedades de animales que son contagiosas a humanos impulsarán la creación de medicamentos y vacunas.



\*Zoetis, basado en un informe de Vetnosis. Reasearch and Markets, enero 2018

## Líneas de negocio y evolución operativa estimada

Hemos realizado nuestras estimaciones de las dos compañías por separado: 1) ADL; y 2) Bionaturis.

Resumen ventas	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
<b>Total ventas</b>	<b>14.8</b>	<b>29.4</b>	<b>57.4</b>	<b>71.6</b>	<b>87.1</b>	<b>96.0</b>	<b>105.8</b>
<b>ADL</b>	<b>12.9</b>	<b>25.7</b>	<b>50.4</b>	<b>61.6</b>	<b>75.3</b>	<b>82.0</b>	<b>90.3</b>
Fermentación	7.8	18.9	40.6	47.9	56.8	62.2	70.2
APIs	5.1	6.0	8.8	12.5	17.1	18.4	18.8
Otros	0.0	0.9	1.0	1.2	1.3	1.4	1.4
<b>Bionaturis</b>	<b>1.9</b>	<b>3.6</b>	<b>7.0</b>	<b>10.1</b>	<b>11.8</b>	<b>14.1</b>	<b>15.5</b>
Biobide	1.3	1.4	1.5	1.6	1.7	1.8	1.9
ZIP	0.5	0.4	0.3	0.6	0.7	0.7	0.7
Bionaturis	0.1	1.8	5.1	7.8	9.4	11.6	12.9

\*GVC Gaesco Beka

### ADL Biopharma

- **Fermentación:** dedicada a la fabricación de productos para terceros bajo contratos de CMO a partir de la fermentación convirtiéndose en la principal actividad de la compañía. Cuenta con una capacidad total de 2.400m<sup>3</sup> con fermentadores de diferentes tamaños (50, 100 y 225m<sup>3</sup>) en la fábrica situada en León. Además, el equipo humano y el know-how adquirido a través del tiempo han permitido a ADL situarse como un actor necesario para su base de clientes con el objetivo de optimizar el proceso y el escalado del producto.

Esta línea de negocio será la base recurrente de ingresos de la compañía llegando a pesar cerca de un 70% de los ingresos totales del Grupo. Los ingresos se caracterizan por una relativa alta visibilidad con contratos a largo plazo y relativa recurrencia de renovación, siendo lo complejo entrar en el círculo virtuoso, pero una vez dentro lo normal es que la relación sea duradera por las barreras de entrada/sinergias que se generan. Actualmente, existe cierto riesgo de concentración de ventas en pocos/un cliente (40-50% de las ventas de la división) que esperamos la compañía logre solventar en el corto-medio plazo con la firma de nuevos contrato que vayan diluyendo esa concentración. La validación como planta GMP tanto por la Agencia de Alimentos y Medicamentos de EE.UU. (FDA, por sus siglas en inglés) como por la Agencia Europea del Medicamento (EMA) junto con los actuales contratos con compañías líderes en sus respectivos sectores servirán de efecto llamada, además de barreras de entrada a nuevos actores.

Resumen Fermentación	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
<b>Total ventas</b>	<b>7.8</b>	<b>18.9</b>	<b>40.6</b>	<b>47.9</b>	<b>56.8</b>	<b>62.2</b>	<b>70.2</b>
DSM	4.3	3.9	4.1	4.3	4.5	4.6	4.7
Jennewien	2.1	7.4	20.6	22.3	25.3	29.7	36.4
Amyris	0.0	5.9	10.3	13.1	15.8	16.2	16.5
Otros	1.4	1.7	5.7	8.4	11.2	11.8	12.6

\*GVC Gaesco Beka

- **APIs** (principio activo es toda aquella materia a la que se debe el efecto farmacológico de un medicamento): ADL ha sido durante años una de la mayores plantas especializadas en la producción de principios activos derivados de la penicilina tanto inyectables como por vía oral, destacando su gama de APIs betalactámicos. La compañía quiere posicionarse de manera fuerte en el segmento de productos estériles, donde la competencia de China es complicada dado que no posee las certificaciones necesarias de la FDA o de la EMA.

La visibilidad de ingresos en esta línea de negocio es más complicada dado que no se acostumbra el uso de contratos a largo plazo para abastecer al cliente. A pesar de ello, ADL tiene firmado un contrato con Boehringer (compañía farmacéutica) para abastecer hasta 15-18tn anuales de APIs estériles (alta calidad) lo cual le lleva a asegurar unos ingresos mínimos de 2.8-3.4mEUR/año. A partir de 2019e

estimamos un ligero mayor ingreso por ventas a mercado que oscilan entre 4tn a 11tn en los próximos años.

Resumen APIs	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
<b>Total ventas</b>	<b>5.1</b>	<b>6.0</b>	<b>8.8</b>	<b>12.5</b>	<b>17.1</b>	<b>18.4</b>	<b>18.8</b>
Orales tradicionales	1.6	2.0	4.3	5.0	5.5	5.6	5.7
Orales alto valor añadido	0.0	0.0	0.0	1.5	2.0	3.0	3.1
Estriles	3.5	4.0	4.5	6.0	9.7	9.8	10.0

\*GVC Gaesco Beka

- Otros:** ante la normativa tanto española como europea de tratamiento de residuos junto con los elevados costes de externalización de estos procesos, la compañía cuenta con una planta de tratamiento de residuos con la que espera, además de reducir los costes por externalización, monetizar dicha planta a través de contratos para la industria adyacente. Suponen unos ingresos residuales pero recurrentes procedentes del acuerdo con Grupo Wacker Chemie (ver página 3). Además, incluimos ciertos ingresos procedentes de contratos de depuración de residuos a industrias adyacentes aunque no son especialmente relevantes.

Resumen Otros	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
<b>Total ventas</b>	<b>0.0</b>	<b>0.9</b>	<b>1.0</b>	<b>1.2</b>	<b>1.3</b>	<b>1.4</b>	<b>1.4</b>
Wacker	0.0	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6
Depuración agua	0.0	0.4	0.5	0.7	0.8	0.8	0.8

\*GVC Gaesco Beka



## Bionaturis

Bionaturis ejerce su actividad de CRO, CMDO y dentro de la salud animal a través de tres compañías:

- **Biorganic Research and Services:** desarrolla productos y servicios de alto valor añadido de prescripción y no prescripción médica para animales de producción y de compañía. Además, cuenta con vacunas de última generación, probióticos y aditivos.
- **Biobide:** fue adquirida por el Grupo en mayo de 2014. Es una CRO (Organización de investigación por Contrato) que da apoyado a la industria farmacéutica en forma de servicios externalizados. Biobide es líder mundial en el uso del modelo de pez cebra para la ejecución de ensayos. El pez cebra es especialmente apreciado por su similitud genética con el humano que permite que los resultados obtenidos en estos animales sean potencialmente extrapolables.
- **ZIP Solutions:** fue adquirida por BNT en mayo de 2016 y nace como un spin-off del CSIC. Enfocada en el desarrollo de tecnologías para la optimización de bioprocesos en el sector de la salud (tanto humana como animal) e industrial. En su cartera de productos cuenta con dos patentes (Splittera y Zera) basando su modelo de negocio en la licencia de los sistemas a compañías. Splittera cuenta con un contrato de licencia en exclusiva con un líder mundial.

Tras la integración de ambas compañías, Bionaturis reducirá su aportación a alrededor del 20% de la actividad total del nuevo Grupo. La estrategia de la compañía es apoyar a esta división a través de los beneficios que genere la actividad recurrente de ADL y aportando músculo financiero con el objetivo de alcanzar producto propio y no depender únicamente de la fabricación para terceros. En sentido contrario, ADL apoyará a Bionaturis con su actividad industrial que, hasta ahora Bionaturis externalizaba, con los elevados costes que ello conllevaba y, así, estar presente en toda la cadena de valor.

Nuestras estimaciones la calculamos en base a un mercado objetivo, cuota de mercado y precio/royalty pero, teniendo en cuenta el riesgo de éxito junto otros riesgos (contrato con Irán, por ejemplo), por criterio de prudencia, en nuestras estimaciones, aplicamos un descuento del 50% para el conjunto de la división.

Resumen BNT	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
<b>Total ventas</b>	<b>1.9</b>	<b>3.6</b>	<b>7.1</b>	<b>10.3</b>	<b>12.0</b>	<b>14.4</b>	<b>15.9</b>
Biobide	1.3	1.4	1.5	1.6	1.7	1.8	1.9
ZIP	0.5	0.4	0.3	0.6	0.7	0.7	0.7
Bionaturis	0.1	1.8	5.2	8.0	9.7	11.9	13.4
Proyecto 1	0.0	1.6	3.2	4.1	5.1	5.2	5.3
Proyecto 2	0.0	0.1	1.8	2.2	2.7	3.8	4.4
Proyecto 3	0.0	0.1	0.1	0.8	0.5	0.6	0.7
Proyecto 4	0.0	0.0	0.0	0.2	0.1	0.1	0.1
Proyecto 5	0.0	0.0	0.0	0.3	0.5	0.8	1.1
Proyecto 6	0.1	0.0	0.0	0.2	0.5	1.1	1.3
Proyecto 7	0.0	0.0	0.1	0.2	0.2	0.3	0.5

\*GVC Gaesco Beka



## Márgenes

En nuestras estimaciones de 2018e esperamos que la compañía se sitúe en el entorno del break even **(-1.2mEUR)**, incluyendo los ingresos por capitalización de inversión en I+D). Más allá de 2018 esperamos que los márgenes mejoren de manera progresiva hasta situarse ligeramente por debajo del 30% de las ventas y un EBITDA de **29mEUR** en 2023e.

Ello viene apoyado en varios aspectos: 1) el mix de ingresos será más adecuado con la ganancia de peso del segmento de fabricación a terceros (CMO) que retiene mejores márgenes (superando el 40%) y un peso sobre el total del **70%**; 2) alto apalancamiento operativo con un sistema de costes fijos elevado.

