

# ADL BIONATUR SOLUTIONS

Productos farmacéuticos y biotecnología

## Hacia la plena capacidad...

Cierre (03-05-19): 1,86 euros/acc.

Rango de P.O.: 2,50 -4,11 euros/acc. (potencial +78%)

Luis Arredondo 917829158  
Arredondol@bancsabadell.com

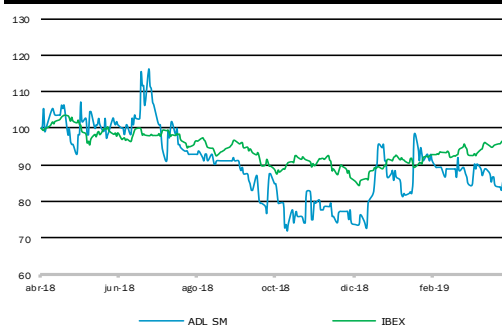
### INFORMACIÓN CLAVE

Reuters / Bloomberg:	ADLB.MC/ADL SM
Cap. Bursatil	75 M
# acciones:	39,4 M
12M Max/Min:	2,60/1,61
Perf. Rel. IBEX (1,3,6 meses):	-6,9%/-8,1%/-12,6%
Vol. medio acc. M Eur/M Acc.	0,019/0,01
Beta (5años)	0,86
Free-float:	21,7%
Rating(S&P, M, F)	NR / NR / NR
Accionistas Principales	
Black Toro Capital	73,23%
Victor Infante	5,08%

BS(e)	2018	2019e	2020e
Ingresos Totales	25	51	60
Crec. %	72,8%	103,7%	16,5%
EBITDA	-12	9	13
Crec. %	n.a.	n.a.	44,0%
Margen EBITDA	-48,4%	17,9%	22,1%
EBIT	-15	6	10
Crec. %	n.a.	n.a.	58,1%
Margen EBIT	-59,2%	12,4%	16,8%
BDI	-17	3	6
Crec. %	n.a.	n.a.	88,7%
x ACC.	2018	2019e	2020e
BPA	-0,49	0,09	0,17
Crec. %	n.a.	n.a.	88,7%
BPA Ajustado	-0,49	0,09	0,17
Crec. %	n.a.	n.a.	88,7%
DPA	0,00	0,00	0,00
Crec. %	n.a.	n.a.	n.a.
CFPA	-0,71	-0,34	0,14
Crec. %	n.a.	n.a.	n.a.
RATIOS	2018	2019e	2020e
PER	-3,89x	20,72x	10,98x
PER Ajustado	-3,89x	20,72x	10,98x
PCF	-2,70x	-5,64x	13,58x
PVC	3,29x	2,84x	2,26x
ROE	-84,6%	13,7%	20,5%
Yield	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Ingresos	4,27x	2,30x	1,86x
EV/EBITDA	-8,83x	12,88x	8,43x
EV/EBIT	-7,22x	18,60x	11,10x

Fuente: Análisis BS

### Compañía vs Índice IBEX:



Fuente: Bloomberg

- Estamos en un **año clave para ADL Bionatur**. La compañía debe seguir avanzando con el **plan de renovación y modernización de sus instalaciones productivas** (inversión total de ~25 M euros; ~14 M euros en 2019) que esperamos finalice en el 4T'19. Una vez completado tendrá disponibles 2.400 m<sup>3</sup> de capacidad en su división CMO (actualmente al c.63% de utilización). Además, tras los últimos contratos firmados, ADL tiene un **85% de su capacidad comprometida para los próximos dos años** y mantiene negociaciones abiertas para llegar al 100% de utilización, algo que en un negocio con fuerte apalancamiento operativo debería permitir una expansión de márgenes EBITDA hasta niveles del ~26% BS(e) (vs el objetivo del 35% de la compañía a medio plazo).
- La cristalización del I+D podría suponer un **upside** adicional para su negocio. ADL invierte c.3 M euros/año (~5% ventas '19e) en I+D en una doble dirección. Por un lado, hacia el desarrollo de productos ya existentes que se puedan producir **más baratos, más rápido y de una manera más sostenible** a través de fermentación frente a otros procedimientos como la síntesis química o de manera natural (pej. cannabinoides). Por otro lado, ADL avanza hacia el desarrollo de nuevos productos tanto en el campo de la **salud animal** (ya cuenta con 10 familias de patentes) como en el de **salud humana**, en el que destacamos su incursión en el campo de la microbiota (microorganismos presentes en los seres vivos).
- En el 3T'18 completó una **ampliación de capital por 12 M euros** entre inversores institucionales con la emisión de 5,45 M de nuevas acciones (+16,1% del capital) a un precio de 2,20 euros/acc. y en el 4T'18 recibió un **préstamo participativo de 5 M euros por parte de Sodical** (Admón. Pública Castilla León) con las que se asegura liquidez a corto plazo. En 2019, dadas las necesidades de inversión en ampliación y mejora de su capacidad (capex 14,4 M euros; ~29% ventas) la compañía tendrá que acudir al mercado para **endeudarse por unos ~10 M euros adicionales BS(e)** lo que supondrá un repunte de su DFN hasta los ~49 M euros (ex préstamo participativo de ~4M euros de BTC). A partir de 2020 esperamos un **proceso de desapalancamiento** que llevará su deuda por debajo de ~2,0x DFN/EBITDA en 2021.
- Tras los Rdos.2018 (publicados el 12 abril'19), **mantenemos sin cambios nuestras estimaciones operativas**, que recogen en **2019 unas ventas de ~50M euros** (~2x ventas '18; en línea con los más de 50 M euros de su *guidance*) y un EBITDA ~9 M euros (vs -8,7 M euros ajustado '18) gracias a la estabilización de los gastos de personal indirecto (>40% costes indirectos). En este ejercicio, ADL espera alcanzar **BDI positivo**, algo que nosotros ya asumimos en nuestras estimaciones (BDI'19 de 3,1 M euros). A largo plazo esperamos ventas +29% TACC'18-23 y EBITDA ~22 M euros en '23)
- Establecemos un **rango valoración a nivel EV de 141/205 M euros** (6,5x/7,2x EV/EBITDA) al que llegamos a través de un DCF (9% WACC y g 2%) asumiendo por un lado las estimaciones de la compañía y por otro, un escenario base que recoge un EBITDA 2023 un -34% inferior al previsto por ADL. A nivel de *equity* esto implica un **rango de valoración entre 2,50 y 4,11 euros/acc.** lo que supone un potencial del +78% en el punto medio.

## Índice

<b>1. CRECIMIENTO Y RENTABILIDAD EN EL HORIZONTE .....</b>	<b>3</b>
<i>Plena utilización de su capacidad.....</i>	<i>3</i>
<i>Desarrollo de producto propio a través de I+D.....</i>	<i>3</i>
<i>Los Resultados 2018 dejan amplio margen de mejora en 2019.....</i>	<i>4</i>
<i>Estimaciones ingresos: visibilidad creciente.....</i>	<i>4</i>
<i>Estructura de costes y evolución de márgenes: fuerte apalancamiento operativo.....</i>	<i>5</i>
<i>Beneficio Neto positivo desde 2019 .....</i>	<i>7</i>
<i>La modernización de sus instalaciones como prioridad estratégica.....</i>	<i>8</i>
<i>Nueva financiación y proceso de desapalancamiento .....</i>	<i>9</i>
<b>2. RANGO DE VALORACIÓN .....</b>	<b>11</b>
<i>Valoración EV.....</i>	<i>11</i>
<b>3. ANÁLISIS DAFO.....</b>	<b>13</b>
<b>4. ANEXO: SOBRE ADL BIONATUR SOLUTIONS .....</b>	<b>14</b>
<b>5. DATOS FINANCIEROS .....</b>	<b>15</b>
<b>6. DATOS OPERATIVOS.....</b>	<b>15</b>

## 1. CRECIMIENTO Y RENTABILIDAD EN EL HORIZONTE

### Plena utilización de su capacidad

La estrategia de la compañía a corto plazo pasa por seguir invirtiendo en **renovar y modernizar sus instalaciones productivas**. Actualmente cuenta con una superficie de más de 150.000 m<sup>2</sup> en León que incluye 4 plantas de fermentación con una capacidad nominal de producción en CMO (~66% de las ventas 2019e) de 2.370 m<sup>3</sup> (8 fermentadores de 225 m<sup>3</sup> y unos 575 m<sup>3</sup> adicionales correspondientes nodrizas, pre-fermentadores y fermentadores de 50 m<sup>3</sup>), lo que le convierte en una de las plantas de producción por fermentación para terceros más extensas del sur de Europa.

