# **ADL Bionatur Solutions**



Spain | Healthcare

**Investment Research** 

### **Company Update**

Buy			
Recommendation unchang	ed		
Share price: EUR			2.18
closing price as of 04/11/2019	)		
Target price: EUR			3.10
Target Price unchanged			
Upside/Downside F	otenti	al 4	2.2%
Reuters/Bloomberg		ADLB.MC	ADL SM
Market capitalisation (EUR	m)		86
Current N° of shares (m)			39
Free float			24%
Daily avg. no. trad. sh. 12 mt	h		14
Daily avg. trad. vol. 12 mth (r	n)		9.30
Price high/low 12 months		2.4	14 / 1.63
Abs Perfs 1/3/12 mths (%)		-2.68/6.3	34/31.33
Key financials (EUR)	12/18	12/19e	12/20e
Sales (m)	23	51	70
EBITDA (m)	(12)	4	14
EBITDA margin	nm	7.4%	20.2%
EBIT (m)	(15)	1	11
EBIT margin	nm	1.2%	15.1%
Net Profit (adj.)(m)	(17)	(1)	8
ROCE	-15.3%	2.3%	10.6%
Net debt/(cash) (m)	43	57	55
Net Debt Equity	2.0	2.8	2.0
Net Debt/EBITDA	-3.5	15.2	3.9
Int. cover(EBITDA/Fin.int)	(12.0)	2.6	6.5
EV/Sales	4.6	2.8	2.0
EV/EBITDA	nm	37.7	9.8
EV/EBITDA (adj.)	nm	26.9	9.8
EV/EBIT	nm	nm	13.1
P/E (adj.)	nm	nm	11.3
P/BV	3.1	4.2	3.0
OpFCF yield	-38.1%	-16.5%	2.7%
Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%
EPS (adj.)	(0.42)	(0.02)	0.19
BVPS	0.54	0.52	0.72
DPS	0.00	0.00	0.00
Shareholders			

Black Toro Capital 71%; Víctor Infantes 5%;



#### Analyst(s)

Iñigo Recio Pascual inigo.recio@gvcgaesco.es +34 91 436 7814

## Reason: Estimates revision

#### 5 November 2019

## Saliendo de la rampa de lanzamiento

Ya ha pasado más de un año desde la integración de ADL y Bionaturis y la compañía avanza en el desarrollo de su plan industrial y en la consecución de nuevos contratos de fermentación para terceros y de principios activos (APIs). La guía para 2019 es de unas ventas por encima de los 50 m EUR, con EBITDA positivo y obtener beneficio neto ajustado. Hemos actualizado las estimaciones y llegamos a una valoración de la compañía de 3,10 EUR. Mantenemos la recomendación de Comprar.

- Uno de los principales hitos de los últimos meses ha sido la obtención de una financiación por 25 m EUR con el fondo Kartesia. Con esta financiación se puede completar el plan de inversiones de la compañía centrado en finalizar la actualización y modernización de sus instalaciones, refinanciar la deuda por 5,7 m EUR y financiar las necesidades de circulante. El coste financiero de la operación es elevado, al igual que las garantías, pero permite terminar el plan de negocio.
- En los resultados del 1S19, hemos visto avances positivos. Las ventas alcanzaron los 22,6 m EUR (+138%) y el EBITDA fue ligeramente positivo. Esperamos que la mayor utilización de la capacidad de la planta permita ir mejorando la rentabilidad. La compañía tiene una guía de ventas por encima de los 50 m EUR en 2019, con un beneficio neto ajustado. La quía para 2020 es mejor, con un margen EBITDA del 20% y beneficio neto reportado.
- Estimamos un crecimiento de las ventas del 13,3% anual compuesto en el período 2019-25 y un crecimiento anual compuesto del 42,1% en el EBITDA en ese mismo período. El principal riesgo de nuestras estimaciones es que la evolución del negocio de fermentación para terceros sufra retrasos imprevistos. Hasta ahora, en 2018 y en 2019 se han podido firmar nuevos contratos con clientes ya existentes y con nuevos clientes. Además, recientemente, en APIs se firmó un acuerdo de colaboración con una farmacéutica japonesa (antibióticos) por 13 m EUR y una duración de 5 años.
- Estimamos que 2019 será también un año importante de crecimiento de las inversiones que permitirán poner en marcha la plena capacidad de fermentación. Todas estas inversiones vienen acompañadas de nuevos contratos de fermentación y de APIs que estimamos supondrán un aumento de las necesidades de circulante. Con ello, esperamos que en 2020 se vuelva a generar FCF positivo, que crecerá de forma relevante en los siguientes años, reduciendo la deuda neta.
- La deuda neta de ADL Bionatur cerró 2018 en 42,85 m EUR y esperamos que en 2019 siga aumentando por el desarrollo del plan de inversiones en curso, lo que se compensará con el notable crecimiento del EBITDA, dando lugar a un multiplicador DN/EBITDA de 3,9x en 2020e, que bajará a 2x en 2021e.





# **CONTENTS**

Investment Case	3
Catalizadores y otros focos de atención	3
Estrategia	3
Valoración de ADL Bionatur Solutions	6
Multiplicadores comparables	7
Estimaciones de ADL Bionatur Solutions	9
Estimaciones de P&G	9
Principales líneas de negocio	9
Evolución de ventas	13
Evolución del EBITDA	14
Estimaciones Financieras	16
Análisis del cash flow	16
Evolución de la deuda neta	18
Calendario de vencimientos de la deuda	19
Nueva financiación	19
Evolución del ROCE	20
Accionariado y management	21



## **Investment Case**

ADL Bionatur Solutions, es el resultado de la integración de ADL Biofarma y Bionaturis, realizada en mayo de 2018. Este grupo biotecnológico español desarrolla soluciones en el campo de la fermentación para la salud humana y animal, aprovechando la capacidad industrial de la antigua ADL y el I+D y tecnología de bioprocesos de Bionaturis.

ADL Bionatur Solutions es una compañía industrial biotecnológica centrada en la fabricación de productos de alto valor añadido obtenido mediante fermentación para terceros (CMO Organización de fabricación por contrato) para los sectores de salud, cosmética y bienestar, en la fabricación de APIS (principios activos) y el desarrollo de procesos y servicios de I+D y Licencias.