Resumen operativo	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Ventas	14.6	29.4	57.4	71.6	87.1	96.0	105.8
Beneficio bruto	9.4	13.8	25.7	32.2	38.6	42.8	47.8
mg. bruto	64.2%	46.9%	44.9%	45.0%	44.4%	44.6%	45.2%
EBITDA	-10.0	-1.2	10.1	15.9	21.6	25.0	29.4
mg EBITDA	-68.5%	-4.2%	17.5%	22.3%	24.8%	26.1%	27.8%

\*GVC Gaesco Beka

Recordar que cuando BTC adquirió Antibióticos de León se comprometió a mantener la plantilla de 170 trabajadores. Actualmente, esa plantilla está sobredimensionada (aunque también las instalaciones) con unos costes de personal elevados pero que a su vez se sitúan en una edad avanzada “cercana” a la jubilación.

ADL tiene una baja exposición a materias primas. En gran parte de los contratos es el cliente directamente quien soporta el coste y el riesgo que pueda surgir sobre ellas, de ahí también su elevado y visible margen bruto.

No incluimos posibles sinergias en nuestras estimaciones procedentes de la integración de ambas compañías.

En línea con lo comentado anteriormente, sobre la falta de visibilidad de Bionaturis, aplicamos un 50% de descuento sobre nuestras estimaciones.

## Más allá de EBITDA

Más allá de nivel de EBITDA, destacamos dos partidas:

- **El resultado financiero:** tanto ADL como Bionaturis cerraron 2017 con un coste medio de la deuda muy competitivo del 3.2% y 4.5%, respectivamente. Todo ello apoyado en que la deuda financiera tan solo representaba un 26% del total. Para los próximos años, estimamos un coste medio de la deuda del 3.2% y una reducción de los costes financieros desde -1.1mEUR hasta -0.3mEUR en 2022e dado que nuestro modelo destina todo el cash flow libre generado a reducción de deuda.
- **Coste fiscal:** en nuestras estimaciones de P&L asumimos un coste fiscal del 25% anual a pesar de los activos por impuestos diferidos de 2017 por valor de 4.8mEUR que se incrementará ligeramente por las pérdidas que estamos esperando para el ejercicio 2018e.

En lo que respecta a beneficio neto, para 2018e esperamos pérdidas derivadas del sobredimensionamiento de la estructura que a medida que los contratos alcancen su madurez y esa sobrecapacidad se reduzca los beneficios volverán a terreno positivo. Este hecho esperamos que suceda ya en 2019e con un beneficio de **4.8mEUR** y un crecimiento medio anual hasta 2023e superior **al +40%**

## Cash flow y apalancamiento

A cierre de 2017 pro forma, ADL tenía un endeudamiento bruto de 35.3mEUR de los cuales menos del 35% del total era deuda contraída con entidades financieras. El resto mayoritariamente se compone de un préstamo contraído con el Ministerio de Industria para la reindustrialización de la fábrica en León. Se trata de un préstamo con una amortización a 10 años y carencia de 2 años con un tipo de interés del 3.25%.

Esta estructura financiera le da flexibilidad para continuar reinvertiendo gran parte de los propios flujos de caja.

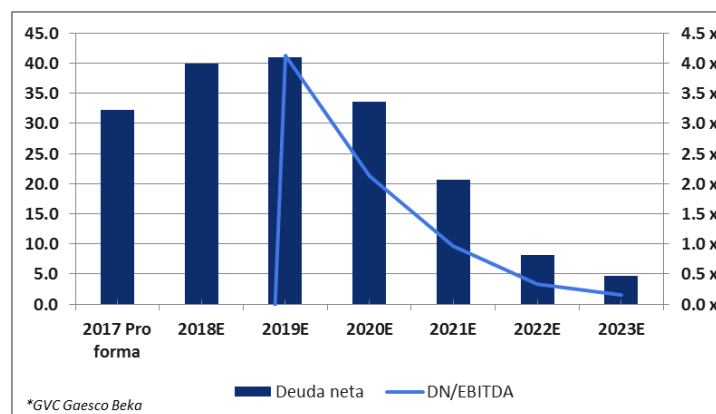
Teniendo en cuenta una caja de unos 3mEUR, la deuda neta de la compañía es de 32.2mEUR. Este endeudamiento se verá incrementado durante los años 2018, ya que se materializarán las inversiones esperadas (18mEUR en 2018 y 6.4mEUR 2019).

Adicionalmente a esas inversiones, el CF tendrá que cubrir el significativo impacto del circulante que estimamos en -1.2mEUR, -1.2mEUR y -2mEUR para los próximos años, debido al importante crecimiento de ventas esperado y al elevado periodo medio de cobro, que **estimamos en 150 días** de media.

Resumen Cash flow	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Flujo operativo	-10.8	-2.8	6.8	11.3	15.5	18.1	21.6
Circulante	1.4	-1.2	-1.2	-2.0	-0.8	-1.8	-2.4
Inversiones netas	-9.9	-18.9	-6.4	-1.7	-1.7	-3.7	-15.7
FCF	-19.2	-22.9	-0.8	7.5	13.0	12.6	3.6
Otros	-6.1	15	0	0	0	0	0
<b>Reduccion/-Aumento deuda</b>	<b>-25.3</b>	<b>-7.9</b>	<b>-0.8</b>	<b>7.5</b>	<b>13.0</b>	<b>12.6</b>	<b>3.6</b>

\*GVC Gaesco Beka

Después de 2019 incluimos únicamente inversiones de 1.7mEUR de mantenimiento. En 2023, cuando la compañía alcance el máximo de capacidad y asumiendo que las perspectivas de mercado continuarán evolucionando de forma favorable, incluimos inversiones para el aumento de capacidad que empiezan en 2022e con inversiones de 1mEUR adicional y en 2023e de 13mEUR para que las instalaciones comiencen a estar operativas en 2024e. Destacar que en esas inversiones incluimos 6 nuevos fermentadores y las utilities necesarias para el perfecto funcionamiento. Con todo ello, el FCF ex dividendo acumulado en el periodo 2018-2023e se situará en el entorno de los 28mEUR, que destinamos a reducción de deuda. En este escenario, la compañía alcanzaría caja neta en 2024e.



## Valoración, análisis de sensibilidad y escenarios de valoración

La naturaleza, variedad de mercados, especialización en segmentos nicho, etc. a los que se dirigen las líneas de negocio y la cartera de productos, hace difícil encontrar compañías comparables. Aunque la compañía se puede mencionar a Aratana Therapeutics, Inc., Kindred Biosciences, Inc., Phibro Animal Health Corporation, Anantara Lifesciences Ltd, Catalent Inc, Royal DSM NV o Wacker Chemie AG

Por este motivo, valoramos la compañía a través de un descuento de flujos de caja del conjunto del Grupo.

### DCF

Valoramos ADL Bionatur Solutions en base a un descuento de flujos de caja apoyándonos en las estimaciones que hemos comentado anteriormente. En la valoración, asumimos una tasa de descuento del 10.2% con un coste de capital 13.5% (70%) y coste de la deuda 3.2% (30%) con un crecimiento perpetuo del 2%. Además, en los ajustes extraordinarios incluimos la ampliación de capital esperada para 2018e de 15mEUR e incluimos los activos por impuestos diferidos por valor de 4.8mEUR.

CASH FLOW (EUR m)	2017 pro forma	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	Norm. Year
Net sales	14.6	28.6	56.6	70.8	86.2	95.1	104.9	109.7	113.8	117.9	123.4	125.9
% change	138.4%	95.9%	97.8%	25.1%	21.7%	10.3%	10.3%	4.5%	3.8%	3.6%	4.7%	2.0%
EBITDA	-10.0	-1.4	9.9	15.8	21.4	24.9	29.2	29.7	29.7	29.6	31.1	29.3
% margin	N.A.	N.A.	17.5%	22.3%	24.8%	26.1%	27.9%	27.1%	26.1%	25.1%	25.2%	23.3%
% change	7.7%	-86.5%	-833.8%	59.2%	35.4%	16.2%	17.6%	1.5%	0.1%	-0.6%	5.3%	-5.8%
EBIT	-12.1	-4.6	6.3	12.0	17.4	20.6	24.0	24.2	23.9	23.5	24.8	25.3
% margin	N.A.	N.A.	11.0%	16.9%	20.2%	21.6%	22.8%	22.0%	21.0%	20.0%	20.1%	20.1%
% change	269.1%	-61.8%	-235.5%	91.4%	45.4%	18.3%	16.4%	0.8%	-0.9%	-1.8%	5.5%	2.0%
Taxes (normative)	0.4	0.0	-1.6	-3.0	-4.3	-5.1	-6.0	-6.0	-6.0	-5.9	-6.2	-6.3
Normative Tax Rate	N.A.	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25%
NOPLAT	-11.7	-4.6	4.7	9.0	13.0	15.4	18.0	18.1	18.0	17.6	18.6	19.0
Depreciation & other provisions	-2.1	-3.3	-3.7	-3.8	-4.0	-4.3	-5.3	-5.5	-5.8	-6.0	-6.3	-4.0
Gross Operating Cash Flow	-9.6	-1.4	8.4	12.8	17.0	19.7	23.2	23.6	23.7	23.7	24.9	23.0
Capex	9.9	-18.9	-6.4	-1.7	-1.7	-3.7	-15.7	-2.7	-2.7	-2.7	-2.7	-2.7
Change in Net Working Capital	1.7	-0.9	-1.4	-2.0	-0.8	-1.8	-2.3	-0.4	-0.3	-0.2	-0.9	-0.9
Other adjustments		15.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Cash Flow to be discounted	2.0	-6.1	0.6	9.1	14.6	14.2	5.2	20.5	20.8	20.8	21.3	19.4

DCF VALUATION (EUR m)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	Norm. Year
WACC	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%
Discount Rate factor	0.00	0.95	0.86	0.78	0.71	0.65	0.59	0.53	0.48	0.44	0.40	0.36
Discounted Cash Flow	0.0	-5.8	0.5	7.1	10.4	9.2	3.0	10.9	10.0	9.1	8.5	7.0
Cumulated DCF	0.0	-5.8	-5.2	1.9	12.2	21.4	24.4	35.4	45.4	54.5	63.0	

#### WACC & DCF ANALYSIS

Free Risk Rate	3.5%	Cumulated DCF	63.0	- Net Financial Debt	32.2
Company Risk Factor or Beta	2.0			- Minorities	0.0
Mkt Risk Premium	5.0%	Perpetual Growth Rate	2.0%	+ Associates	0.0
Cost of Equity	13.5%	Normalised Annual CF	19.4	- Pension underfunding	0.0
Cost of Debt (gross)	3.2%	Terminal Value at Nominal Year	241.8	- Off-balance sheet	0.0
Debt Tax Rate	25%	Disc. Rate of Terminal Value	0.36		0.0
Cost of Debt net	2.4%	Discounted Terminal Value	87.3	Equity Market Value	122.8
Target Gearing	30%			Number of shares	40.8
% Ke	70%	Financial assets	4.8	Fair Value per Share	3.0
Normative Tax Rate	25%	Enterprise Value (EUR m)	155.0		

WACC	10.2%
------	-------

\*GVC Gaesco Beka



## Análisis de sensibilidad

Añadimos un análisis de sensibilidad a la tres variables que, desde nuestro punto de vista, creemos más importantes en la valoración: 1) crecimiento perpetuo; 2) margen EBIT; y 3) suscripción de la ampliación de capital.