Desde octubre de 2018 la compañía está **operando 5 de los 8 fermentadores** más grandes (225 m<sup>3</sup>) con los que cuenta la división de CMO (~62,5% de utilización) y con la firma de los últimos contratos con terceros, la compañía ya **tiene comprometido el 85% de su capacidad de producción para los próximos 2 años**, lo que permite una elevada visibilidad a nivel de ingresos. El proceso de modernización de sus instalaciones (que incluye inversiones en 2018 y 2019 por ~25 M euros), finalizará en el 4T'19, momento en el que esperamos que el 100% de su capacidad en CMO esté disponible.

*Con los últimos contratos adjudicados, ya tiene comprometido un 85% de su capacidad para los próximos 2 años*

Respecto al objetivo de alcanzar la plena utilización de su capacidad (que esperamos en 2020), destacamos que el pasado mes de febrero'19 Amyris (compañía americana cotizada en el Nasdaq y líder en la producción de productos innovadores a través de procedimientos sostenibles) ha firmado un acuerdo de 255 M dólares (~226 M euros) para el desarrollo, licencia y comercialización de cannabinoideos a través de fermentación. Amyris ya es uno de los principales clientes de ADL Bionatur (ocupa actualmente 3 de los 8 fermentadores en CMO) y este nuevo contrato firmado podría repercutir positivamente sobre ADL Bionatur en la medida en que Amyris podría utilizar sus instalaciones (total o parcialmente) para desarrollar y escalar este producto.

Por otro lado, el de los cannabinoideos es un segmento en el que ADL Bionatur ya está trabajando, por lo que un acuerdo en este ámbito tendría sentido para ambas partes. Recordamos que en noviembre '18 ADL Bionaturis comenzó en consorcio con el Instituto de Biotecnología de León un proyecto para la **obtención de moléculas cannabinoideas** (utilizadas en diversos fármacos) **por fermentación** (duración 3 años) con el fin de abaratar su coste e incluso mejorar la pureza de las mismas. El de cannabis farmacéutico es además un **mercado** significativamente relevante, que **sólo en EE.UU.** supone unos **15.000 M dólares** y se prevé que esta cifra aumente hasta los 55.000 M dólares (+c.14% TACC) en 10 años.

Con todo, el objetivo de la compañía es que el negocio de *Contract Manufacturing Organization* (CMO-fermentación industrial para terceros) alcance a futuro un 75% de las ventas, mientras que la fabricación y comercialización de compuestos derivados de la penicilina (API's) que cuenta con márgenes inferiores, se orientará a la obtención de productos estériles y orales nicho, que aportan mayor valor añadido (y mejor rentabilidad).

A largo plazo, una vez alcanzada la plena capacidad, la compañía podría realizar **inversiones adicionales por ~15-20 M euros** en nuevos fermentadores para **aumentar su capacidad de CMO en un +75%** (6 nuevos fermentadores), una inversión que en condiciones normales sería muy superior de no ser por que ya cuenta el espacio y los servicios auxiliares (agua, electricidad, planta depuradora...) necesarios para comenzar la operación. En cualquier caso, nosotros no hemos recogido en nuestras estimaciones inversiones adicionales ni su potencial aportación a resultados ya que los planes se no se llevarían a cabo antes de 2023.

*Invierte en I+D unos 3 M euros/año (5% ventas) y a medio plazo tiene como objetivo pasar al mercado continuo*

### Desarrollo de producto propio a través de I+D

La compañía mantiene un importante **esfuerzo en I+D** (c.3 M euros/año; ~5% ventas '19e) en una doble dirección. Por un lado, hacia el desarrollo de productos ya existentes que se puedan producir **más barato, más rápido** y de una manera **más sostenible** a través de fermentación que a través de otros procedimientos como la síntesis química o de manera natural (pej. cannabinoideos). Por otro lado, hacia el desarrollo de nuevos productos tanto en el campo de **la salud humana** (donde destacamos su investigación en el área de la microbiota) como en el de **salud animal**. En ambos casos, el objetivo es la producción de fermentaciones con mayor valor añadido y mejores márgenes.

A medio plazo, aunque actualmente la compañía aún no tiene el tamaño y la liquidez necesarios, tiene como objetivo el paso al **mercado continuo**.

## Los Resultados 2018 dejan amplio margen de mejora en 2019

Los Rdos. 2018 (publicados el pasado 12 abril '19) fueron más débiles de lo esperado a nivel operativo, si bien las perspectivas siguen siendo positivas para 2019. El **EBITDA** se situó en **terreno negativo** (-12,2 M euros vs nuestra estimación de -1,2 M euros para 2018) debido principalmente a gastos relacionadas con la reorganización de la actividad (incluyendo indemnizaciones) así como otros gastos relativos tanto a la cotización en el MAB como a la ampliación de capital de ~12 M euros ejecutada en julio '18.

Excluyendo estos efectos, el **EBITDA normalizado** se situó en **-8,7 M euros** (vs -10,2 M euros en 2017) y recoge en el 4T'18 el impacto de un problema técnico con una partida de materia prima en la división CMO que retrasó una entrega de producto terminado (reduciendo los ingresos y generando gastos adicionales). Este incidente se ha solucionado y no esperamos que se repita a futuro.

Con todo, mantenemos nuestras estimaciones operativas respaldadas por el hecho de que **la compañía ya fue capaz de generar en octubre'18 EBITDA mensual positivo** y que los Rdos. 2018 están impactados por mayores gastos relacionados con el **dimensionamiento de la actividad** (principalmente personal indirecto) que no deberían aumentar de manera significativa a futuro.

Adicionalmente, la compañía aporta un **guidance de ventas 2019 de más de 50 M euros** (~2x 2018; en línea con los 50,5 M euros de nuestras estimaciones) que vemos alcanzable y en el que la clave, como hemos comentado, está en una **mayor utilización de su capacidad productiva** (hasta agosto'18 se estaban usando 2 fermentadores en su división de CMO y a partir de octubre se están utilizando 5 de los 8 más grandes disponibles).

A nivel **BDI** registró unas pérdidas de **-16,7 M euros**, si bien mantiene su **guidance de beneficio neto positivo en 2019** (vs 3,1 M euros BS(e)), mientras que la **DFN**, alcanzó los **38,9 M euros** (excluyendo el préstamo participativo de BTC por 4 M euros) en línea con nuestra estimación de 38,1 M euros.

### Estimaciones ingresos: visibilidad creciente

Tal y como hemos comentado, tras estos Rdos.2018 no realizamos cambios en nuestras estimaciones operativas. Así, esperamos un **crecimiento de ventas del +29% TACC'18-23 hasta alcanzar un nivel de 85 M euros en 2023** (vs ~23 M euros en 2018). La principal palanca de este crecimiento es la **firma de contratos** en las divisiones de CMO y API's que **justifican un ~70% de nuestra estimación de ventas en el periodo 2018-2023**.

En **CMO** (67% ventas), donde esperamos +28% TACC'18-23 en ingresos, se han cerrado 5 nuevos acuerdos en 2018. El más importante de 146 M euros y duración de 6 años (con una facturación anual creciente; ~19,5 M euros estimados en 2019) para producir varios tipos de lactosa, necesaria en la elaboración de leches maternas, para una compañía alemana. También las 2 ampliaciones de contrato con **Amyris** en 2018, que es uno de los principales clientes de la compañía (ocupa 3 fermentadores en CMO) y en base al cual se facturarán más de 20 M euros en 2019. El último contrato firmado (en el 3T'18) ha sido con la empresa francesa **Fermentalg** (Euronext - FALG), para la producción de aceite de algas (DHA -Omega 3), que ha comenzado en el 4T'18 y tendrá un impacto visible a partir de 2019 de entre 3 y 5 M euros anuales, con una duración de 3-6 años.