Figure 1: ADL Bionatur Solutions



Source: ADL Bionatur Solutions

#### Figure 2: ADL Bionatur Solutions



Source: ADL Bionatur Solutions

## Catalizadores y otros focos de atención

La atención se centra, en los resultados que vaya obteniendo la compañía. La generación de caja es uno de los aspectos más relevantes en los que se centrarán las miradas de los inversores. La obtención de nuevos contratos de fermentación, con nuevos clientes y con mayor rentabilidad, y visibilidad a largo plazo también sería bien valorada. El desarrollo de productos propios que permita reducir el riesgo de la fermentación a terceros es otro foco de atención.

En el accionariado destacamos la presencia de Black Toro Capital, con un 71%, que relanzó la compañía. Una vez que los objetivos de este tipo de capital riesgo se hayan cumplido, es probable una desinversión ordenada de Black Toro Capital.

ADL es una compañía pequeña, en un sector de grandes empresas que podrían interesarse en comprar ADL. En este sentido, los acuerdos estratégicos de colaboración con Wacker (ventas de 5 bn EUR), líder en el segmento de la fermentación, podrían dar lugar, más a largo plazo, a un mayor acercamiento de las compañías, sobre todo cuando ADL tenga un mayor peso en ventas de sus productos propios.

Otro catalizador podría ser su compra por parte de un private equity de crecimiento.

#### **Estrategia**

El primer objetivo estratégico es consolidar a ADL Bionatur Solutions como un referente global en el mundo de la fermentación (técnica para la producción de moléculas conocidas y nuevas mediante manipulación genética de bacterias, hongos o levaduras) en la fermentación para terceros (CMO/CDMO). El segundo objetivo estratégico es tener producto propio vía fermentación.





La estrategia a largo plazo se centra en el desarrollo de productos propios para la salud y también cosméticos, con procesos de fermentación innovadores, desarrollados y patentados por la compañía. Mientras que el corto-medio plazo se caracteriza por una gran demanda de fermentación para terceros, el desarrollo de los productos propios aumenta la visibilidad a largo plazo.

## Estructura del negocio

El negocio de ADL Bionatur Solutions se divide en tres grandes grupos de actividades: Fermentación para terceros (CMO), Farma y Servicios I+D y Licencias que, sobre las ventas de 2019e, suponen un 80%, 13% y 7% del total, respectivamente.

## Clave del negocio

Pensamos que una de las claves del negocio es el enorme campo de actuación existente creado con la capacidad humana de manipular genéticamente los microorganismos. Ahora se pude producir por fermentación productos como la seda, combustibles, plásticos y suplementos alimenticios como el omega 3. La fabricación de estos productos utilizando procesos de fermentación, en lugar de utilizar el recurso natural o los procesos de síntesis química, permite una reducción de costes y una producción más ecológica y sostenible, lo que también redunda en el precio de venta.

ADL está bien posicionada para aprovechar este mercado gracias a sus capacidades en I+D, las patentes y la posibilidad de desarrollar productos propios para la salud humana y complementos alimenticios para mejorar la calidad de vida, en el campo del microbioma.

Figure 3: ADL Bionatur Solutions



Source: ADL Bionatur Solutions

Figure 4: ADL Bionatur Solutions



Source: ADL Bionatur Solutions

## **Estimaciones**

Esperamos un importante crecimiento de los resultados en los próximos años. Estimamos un crecimiento de las ventas del 13,3% anual compuesto en el período 2019-25 y un crecimiento anual compuesto del 42,1% en el EBITDA en ese mismo período.

El principal riesgo de nuestras estimaciones es que la evolución del negocio de fermentación para terceros sufra retrasos imprevistos bien porque surjan problemas en la ejecución de los proyectos o porque no se renueven los contratos con los clientes o no se capten nuevos contratos. Esto complicaría de forma notable la rentabilidad del grupo y su capacidad para devolver los préstamos.

#### Situación financiera

ADL Bionaturis realizó una ampliación de capital de 12 m EUR en mayo de 2018. Estimamos que la deuda neta podría terminar el año actual en unos 57 m EUR (15,2x DN/EBITDA19), aunque es un multiplicador que no es representativo porque coincide con el primer año de EBITDA positivo, que será bajo, y porque van a continuar las inversiones en la fábrica. Esperamos que en 2020e se sitúe ya en 3,86x y 2x en 2021e. El pasado agosto, el fondo



Kartesia concedió a la empresa un préstamo de 25 m EUR a cuatro años, con lo que se completará el plan. No proyectamos dividendos para los próximos años.

## Valoración

Nuestra valoración por DFC, con una WACC del 10,0% y una g del 2,0%, es de 3,10 EUR.

### **Análisis DAFO**

#### **FORTALEZAS**

- Importante actor en la fermentación para terceros.
- Clientes relevantes.
- Sinergias de la integración con Bionaturis
- Enorme campo de desarrollo de nuevos productos por fermentación.
- Certificaciones con reguladores AEMPS, FDA y EMA.
- Amplio portfolio de APIs betalactámicos estériles y orales en fase de validación.

#### **DEBILIDADES**

- Las grandes multinacionales de salud humana y animal podrían internalizar una mayor parte de la producción.
- Restricciones en el libre comercio o aranceles.
- Que los productos no fueran efectivos o no acabaran recibiendo las autorizaciones.
- Cambios imprevistos en las regulaciones que generen sobrecostes.
- Riesgos medioambientales.

## **OPORTUNIDADES**

- Financiación de 25 m EUR obtenida con Kartesia, para el desarrollo del plan.
- Posibilidad de ampliar las instalaciones con nuevos fermentadores industriales.
- Productos de Bionaturis que podrían producirse internamente.
- Capacidades de investigación y tecnología patentadas en bioprocesos
- La integración con Bionaturis permitirá retener un mayor porcentaje de la cadena de valor de sus descubrimientos dentro de la compañía.

#### **AMENAZAS**

- Problemas posibles para el escalado de los productos o una mala ejecución del escalado.
- Problemas potenciales de contaminación de los fermentadores.
- Que la competencia ofrezca productos más eficientes, más seguros, o más baratos.
- Posibles ampliaciones de capacidad de fermentación que podrían dar lugar a sobrecapacidad en el sector,
- Dependencia de pocos clientes aunque con un gran mercado detrás.
- Cambios tecnológicos en los procesos de fabricación.