WACC	Perpetual growth rate (g)						
	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%
14.0%	1.4	1.5	1.5	1.6	1.6	1.7	1.8
13.5%	1.6	1.6	1.7	1.7	1.8	1.8	1.9
13.0%	1.7	1.7	1.8	1.9	1.9	2.0	2.1
10.2%	2.6	2.7	2.9	3.0	3.2	3.4	3.6
12.0%	2.0	2.0	2.1	2.2	2.3	2.4	2.5
11.5%	2.1	2.2	2.3	2.4	2.5	2.6	2.7
11.0%	2.3	2.4	2.5	2.6	2.7	2.9	3.0

\*GVC Gaesco Beka

WACC	EBIT mg						
	23.0%	24.0%	25.0%	20.1%	26.0%	27.0%	28.0%
14.0%	1.7	1.8	1.8	1.6	1.9	1.9	2.0
13.5%	1.9	1.9	2.0	1.7	2.0	2.1	2.1
13.0%	2.0	2.1	2.1	1.9	2.2	2.3	2.3
10.2%	3.3	3.4	3.5	3.0	3.6	3.7	3.8
12.0%	2.4	2.5	2.5	2.2	2.6	2.7	2.7
11.5%	2.6	2.7	2.8	2.4	2.8	2.9	3.0
11.0%	2.8	2.9	3.0	2.6	3.1	3.2	3.3

\*GVC Gaesco Beka

WACC	Ampliación de capital						
	0.0	5.0	10.0	15.0	20.0	25.0	30.0
14.0%	1.2	1.3	1.5	1.6	1.7	1.8	1.9
13.5%	1.4	1.5	1.6	1.7	1.8	1.9	2.1
13.0%	1.5	1.6	1.7	1.9	2.0	2.1	2.2
10.2%	2.7	2.8	2.9	3.0	3.1	3.2	3.4
12.0%	1.8	2.0	2.1	2.2	2.3	2.4	2.5
11.5%	2.0	2.1	2.3	2.4	2.5	2.6	2.7
11.0%	2.2	2.4	2.5	2.6	2.7	2.8	2.9

\*GVC Gaesco Beka

## Multiplicadores implícitos en nuestra valoración

DCF Multiples	Norm. Year	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
EV/Sales	1.3	5.6	2.8	2.3	1.9	1.7	1.5	1.5	1.4	1.4	1.3
EV/EBITDA	5.5	-131.8	16.2	10.2	7.6	6.5	5.5	5.4	5.4	5.5	5.2
P/E	6.2	-26.6	25.0	13.2	9.1	7.7	6.6	6.6	6.6	6.7	6.4

\*GVC Gaesco Beka estimates

## Escenarios alternativos de valoración

A continuación incluimos dos escenarios de valoración adicionales: 1) pesimista; y 2) optimista.

### Escenario pesimista

En este escenario, asumimos que el negocio biotecnológico de BNT deja de aportar ingreso pero continuamos incluyendo los costes de estructura de esta división. Además, en este escenario no modificamos ningún parámetro de la valoración. Con ello, alcanzamos un precio objetivo de 2.2 EUR/acc. lo que supone un -1.8% frente a la cotización actual.

CASH FLOW (EUR m)	2017 pro forma	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	Norm. Year
<b>Net sales</b>	<b>14.6</b>	<b>27.5</b>	<b>52.3</b>	<b>63.8</b>	<b>77.6</b>	<b>84.4</b>	<b>92.9</b>	<b>96.3</b>	<b>99.7</b>	<b>103.2</b>	<b>108.1</b>	<b>110.3</b>
% change	138.4%	88.4%	89.8%	22.1%	21.6%	8.7%	10.1%	3.6%	3.6%	3.5%	4.8%	2.0%
<b>EBITDA</b>	<b>-10.0</b>	<b>-1.7</b>	<b>8.9</b>	<b>13.3</b>	<b>18.5</b>	<b>21.1</b>	<b>24.8</b>	<b>24.6</b>	<b>24.3</b>	<b>23.8</b>	<b>25.2</b>	<b>23.2</b>
% margin	N.A.	N.A.	17.1%	20.8%	23.8%	25.0%	26.7%	25.6%	24.4%	23.1%	23.3%	21.1%
% change	7.7%	-83.4%	-639.3%	48.3%	39.7%	13.9%	17.8%	-0.9%	-1.3%	-1.8%	5.5%	-7.7%
<b>EBIT</b>	<b>-12.1</b>	<b>-4.9</b>	<b>5.3</b>	<b>9.4</b>	<b>14.5</b>	<b>16.8</b>	<b>19.6</b>	<b>19.1</b>	<b>18.5</b>	<b>17.8</b>	<b>18.9</b>	<b>19.2</b>
% margin	N.A.	N.A.	10.1%	14.8%	18.7%	19.9%	21.1%	19.8%	18.6%	17.3%	17.4%	17.4%
% change	269.1%	-59.2%	-207.1%	78.9%	54.1%	15.7%	16.5%	-2.4%	-3.1%	-3.8%	5.9%	2.0%
Taxes (normative)	0.4	0.0	-1.3	-2.4	-3.6	-4.2	-4.9	-4.8	-4.6	-4.5	-4.7	-4.8
Normative Tax Rate	N.A.	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25%
<b>NOPLAT</b>	<b>-11.7</b>	<b>-4.9</b>	<b>3.9</b>	<b>7.1</b>	<b>10.9</b>	<b>12.6</b>	<b>14.7</b>	<b>14.3</b>	<b>13.9</b>	<b>13.4</b>	<b>14.1</b>	<b>14.4</b>
Depreciation & other provisions	-2.1	-3.3	-3.7	-3.8	-4.0	-4.3	-5.3	-5.5	-5.8	-6.0	-6.3	-4.0
<b>Gross Operating Cash Flow</b>	<b>-9.6</b>	<b>-1.7</b>	<b>7.6</b>	<b>10.9</b>	<b>14.9</b>	<b>16.9</b>	<b>19.9</b>	<b>19.8</b>	<b>19.7</b>	<b>19.4</b>	<b>20.4</b>	<b>18.4</b>
Capex	9.9	-18.9	-6.4	-1.7	-1.7	-3.7	-15.7	-2.7	-2.7	-2.7	-2.7	-2.7
Change in Net Working Capital	1.7	-0.7	-1.2	-1.3	-0.9	-1.4	-2.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.8	-0.8
Other adjustments		15.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Cash Flow to be discounted</b>	<b>2.0</b>	<b>-6.2</b>	<b>0.0</b>	<b>7.9</b>	<b>12.3</b>	<b>11.8</b>	<b>2.2</b>	<b>17.1</b>	<b>16.9</b>	<b>16.6</b>	<b>16.9</b>	<b>14.9</b>

DCF VALUATION (EUR m)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	Norm. Year
WACC	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%
Discount Rate factor	0.00	0.95	0.86	0.78	0.71	0.65	0.59	0.53	0.48	0.44	0.40	0.36
Discounted Cash Flow	0.0	-5.9	0.0	6.2	8.7	7.6	1.3	9.1	8.1	7.3	6.7	5.4
<b>Cumulated DCF</b>	<b>0.0</b>	<b>-5.9</b>	<b>-5.9</b>	<b>0.3</b>	<b>9.1</b>	<b>16.7</b>	<b>18.0</b>	<b>27.0</b>	<b>35.2</b>	<b>42.5</b>	<b>49.2</b>	

### WACC & DCF ANALYSIS

Free Risk Rate	3.5%	Cumulated DCF	49.2	- Net Financial Debt	32.2
Company Risk Factor or Beta	2.0	Perpetual Growth Rate	2.0%	- Minorities	0.0
Mkt Risk Premium	5.0%	Normalised Annual CF	14.9	+ Associates	0.0
Cost of Equity	13.5%	Terminal Value at Nominal Year	186.2	- Pension underfunding	0.0
Cost of Debt (gross)	3.2%	Disc. Rate of Terminal Value	0.36	- Off-balance sheet	0.0
Debt Tax Rate	25%	Discounted Terminal Value	67.2		0.0
Cost of Debt net	2.4%			Equity Market Value	88.9
Target Gearing	30%	Financial assets	4.8	Number of shares	40.8
% Ke	70%	Enterprise Value (EUR m)	121.2	Fair Value per Share	2.2
Normative Tax Rate	25%				

WACC	10.2%
------	-------

\*GVC Gaesco Beka

## Escenario optimista

Por el contrario al escenario pesimista, en este escenario asumimos que el riesgo de los anteriores escenarios desaparece por completo y que las actividades se desarrollarán al completo. Al respecto, alcanzamos un PO de 4 EUR/acc. (potencial +68%)