Dentro del Area de producto propio, **Salud animal** (~3% ventas) es la división en la que se espera un mayor crecimiento (+83% TACC'18-23) y debería verse favorecida por el cierre de varios acuerdos relevantes con clientes que incluyen la facturación de royalties (el modelo de ingresos se basa en acuerdos de licencia con terceros que incluye el desarrollo de productos de prescripción y no prescripción).

Además, destacamos en esta división el comienzo de iniciativas de I+D en el campo de la salud humana destinados a la producción de complementos alimenticios (probióticos y postbióticos) destinados a modular la microbiota. En este sentido, en febrero'19 ha lanzado junto a **Nutricion Center una línea de productos** para el control del peso basado en el equilibrio de la microbiota (en función de la edad del paciente) y con el que ha conseguido entrar en el canal farmacia.

En la división de **API's** (25% ventas; dedicada a la producción de derivados de la penicilina para la producción de antibióticos en base a contratos a largo plazo para clientes como Boehringer) esperamos un crecimiento del +14% TACC'18-23. Dicho crecimiento será especialmente visible a partir del 2S'19, una vez que finalice el proceso de registro por parte de las agencias reguladoras de toda su gama de productos orales y estériles.

En **Biobide** (~5% ventas) dedicada a la realización de ensayos preclínicos basados en el modelo de pez cebra, esperamos un crecimiento del +26% TACC'18'23 hasta los 3,4 M euros mientras que en **ZIP Solutions** (0,5% ventas), división en cargada del desarrollo de tecnologías de purificación de productos biológicos, proyectamos un crecimiento del +64% TACC'18-23 hasta los 0,9 M euros.

*Esperamos un crecimiento de ventas del +29% TACC'18-23 hasta alcanzar los 85 M euros en 2023*

*La división de CMO, donde esperamos un +28% TACC'18-23 será el principal motor del crecimiento*

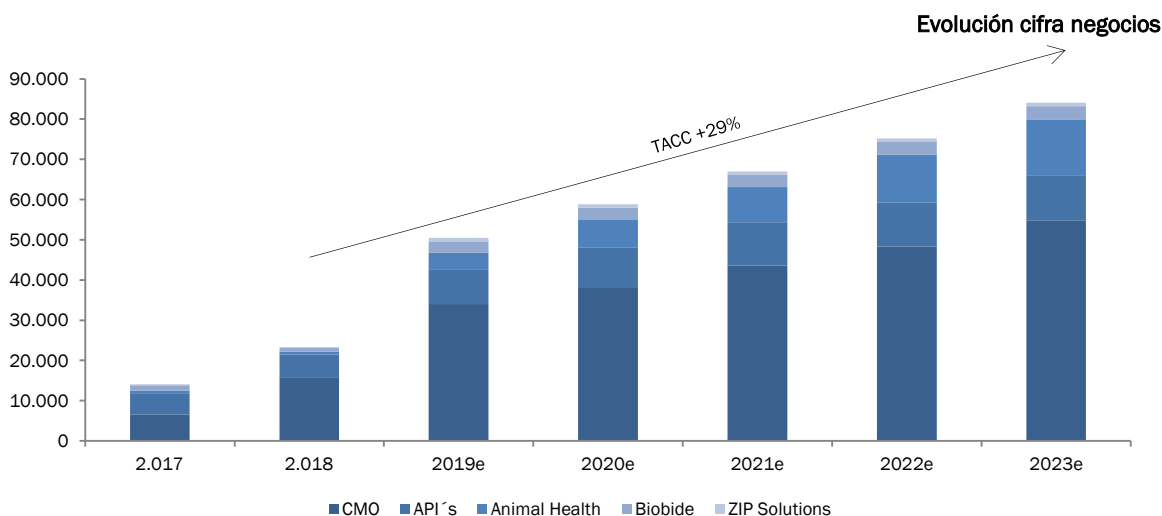
Por último, en la línea de **Otros ingresos** esperamos que alcance los 1,4 M euros en 2023 en base a:

- El acuerdo de colaboración con la compañía alemana **Wacker Chemie AG**, por la que ADL Bionaturis le tiene cedida una de sus naves en régimen de arrendamiento por 9 años (ampliable hasta 20) para la producción de l-cisteína y en virtud del cual ADL Bionatur presta servicios generales (principalmente *utilities*) y de mantenimiento de las instalaciones.
- Ingresos por la prestación de **servicios de depuración de agua** a terceros. Si bien nuestro modelo no asume ingresos en esta línea, recordamos que la compañía está trabajando en la puesta a punto de una planta de tratamiento de agua que se espera esté 100% operativa en 2020 y con la que se esperan ahorros de costes entre 0,8 M euros y 1 M euros anuales. La instalación está preparada para depurar 3.200.000 m<sup>3</sup> y su capacidad excedente se pondrá a disposición de terceros. El grupo Suez ya está a cargo de la operación y mantenimiento de la infraestructura.

A continuación presentamos nuestra estimación de ingresos por divisiones:

Estimaciones ingresos								
Miles euros	2.017	2.018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	TACC'18-23
CMO	6.529	15.671	34.012	38.223	43.594	48.299	54.871	28%
API´s	5.133	5.824	8.491	9.764	10.742	10.956	11.176	14%
Animal Health	833	667	4.316	7.087	8.772	11.854	13.791	83%
Biobide	1.376	1.080	2.770	2.909	3.054	3.207	3.367	26%
ZIP Solutions	180	75	866	811	835	861	886	64%
<b>CIFRA NEGOCIOS</b>	<b>14.051</b>	<b>23.317</b>	<b>50.455</b>	<b>58.793</b>	<b>66.996</b>	<b>75.176</b>	<b>84.091</b>	<b>29%</b>
Otros ingresos	567	1.944	1.010	1.170	1.331	1.357	1.384	-7%
<b>TOTAL INGRESOS</b>	<b>14.618</b>	<b>25.261</b>	<b>51.465</b>	<b>59.964</b>	<b>68.327</b>	<b>76.533</b>	<b>85.475</b>	<b>28%</b>

Fuente: BS Análisis



Fuente: BS Análisis

### Estructura de costes y evolución de márgenes: fuerte apalancamiento operativo

*La estructura de costes fijos del negocio, permitirá, en nuestra opinión, una expansión del margen EBITDA hasta niveles del 26%*

En cuanto a los **márgenes EBITDA**, mantenemos también sin cambios nuestras estimaciones operativas, que recogen una progresiva expansión de la rentabilidad hasta **niveles del ~26%** impulsado por 2 factores: (i) un **mix de ventas más favorable** por el mayor peso esperado de las actividades CMO en la que los márgenes brutos son más altos (>45%) y (ii) el **apalancamiento operativo** de la compañía con una importante estructura de costes fijos. A pesar de la mejora de la rentabilidad que supone nuestra previsión de márgenes EBITDA, la misma se sitúa muy por debajo del **objetivo del 35% marcado por la compañía**.

Entre los **costes variables** (c.50% sobre los costes operativos totales) destaca el coste de **personal** directo (~195 personas BS(e)) y los costes de **energía eléctrica**. Para 2019 trabajamos con un escenario de estabilidad en costes eléctricos, no obstante no descartamos repuntes puntuales, como ha ocurrido en las primeras semanas del año, en los que el coste ha subido un ~23% respecto al año anterior (Fuente: Omie). Respecto a las materias primas (azúcar de caña y celulosa principalmente), en los contratos de CMO, el cliente aporta y se hace cargo del coste de las mismas, por lo que su exposición a este coste es muy limitada.