## Valoración de ADL Bionatur Solutions

Hemos valorado ADL Bionatur Solutions mediante un descuento de flujos de caja, tomando como período explícito los años 2019e-2028e, aplicando una tasa de descuento del 10,0%. El resumen de la valoración es la siguiente:

Figure 5: DCF: ADL BIONATUR SOLUTIONS

CASH FLOW (EUR m)	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	Norm. Year
Net sales	14.6	23.3	50.8	70.3	85.8	95.7	101.2	104.7	107.4	110.1	112.7	114.2	115.3
% change		60%	118%	38%	22%	11%	6%	4%	3%	2%	2%	1%	1.0%
EBIT	-12.1	-14.9	0.6	10.6	18.2	22.7	24.8	26.1	27.0	27.9	28.7	28.9	25.4
% margin	-82.6%	-64.1%	1.2%	15.1%	21.2%	23.7%	24.5%	25.0%	25.1%	25.3%	25.4%	25.3%	22.00%
Normative Tax Rate	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
NOPLAT	-9.1	-11.2	0.5	8.0	13.6	17.0	18.6	19.6	20.3	20.9	21.5	21.7	19.0
Depreciation	2.2	2.7	3.1	3.6	3.7	3.8	3.8	3.9	4.0	4.0	4.1	4.2	4.2
<b>Gross Operating Cash Flow</b>	-6.8	-8.5	3.6	11.5	17.3	20.8	22.4	23.5	24.2	24.9	25.6	25.9	23.3
Capex	-9.9	-11.2	-14.5	-6.0	-6.0	-6.0	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0
Change in Net Working Capital	1.4	1.2	-2.0	-2.8	-2.1	-1.3	-0.8	-0.2	0.2	-0.3	-0.3	-0.2	0.0
Cash Flow to be discounted	-15.3	-18.5	-12.9	2.7	9.3	13.5	16.6	18.4	19.5	19.6	20.3	20.7	18.3
DCF VALUATION (EUR m)													
WACC			10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
Discount Rate factor			1.00	0.91	0.83	0.75	0.68	0.62	0.56	0.51	0.47	0.42	0.39
Discounted Cash Flow			-6.5	2.4	7.6	10.2	11.4	11.4	11.0	10.0	9.5	8.8	228.1
Cumulated DCF			-6.5	-4.0	3.6	13.8	25.1	36.5	47.5	57.6	67.0	75.8	87.9

Source: GVC Gaesco Valores

En el descuento de flujos consideramos una tasa de crecimiento anual compuesto (tacc) del 9,4% en las ventas del período 2019e-2028e y un crecimiento anual compuesto del 27,3% en el EBITDA en ese mismo período. En las estimaciones incorporamos una progresiva mejoría de los márgenes EBITDA desde el 7% de 2019 al 29% de 2028 (el sector está por encima del 30%).

En nuestras estimaciones **proyectamos un escenario de inversión continuada en circulante**, especialmente en los años en los que esperamos un mayor crecimiento de las ventas, en el período 2019e-2023e. El resumen de la valoración es el siguiente:

Figure 6: WACC	
Free Risk Rate (10y Govn.Bonds)	3.5%
Company Risk Factor or Beta	2.00
Mkt Risk Premium	5.0%
Cost of Equity (Ke or COE)	13.5%
Cost of Debt (gross)	4.70%
Cost of Debt net (Kd or COD)	3.5%
Target gearing (D/(D+E)) or % kd	35%
% ke	65%
Normative Tax Rate	25%
WACC	10.0%

Source: GVC Gaesco Valores estimates

Figure 7: DCF ANALYSIS

Cumulated DCF	75.8	46%
Perpetual Growth Rate (g)	2.0%	
Normalised Annual CF	18.3	
Terminal Value Multiple	12.5	
Terminal Value	228	
Discounted Rate of Terminal Value	0.39	
Discounted Terminal Value	87.9	54%
Enterprise Value ADL (EUR m)	163.7	100%

Source: GVC Gaesco Valores estimates



Figure 8: ADL BIONATUR SOLUTIONS DCF VALUATION

		EBITDA19e	EV/EBITDA19e	EBITDA20e	EV/EBITDA20e	EBITDA21e	EV/EBITDA21e	WACC g
EV ADL BIONATUR SOLUTIONS (m EUR)	163.7	3.8	43.6x	14.2	11.5x	21.9	7.5x	10.0% 2%
- Consolidated net debt 18	-42.9							
- Employee benefits, pension deficit	0.0							
- Minority interest	0.2							
+ Associates, jv and others	1.08							
EQUITY VALUE	122.1							
Number shares	39.39							
Fair value per share in EUR	3.1							

Source: GVC Gaesco Valores

En la valoración por esta metodología obtenemos una valoración de los fondos propios de ADL Bionatur Solutions 122,1 m EUR.

En el **análisis de sensibilidad vemos el efecto en el equity de los cambios** en la WACC, en la tasa de crecimiento perpetuo "g" y en el margen EBIT del valor terminal

Figure 9: DCF sensitivity to WACC-g g, growth 1.0% 1.5% 2.0% 2.5% 3.0% 8.0% 4.1 4.4 4.7 5.0 5.4 9.0% 3.6 3.4 3.8 4.0 4.2 3.0 Α 10.0% 2.9 3.1 3.2 3.4 C 11.0% 2.4 2.5 2.6 2.7 2.8 C 12.0% 2.0 2.1 2.2 2.2 2.3 Source: GVC Gaesco Valores

Figure 10: DCF sensitivity to WACC-terminal EBIT mg Terminal EBIT mg 20% 21% 22% 23% 24% 8.0% 4.3 4.5 4.7 4.8 5.0 9.0% 3.5 3.6 3.8 3.9 4.0 10.0% 2.9 3.0 3.1 3.2 3.3 11.0% 2.4 2.5 2.6 2.7 2.8 12.0% 2.0 2.1 2.2 2.2 2.3 Source: GVC Gaesco Valores

Los multiplicadores implícitos con la valoración son:

Figure 11: Implicit multiples with theoretical value

	2018	2019e	2020e	2021e
EV/Sales	7.0	3.5	2.5	1.9
EV/EBITDA	-13.4	47.3	12.4	7.6
EV/EBIT	-10.9	n.a.	16.5	9.1
P/E adj	-7.3	n.a.	16.1	8.4
P/BV	6.1	6.4	4.6	3.0

Source: GVC Gaesco Valores

A nuestro valor teórico de 3,10 EUR (un 42% por encima de la cotización actual) ADL Bionatur cotizaría con unos multiplicadores elevados, aunque los multiplicadores implícitos de 2020e, EV/EBITDA 12,4x, EV/EBIT 16,5x y P/E 16,1x ofrecen potencial con respecto a los que cotiza la media del sector (14,1x, 19,6x y 24,5x respectivamente).