CASH FLOW (EUR m)	2017 pro forma	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	Norm. Year
<b>Net sales</b>	<b>14.6</b>	<b>31.2</b>	<b>62.7</b>	<b>79.8</b>	<b>97.0</b>	<b>108.3</b>	<b>119.7</b>	<b>126.1</b>	<b>131.2</b>	<b>136.0</b>	<b>142.4</b>	<b>145.2</b>
% change	138.4%	113.4%	101.1%	27.2%	21.5%	11.7%	10.5%	5.4%	4.0%	3.7%	4.7%	2.0%
<b>EBITDA</b>	<b>-10.0</b>	<b>-0.8</b>	<b>11.3</b>	<b>18.9</b>	<b>24.9</b>	<b>29.4</b>	<b>34.5</b>	<b>35.8</b>	<b>36.4</b>	<b>36.5</b>	<b>38.4</b>	<b>36.7</b>
% margin	N.A.	N.A.	18.0%	23.6%	25.6%	27.1%	28.9%	28.4%	27.7%	26.9%	27.0%	25.3%
% change	7.7%	-92.0%	-1502.2%	67.2%	31.9%	18.1%	17.5%	3.7%	1.5%	0.5%	5.1%	-4.3%
<b>EBIT</b>	<b>-12.1</b>	<b>-4.1</b>	<b>7.6</b>	<b>15.0</b>	<b>20.9</b>	<b>25.1</b>	<b>29.3</b>	<b>30.3</b>	<b>30.6</b>	<b>30.5</b>	<b>32.1</b>	<b>32.7</b>
% margin	N.A.	N.A.	12.1%	18.8%	21.5%	23.2%	24.5%	24.0%	23.3%	22.4%	22.5%	22.5%
% change	269.1%	-66.3%	-287.1%	97.5%	39.0%	20.3%	16.6%	3.6%	0.9%	-0.3%	5.3%	2.0%
Taxes (normative)	0.4	0.0	-1.9	-3.8	-5.2	-6.3	-7.3	-7.6	-7.6	-7.6	-8.0	-8.2
Normative Tax Rate	N.A.	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25%
<b>NOPLAT</b>	<b>-11.7</b>	<b>-4.1</b>	<b>5.7</b>	<b>11.3</b>	<b>15.7</b>	<b>18.8</b>	<b>21.9</b>	<b>22.7</b>	<b>22.9</b>	<b>22.9</b>	<b>24.1</b>	<b>24.6</b>
Depreciation & other provisions	-2.1	-3.3	-3.7	-3.8	-4.0	-4.3	-5.3	-5.5	-5.8	-6.0	-6.3	-4.0
<b>Gross Operating Cash Flow</b>	<b>-9.6</b>	<b>-0.8</b>	<b>9.4</b>	<b>15.1</b>	<b>19.7</b>	<b>23.1</b>	<b>27.2</b>	<b>28.3</b>	<b>28.7</b>	<b>28.9</b>	<b>30.4</b>	<b>28.6</b>
Capex	9.9	-18.9	-6.4	-1.7	-1.7	-3.7	-15.7	-2.7	-2.7	-2.7	-2.7	-2.7
Change in Net Working Capital	1.7	-1.8	-1.3	-2.9	-0.7	-2.3	-2.8	-0.9	-0.5	-0.4	-1.1	-1.1
Other adjustments		15.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Cash Flow to be discounted</b>	<b>2.0</b>	<b>-6.5</b>	<b>1.7</b>	<b>10.5</b>	<b>17.3</b>	<b>17.1</b>	<b>8.8</b>	<b>24.7</b>	<b>25.5</b>	<b>25.8</b>	<b>26.6</b>	<b>24.8</b>

DCF VALUATION (EUR m)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	Norm. Year
WACC	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%
Discount Rate factor	0.00	0.95	0.86	0.78	0.71	0.65	0.59	0.53	0.48	0.44	0.40	0.36
Discounted Cash Flow	0.0	-6.2	1.5	8.2	12.3	11.0	5.1	13.1	12.3	11.3	10.6	8.9
<b>Cumulated DCF</b>	<b>0.0</b>	<b>-6.2</b>	<b>-4.7</b>	<b>3.5</b>	<b>15.8</b>	<b>26.9</b>	<b>32.0</b>	<b>45.1</b>	<b>57.4</b>	<b>68.8</b>	<b>79.3</b>	

### WACC & DCF ANALYSIS

Free Risk Rate	3.5%	<b>Cumulated DCF</b>	<b>79.3</b>	<b>- Net Financial Debt</b>	<b>32.2</b>
Company Risk Factor or Beta	2.0	<b>Perpetual Growth Rate</b>	<b>2.0%</b>	- Minorities	0.0
Mkt Risk Premium	5.0%	Normalised Annual CF	24.8	+ Associates	0.0
<b>Cost of Equity</b>	<b>13.5%</b>	Terminal Value at Nominal Year	309.5	- Pension underfunding	0.0
Cost of Debt (gross)	3.2%	Disc. Rate of Terminal Value	0.36	- Off-balance sheet	0.0
Debt Tax Rate	25%	<b>Discounted Terminal Value</b>	<b>111.7</b>	<b>Equity Market Value</b>	<b>163.6</b>
<b>Cost of Debt net</b>	<b>2.4%</b>	Financial assets	4.8	Number of shares	40.8
Target Gearing	30%	<b>Enterprise Value (EUR m)</b>	<b>195.8</b>	<b>Fair Value per Share</b>	<b>4.0</b>
% Ke	70%				
Normative Tax Rate	25%				

<b>WACC</b>	<b>10.2%</b>
-------------	--------------

\*GVC Gaesco Beka

## Competidores

Dadas las diferencias de unidades de negocio, estrategias, mercados, etc. se hace muy complicada la comparación con múltiplos. De todas formas, hemos seleccionado un listado de empresas cotizadas, que por su actividad, representan una referencia.

Resumen comparables	Market cap	EV/EBITDA'18e	EV/EBITDA'19e	P/E'18e	P/E'19e	Dividend yield'18e	Dividend yield'19e	mg. EBITDA'18e	mg. EBITDA'19e
Aratana Therapeutics, Inc.	217.4	--	--	--	--	0.0	0.0	-58.8	-7.9
Kindred Biosciences, Inc.	361.1	--	--	--	--	--	--	-1803.5	-101.8
Phibro Animal Health Corporation Class A	938.0	16.6	15.4	27.6	25.2	0.9	1.0	15.7	15.9
Anatara Lifesciences Ltd	33.1	--	--	--	29.6	0.0	0.0	-388.2	29.9
Catalent Inc	5540.1	14.2	12.4	24.7	21.8	0.0	0.0	22.2	23.3
Royal DSM NV	15700.5	10.8	11.7	14.7	17.1	2.4	2.5	19.5	17.5
Wacker Chemie AG	5911.5	6.3	5.9	16.5	14.6	3.5	3.9	21.5	21.3
Evonik Industries AG	13830.9	6.9	6.5	12.6	12.2	4.0	4.1	16.8	16.9
<b>Promedio</b>		<b>10.9</b>	<b>10.4</b>	<b>19.3</b>	<b>20.1</b>	<b>1.6</b>	<b>1.7</b>	<b>19.1</b>	<b>19.0</b>
<b>Mediana</b>		<b>10.8</b>	<b>11.7</b>	<b>16.5</b>	<b>19.5</b>	<b>0.9</b>	<b>1.0</b>	<b>19.5</b>	<b>17.5</b>

\*GVC Gaesco Beka



## Análisis DAFO

### Strengths

- Mayores instalaciones en el sur de Europa
- Know how en el escalado del producto
- Base de clientes

### Opportunities

- Tendencias del sector
- Inicio de ingresos de Bionaturis
- Musculo financiero para llegar a comercializar productos de forma interna
- M&A

### Weaknesses

- I+D

### Threats

- I+D
- Reposición know how



## ADL Bionatur Solutions : Summary tables

PROFIT & LOSS (EURm)	12/2017	12/2018e	12/2019e
<b>Sales</b>	<b>14.6</b>	<b>28.6</b>	<b>56.6</b>
Cost of Sales & Operating Costs	-24.6	-30.0	-46.7
Non Recurrent Expenses/Income	0.0	0.0	0.0
<b>EBITDA</b>	<b>-10.0</b>	<b>-1.4</b>	<b>9.9</b>
<b>EBITDA (adj.)*</b>	<b>-10.0</b>	<b>-1.4</b>	<b>9.9</b>
Depreciation	-2.1	-3.3	-3.7
<b>EBITA</b>	<b>-12.1</b>	<b>-4.6</b>	<b>6.3</b>
<b>EBITA (adj)*</b>	<b>-12.1</b>	<b>-4.6</b>	<b>6.3</b>
Amortisations and Write Downs	0.0	0.0	0.0
<b>EBIT</b>	<b>-12.1</b>	<b>-4.6</b>	<b>6.3</b>
<b>EBIT (adj.)*</b>	<b>-12.1</b>	<b>-4.6</b>	<b>6.3</b>
Net Financial Interest	-1.0	0.0	0.0
Other Financials	0.0	0.0	0.0
Associates	0.0	0.0	0.0
Other Non Recurrent Items	0.0	0.0	0.0
<b>Earnings Before Tax (EBT)</b>	<b>-13.1</b>	<b>-4.6</b>	<b>6.3</b>
Tax	0.4	0.0	-1.6
<i>Tax rate</i>	2.9%	0.0%	25.0%
Discontinued Operations	0.0	0.0	0.0
Minorities	0.0	0.0	0.0
<b>Net Profit (reported)</b>	<b>-12.7</b>	<b>-4.6</b>	<b>4.7</b>
<b>Net Profit (adj.)</b>	<b>-12.7</b>	<b>-4.6</b>	<b>4.7</b>
CASH FLOW (EURm)	12/2017	12/2018e	12/2019e
Cash Flow from Operations before change in NWC	-10.8	-3.0	6.7
Change in Net Working Capital	1.4	-0.9	-1.4
<b>Cash Flow from Operations</b>	<b>-9.3</b>	<b>-3.8</b>	<b>5.4</b>
Capex	-9.9	-18.9	-6.4
Net Financial Investments	0.0	0.0	0.0
<b>Free Cash Flow</b>	<b>-19.2</b>	<b>-22.7</b>	<b>-1.0</b>
Dividends	0.0	0.0	0.0
Other (incl. Capital Increase & share buy backs)	-6.1	15.0	0.0
<b>Change in Net Debt</b>	<b>-25.3</b>	<b>-7.7</b>	<b>-1.0</b>
NOPLAT	-9.1	-3.5	4.7
BALANCE SHEET & OTHER ITEMS (EURm)	12/2017	12/2018e	12/2019e
Net Tangible Assets	29.1	39.9	44.0
Net Intangible Assets (incl. Goodwill)	13.0	17.9	19.7
Net Financial Assets & Other	7.2	7.2	7.2
<b>Total Fixed Assets</b>	<b>49.3</b>	<b>64.9</b>	<b>70.9</b>
Inventories	7.2	12.6	14.0
Trade receivables	5.8	11.6	23.0
Other current assets	3.4	5.0	3.3
Cash (-)	-3.0	-3.0	-3.0
<b>Total Current Assets</b>	<b>19.4</b>	<b>32.1</b>	<b>43.3</b>
<b>Total Assets</b>	<b>68.7</b>	<b>97.1</b>	<b>114</b>
Shareholders Equity	26.0	36.4	41.0
Minority	0.0	0.0	0.0
Total Equity	26.0	36.4	41.0
Long term interest bearing debt	28.7	34.9	35.8
Provisions	0.1	0.1	0.1
Other long term liabilities	0.4	0.4	0.4
<b>Total Long Term Liabilities</b>	<b>29.2</b>	<b>35.4</b>	<b>36.2</b>
Short term interest bearing debt	6.6	8.0	8.2
Trade payables	7.1	17.3	28.7
Other current liabilities	0.0	0.0	0.0
<b>Total Current Liabilities</b>	<b>13.6</b>	<b>25.3</b>	<b>36.9</b>
<b>Total Liabilities and Shareholders' Equity</b>	<b>68.7</b>	<b>97.1</b>	<b>114</b>
<b>Net Capital Employed</b>	<b>58.7</b>	<b>76.7</b>	<b>82.5</b>
<b>Net Working Capital</b>	<b>6.0</b>	<b>6.8</b>	<b>8.2</b>
GROWTH & MARGINS	12/2017	12/2018e	12/2019e
<i>Sales growth</i>		95.9%	97.8%
<b>EBITDA (adj.)* growth</b>		<i>n.m.</i>	<i>n.m.</i>
<i>EBITA (adj.)* growth</i>		<i>n.m.</i>	<i>n.m.</i>
<i>EBIT (adj.)* growth</i>		<i>n.m.</i>	<i>n.m.</i>