**Estimaciones margen bruto por división**

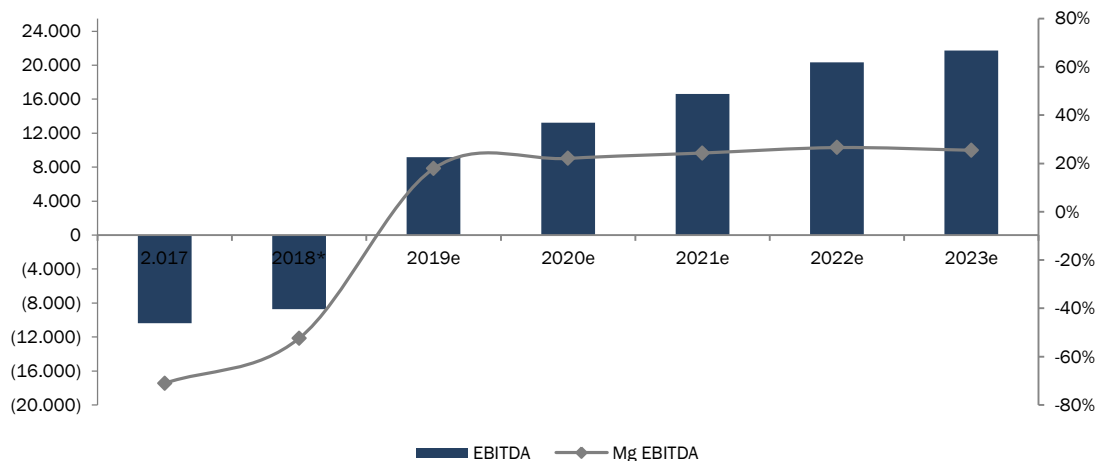
% s/ Cifra de negocio	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
CMO	50%	50%	50%	51%	50%
API´s	27%	27%	27%	27%	27%
Animal Health	24%	32%	31%	33%	34%
Biobide	90%	90%	90%	90%	90%
ZIP Solutions	100%	100%	100%	100%	100%
<b>MARGEN BRUTO</b>	<b>50%</b>	<b>50%</b>	<b>49%</b>	<b>49%</b>	<b>49%</b>

Fuente: BS Análisis

Entre los **costes fijos** de la compañía destaca por su importancia los **costes de personal indirecto** (>15% sobre los costes operativos totales), asociados a los aproximadamente 140 trabajadores no implicados directamente en la producción BS(e) y que suponen un c.40% de la plantilla total (331 personas). Su evolución a lo largo del año, especialmente la parte correspondiente a estructura, ha sido uno de los factores que ha retrasado la consecución de EBITDA positivo. Además destacamos por su importancia el peso en términos de *headcount* del I+D (62 personas) que supone el ~19% de la plantilla y refleja el esfuerzo realizado en este campo.

Con todo, nuestras estimaciones recogen para **2019e un EBITDA de 9,1 M euros** (frente a los -8,7 M euros en 2018) soportado por el fuerte **crecimiento de ventas** (+65%) y la estabilización en 2019 de los **gastos de personal indirecto**.

**Estimaciones EBITDA y Margen EBITDA**



\* EBITDA normalizado

No hemos asumido en nuestras estimaciones el éxito potencial de alguno de sus programas de I+D, que como comentábamos podrían tener un impacto positivo en su rentabilidad operativa. Destacamos por otro lado que los **márgenes EBITDA** que asumimos en recurrencia se sitúan en el entorno del **26% vs 33% del sector en el periodo 2019-2022**.

## Nivel operativo de comparables

	Capitalización (€K)	VENTAS		EBITDA		MG EBITDA	
		TACC 13-18	TACC 18-22	TACC 13-18	TACC 18-22	13-18	19-22
LONZA GROUP AG-REG	23.085	10%	5%	20%	9%	21%	29%
CATALENT INC	6.414	n.a	8%	n.a.	n.a.	23%	n.a.
NOVOZYMES A/S-B SHARES	91.432	4%	6%	9%	8%	34%	36%
EVONIK INDUSTRIES AG	12.722	3%	2%	4%	0%	16%	17%
KONINKLIJKE DSM NV	18.614	0%	4%	3%	1%	15%	18%
CHR HANSEN HOLDING A/S	86.785	8%	9%	10%	11%	34%	36%
WACKER CHEMIE AG	4.420	2%	3%	12%	1%	18%	18%
<b>PROMEDIO PONDERADO</b>		<b>6%</b>	<b>7%</b>	<b>10%</b>	<b>8%</b>	<b>30%</b>	<b>33%</b>
<b>ADL BIONATUR</b>	75	n.a	34%	n.a	n.a	n.a	23%

Fuente: Bloomberg y BS Análisis

## Beneficio Neto positivo desde 2019

Por debajo de EBITDA destacamos la evolución del **gasto financiero**. Según nuestras estimaciones, la compañía cerrará 2019 con una deuda bruta de ~56 M euros (vs ~47 M euros en 2018; ~40% con organismos públicos) para la que estimamos un **coste promedio inferior al 4%**. Esperamos que el gasto financiero repunte hasta los ~2 M euros en 2019 para luego ir disminuyendo a un ritmo del -17% anual hasta 2023 a medida que la compañía vaya amortizando su deuda.

A nivel de **impuestos** asumimos una tasa efectiva del 25% sobre BAI que a priori no se traducirá en salida de caja hasta 2022 tal y como se refleja en el *cash flow*.

Cuenta de resultados consolidada								
Miles de euros	2.017	2.018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	TACC'18-23
Cifra de Negocios	14.051	23.317	50.455	58.793	66.996	75.176	84.091	29%
Otros ingresos	567	1.944	1.010	1.170	1.331	1.357	1.384	-7%
<b>Ingresos totales</b>	<b>14.618</b>	<b>25.261</b>	<b>51.465</b>	<b>59.964</b>	<b>68.327</b>	<b>76.533</b>	<b>85.475</b>	<b>28%</b>
Coste de ventas	(9.221)	(10.618)	(26.488)	(30.723)	(35.294)	(39.387)	(44.236)	33%
<b>Beneficio Bruto</b>	<b>5.397</b>	<b>14.643</b>	<b>24.977</b>	<b>29.241</b>	<b>33.033</b>	<b>37.146</b>	<b>41.239</b>	<b>23%</b>
<i>Margen bruto</i>	38%	63%	50%	50%	49%	49%	49%	
Gastos operativos netos	(15.776)	(26.857)	(15.790)	(16.008)	(16.426)	(16.822)	(19.492)	-6%
<b>EBITDA</b>	<b>(10.379)</b>	<b>(12.214)</b>	<b>9.187</b>	<b>13.232</b>	<b>16.607</b>	<b>20.324</b>	<b>21.747</b>	<b>-212%</b>
<i>Margen</i>	-73,9%	-52,4%	18,2%	22,5%	24,8%	27,0%	26%	
<i>Var %</i>	n.a	n.a	n.a	44%	26%	22%	7%	
Amortización	(2.212)	(2.732)	(2.826)	(3.176)	(3.554)	(3.962)	(3.977)	8%
<b>EBIT</b>	<b>(12.591)</b>	<b>(14.946)</b>	<b>6.361</b>	<b>10.056</b>	<b>13.053</b>	<b>16.362</b>	<b>17.770</b>	<b>-204%</b>
Rtdo financiero	(1.151)	(1.019)	(2.178)	(2.163)	(1.940)	(1.283)	(1.036)	0%
Otros rds financieros	523	(842)	0	0	0	0	0	-100%
<b>BAI</b>	<b>(13.220)</b>	<b>(16.807)</b>	<b>4.183</b>	<b>7.894</b>	<b>11.113</b>	<b>15.079</b>	<b>16.734</b>	<b>-200%</b>
Impuestos	375	90	(1.046)	(1.973)	(2.778)	(3.770)	(4.184)	-316%
<i>Tasa efectiva</i>	-2,8%	-0,5%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	116%
Intereses minoritarios	0	(22)	0	0	0	0	0	n.a
<b>BDI</b>	<b>(12.844)</b>	<b>(16.695)</b>	<b>3.137</b>	<b>5.920</b>	<b>8.335</b>	<b>11.309</b>	<b>12.551</b>	<b>-194%</b>

Fuente: BS Análisis

### La modernización de sus instalaciones como prioridad estratégica

A nivel de caja, nuestras estimaciones recogen un **aumento del capex 2019 hasta 15,4 M euros** (vs 7,4 M anterior; ~31% ventas '19) para reflejar la parte de las inversiones previstas en 2018 que no han sido ejecutadas (se trasladan al año siguiente). Si se excluyen las fuertes inversiones previstas en 2019, la compañía generaría un nivel de FCFE promedio del 10,7% yield en el periodo '19-23. Si las incluimos, habría que esperar hasta **2020** para ver un nivel de **FCFE yield del ~9%** (13% en 2021).