## **Multiplicadores comparables**

La amplitud del sector, con empresas con diferentes unidades de negocio, estrategias y mercados hace que la comparación con múltiplos sea complicada. Hemos seleccionado un listado de empresas cotizadas, que por su actividad, tienen cierta relación con la de ADL Bionatur.



Figure 12: Multiplicadores comparables

EUR m	Country	Company Market Cap.	% Change YTD	% Change 1 Month	Mean EBITDA 2019	Mean EBITDA Margin 2019	Mean EBITDA Margin 2020	Mean Net Debt/EBITDA 2019	Mean Net Div Yield 2019
Phibro Animal Health	UNITED STATES	845	-25.7%	8.7%	107	14.3%	12.1%	208%	2.3%
Wacker Chemie AG	GERMANY	3,779	-8.4%	19.4%	737	14.7%	15.2%	96%	2.6%
Lonza Group AG	SWITZERLAND	23,798	41.4%	3.0%	1,452	27.1%	28.0%	197%	0.9%
Catalent Inc	UNITED STATES	6,608	65.7%	4.2%	540	23.8%	25.1%	417%	0.0%
Novozymes A/S Class	DENMARK	12,277	8.2%	8.7%	684	35.4%	34.7%	72%	1.7%
Evonik Industries AG	GERMANY	11,534	13.5%	9.7%	2,143	16.1%	16.3%	98%	4.7%
Koninklijke DSM N.V.	NETHERLANDS	19,902	53.6%	1.1%	1,695	18.5%	18.7%	67%	2.2%
Chr. Hansen Holding	DENMARK	9,202	-9.7%	-11.5%	406	35.0%	35.5%	169%	2.6%
ABB Ltd. Sponsored	SWITZERLAND	41,364	14.5%	6.5%	2,935	11.5%	14.2%	193%	3.8%
Givaudan SA	SWITZERLAND	23,934	28.3%	1.5%	1,183	21.0%	21.8%	236%	2.2%
Symrise AG	GERMANY	11,766	34.7%	-2.3%	711	20.8%	21.4%	225%	1.1%
Evolva Holding SA	SWITZERLAND	117	-28.3%	-5.9%	-14				0.0%
Average			15.7%	3.6%		21.7%	22.1%	179.9%	2.0%

Source: Factset. 28/10/19

Figure 13:Multiplicadores comparables

EUR m	Mean Ev/Sales 2019	Mean Ev/Sales 2020	Mean Ev/EBITDA 2019	Mean Ev/EBITDA 2020	Mean Ev/EBIT 2019	Mean Ev/EBIT 2020	Mean P/E 2019	Mean P/E 2020	Mean Price/Book 2019	Mean Price/Book 2020
Phibro Animal Health	1.4 x	1.4 x	10.0 x	11.2 x	14.2 x	14.3 x	15.1 x	20.8 x	4.4 x	4.3 x
Wacker Chemie AG	0.9 x	0.8 x	6.1 x	5.5 x	20.9 x	16.0 x	44.6 x	22.6 x	1.2 x	1.2 x
Lonza Group AG	5.0 x	4.6 x	18.4 x	16.4 x	24.1 x	21.5 x	27.4 x	25.2 x	4.0 x	3.6 x
Catalent Inc	3.9 x	3.4 x	16.4 x	13.5 x	23.3 x	18.8 x	27.7 x	25.4 x	3.7 x	3.6 x
Novozymes A/S Class	6.6 x	6.4 x	18.7 x	18.4 x	24.4 x	24.1 x	29.3 x	28.4 x	8.1 x	8.0 x
Evonik Industries AG	1.0 x	1.0 x	6.4 x	6.1 x	11.3 x	10.5 x	13.1 x	13.3 x	1.3 x	1.3 x
Koninklijke DSM N.V.	2.3 x	2.2 x	12.4 x	11.7 x	18.8 x	17.3 x	22.7 x	19.8 x	2.5 x	2.4 x
Chr. Hansen Holding	8.5 x	8.0 x	24.4 x	22.7 x	28.9 x	27.0 x	36.7 x	33.8 x	11.3 x	10.3 x
ABB Ltd. Sponsored	1.8 x	1.7 x	16.0 x	12.1 x	29.3 x	16.7 x	23.3 x	19.2 x	3.3 x	3.3 x
Givaudan SA	4.7 x	4.5 x	22.6 x	20.4 x	29.7 x	26.1 x	33.0 x	29.6 x	6.8 x	6.4 x
Symrise AG	3.9 x	3.5 x	18.8 x	16.4 x	27.2 x	23.0 x	38.3 x	31.6 x	4.8 x	4.4 x
Evolva Holding SA	8.3 x	5.0 x							0.7 x	0.8 x
Average	4.0 x	3.5 x	15.5 x	14.1 x	22.9 x	19.6 x	28.3 x	24.5 x	4.3 x	4.1 x

Source: Factset. 28/10/19

El sector cotiza a multiplicadores elevados, en torno a 15,5x EV/EBITDA19e, multiplicador al que estimamos se han realizado algunas operaciones, alguna de ellas por parte de Cambrex. Esta compañía es uno de los principales CDMO (contract development and manufacturing organization) en el sector de pequeñas moléculas. Cambrex proporciona productos, servicios y tecnologías para acelerar el desarrollo y comercialización de terapias basadas en pequeñas moléculas. Una de las principales actividades de esta compañía es la producción de APIs (Active Pharmaceutical Ingredients), ingredientes farmacéuticos activos.

En julio de 2018 Cambrex compró Halo Pharma por 425 m USD en cash lo que, de acuerdo con nuestros cálculos, con un EBITDA de 27 m USD interanual a junio de 2018, supone un ratio de 15,7x EV/EBITDA.

Cambrex, a su vez, fue adquirida en agosto de 2019, por una filial de Permira en una operación valorada en 2.400 m USD de EV. Cambrex, en 2018, tuvo unas ventas de 532 m USD y un EBITDA ajustado de 157,6 m USD (en el rango de la guía para 2019 de 150-160 m USD), por lo que estimamos que la operación se hizo a 15,2 EV/EBITDA.