## ADL Bionatur Solutions : Summary tables

<b>GROWTH &amp; MARGINS</b>	<b>12/2017</b>	<b>12/2018e</b>	<b>12/2019e</b>
Net Profit growth		n.m.	n.m.
EPS adj. growth		n.m.	n.m.
DPS adj. growth			
EBITDA (adj)* margin	n.m.	n.m.	17.5%
EBITA (adj)* margin	-82.6%	-16.1%	11.0%
EBIT (adj)* margin	n.m.	n.m.	11.0%
<b>RATIOS</b>	<b>12/2017</b>	<b>12/2018e</b>	<b>12/2019e</b>
Net Debt/Equity	1.2	1.1	1.0
Net Debt/EBITDA	-3.2	-29.5	4.1
Interest cover (EBITDA/Fin.interest)	n.m.	high	high
Capex/D&A	480.1%	578.1%	174.3%
Capex/Sales	67.6%	65.8%	11.3%
NWC/Sales	40.9%	23.9%	14.5%
ROE (average)		-14.8%	12.1%
ROCE (adj.)	-18.8%	-5.4%	6.5%
WACC	10.2%	10.2%	10.2%
ROCE (adj.)/WACC	-1.8	-0.5	0.6
<b>PER SHARE DATA (EUR)***</b>	<b>12/2017</b>	<b>12/2018e</b>	<b>12/2019e</b>
Average diluted number of shares	33.9	33.9	40.8
EPS (reported)	-0.38	-0.14	0.11
EPS (adj.)	-0.38	-0.14	0.11
BVPS	0.77	1.07	1.01
DPS	0.00	0.00	0.00
<b>VALUATION</b>	<b>12/2017</b>	<b>12/2018e</b>	<b>12/2019e</b>
EV/Sales	8.6	3.8	2.2
EV/EBITDA	n.m.	n.m.	12.6
<b>EV/EBITDA (adj.)*</b>	<b>n.m.</b>	<b>n.m.</b>	<b>12.6</b>
EV/EBITA	-10.5	-23.6	20.0
<b>EV/EBITA (adj.)*</b>	<b>-10.5</b>	<b>-23.6</b>	<b>20.0</b>
EV/EBIT	n.m.	n.m.	20.0
<b>EV/EBIT (adj.)*</b>	<b>n.m.</b>	<b>n.m.</b>	<b>20.0</b>
<b>P/E (adj.)</b>	<b>n.m.</b>	<b>n.m.</b>	<b>19.5</b>
P/BV	3.9	2.1	2.2
Total Yield Ratio	0.0%	0.0%	0.0%
EV/CE	2.6	1.7	1.7
OpFCF yield	-19.0%	-29.8%	-1.1%
OpFCF/EV	-15.2%	-20.9%	-0.8%
Payout ratio	0.0%	0.0%	0.0%
Dividend yield (gross)	0.0%	0.0%	0.0%
<b>EV AND MKT CAP (EURm)</b>	<b>12/2017</b>	<b>12/2018e</b>	<b>12/2019e</b>
Price** (EUR)	2.98	2.24	2.24
Outstanding number of shares for main stock	33.9	33.9	40.8
<b>Total Market Cap</b>	<b>101</b>	<b>76</b>	<b>91</b>
<b>Net Debt</b>	<b>32</b>	<b>40</b>	<b>41</b>
<i>o/w Cash &amp; Marketable Securities (-)</i>	<i>-3</i>	<i>-3</i>	<i>-3</i>
<i>o/w Gross Debt (+)</i>	<i>35</i>	<i>43</i>	<i>44</i>
<b>Other EV components</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>
<b>Enterprise Value (EV adj.)</b>	<b>126</b>	<b>109</b>	<b>125</b>

Source: Company, GVC Gaesco Beka estimates.

### Notes

\* Where EBITDA (adj.) or EBITA (adj.) = EBITDA (or EBITA) -/+ Non Recurrent Expenses/Income and where EBIT (adj.) = EBIT -/+ Non Recurrent Expenses/Income - PPA amortisation

\*\*Price (in local currency): Fiscal year end price for Historical Years and Current Price for current and forecasted years

Sector: Healthcare/Healthcare

Company Description: ADL Bionatur Solutions is an industrial company born in 2018 from the reverse merger of ADL Biopharma and Bionaturis, aiming to become the new European leader in the development, research and creation of high added value biotechnological solutions.



## European Coverage of the Members of ESN

<b>Aerospace &amp; Defense</b>	<b>Mem(*)</b>	Bper	BAK	Kws Saat	EQB	Coca Cola Hbc Ag	IBG
Airbus Se	CIC	Bpi	CBI	Lanxess	EQB	Corbion	NIBC
Dassault Aviation	CIC	Caixabank	GVC	Linde	EQB	Danone	CIC
Latecoere	CIC	Commerzbank	EQB	Siegfried Holding Ag	EQB	Ebro Foods	GVC
Leonardo	BAK	Credem	BAK	Symrise Ag	EQB	Enervit	BAK
Lisi	CIC	Credit Agricole Sa	CIC	Tikkurila	OPG	Fleury Michon	CIC
M tu Aero Engines	EQB	Creval	BAK	<b>Electronic &amp; Electrical Equipment</b>	<b>Mem(*)</b>	Forfarmers	NIBC
Ohb Se	EQB	Deutsche Bank	EQB	Euromicron Ag	EQB	Heineken	NIBC
Rheinmetall	EQB	Deutsche Pfandbriefbank	EQB	Neways Electronics	NIBC	Hkscan	OPG
Safran	CIC	Eurobank	IBG	Rexel	CIC	La Doria	BAK
Thales	CIC	Intesa Sanpaolo	BAK	Vaisala	OPG	Lanson-Bcc	CIC
<b>Alternative Energy</b>	<b>Mem(*)</b>	Liberbank	GVC	Viscom	EQB	Laurent Perrier	CIC
Daldrup & Soehne	EQB	Mediobanca	BAK	<b>Financial Services</b>	<b>Mem(*)</b>	Ldc	CIC
Siemens Gamesa Re	GVC	Merkur Bank	EQB	Amundi	CIC	Lucas Bols	NIBC
Sif Group	NIBC	National Bank Of Greece	IBG	Anima	BAK	Massimo Zanetti	BAK
Solaria	GVC	Natixis	CIC	Athex Group	IBG	Naturex	CIC
<b>Automobiles &amp; Parts</b>	<b>Mem(*)</b>	Nordea	OPG	Azimut	BAK	Olvi	OPG
Bittium Corporation	OPG	Piraeus Bank	IBG	Banca Farmafactoring	BAK	Orsero	BAK
Bmw	EQB	Poste Italiane	BAK	Banca Generali	BAK	Pernod Ricard	CIC
Brembo	BAK	Procredit Holding	EQB	Banca Ifis	BAK	Raisio	OPG
Continental	EQB	Rothschild & Co	CIC	Banca Sistema	BAK	Refresco Group	NIBC
Daimler Ag	EQB	Societe Generale	CIC	Bb Biotech	EQB	Remy Cointreau	CIC
Elringklinger	EQB	Ubi Banca	BAK	Bolsas Y Mercados Espanoles Sa	GVC	Suedzucker	EQB
Ferrari	BAK	Unicredit	BAK	Capman	OPG	Takeaway.Com	NIBC
Fiat Chrysler Automobiles	BAK	<b>Basic Resources</b>	<b>Mem(*)</b>	Cir	BAK	Telepizza	GVC
Hella Gmbh & Co. Kgaa	EQB	Acerinox	GVC	Comdirect	EQB	Vapiano	EQB
Indelb	BAK	Altri	CBI	Corestate Capital Holding S.A.	EQB	Vidrala	GVC
Kamux	OPG	Arceomittal	GVC	Corp. Financiera Alba	GVC	Vilmorin	CIC
Landi Renzo	BAK	Corticeira Amorim	CBI	Digital Magics	BAK	Viscofan	GVC
Leoni	EQB	Ence	GVC	Dobank	BAK	Vranken Pommery Monopole	CIC
Nokian Tyres	OPG	Europac	GVC	Eq	OPG	Wessanen	NIBC
Norma Group	EQB	Metka	IBG	Eurazeo	CIC	<b>Food &amp; Drug Retailers</b>	<b>Mem(*)</b>
Piaggio	BAK	Metsä Board	OPG	Eyemaxx Real Estate	EQB	Ahold Delhaize	NIBC
Pwo	EQB	Mytilineos	IBG	Ferratum	EQB	Carrefour	CIC
Schaeffler	EQB	Outokumpu	OPG	Ffp	CIC	Casino Guichard-Perrachon	CIC
Sogefi	BAK	Semapa	CBI	Fineco bank	BAK	Ceconomy Ag	EQB
Stabilus	EQB	Ssab	OPG	Grenke	EQB	Dia	GVC
Stern Groep	NIBC	Stora Enso	OPG	Hypoport Ag	EQB	Jeronimo Martins	CBI
Volkswagen	EQB	Surteco	EQB	Mlp	EQB	Kesko	OPG
<b>Banks</b>	<b>Mem(*)</b>	The Navigator Company	CBI	Ovb Holding Ag	EQB	Marr	BAK
Aareal Bank	EQB	Tubacex	GVC	Patrizia	EQB	Metro Ag	EQB
Aktia	OPG	Upm-Kymmene	OPG	Rallye	CIC	Sligro	NIBC
Alpha Bank	IBG	<b>Chemicals</b>	<b>Mem(*)</b>	Tip Tamburi Investment Partners	BAK	Sonae	CBI
Banca Carige	BAK	Air Liquide	CIC	Unipol Gruppo Finanziario	BAK		
Banca Mps	BAK	Arkema	CIC	Wendel	CIC		
Banco Sabadell	GVC	Avantium	NIBC	<b>Food &amp; Beverage</b>	<b>Mem(*)</b>		
Banco Santander	GVC	Brenntag	EQB	Acomo	NIBC		
Bankia	GVC	Fuchs Petrolub	EQB	Altia	OPG		
Bankinter	GVC	Holland Colours	NIBC	Atria	OPG		
Bbva	GVC	Imcd	NIBC	Baywa	EQB		
Bcp	CBI	K+S Ag	EQB	Bonduelle	CIC		
Bnp Paribas	CIC	Kemira	OPG	Campari	BAK		