	Flujos de caja						
Miles euros	2.017	2.018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
EBITDA	(10.379)	(12.214)	9.187	13.232	16.607	20.324	21.747
Variación circulante	324	1.126	(2.082)	(1.133)	(1.113)	(818)	(1.148)
Impuestos netos	(1)	0	0	0	(991)	(3.770)	(4.184)
Otros cobros/pagos explotación	(0)	0	0	0	0	0	0
<b>FLUJO CAJA EXPLOTACIÓN</b>	<b>(10.056)</b>	<b>(11.088)</b>	<b>7.106</b>	<b>12.100</b>	<b>14.503</b>	<b>15.737</b>	<b>16.415</b>
Pagos por inversiones	(7.499)	(11.194)	(15.416)	(3.176)	(3.554)	(3.962)	(4.300)
<i>Inmov. Material</i>	<i>(5.077)</i>	<i>(9.417)</i>	<i>(14.400)</i>	<i>(2.140)</i>	<i>(2.497)</i>	<i>(2.884)</i>	<i>(3.200)</i>
<i>Inmov. Intangible</i>	<i>(2.421)</i>	<i>(1.777)</i>	<i>(1.016)</i>	<i>(1.036)</i>	<i>(1.057)</i>	<i>(1.078)</i>	<i>(1.100)</i>
Cobros por desinversiones	36	1.509	0	0	0	0	0
<b>FLUJO CAJA DE INVERSIÓN</b>	<b>(7.463)</b>	<b>(9.685)</b>	<b>(15.416)</b>	<b>(3.176)</b>	<b>(3.554)</b>	<b>(3.962)</b>	<b>(4.300)</b>
Pagos por intereses	(841)	(893)	(1.463)	(1.430)	(1.307)	(1.195)	(1.100)
Pago dividendos	0	0	0	0	0	0	0
Aumentos de capital	0	12.000	0	0	0	0	0
Otros flujos	13.293	(938)	(716)	(733)	(633)	(89)	64
<b>VARIACIÓN DEUDA NETA</b>	<b>(5.067)</b>	<b>(10.603)</b>	<b>(10.489)</b>	<b>6.761</b>	<b>9.009</b>	<b>10.492</b>	<b>11.080</b>
<b>FCF</b>	<b>(17.519)</b>	<b>(20.772)</b>	<b>(8.310)</b>	<b>8.924</b>	<b>10.949</b>	<b>11.775</b>	<b>12.116</b>
FCF Yield	-23%	-28%	-11%	12%	15%	16%	16%
<b>FCFE</b>	<b>(18.360)</b>	<b>(22.603)</b>	<b>(10.489)</b>	<b>6.761</b>	<b>9.009</b>	<b>10.492</b>	<b>11.080</b>
FCFE Yield	-24%	-30%	-14%	9%	12%	14%	15%

Fuente: BS Análisis



### Nueva financiación y proceso de desapalancamiento

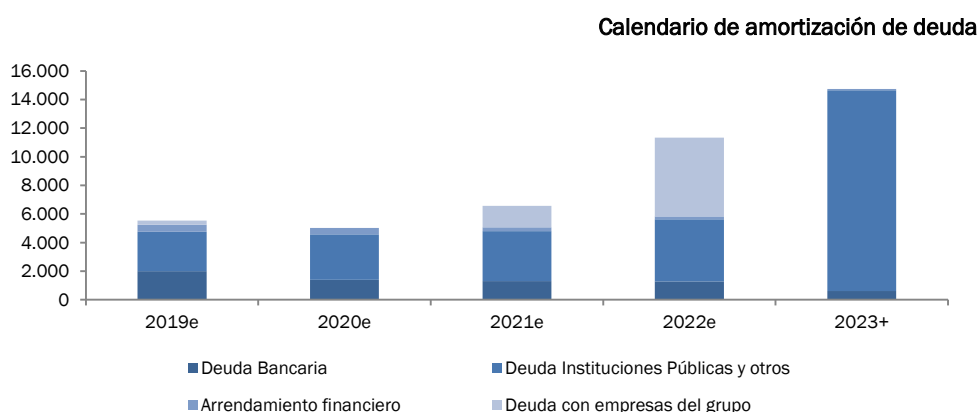
Considerando el calendario de amortización de deuda (ver tabla inferior) según nuestras estimaciones la compañía tendrá que acudir al mercado para **endeudarse unos c.10 M euros adicionales** (hasta DFN ~49 M ex préstamo participativo de BTC de 4 M euros; parte de los 7M euros que BTC tiene prestado a la compañía) para finalizar las inversiones de modernización de sus instalaciones (14,4 M euros en 2019). A partir de 2020 seguirá un proceso de **desapalancamiento**, que le llevará **por debajo de 2,0x DFN/EBITDA ya en 2021**.

Miles euros	2.017	2.018	2019e	2020e	2021e	2022e	Balance 2023e
Inmovilizado intangible	13.049	14.095	14.689	15.095	15.311	15.333	15.156
Inmovilizado material	29.093	37.370	49.366	48.960	48.744	48.722	49.222
Otros activos no corrientes	736	1.075	1.075	1.075	1.075	1.075	1.075
Activos financieros no corrientes	1.658	1.281	1.281	1.281	1.281	1.281	1.281
Activos impuesto diferido	4.807	4.806	3.760	1.787	0	0	0
Existencias	7.225	6.558	5.362	5.937	6.541	6.880	7.515
Clientes y otros deudores	5.820	8.930	8.302	9.667	11.197	12.545	14.014
Inversiones financieras corrientes	3.352	1.173	1.173	1.173	1.173	1.173	1.173
Efectivo y equivalentes	3.008	3.951	3.023	5.484	9.033	8.122	14.067
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>68.747</b>	<b>79.239</b>	<b>88.031</b>	<b>90.459</b>	<b>94.356</b>	<b>95.131</b>	<b>103.503</b>
FFPP soc dominante	24.801	19.760	22.897	28.817	37.152	48.461	61.012
Ingresos diferidos	1.165	1.434	1.434	1.434	1.434	1.434	1.434
Deuda financiera	35.257	46.803	56.364	52.063	46.605	35.201	30.067
Pasivos impuesto diferido	409	493	493	493	493	493	493
Provisiones corrientes	53	218	218	218	218	218	218
Proveedores y otros acreedores	7.062	10.530	6.624	7.432	8.453	9.323	10.279
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>68.747</b>	<b>79.239</b>	<b>88.031</b>	<b>90.459</b>	<b>94.356</b>	<b>95.131</b>	<b>103.503</b>
<b>DEUDA FINANCIERA NETA*</b>	<b>32.249</b>	<b>38.532</b>	<b>48.675</b>	<b>41.541</b>	<b>32.129</b>	<b>27.080</b>	<b>16.000</b>
<b>DFN* / EBITDA</b>	<b>n.a</b>	<b>n.a</b>	<b>5,3x</b>	<b>3,1x</b>	<b>1,9x</b>	<b>1,3x</b>	<b>0,7x</b>

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

Fuente: BS Análisis

A continuación mostramos el **calendario de vencimientos de deuda financiera**. Excluyendo las líneas de crédito bancarias (3,6 M euros) que asumimos que se renovarán anualmente, la compañía tiene los vencimientos de deuda más relevantes a partir del año 2022 (~60% del total).