## Estimaciones de ADL Bionatur Solutions

#### Estimaciones de P&G

Nuestras estimaciones de resultados para los próximos años son

Figure 14: ADL Bionatur Solutions P&G

P&L EUR m	2017p	% a/a	2018	% a/a	2019e	% a/a	2020e	% a/a	2021e	% a/a	2022e	% a/a	2023e	% a/a
Net sales	14.62		23.32	59.5%	50.83	118.0%	70.33	38.4%	85.81	22.0%	95.66	11.5%	101.17	5.8%
Procurement costs and stock variation	-5.23		-10.62		-21.65		-26.02		-31.06		-33.96		-35.92	
Work performed and capitalized by co	2.29		1.92		2.00		1.50		1.50		1.50		1.50	
Other income	1.12		2.47		2.00		2.00		2.00		0.00		0.00	
Other operating expenses	-11.40		-15.92		-13.32		-16.53		-18.62		-18.65		-19.83	
Personnel costs	-11.25		-13.38		-16.10		-17.10		-17.76		-18.03		-18.31	
EBITDA	-9.86		-12.21	n.a.	3.76	n.a.	14.18	n.a.	21.86	54.2%	26.51	21.3%	28.62	7.9%
EBITDA mg	n.a.		n.a.		7.39%		20.2%		25.5%		27.7%		28.3%	
Depreciation	-2.21		-2.73		-3.15		-3.55		-3.70		-3.81		-3.83	
EBIT	-12.07		-14.95	n.a.	0.61	n.a.	10.63	n.a.	18.16	70.9%	22.70	25.0%	24.78	9.2%
EBIT mg.	n.a.		n.a.		1.19%		15.1%		21.2%		23.7%		24.5%	
Financial expenses	-1.18		-1.02		-1.48		-2.21		-1.98		-1.54		-0.99	
Net financial result	-1.15		-1.86		-1.46		-2.19		-1.96		-1.52		-2.72	
Extraordinaries	0.00		0.00		0.00		0.00		0.00		0.00		0.00	
EBT	-13.22		-16.81	n.a.	-0.86	-94.9%	8.43	n.a.	16.20	92.1%	21.18	30.7%	22.06	4.2%
Income tax charge	0.38		0.09		0.09		-0.84		-1.62		-4.24		-5.52	
Consolidated Net Income	-12.84		-16.72	n.a.	-0.77	-95.4%	7.59	n.a.	14.58	92.1%	16.94	16.2%	16.55	-2.4%
Non-controlling interests	0.00		0.02		0.00		0.00		0.00		0.00		0.00	
Net Income	-12.84		-16.69		-0.77	-95.4%	7.59	n.a.	14.58	92.1%	16.94	16.2%	16.55	-2.4%

Source: Company data. GVC Gaesco Valores estimates.

En 2018 la facturación ya inició el repunte, con un crecimiento del 60%, gracias a los contratos de fermentación para terceros. En 2018 el EBITDA de la compañía estuvo impactado en 3,5 m EUR por los gastos de integración de las dos compañías, ampliación de capital, provisiones extraordinarias por reorganización del negocio y por algunas indemnizaciones. La firma de los contratos de CMO para los próximos años ha llevado a un incremento de los costes de personal. No se espera un nuevo salto de costes en 2019.

En 2019 estimamos también unos gastos extraordinarios de unos 1,5 m EUR por financiaciones, entre otros. Sin estos extraordinarios veríamos números negros en la línea final de la cuenta de resultados.

## Principales líneas de negocio

Las principales líneas de negocio de la compañía son: Fermentación, Farma, Servicos y Licencias.

#### Fermentación (CMO)

ADL se centra, como línea de negocio más relevante, en el desarrollo, escalado industrial y producción por fermentación para terceros de productos para la industria farmacéutica, alimentaria, cosmética y biotecnológica. Destacamos que la fábrica de León está validada como planta que cumple con las GMP (Good Manufacturing Practices) tanto por la Agencia de Alimentos y Medicamentos de EEUU (FDA en inglés) como por la Agencia Europea del Medicamento (EMA), lo que le sitúa con un buen posicionamiento internacional.

Haciendo un breve repaso histórico, después de meses de inversiones en modernización y puesta a punto de la fábrica, **en 2017 se inició la fermentación para terceros** en pequeñas cantidades y en 2018 las operaciones de CMO se iniciaron a mayor escala.

La firma de varios contratos (4) importantes de CMO con clientes internacionales, impulsó la cifra de ventas a finales de 2018 entrando ya en EBITDA mensual positivo desde octubre



**de 2018.** Para 2019 su objetivo es tener los 8 fermentadores de 225 metros cúbicos operativos antes de final de año.

Figure 15: Selección de clientes









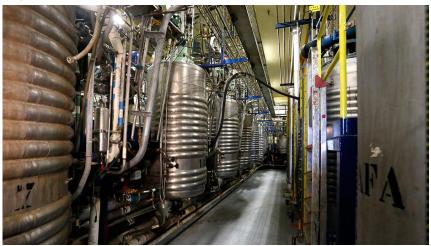




Source: Company data

Los ingresos de fermentación se caracterizan porque después de la dificultad de conseguir los contratos, suelen ser contratos a largo plazo o que se renuevan con cierta recurrencia, dando lugar a una buena vinculación con el cliente por las barreras de entrada y porque una vez realizada la transferencia tecnológica del cliente al proveedor, le merece la pena mantenerse con el proveedor. Es relevante señalar que en 2018 y en 2019 se han podido firmar nuevos contratos con clientes ya existentes y se han firmado acuerdos con nuevos clientes, dando lugar a una evolución creciente de las ventas. Así, en 2018 la producción evolucionó claramente de menos a más. Mientras que en el 1T18 la producción fue de 70 toneladas, al finalizar el año se alcanzaron las 1.140 toneladas de CMO.

Figure 16: CMO



Source: Company data

Los ingresos por CMO siguen siendo la mayor parte de la cifra de ventas, con una elevada concentración en pocos clientes que esperamos se vaya reduciendo de forma progresiva. Esperamos que en 2019 las ventas de CMO se aproximen a los 40 m EUR, un 158% más que en 2018. Con la capacidad de fermentación disponible en máximos, a finales de 2020, la producción se irá incrementando de forma gradual, después del salto de 2019-20, hasta cerca de los 68 m EUR de 2022.

Se estima que la Biotecnología Industrial podría pasar de un negocio de 28.000 m EUR en 2013 a 50.000 m EUR en 2030. En este escenario de crecimiento, en un futuro se podrían ampliar las instalaciones con nuevos fermentadores aunque el actual plan de la



compañía no lo contempla, lo que daría potencial de crecimiento para un potencial nuevo socio de referencia.