<b>General Industrials</b>	<b>Mem(*)</b>	Orion	OPG	Technotrans	EQB	Srv	OPG
2G Energy	EQB	Orpea	CIC	Valmet	OPG	Tarkett	CIC
Aalberts	NIBC	Pihlajalinna	OPG	Wacker Neuson Se	EQB	Thermador Groupe	CIC
Accell Group	NIBC	Recordati	BAK	Wärtsilä	OPG	Titan Cement	IBG
Arcadis	NIBC	Siemens Healthineers Ag	EQB	Zardoya Otis	GVC	Trevi	BAK
Aspo	OPG	Silmaasema	OPG	<b>Industrial Transportation</b>	<b>Mem(*)</b>	Uponor	OPG
Cembre	BAK	Terveystalo	OPG	Bollore	CIC	Vicat	CIC
Huhtamäki	OPG	<b>Household Goods</b>	<b>Mem(*)</b>	Ctt	CBI	Vinci	CIC
Kendrion	NIBC	De Longhi	BAK	Logwin	EQB	Volkerwessels	NIBC
Nedap	NIBC	Elica	BAK	<b>Insurance</b>	<b>Mem(*)</b>	Yit	OPG
Pöyry	OPG	Fila	BAK	Allianz	EQB	<b>Media</b>	<b>Mem(*)</b>
Saf-Holland	EQB	Maisons Du Monde	CIC	Axa	CIC	Alma Media	OPG
Serge Ferrari Group	CIC	Signify	NIBC	Banca Mediolanum	BAK	Arnoldo Mondadori Editore	BAK
Tkh Group	NIBC	<b>Industrial Engineering</b>	<b>Mem(*)</b>	Cattolica Assicurazioni	BAK	Atresmedia	GVC
<b>General Retailers</b>	<b>Mem(*)</b>	Accsys Technologies	NIBC	Generali	BAK	Axel Springer	EQB
Beter Bed Holding	NIBC	Aixtron	EQB	Hannover Re	EQB	Cairo Communication	BAK
Elumeo Se	EQB	Alstom	CIC	Mapfre Sa	GVC	Cofina	CBI
Fielmann	EQB	Ansaldo Sts	BAK	Munich Re	EQB	Cts Eventim	EQB
Fnac Darty	CIC	Biesse	BAK	Sampo	OPG	Digital Bros	BAK
Folli Follie Group	IBG	Caf	GVC	Talanx Group	EQB	Digitouch	BAK
Fourlis Holdings	IBG	Cargotec Corp	OPG	Unipolsai	BAK	Gedi Gruppo Editoriale	BAK
Grandvision	NIBC	Carraro	BAK	<b>Materials, Construction &amp; Infrastructure</b>	<b>Mem(*)</b>	Gi Events	CIC
Hombach Holding	EQB	Cnh Industrial	BAK	Abertis	GVC	Impresa	CBI
Inditex	GVC	Danieli	BAK	Acs	GVC	IoI	BAK
Jumbo	IBG	Datalogic	BAK	Aena	GVC	Ipsos	CIC
Ovs	BAK	Duerr	EQB	Aeroports De Paris	CIC	Jcdecoux	CIC
Rapala	OPG	Emak	BAK	Astaldi	BAK	Lagardere	CIC
Stockmann	OPG	Envipco	NIBC	Atlantia	BAK	M6-Metropole Television	CIC
Takkt Ag	EQB	Exel Composites	OPG	Boskalis Westminster	NIBC	Mediaset	BAK
Tokmanni	OPG	Fincantieri	BAK	Buzzi Unicem	BAK	Mediaset Espana	GVC
Unieuro	BAK	Gea Group	EQB	Caverion	OPG	Nrj Group	CIC
Windeln.De	EQB	Gesco	EQB	Cramo	OPG	Publicis	CIC
Yoox Net-A-Porter	BAK	Heidelberger Druck	EQB	Eiffage	CIC	Rcs Medialogrup	BAK
Zalando	EQB	Ima	BAK	Eitel	OPG	Relx	NIBC
<b>Healthcare</b>	<b>Mem(*)</b>	Indus Holding Ag	EQB	Ezentis	GVC	Rtl Group	EQB
4Sc	EQB	Interpump	BAK	Fcc	GVC	Sanoma	OPG
Abivax	NIBC	Koenig & Bauer	EQB	Ferrovial	GVC	Solocal Group	CIC
Advicenne	NIBC	Kone	OPG	Heidelberg Cement Ag	CIC	Spir Communication	CIC
Amplifon	BAK	Konecranes	OPG	Heijmans	NIBC	Syzygy Ag	EQB
Bayer	EQB	Krones Ag	EQB	Imerys	CIC	Teleperformance	CIC
Biocartis	NIBC	Manitou	CIC	Lafargeholcim	CIC	Tf1	CIC
Biotest	EQB	Manz Ag	EQB	Lehto	OPG	Ubisoft	CIC
Diasorin	BAK	Max Automation Ag	EQB	Maire Tecnimont	BAK	Vivendi	CIC
El.En.	BAK	Metso Corporation	OPG	Mota Engil	CBI	Wolters Kluwer	NIBC
Epigenomics Ag	EQB	Outotec	OPG	Obrascon Huarte Lain	GVC	Xing Se	EQB
Genfit	CIC	Pfeiffer Vacuum	EQB	Ramirent	OPG		
Gerresheimer Ag	EQB	Ponsse	OPG	Royal Bam Group	NIBC		
Guerbet	CIC	Prima Industrie	BAK	Sacyr	GVC		
Heidelberg Pharma	EQB	Prysmian	BAK	Saint Gobain	CIC		
Korian	CIC	Schaltbau Holding Ag	EQB	Salini Impregilo	BAK		
Merck	EQB	Smt Scharf Ag	EQB	Sias	BAK		
Oriola-Kd	OPG	Talgo	GVC	Sonae Industria	CBI		