Fuente: BS Análisis

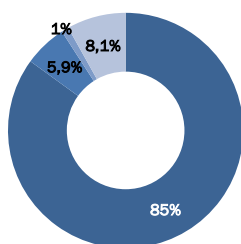
Destacamos que en julio '18 ADL ya completó con éxito una **ampliación de capital por 12 M euros** entre inversores institucionales con la emisión de 5,45 M de nuevas acciones (+16,1% del capital) a un precio de 2,20 euros/acc. (-4% descuento), mientras que en octubre '18 recibió un **préstamo participativo de 5 M euros** por parte de Sodical (vencimiento en 7 años con 3 de carencia; coste Euribor +2% más una parte variable vinculada a la cifra negocio). Los fondos obtenidos han sido destinados principalmente a la inversión en ampliación y mejora de su capacidad productiva, que es una prioridad estratégica de la compañía y que esperamos se complete para finales de 2019. Así, en este ejercicio estimamos que se destinarán a este fin más de 14 M euros (~94% del capex estimado para 2019) y a partir de 2020 unos ~2,5 M euros anuales.

*Estimamos que la compañía tendrá que acudir al mercado este año para endeudarse por unos ~10 M euros adicionales*

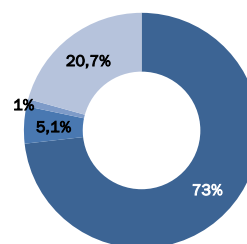
Adicionalmente, la ampliación de capital ha permitido a la compañía **mejorar la liquidez de sus acciones** (hasta un promedio de >20.000 títulos diarios), ampliando el **capital flotante** hasta el **c.21%** (vs 8% anterior). Así, la nueva estructura de capital deja a Black Toro Capital con un 73,2% de la compañía (vs 85% anterior) seguido de Victor Infante (fundador y CEO de la compañía Bionaturis) con un ~5,1%.

**Estructura accionarial pre y post ampliación de capital**

**Pre Ampliación capital**



**Post Ampliación capital**



■ Black Toro Capital ■ Victor Infante ■ Inveready ■ Capital flotante

■ Black Toro Capital ■ Victor Infante ■ Inveready ■ Capital flotante

*Fuente: Compañía y BS Análisis*

## 2. RANGO DE VALORACIÓN

### Valoración EV

Valoramos la compañía a través de un descuento de flujos de caja en el que tomamos una **WACC del 9%** y una tasa de **crecimiento a futuro g del ~2%**.

#### Estimaciones para DCF

Miles de euros	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
EBIT	6.361	10.056	13.053	16.362	17.770
Impuestos	-1.590	-2.514	-3.263	-4.091	-4.443
Amortización	2.826	3.176	3.554	3.962	3.977
WK	-2.082	-1.133	-1.113	-818	-1.148
CAPEX	-15.416	-3.176	-3.554	-3.962	-3.977
<b>FCF</b>	<b>-9.901</b>	<b>6.410</b>	<b>8.677</b>	<b>11.454</b>	<b>12.180</b>

Fuente: BS Análisis

Tal y como hemos comentado, mantenemos nuestras estimaciones operativas, sin embargo, aumentamos el capex 2019 hasta 14,4 M euros (vs 6,4 M euros anterior) para reflejar un retraso de parte de las inversiones en instalaciones productivas (de 2018 a 2019). En base al descuento de flujos de caja anterior, **nuestro nuevo escenario arroja una valoración base para ADL de 141 M euros EV/ 6,5x EV/EBITDA recurrente implícito**. Si asumimos las estimaciones operativas de la compañía alcanzaríamos una valoración de ~205 M euros EV/7,2 x EBITDA. En este sentido establecemos **nuestro rango de valoración entre 141-205 M euros EV**.

#### Análisis de sensibilidad del EV al EBITDA recurrente y al WACC

		EBITDA 2023				
		12,6	18,0	21,7	23,7	28,4
WACC	10,0%	68,1	99,2	120,8	131,9	159,2
	9,5%	73,0	106,8	130,4	142,5	172,3
	9,0%	78,5	115,6	141,4	154,6	187,2
	8,5%	84,9	125,6	154,0	168,5	204,4
	8,0%	92,3	137,3	168,7	184,8	224,4

#### EV/EBITDA implícito

		EBITDA 2023				
		12,6	18,0	21,7	23,7	28,4
WACC	10,0%	5,4x	5,5x	5,6x	5,6x	5,6x
	9,5%	5,8x	5,9x	6,0x	6,0x	6,1x
	9,0%	6,2x	6,4x	6,5x	6,5x	6,6x
	8,5%	6,7x	7,0x	7,1x	7,1x	7,2x
	8,0%	7,3x	7,6x	7,8x	7,8x	7,9x

Fuente: BS Análisis

Tras incorporar la DFN de 2018 por 42,9 M euros (incluyendo el préstamo participativo por 4 M euros de BTC), al rango de valoración de EV anterior, llegamos un **precio por acción entre 2,50 euros/acc. y 4,11 euros/acc.** siendo el punto medio 3,30 euros/acc. (+78% potencial).

Aunque no existen compañías en el sector perfectamente comparables con ADL Bionatur, destacamos que nuestra valoración arroja un múltiplo de 6,5x EV/EBITDA, que se sitúa muy por debajo del 19,6x al que cotiza la media ponderada del sector

## Múltiplos EV/EBITDA comparables

	Capitalización (€K)	EV/EBITDA		EV/EBITDA	
		2019e	2020e	13-18	18-22
LONZA GROUP AG-REG	23.085	16,0x	14,5x	29,2x	14,3x
CATALENT INC	6.414	13,8x	11,9x	18,7x	12,3x
NOVOZYMES A/S-B SHARES	91.432	17,1x	16,5x	20,4x	16,2x
EVONIK INDUSTRIES AG	12.722	7,1x	6,7x	7,1x	6,4x
KONINKLIJKE DSM NV	18.614	11,3x	10,6x	14,4x	10,4x
CHR HANSEN HOLDING A/S	86.785	29,1x	26,2x	40,9x	26,4x
WACKER CHEMIE AG	4.420	5,7x	6,7x	4,8x	5,8x
<b>PROMEDIO PONDERADO</b>		<b>19,6x</b>	<b>18,2x</b>	<b>26,3x</b>	<b>18,1x</b>
<b>ADL BIONATUR</b>	<b>75</b>	<b>15,4x</b>	<b>10,7x</b>	<b>n.a</b>	<b>n.a</b>

Fuente: Bloomberg y BS Análisis

### 3. ANÁLISIS DAFO

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

- **Instalaciones productivas**

Su capacidad productiva (2.400 m<sup>3</sup>) permite la generación de economías de escala y le sitúa en una posición favorable para capturar el crecimiento previsto del mercado (5,9% TACC según Grand View Research). Además, tal y como hemos comentado, cuenta con el emplazamiento y condiciones necesarias para ampliar a futuro su capacidad con una mínima inversión.

Además, las instalaciones están preparadas para producir bajo estándares GMP (Good Manufacturing practices) estando certificadas por las autoridades americanas (FDA – Food and Drug Administration), y europeas (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.

- **Know-how**

La capacidad para escalar la producción de fermentaciones de diversa naturaleza a nivel industrial (para lo que cuenta con una planta piloto de 1.100 m<sup>2</sup>), hacen de ADL una compañía atractiva y versátil. Además, la renovación y ampliación de contratos con clientes reconocidos internacionalmente, demuestran que los productos cumplen con los estándares de calidad demandados.

- **Integración vertical**

La integración inversa de ADL en Bionaturis el pasado abril'18, permitirá a la nueva compañía la comercialización y fabricación en sus instalaciones de León de los productos desarrollados internamente por la división de salud animal (parte de la antigua Bionaturis), algo que hasta ahora había estado en manos de terceros. Además, ha permitido el fortalecimiento de su equipo de calidad y de I+D, favoreciendo el desarrollo de nuevas áreas de trabajo (pej microbiota).