Figure 17: CMO



Source: Company data

### Farma (APIs)

En este negocio, ADL desarrolla y produce sustancias activas terapéuticas (APIs) para la industria farma, para la que es un proveedor de referencia, especialmente en los principios activos betalactámicos (derivados de la penicilina), orales como estériles.

El desarrollo de este negocio se apoya en una tecnología patentada de betalactámicos y de APIs inmunosupresores, en la gran experiencia en el registro de productos farmacéuticos para la salud humana y en una estrategia comercial de nicho, sobre todo en los productos estériles.

ADL cuenta con un amplio portfolio de APIs betalactámicos estériles y orales en fase de validación que podrían comenzar a comercializarse en poco tiempo. La capacidad de ADL para producir antibióticos estériles es de unas 60 toneladas/año, mientras que la capacidad de producción de antibióticos orales (PSS) es superior a las 1.000 toneladas/año.

Figure 18: Farma estériles



Source: Company data

ADL ha firmado varios acuerdos de suministro a largo plazo entre ellos un acuerdo plurianual con una importante compañía alemana para bastecer APIs estériles y recientemente anunció un acuerdo de colaboración con una importante compañía farmacéutica japonesa, muy presente en el campo de los antibióticos, por un valor inicial de 13 m EUR y una duración de 5 años.



Figure 19: Farma



Source: Company data

## I+D: Desarrollo de producto propio, servicio de I+D y Licencias.

Otra de las líneas de trabajo de la compañía es **el desarrollo de procesos de fermentación nuevos para fabricar moléculas terapéuticas ya existentes** (antibióticos de segunda y tercera generación, cannabinoides). El objetivo de los procesos de fermentación **es reducir los costes de producción** de las moléculas y mejorar las características y especificaciones de las mismas. Los otros campos de actuación son la producción de antibióticos semisintéticos y de vacunas biotecnológicas y productos farmacológicos.

El equipo de I+D de la compañía está compuesto por 62 personas (un 17% de la plantilla) centradas en el campo de la inmunología avanzada y en el conocimiento de la microbiota. **Los actuales campos de investigación se centran** en el desarrollo de nuevos procesos de fermentación para los siguientes productos:

- Cannabinoides. Se trata de encontrar un proceso de fermentación para su fabricación. El proyecto de ADL se llama Cannabisyn y va destinado a la obtención de moléculas cannabinoideas específicas como el Cannabidiol (CBD), y el delta-9-Tetrahidrocannabinol (Δ9-THC), o sus ácidos correspondientes. Se inició en octubre de 2018 y tiene una duración de tres años. Se desarrolla junto al Instituto de Biotecnología de León, Inbiotec y está financiado en parte por el Ministerio de Economía y Empresa.
- Colágeno para uso humano (y equivalentes bio) y no de origen animal.
- Producción de antibióticos nicho para cepas multi resistentes. La prioridad está en los antibióticos que se queden fuera de patente, para intentar ser rápidos en obtener APIs genéricos.
- ➤ moduladores de microbiota (post bióticos y prebióticos), de carácter personalizado. Nutrición Center NC (referente de nutrición en el canal farmacia, 20.000 centros) y ADL Bionatur Solutions anunciaron un acuerdo para lanzar la primera solución de productos para el control de peso. Para ello, las dos compañías crearon una gama de productos basados en equilibrar la microbiota según el rango de edad: pro-joven (menores de 30 años), pro-adulto (entre 30 y 50 años) y pro-senior (mayores de 50), que se han lanzado al mercado en fase demo, contando con 18 referencias en el mercado. También hay otras investigaciones en desarrollo dirigidas a prevenir a través de la dieta el desarrollo de trastornos como obesidad, diabetes, síndrome metabólico, Crohn, síndrome colon irritable, artritis reumatoide, ansiedad, depresión, etc.

En esta línea de negocio se integra prácticamente Bionaturis. Los programas de I+D de la Sociedad se destinan tanto a salud humana como a salud animal, con el fin de obtener productos propios de valor, y que se puedan obtener por fermentación.

Cuando ADL Blonatur obtiene cierto desarrollo, lleva sus productos al mercado a través de acuerdos de licencia con las principales compañías internacionales. Estos acuerdos pueden





incluir pagos por adelantado, pagos por la consecución de hitos, pagos por actividades de desarrollo e investigación, o pagos por comercialización. Con ello, se pueden obtener ingresos de estos programas antes de que el producto llegue al mercado final, incluso sin llegar a ser comercializado.

Figure 20:



Source: Company data

Figure 21:



Source: Company data

La división de I+D desarrolla la tecnología que se utiliza para los desarrollos propios y la ofrece a otras compañías a través de contratos de servicios CRO (pez cebra) o CDMO y licencias. Destacan las plataformas siguientes:

- Plataforma de pez cebra. Dedicada a la realización de ensayos de toxicidad en modelos animales de pez cebra.
- > **Splittera**: Sistema propietario para la purificación universal de alto rendimiento de productos basados en proteínas. Tiene una licencia exclusiva y mundial con una compañía multinacional líder en la purificación de productos biológicos.
- > **Zera Vaccines**: Tecnología patentada y objeto de distintas evaluaciones de prueba de concepto por empresas externas.
- Flylife: es un sistema de desarrollo de productos biológicos que permite una mayor flexibilidad en el escalado.

#### Evolución de ventas

Esperamos que la cifra de ventas crezca a una tasa de crecimiento anual compuesto (tacc) del 13,3% entre 2019e y 2025e.

Nuestras estimaciones de ventas por divisiones son las siguientes.

Figure 22: Ventas por divisiones

	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
m EUR						
Ventas Fermentación	15.7	40.4	53.4	62.0	68.1	71.4
% crecimiento		158%	32%	16%	10%	5%
Ventas Farma (APIs)	5.6	6.5	10.4	16.0	17.6	18.4
% crecimiento		15%	60%	54%	10%	5%
Servicios I+D Licencias	1.7	3.4	5.9	7.0	9.2	10.6
% crecimiento		106%	72%	19%	32%	15%
Otros	0.4	0.5	0.7	8.0	8.0	8.0
Ventas totales	23.3	50.8	70.3	85.8	95.7	101.2
% crecimiento		118%	38%	22%	11%	6%

Source: GVC Gaesco Valores estimates



En el 1S19 la utilización de la capacidad productiva en fermentación ha sido superior al 65% y esperamos que la finalizar el año sea >90%, para llegar al 100% en 2020. A partir del momento en que los fermentadores están llenos, a plena capacidad, para seguir creciendo hay que optimizarlos. Para ello, el proceso será que los fermentadores paren lo menos posible, lo cual dependerá también de la demanda de cada producto, y del valor añadido que aporte cada producto, con lo que se tratará de elegir los productos/clientes más rentables. Asimismo, a futuro, podríamos ver ingresos adicionales por la ampliación de la planta depuradora y por la planta piloto.