<b>Oil &amp; Gas Producers</b>	<b>Mem(*)</b>	Hispania Activos Inmobiliarios	GVC	Rai Way	BAK	Int. Airlines Group	GVC
Eni	BAK	Igd	BAK	<b>Technology Hardware &amp; Equipment</b>	<b>Mem(*)</b>	Intralot	IBG
Galp Energia	CBI	Lar España	GVC	Asm International	NIBC	Kotipizza	OPG
Gas Plus	BAK	Merlin Properties	GVC	Asml	NIBC	Melia Hotels International	GVC
Hellenic Petroleum	IBG	Realia	GVC	Besi	NIBC	Nh Hotel Group	GVC
Maurel Et Prom	CIC	Technopolis	OPG	Ericsson	OPG	Opap	IBG
Motor Oil	IBG	Wcm Ag	EQB	First Sensor Ag	EQB	Sodexo	CIC
Neste Corporation	OPG	<b>Software &amp; Computer Services</b>	<b>Mem(*)</b>	Gigaset	EQB	Sonae Capital	CBI
Ogep	CBI	Akka Technologies	CIC	Nokia	OPG	Trigano	CIC
Repsol	GVC	Alten	CIC	Roodmicrotec	NIBC	<b>Utilities</b>	<b>Mem(*)</b>
Total	CIC	Altran	CIC	S&T Ag	EQB	Acciona	GVC
<b>Oil Services</b>	<b>Mem(*)</b>	Assystem	CIC	Slm Solutions	EQB	Acea	BAK
Bourbon	CIC	Atos	CIC	Stmicroelectronics	BAK	Albioma	CIC
Cgg	CIC	Axway Software	CIC	Suess Microtec	EQB	Derichebourg	CIC
Fugro	NIBC	Basware	OPG	Teleste	OPG	Direct Energie	CIC
Rubis	CIC	Ctac	NIBC	Va-Q-Tec	EQB	Edp	CBI
Saipem	BAK	Digia Plc	OPG	<b>Telecommunications</b>	<b>Mem(*)</b>	Edp Renováveis	CBI
Sbm Offshore	NIBC	Econocom	CIC	1Drillisch Ag	EQB	Enagas	GVC
Technipfmc Plc	CIC	Esi Group	CIC	Acotel	BAK	Endesa	GVC
Tecnicas Reunidas	GVC	Exprivia	BAK	Bouygues	CIC	Enel	BAK
Tenaris	BAK	F-Secure	OPG	Deutsche Telekom	EQB	Erg	BAK
Vallourec	CIC	Gft Technologies	EQB	Dna	OPG	Eydap	IBG
Vopak	NIBC	Ict Group	NIBC	Elisa	OPG	Falck Renewables	BAK
<b>Personal Goods</b>	<b>Mem(*)</b>	Indra Sistemas	GVC	Euskaltel	GVC	Fortum	OPG
Adidas	EQB	Nemetschek Se	EQB	Freenet	EQB	Gas Natural Fenosa	GVC
Adler Modemaerkte	EQB	Neurones	CIC	Iliad	CIC	Hera	BAK
Amer Sports	OPG	Nexus Ag	EQB	Kpn Telecom	NIBC	Iberdrola	GVC
Basicnet	BAK	Novabase	CBI	Masmovil	GVC	Iren	BAK
Cie Fin. Rlichemont	CIC	Ordina	NIBC	Nos	CBI	Italgas	BAK
Geox	BAK	Psi Software Ag	EQB	Orange	CIC	Public Power Corp	IBG
GerryWeber	EQB	Reply	BAK	Ote	IBG	Red Electrica De Espana	GVC
Hermes Intl.	CIC	Rib Software	EQB	Tele Columbus	EQB	Ren	CBI
Hugo Boss	EQB	Rovio Entertainment	OPG	Telecom Italia	BAK	Snam	BAK
Kering	CIC	Scout24	EQB	Telefonica	GVC	Terna	BAK
Luxottica	BAK	Seven Principles Ag	EQB	Telefonica Deutschland	EQB		
Lvmh	CIC	Sii	CIC	Telia	OPG		
Marimekko	OPG	Software Ag	EQB	Tiscali	BAK		
Moncler	BAK	Sopra Steria Group	CIC	United Internet	EQB		
Puma	EQB	Tieto	OPG	Vodafone	BAK		
Safilo	BAK	Tomtom	NIBC	<b>Travel &amp; Leisure</b>	<b>Mem(*)</b>		
Salvatore Ferragamo	BAK	<b>Support Services</b>	<b>Mem(*)</b>	Accor	CIC		
Sarantis	IBG	Amadeus	GVC	Aegean Airlines	IBG		
Swatch Group	CIC	Asiakastieto Group	OPG	Air France Klm	CIC		
Technogym	BAK	Batenburg	NIBC	Autogrill	BAK		
Tod'S	BAK	Cellnex Telecom	GVC	Beneteau	CIC		
<b>Real Estate</b>	<b>Mem(*)</b>	Dpa	NIBC	Compagnie Des Alpes	CIC		
Adler Real Estate	EQB	Ei Towers	BAK	Elior	CIC		
Beni Stabili	BAK	Enav	BAK	Europcar	CIC		
Citycon	OPG	Fiera Milano	BAK	Finnair	OPG		
Demire	EQB	Inwit	BAK	Gamenet	BAK		
Deutsche Euroshop	EQB	Lassila & Tikanoja	OPG	I Grandi Viaggi	BAK		
Grivalia	IBG	Openjobmetis	BAK	Ibersol	CBI		

LEGEND: BAK: Banca Akros; CIC: CM CIC Market Solutions; CBI: Caixa-Banco de Investimento; GVC: GVC Gaesco Beksa, SV, SA; EQB: equinet bank; IBG: Investment Bank of Greece; NIBC: NIBC Bank N.V.; OPG: OP Corporate Bank; as of 1<sup>st</sup> June 2018

## List of ESN Analysts (\*\*)

Artur Amaro	CBI	+351 213 89 6822	artur.amaro@caixabi.pt	Konstantinos Manolopoulos	IBG	+30 210 817 3388	kmanolopoulos@ibg.gr
Stefan Augustin	EQB	+49-69-58997-430	stefan.augustin@equinet-ag.de	Katharina Mayer	EQB	+49 69 58997-432	katharina.mayer@equinet-ag.de
Helena Barbosa	CBI	+351 21 389 6831	helena.barbosa@caixabi.pt	Fanny Meindre, PhD	CIC	+33 1 53 48 80 84	fanny.meindre@cmcic.fr
Winfried Becker	EQB	+49 69 58997-416	winfried.becker@equinet-ag.de	Marietta Miemietz CFA	EQB	+49-69-58997-439	marietta.miemietz@equinet-ag.de
Javier Bemat	GVC	+34 91 436 7816	javier.bemat@gvgaesco.es	Dustin Mildner	EQB	+49 69 58997-438	dustin.mildner@equinet-ag.de
Dimitris Birbos	IBG	+30 210 81 73 392	dbirbos@ibg.gr	Henri Parkkinen	OPG	+358 10 252 4409	henri.parkkinen@op.fi
Agnès Blazy	CIC	+33 1 53 48 80 67	agnes.blazy@cmcic.fr	Victor Peiro Pérez	GVC	+34 91 436 7812	victor.peiro@gvgaesco.es
Rafael Bonardell	GVC	+34 91 436 78 71	rafael.bonardell@gvgaesco.es	Alexandre Plaud	CIC	+33 1 53 48 80 90	alexandre.plaud@cmcic.fr
Andrea Bonifa	BAK	+39 02 4344 4269	andrea.bonifa@bancaakros.it	Francis Prêtre	CIC	+33 4 78 92 02 30	francis.pretre@cmcic.fr
Jean-Baptiste Bouchet	CIC	+33 1 53 48 80 69	jeanbaptiste.bouchet@cmcic.fr	Francesco Previtera	BAK	+39 02 4344 4033	francesco.previtera@bancaakros.it
Christian Bruns, CFA	EQB	+49 69 58997 415	christian.brun@equinet-ag.de	Jari Raisanen	OPG	+358 10 252 4504	jari.raisanen@op.fi
Giada Cabrino, CIIA	BAK	+39 02 4344 4092	giada.cabrino@bancaakros.it	Hannu Rauhala	OPG	+358 10 252 4392	hannu.rauhala@op.fi
Niclas Catani	OPG	+358 10 252 8780	niclas.catani@op.fi	Matias Rautionmaa	OPG	+358 10 252 4408	matias.rautionmaa@op.fi
Pierre Chedeville	CIC	+33 1 53 48 80 97	pierre.chedeville@cmcic.fr	Eric Ravary	CIC	+33 1 53 48 80 71	eric.ravary@cmcic.fr
Emmanuel Chevalier	CIC	+33 1 53 48 80 72	emmanuel.chevalier@cmcic.fr	Iñigo Recio Pascual	GVC	+34 91 436 7814	inigo.recio@gvgaesco.es
David Da Maia	CIC	+33 1 53 48 89 36	david.damaia@cmcic.fr	John David Roeg	NIBC	+31 (0)20 550 86 46	John.David.Roeg@nibc.com
Edwin de Jong	NIBC	+312 0 5508569	edwin.de.jong@nibc.com	Jean-Luc Romain	CIC	+33 1 53 48 80 66	jeanluc.romain@cmcic.fr
Martijn den Drijver	NIBC	+312 0 5508636	martijn.den.drijver@nibc.com	Vassilis Roumantzis	IBG	+30 2108173394	vroumantzis@ibg.gr
Christian Devismes	CIC	+33 1 53 48 80 85	christian.devismes@cmcic.fr	Zafer Rüzgar	EQB	+49 69 58 99 74 12	zafer.ruezgar@equinet-ag.de
Andrea Devita, CFA	BAK	+39 02 4344 4031	andrea.devita@bancaakros.it	Antti Saari	OPG	+358 10 252 4359	antti.saari@op.fi
Enrico Esposti, CIIA	BAK	+39 02 4344 4022	enrico.esposti@bancaakros.it	Paola Saglietti	BAK	+39 02 4344 4287	paola.saglietti@bancaakros.it
Rafael Fernández de Heredia	GVC	+34 91 436 78 08	rafael.fernandezdeheredia@gvgaesco.es	Francesco Sala	BAK	+39 02 4344 4240	francesco.sala@bancaakros.it
Gabriele Gambarova	BAK	+39 02 43 444 289	gabriele.gambarova@bancaakros.it	Tim Schuldt, CFA	EQB	+49 69 5899 7433	tim.schuldt@equinet-ag.de
Eduardo García Arguelles	GVC	+34 914 367 810	eduardo.garciaarguelles@gvgaesco.es	Cengiz Sen	EQB	+4969 58997 435	cengiz.sen@equinet-ag.de
Alexandre Gérard	CIC	+33 1 53 48 80 93	alexandre.gerard@cmcic.fr	Pekka Spolander	OPG	+358 10 252 4351	pekka.spolander@op.fi
Philipp Häßler, CFA	EQB	+49 69 58997 414	philipp.haessler@equinet-ag.de	Kimmo Stenvall	OPG	+358 10 252 4561	kimmo.stenvall@op.fi
Simon Heilmann	EQB	+49 69 58 997 413	simon.heilmann@equinet-ag.de	Natalia Svyrou-Svyriadi	IBG	+30 210 81 73 384	nsvyriadi@ibg.gr
Dr. Knud Hinkel, CFA	EQB	+49 69 58997 419	knud.hinkel@equinet-ag.de	Manuel Tanzer, CFA	EQB	+49 69 58997-418	manuel.tanzer@equinet-ag.de
Ebrahim Homani	CIC	+33 1 53 48 80 87	ebrahim.homani@cmcic.fr	Luigi Tramontana	BAK	+39 02 4344 4239	luigi.tramontana@bancaakros.it
Carlos Jesus	CBI	+351 21 389 6812	carlos.jesus@caixabi.pt	Johan van den Hooven	NIBC	+312 0 5508518	johan.van.den.hooven@nibc.com
Mark Josefson	EQB	+4969-58997-437	mark.josefson@equinet-ag.de	Dylan van Haaften	NIBC	+31 (0)61 191 54 85	Dylan.van.Haaften@nibc.com
Jean-Christophe Lefevre-Moulenq	CIC	+33 1 53 48 80 65	jeanchristophe.lefevre-moulenq@cmcic.fr	Sebastian Winkler	NIBC	+31 6 21 16 17 94	sebastian.winkler@nibc.com
João Miguel Lourenço	CBI	+35 121 389 6841	joao.lourenco@caixabi.pt				

(\*\*) excluding: strategists, macroeconomists, heads of research not covering specific stocks, credit analysts, technical analysts

Information regarding Market Abuse and Conflicts of Interests and recommendation history available in our web page: [www.valores.gvcgaesco.es](http://www.valores.gvcgaesco.es) and our offices

The information and opinions contained in this document have been compiled by GVC Gaesco Beka S.V., S.A., from sources believed to be reliable. This document is not intended to be an offer, or a solicitation to buy or sell relevant securities. GVC Gaesco Beka S.V., S.A., will not take any responsibility whatsoever for losses which may derive from use of the present document or its contents, GVC Gaesco Beka S.V., S.A., can occasionally have positions in some of the securities mentioned in this report, through its trading portfolio or negotiation. Additionally, there can exist a commercial relation between GVC Gaesco Beka S.V., S.A., and the mentioned companies.