La principal **debilidad** de la compañía es su elevado apalancamiento operativo. Su estructura de costes fijos es muy elevada (especialmente a nivel de gastos indirectos de personal), lo que implica niveles de *break-even* muy exigentes que hacen necesario un volumen de ventas significativamente alto para hacer la compañía rentable.

La principal **oportunidad** es la cristalización de su estrategia de I+D. Por un lado con el desarrollo y producción de productos nicho (en salud animal y en salud humana) desarrollados internamente que deberían asegurar el crecimiento futuro de la compañía. Y por otro, por la posibilidad de fabricación de nuevos productos a través de fermentación (existentes o no) con un menor coste, más rápido y de manera más sostenible (pej: biocombustibles o cannabionides).

Esto último es en nuestra opinión lo que hace el sector atractivo y es lo que estaría determinando las buenas perspectivas generales de la industria. Así, según el estudio de *Grand View Research*, el mercado de fermentación nutricional y farmacéutico (con un tamaño esperado de c.11.000 M dólares) crecerá a un +5,9% TACC hasta 2024, mientras que *Market Watch* sitúa el crecimiento global del mercado de ingredientes (nutricionales y no nutricionales) producidos por fermentación en el +8,7% anual para el periodo 2018-'23.

A nivel de **riesgos**, el más importante que vemos es el de concentración de clientes, el más relevante supone cerca del 40% de los ingresos previstos para el periodo 2018-'20. Por otro lado, la fermentación es una actividad muy intensiva en energía eléctrica y este coste ha aumentado c.23% en las primeras semanas de 2019. Nosotros trabajamos con estabilidad del precio en la electricidad en 2019, sin embargo un alza estructural de este coste podría retrasar la expansión de márgenes prevista.

*Elevada capacidad productiva, know how e integración vertical son sus principales fortalezas*

*El éxito de su I+D es el principal catalizador, mientras que la concentración de clientes y el incremento de costes eléctricos son los principales riesgos*

#### 4. ANEXO: SOBRE ADL BIONATUR SOLUTIONS

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.

##### ▪ 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 sus activos fueron adquiridos **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 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 se generan 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)** (73% ventas), 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) (27% ventas).

##### ▪ Bionaturis

Compañía biotecnológica que ofrece **productos y servicios** para el **sector farmacéutico veterinario**. Está **cotizada en el MAB** desde 2012 y cuenta con **10 familias de patentes**. Desarrolla su actividad a través de **3 empresas/divisiones**:

- **Bioorganic Research and Services, S.A.** (Jerez de la Frontera) (37% ventas) 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) (59% ventas) 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) (4% ventas) 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.

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

## 5. DATOS FINANCIEROS

PERDIDAS Y GANANCIAS	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	TACC 18/22
<b>Ingresos totales</b>	14,6	25,3	51,5	60,0	68,3	75,2	<b>31,3%</b>
<i>Crec%</i>	<i>n.a.</i>	<i>72,8%</i>	<i>103,7%</i>	<i>16,5%</i>	<i>13,9%</i>	<i>12,2%</i>	
<b>EBITDA</b>	-10,4	-12,2	9,2	13,2	16,6	20,3	<b>n.a.</b>
<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>-71,0%</i>	<i>-48,4%</i>	<i>17,9%</i>	<i>22,1%</i>	<i>24,3%</i>	<i>27,0%</i>	
<b>EBIT</b>	-12,6	-14,9	6,4	10,1	13,1	16,4	<b>n.a.</b>
<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>-86,1%</i>	<i>-59,2%</i>	<i>12,4%</i>	<i>16,8%</i>	<i>19,1%</i>	<i>21,8%</i>	
<b>Gastos financieros netos</b>	-1,2	-1,0	-2,2	-2,2	-1,9	-1,2	<b>4,2%</b>
<i>Crec%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>113,8%</i>	<i>-0,7%</i>	<i>-10,3%</i>	<i>-29,1%</i>	
<b>Impuestos</b>		0,4	1,3	-1,1	-2,0	-2,0	<b>n.a.</b>
Tasa Impositiva (%)	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	
<b>Minoritarios s/ BAI (%)</b>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
<b>BDI</b>	-12,8	-16,7	3,1	5,9	8,3	11,4	<b>n.a.</b>
Nº Accs medio	5,1	33,9	33,9	33,9	33,9	33,9	
BPA	-2,52 €	-0,49 €	0,09 €	0,17 €	0,25 €	0,34 €	<b>n.a.</b>
<i>Crec%</i>	<i>n.a.</i>	<i>-80,5%</i>	<i>-118,8%</i>	<i>88,7%</i>	<i>40,8%</i>	<i>33,5%</i>	
BPA Ajust.	-2,52 €	-0,49 €	0,09 €	0,17 €	0,25 €	0,34 €	<b>n.a.</b>
<i>Crec%</i>	<i>n.a.</i>	<i>-80,5%</i>	<i>-118,8%</i>	<i>88,7%</i>	<i>40,8%</i>	<i>33,5%</i>	
<b>DPA</b>	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	<b>n.a.</b>
<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>	
<b>Capex</b>	7,5	11,2	15,4	3,2	3,6	4,0	<b>-22,9%</b>

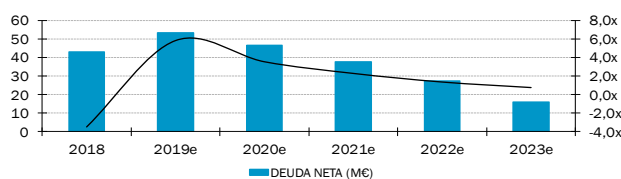
FLUJOS DE TESORERIA (M euros)	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	TACC 18/22
<b>BDI</b>	-12,8	-16,7	3,1	5,9	8,3	11,4	<b>n.a.</b>
+Amortizaciones	2,2	2,7	2,8	3,2	3,6	4,0	<b>9,7%</b>
-Variación Circulante Neto	-0,3	-1,1	2,1	1,1	1,1	0,8	<b>n.a.</b>
-Total Inversiones brutas	7,5	11,2	15,4	3,2	3,6	-4,0	<b>n.a.</b>
+/- Desinversiones y otros Ajustes	12,7	13,4	1,0	2,0	1,8	0,1	<b>-68,4%</b>
<b>Cash Flow Libre Operativo</b>	-5,1	-10,6	-10,5	6,8	9,0	18,6	<b>n.a.</b>
-Dividendos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	<b>n.a.</b>
<b>Cash Flow Libre (después de divd.)</b>	-5,1	-10,6	-10,5	6,8	9,0	18,6	<b>n.a.</b>

BALANCE (M Euros)	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	TACC 18/22
<b>Activo fijo</b>	42,1	51,5	64,1	64,1	64,1	64,4	<b>5,8%</b>
<b>Circulante neto</b>	6,0	5,0	7,0	8,2	9,3	10,1	<b>19,5%</b>
<i>% circulante neto / Ventas</i>	<i>40,9%</i>	<i>19,6%</i>	<i>13,7%</i>	<i>13,6%</i>	<i>13,6%</i>	<i>13,4%</i>	<b>-9,0%</b>
<b>Patrimonio neto atribuible</b>	24,8	19,8	22,9	28,8	37,2	62,2	<b>33,2%</b>
<b>Minoritarios</b>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	<b>n.a.</b>
<b>Deuda Neta</b>	32,2	42,9	53,3	46,6	37,6	16,4	<b>-21,3%</b>
<i>Deuda Neta / Equity</i>	<i>1,3x</i>	<i>2,2x</i>	<i>2,3x</i>	<i>1,6x</i>	<i>1,0x</i>	<i>0,3x</i>	
<i>Deuda Neta / EBITDA</i>	<i>-3,1x</i>	<i>-3,5x</i>	<i>5,8x</i>	<i>3,5x</i>	<i>2,3x</i>	<i>0,8x</i>	
<i>% circulante neto / Ventas</i>	<i>40,9%</i>	<i>19,6%</i>	<i>13,7%</i>	<i>13,6%</i>	<i>13,6%</i>	<i>13,4%</i>	
<b>ROE</b>	<b>-51,8%</b>	<b>-84,6%</b>	<b>13,7%</b>	<b>20,5%</b>	<b>22,4%</b>	<b>18,3%</b>	
<b>ROCE</b>	<b>-21,4%</b>	<b>-23,7%</b>	<b>6,3%</b>	<b>10,0%</b>	<b>13,1%</b>	<b>15,6%</b>	