En los gráficos inferiores vemos la evolución de las principales divisiones de la compañía por su peso en las ventas en m EUR, comparando 2 años, 2019e y 2025e:

Figure 23: Desglose por divisiones 2019e

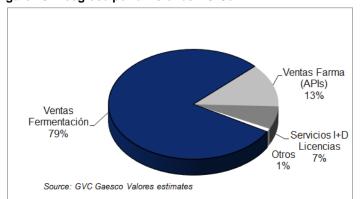


Figure 24: Desglose por divisiones 2025e Ventas Farma (APIs) 18% Servicios I+D Licencias 12% Ventas Fermentación Otros

Source: GVC Gaesco Valores estimates

La evolución de la cifra de ventas que esperamos para los próximos años es la siguiente

Figure 25: Evolución de ventas estimada 2019e-25e



Source: Company data

## Evolución del EBITDA

El notable crecimiento de las ventas que son, como hemos visto, en su mayor parte, el fruto de los contratos de fermentación, nos permite proyectar una buena recuperación del EBITDA de la compañía.



ESN

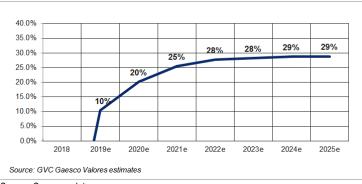
Figure 26: Evolución esperada del EBITDA ajustado



Source: Company data

La dilución de costes fijos gracias a una utilización cada vez mayor de la capacidad productiva, es una de las principales razones de la mejoría estimada en los márgenes EBITDA.

Figure 27: Evolución estimada del margen EBITDA



Source: Company data

La guía de la empresa para 2019 es duplicar la facturación hasta una cifra superior a los 50 m EUR que dará lugar a un EBITDA positivo y a la obtención de beneficio neto ajustado positivo. ADL espera que el margen EBITDA de 2020 alcance el 20%. A largo plazo, ADL espera que su margen EBITDA esté en línea con los habituales en el sector, por encima del 30%.

Figure 28: Guía de ADL Bionatur Solutions



Source: Company data



## **Estimaciones Financieras**

#### Análisis del cash flow

En 2018 ADL Bionatur, en fase de reordenación del negocio, generó un FCF negativo que junto a una exitosa ampliación de capital de 12 m EUR situó la deuda neta en 42,8 m EUR. La compañía, como veremos, ha estado invirtiendo mucho para relanzar esta fábrica de productos biotecnológicos.

En 2019 también esperamos que se invierta un elevado capex (14,5 m EUR) para seguir con el plan estratégico. En los años posteriores esperamos que, con el actual socio mayoritario, las inversiones en capex se relajen. A estas inversiones le acompañarán, de acuerdo con nuestras estimaciones, inversiones en circulante, en línea con los mayores volúmenes de producción. Esperamos que en 2020 se vuelva a generar FCF positivo, que crecerá de forma relevante en los siguientes años, permitiendo una rápida reducción de la deuda neta.

Figure 29: Estimaciones de CF

CASH FLOW (EURm)	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Cash Flow from Operations before change in NWC	-15.06	2.38	11.14	18.28	20.75	22.13
Change in Net Working Capital	1.18	-2.03	-2.84	-2.07	-1.30	-0.78
Capex	-11.19	-14.50	-6.00	-6.00	-6.00	-5.00
Disposals, financial divestments	1.50	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Free Cash Flow (FCF)	-23.57	-14.15	2.30	10.21	13.45	16.35
Dividends	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Other	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Change in consolidation	0.97	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Increase in equity	12.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Share Buy Backs	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Change in Net Debt	-10.60	-14.15	2.30	10.21	13.45	16.35

Source: GVC Gaesco Valores estimates

En principio, ADL Bionatur Solutions se centrará en el crecimiento, por lo que no tiene un objetivo de pay out a medio plazo, aunque su generación de caja y su nivel de deuda neta (2x DN/EBITDA21e) permitirían comenzar a pagar dividendos en 2022 con cargo a 2021, aunque no lo hemos incluido en nuestras estimaciones.

### **Inversiones**

La financiación de 25 m EUR obtenida recientemente se va a destinar a refinanciar deuda, a inversiones en circulante y a capex. Estimamos que para capex de crecimiento se podrían destinar unos 16 millones de EUR para terminar las inversiones del plan estratégico de la compañía, que finaliza en 2022. Además, estimamos un capex de unos 2,5 m EUR/año para el mantenimiento y unos 1,5-2 m EUR en I+D, es decir, unos 32,5 m EUR en el período 2019e-22e.

La fábrica de León ha realizado ya importantes inversiones en los últimos años. Entre 2014-16 se realizaron inversiones para reiniciar la actividad. En 2017 las inversiones se centraron en obtener las certificaciones regulatorias y las de 2018 se destinaron además de para la adecuación del parque de disolventes y el desarrollo de nuevos productos, a ampliar la capacidad de producción y a mejoras tecnológicas. Este también será el destino de las inversiones de 2019, incluyendo la fase 2 de la depuradora, la validación GMP y la puesta a pleno rendimiento de la nueva planta piloto de fermentación. Las GMP o "Good Manufacturing Practices" son los requisitos necesarios para cumplir las directrices recomendadas por las agencias que controlan las autorizaciones para la fabricación y venta de productos alimenticios, cosméticos y farmacéuticos, entre otros.



Figure 30: Planta depuradora, fase 1

Figure 31:



Source: Company data

Source: Company data

Destacamos la inversión en la planta piloto que cuenta con los últimos avances tecnológicos para el estudio de la fermentación. Esta planta es clave para el escalado de la producción, antes de la producción en los grandes fermentadores de 225.000 litros. La planta piloto cuenta con una capacidad de 10 m3 distribuidos en 1 fermentador de 2 m3, 6 fermentadores de 1 m3, 2 fermentadores de 0,5 m3y 2 fermentadores de 0,1m3. Que permiten desarrollar cada proceso en diferentes volúmenes. Esta planta se complementa con una planta semipiloto, con 7 fermentadores totalmente equipados con pequeños volúmenes de 30 a 50 litros para los estudios preliminares.