#### As of the date of this report, GVC Gaesco Beka S.V., S.A.,

- acts as registered advisor, agent or liquidity provider for the following companies: AB Biotics; ADL Bionatur Solutions, SA; Carbures Europa SA; Clever Global SA, Euroespes, S.A., Facephi Biometría SA., Griñó Ecologic SA, Lleidanetworks Serveis Telematics SA., NBI Bearings Europe S.A. Trajano Iberia Socimi, SA; Obsido Socimi SA; Eurona Telecom SA; Secuoya Grupo de Comunicación SA; Catenon SA; Mercal Inmuebles Socimi SA; Neuron Bio SA; Neol Biosolutions SA, Student Properties Spain (SOCIMI); Solaria Casiopea (MARF bonds); Atrys Health.
- has participated and/or participates as lead or co-lead manager in corporate operations with the following companies: Clever Global SA; Dogi International Fabrics SA; Lleidanetworks Serveis Telematics SA, MasMovil Ibercom; Solaria (Globalsol Villanueva);
- has, during the last year, performed a significant amount of business with: Bankia; Ferrovial, Codere.
- has a contractual relationship to provide financial services, through which GVC Gaesco Beka S.V.,S.A., executes orders on the treasury stocks of the following companies: CaixaBank S.A., Grupo Ezentis S.A.
- has a liquidity contract as outlined by the CNMV's Circular 1/2017 with: Indra Sistemas; Melia Hotels International.
- has signed a Corporate Brokerage agreement that includes a contractually agreed provision of research services and in return, GVC Gaesco Beka receives a compensation. These reports have been or could have been previously shown to the companies: Agile Content, Atrys Health

#### Recommendation history for ADL BIONATUR SOLUTIONS

Date	Recommendation	Target price	Price at change date
26-Jun-18	Buy	3.00	2.24

Source: Factset & ESN, price data adjusted for stock splits.

This chart shows GVC Gaesco Beka continuing coverage of this stock; the current analyst may or may not have covered it over the entire period. Current analyst: Rafael Bonardell (since 00/00/0000)



## ESN Recommendation System

The ESN Recommendation System is **Absolute**. It means that each stock is rated on the basis of a **total return**, measured by the upside potential (including dividends and capital reimbursement) over a **12 month time horizon**.



The ESN spectrum of recommendations (or ratings) for each stock comprises 5 categories: **Buy (B)**, **Accumulate (A)**, **Neutral (N)**, **Reduce (R)** and **Sell (S)**.

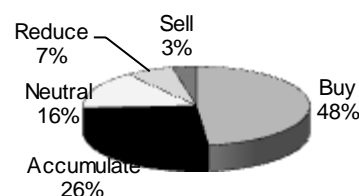
Furthermore, in specific cases and for a limited period of time, the analysts are allowed to rate the stocks as **Rating Suspended (RS)** or **Not Rated (NR)**, as explained below.

### Meaning of each recommendation or rating:

- **Buy:** the stock is expected to generate total return of **over 15%** during the next 12 months time horizon
- **Accumulate:** the stock is expected to generate total return of **5% to 15%** during the next 12 months time horizon
- **Neutral:** the stock is expected to generate total return of **-5% to +5%** during the next 12 months time horizon
- **Reduce:** the stock is expected to generate total return of **-5% to -15%** during the next 12 months time horizon
- **Sell:** the stock is expected to generate total return **under -15%** during the next 12 months time horizon
- **Rating Suspended:** the rating is suspended due to a change of analyst covering the stock or a capital operation (take-over bid, SPO, ...) where the issuer of the document (a partner of ESN) or a related party of the issuer is or could be involved
- **Not Rated:** there is no rating for a company being floated (IPO) by the issuer of the document (a partner of ESN) or a related party of the issuer

Certain flexibility on the limits of total return bands is permitted especially during higher phases of volatility on the markets

### GVC Gaesco Ratings Breakdown



For full ESN Recommendation and Target price history (in the last 12 months) please see ESN Website [Link](#)

Date and time of production: *(This field contains the date and time)* **CET**

First date and time of dissemination: *(This field contains the date and time)* **CET**

## Disclaimer:

These reports have been prepared and issued by the Members of European Securities Network LLP ("ESN"). ESN, its Members and their affiliates (and any director, officer or employee thereof), are neither liable for the proper and complete transmission of these reports nor for any delay in their receipt. Any unauthorised use, disclosure, copying, distribution, or taking of any action in reliance on these reports is strictly prohibited. The views and expressions in the reports are expressions of opinion and are given in good faith, but are subject to change without notice. These reports may not be reproduced in whole or in part or passed to third parties without permission. The information herein was obtained from various sources. ESN, its Members and their affiliates (and any director, officer or employee thereof) do not guarantee their accuracy or completeness, and neither ESN, nor its Members, nor its Members' affiliates (nor any director, officer or employee thereof) shall be liable in respect of any errors or omissions or for any losses or consequential losses arising from such errors or omissions. Neither the information contained in these reports nor any opinion expressed constitutes an offer, or an invitation to make an offer, to buy or sell any securities or any options, futures or other derivatives related to such securities ("related investments"). These reports are prepared for the clients of the Members of ESN only. They do not have regard to the specific investment objectives, financial situation and the particular needs of any specific person who may receive any of these reports. Investors should seek financial advice regarding the appropriateness of investing in any securities or investment strategies discussed or recommended in these reports and should understand that statements regarding future prospects may not be realised. Investors should note that income from such securities, if any, may fluctuate and that each security's price or value may rise or fall. Accordingly, investors may receive back less than originally invested. Past performance is not necessarily a guide to future performance. Foreign currency rates of exchange may adversely affect the value, price or income of any security or related investment mentioned in these reports. In addition, investors in securities such as ADRs, whose value are influenced by the currency of the underlying security, effectively assume currency risk. ESN, its Members and their affiliates may submit a pre-publication draft (without mentioning neither the recommendation nor the target price/fair value) of its reports for review to the Investor Relations Department of the issuer forming the subject of the report, solely for the purpose of correcting any inadvertent material inaccuracies. Like all members employees, analysts receive compensation that is impacted by overall firm profitability. For further details about the analyst certification, the specific risks of the company and about the valuation methods used to determine the price targets included in this report/note, please refer to the specific disclaimer pages prepared by the ESN Members. In the case of a short note please refer to the latest relevant published research on single stock or contact the analyst named on the front of the report/note for detailed information on the valuation methods, earning estimates and risks. A full description of all the organisational and administrative measures taken by the Members of ESN to manage interest and conflicts of interest are available on the website of the Members or in the local disclaimer of the Members or contacting directly the Members. Research is available through the ESN Members sales representative. ESN will provide periodic updates on companies or sectors based on company-specific developments or announcements, market conditions or any other publicly available information. Unless agreed in writing with an ESN Member, this research is intended solely for internal use by the recipient. Neither this document nor any copy of it may be taken or transmitted into Australia, Canada or Japan or distributed, directly or indirectly, in Australia, Canada or Japan or to any resident thereof. This document is for distribution in the U.K. Only to persons who have professional experience in matters relating to investments and fall within article 19(5) of the financial services and markets act 2000 (financial promotion) order 2005 (the "order") or (ii) are persons falling within article 49(2)(a) to (d) of the order, namely high net worth companies, unincorporated associations etc. (all such persons together being referred to as "relevant persons"). This document must not be acted on or relied upon by persons who are not relevant persons. Any investment or investment activity to which this document relates is available only to relevant persons and will be engaged in only with relevant persons. The distribution of this document in other jurisdictions or to residents of other jurisdictions may also be restricted by law, and persons into whose possession this document comes should inform themselves about, and observe, any such restrictions. By accepting this report you agree to be bound by the foregoing instructions. You shall indemnify ESN, its Members and their affiliates (and any director, officer or employee thereof) against any damages, claims, losses, and detriments resulting from or in connection with the unauthorized use of this document. For disclosure upon "conflicts of interest" on the companies under coverage by all the ESN Members, on the "interests" and "conflicts" of the analysts and on each "company recommendation history", please visit the ESN website

([http://www.esnpartnership.eu/research\\_and\\_database\\_access/insite](http://www.esnpartnership.eu/research_and_database_access/insite))

or refer to the local disclaimer of the Members, or contact directly the Member

[www.bancaakros.it](http://www.bancaakros.it) regulated by the CONSOB - Commissione Nazionale per le Società e la Borsa

[www.caixabi.pt](http://www.caixabi.pt) regulated by the CMVM - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

[www.cmcioms.com](http://www.cmcioms.com) regulated by the AMF - Autorité des marchés financiers

[www.equinet-ag.de](http://www.equinet-ag.de) regulated by the BaFin - Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht

[www.ibg.gr](http://www.ibg.gr) regulated by the HCMC - Hellenic Capital Market Commission

[www.nbc.com](http://www.nbc.com) regulated by the AFM - Autoriteit Financiële Markten

[www.op.fi](http://www.op.fi) regulated by the Financial Supervision Authority

[www.valores.gvcgaesco.es](http://www.valores.gvcgaesco.es) regulated by CNMV - Comisión Nacional del Mercado de Valores

## Members of ESN (European Securities Network LLP)



**GVC Gaesco Beka, SV, SA**  
C/ Marques de Villamagna 3  
28001 Madrid  
Spain  
Phone: +34 91 436 7813



**Investment Bank of Greece**  
32 Aigialeias Str & Paradissou,  
151 25 Maroussi,  
Greece  
Phone: +30 210 81 73 383