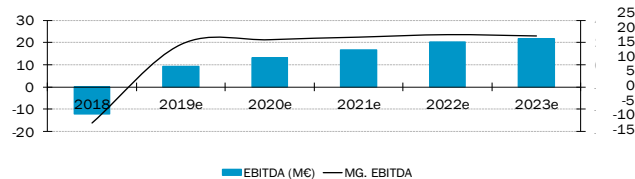
RATIOS DE MERCADO	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
<b>EV/Ventas</b>	2,82x	4,27x	2,30x	1,86x	1,50x	1,14x
<b>EV/EBITDA</b>	-3,97x	-8,83x	12,88x	8,43x	6,18x	4,20x
<b>ROCE/WACC</b>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
<b>PER</b>	-0,70x	-3,89x	20,72x	10,98x	7,80x	6,07x
<b>PER Ajustado</b>	-0,70x	-3,89x	20,72x	10,98x	7,80x	6,07x
<b>P/CF</b>	-0,51x	-2,70x	-5,64x	13,58x	9,00x	6,54x
<b>P/VC</b>	0,36x	3,29x	2,84x	2,26x	1,75x	1,11x
<b>FCF Yield</b>	-42,5%	-19,3%	-7,0%	8,0%	10,7%	13,9%

## 6. DATOS OPERATIVOS

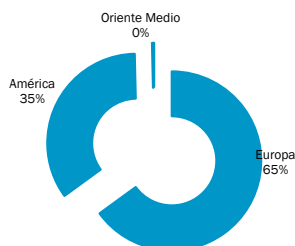
DEUDA NETA Y DEUDA NETA/EBITDA



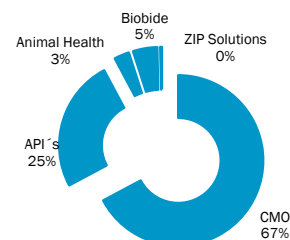
EBITDA Y MG. EBITDA



VENTAS POR GEOGRAFÍA 2018



VENTAS POR DIVISIÓN 2018



**Dirección Análisis**

**Assistants**

Ana Torrente: [TorrenteA@bancsabadell.com](mailto:TorrenteA@bancsabadell.com)  
Eamon Donoghue: [DonoghueE@bancsabadell.com](mailto:DonoghueE@bancsabadell.com)  
Concha Galán: [GalanC@bancsabadell.com](mailto:GalanC@bancsabadell.com)  
Héctor Vicente: [VicenteH@bancsabadell.com](mailto:VicenteH@bancsabadell.com)

**Director Análisis**

Nicolás Fernández: [FernandezNi@bancsabadell.com](mailto:FernandezNi@bancsabadell.com)

**Financieras**

Esther Castro: [CastroEs@bancsabadell.com](mailto:CastroEs@bancsabadell.com)  
M.ª Paz Ojeda: [OjedaM@bancsabadell.com](mailto:OjedaM@bancsabadell.com)

**Utilities, gas y energía**

Javier Esteban: [EstebanJ@bancsabadell.com](mailto:EstebanJ@bancsabadell.com)  
Álvaro del Pozo: [Alvaro.DelPozo@bancsabadell.com](mailto:Alvaro.DelPozo@bancsabadell.com)

**TMTs**

Andrés Bolumburu: [BolumburuA@bancsabadell.com](mailto:BolumburuA@bancsabadell.com)  
Álvaro del Pozo: [Alvaro.DelPozo@bancsabadell.com](mailto:Alvaro.DelPozo@bancsabadell.com)

**Industriales**

Francisco Rodríguez: [RodriguezFra@bancsabadell.com](mailto:RodriguezFra@bancsabadell.com)  
Óscar Rodríguez: [RodriguezOsc@bancsabadell.com](mailto:RodriguezOsc@bancsabadell.com)  
Alfredo del Cerro: [delCerroA@bancsabadell.com](mailto:delCerroA@bancsabadell.com)  
Luis Arredondo: [ArredondoL@bancsabadell.com](mailto:ArredondoL@bancsabadell.com)

**Farmacia, química y  
papeleras**

Javier Esteban: [EstebanJ@bancsabadell.com](mailto:EstebanJ@bancsabadell.com)  
Luis Arredondo: [ArredondoL@bancsabadell.com](mailto:ArredondoL@bancsabadell.com)

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

Ignacio Romero: [Romerognacio@bancsabadell.com](mailto:Romerognacio@bancsabadell.com)  
Alfredo del Cerro: [delCerroA@bancsabadell.com](mailto:delCerroA@bancsabadell.com)  
Luis Arredondo: [ArredondoL@bancsabadell.com](mailto:ArredondoL@bancsabadell.com)

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

Ignacio Romero: [Romerognacio@bancsabadell.com](mailto:Romerognacio@bancsabadell.com)  
Arancha Piñeiro: [PineiroA@bancsabadell.com](mailto:PineiroA@bancsabadell.com)

**Hoteles, transportes y  
autopistas**

Francisco Rodríguez: [RodriguezFra@bancsabadell.com](mailto:RodriguezFra@bancsabadell.com)

**Derivados, Técnico y Cuantitativo**

Diego Ferrer: [FerrerDiego@bancsabadell.com](mailto:FerrerDiego@bancsabadell.com)

**Equipo Small&Medium**

Javier Esteban: [EstebanJ@bancsabadell.com](mailto:EstebanJ@bancsabadell.com)  
Ignacio Romero: [Romerognacio@bancsabadell.com](mailto:Romerognacio@bancsabadell.com)  
Alfredo del Cerro: [delCerroA@bancsabadell.com](mailto:delCerroA@bancsabadell.com)  
Luis Arredondo: [ArredondoL@bancsabadell.com](mailto:ArredondoL@bancsabadell.com)

**Equipo Eurostoxx50**

Francisco Rodríguez: [RodriguezFra@bancsabadell.com](mailto:RodriguezFra@bancsabadell.com)  
Arancha Piñeiro: [PineiroA@bancsabadell.com](mailto:PineiroA@bancsabadell.com)  
Óscar Rodríguez: [RodriguezOsc@bancsabadell.com](mailto:RodriguezOsc@bancsabadell.com)  
Álvaro del Pozo: [Alvaro.DelPozo@bancsabadell.com](mailto:Alvaro.DelPozo@bancsabadell.com)

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

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

**Specialist Sales**

Jorge Llorente: [LlorenteJo@bancsabadell.com](mailto:LlorenteJo@bancsabadell.com)  
Manuel Yagüez: [YagueezM@bancsabadell.com](mailto:YagueezM@bancsabadell.com)  
Pedro Álvarez: [AlvarezPe@bancsabadell.com](mailto:AlvarezPe@bancsabadell.com)

**Agentes**

Eduardo de la Fuente: [Eduardo\\_delafuente@agentes.bancsabadell.com](mailto:Eduardo_delafuente@agentes.bancsabadell.com)



## **Disclaimersin asesoramiento de inversión**

Este informe de inversión se ha realizado de forma objetiva e independiente a petición de la propia compañía objeto de análisis en base a un contrato de servicio de análisis firmado entre las partes. Banco de Sabadell ha participado en la distribución de la ampliación de capital llevada a cabo por la compañía en julio de 2018. La Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A ha implementado todas las medidas de control necesarias para asegurar que no hay ningún conflicto de interés en la elaboración de la valoración.

El presente informe ha sido preparado por la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A., de forma objetiva e independiente 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](http://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.

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.