Figure 32: Evolución estimada de las inversiones



Source: GVC Gaesco Valores

El objetivo es tener el negocio de fermentación, con ocho fermentadores de 225 m3, modernizado y operativo para finales de 2019. Otro de los aspectos a destacar es que se van a acometer las inversiones para poner en marcha la fase 2 de la depuradora, que permitirá ampliar la producción de los fermentadores para la planta de ADL y las industrias colindantes, generando nuevos ingresos de servicios.

La planta depuradora en su fase 1 está muy avanzada, y la fase 2, que lleva retraso, se podría tener completamente reformada y funcionando para 2021.

ADL inició las operaciones de fermentación en su planta principal en febrero de 2018 con dos fermentadores que estaban a plena producción en mayo. En octubre de ese se añadieron tres fermentadores más.

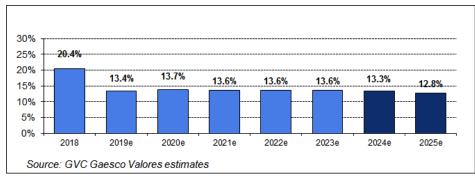
Las inversiones también se destinarán a toda la infraestructura existente alrededor de los fermentadores para realizar la ampliación de la capacidad productiva para finalizar el plan.



#### Evolución del circulante.

Nuestras estimaciones de circulante sobre ventas tienen la siguiente tendencia, generando las inversiones anteriormente detalladas en la evolución del cash flow.

Figure 33: Evolución del circulante

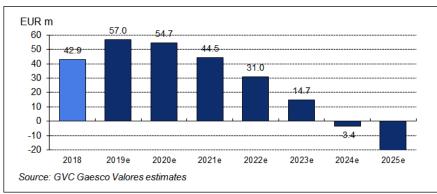


Source: Company data

#### Evolución de la deuda neta

La deuda neta de ADL Bionatur cerró 2018 en 42,85 m EUR y esperamos que en 2019 siga aumentando por el desarrollo del plan de inversiones en curso. En 2020, podríamos empezar a ver el inicio de una progresiva reducción de deuda neta.

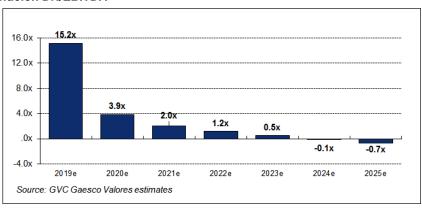
Figure 34: Evolución de la deuda neta



Source: Company data

La recuperación del EBITDA gracias al crecimiento esperado de la fermentación para terceros situará el multiplicador DN/EBITDA en un nivel más cómodo en 2021e.

Figure 35: Evolución DN/EBITDA





#### Calendario de vencimientos de la deuda

A 31 de diciembre de 2018, el calendario de vencimientos de deuda de la compañía tenía la representación gráfica abajo detallada.

Gran parte de la deuda bruta son créditos blandos de entidades públicas relacionados con la reindustrialización de la fábrica.

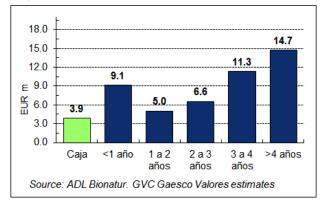


Figure 36: Vencimientos de la deuda

Source: Company data

A 31 de diciembre la liquidez de la compañía estaba formada por una caja de 3,9 m EUR más pólizas de crédito no dispuesto por importe de 2,2 m EUR.

#### Nueva financiación

El 19 de agosto, ADL Bionaturis, a través de la sociedad filial de su grupo, ADL Biopharma, firmó un acuerdo de financiación por 25 m EUR con el fondo Kartesia, Este acuerdo también le posibilita para obtener una financiación adicional de 5 m EUR para cubrir posibilidades adicionales de crecimiento, entre los próximos 6 y 18 meses. El tipo de interés que se aplica en los dos casos es Euribor + 5% anual + 7% PIK (repagable este último al vencimiento junto con el principal). La financiación es a 4 años.

Con esta financiación se puede completar el plan de inversiones de la compañía centrado en finalizar la actualización y modernización de sus instalaciones, refinanciar deuda por 5,7 m EUR y financiar las necesidades de circulante.

El coste de la financiación es muy elevado pero permite terminar las inversiones, y pensamos que a medida que la compañía mejore la visibilidad, los costes financieros, en general, se irán reduciendo. Otro aspecto que destacamos es el de las garantías del préstamo, consistentes en una garantía sobre las acciones de ADL Biopharma a otorgar por la Sociedad y un derecho real de hipoteca inmobiliaria sobre la nave industrial localizada en León y titularidad de ADL Biopharma. Estas garantías se aprobaron en la Junta de Accionistas del 13 de septiembre. Black Toro Capital, el principal accionista de ADL Bionatur Solutions, apoyó esta operación.



## **Evolución del ROCE**

En ADL Bionatur el inmovilizado es la partida más relevante en el cálculo del capital empleado. En 2019 se realizaran inversiones relevantes en capex y, a medio plazo, estimamos ya unas inversiones más bajas. La evolución estimada del capital empleado es la siguiente:

EUR 90 75 60 45 30 15 0 2021e 2022e 2025e 2018 2020e 2023e 2024e 2019e Source: GVC Gaesco Valores estimates

Figure 37: Performance of capital employed

Source: Company data

Estimamos que en 2019 el ROCE de ADL Bionatur sea ya positivo y que irá mejorando de forma progresiva hasta cerca del 21% en 2022.

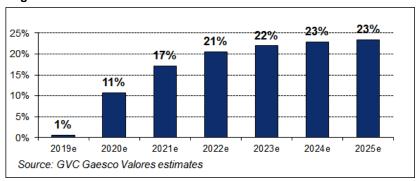


Figure 38: Evolución del ROCE

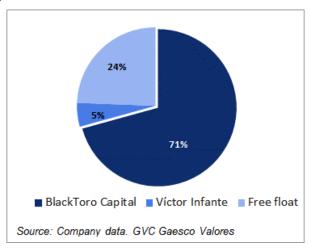
Source: Company data



## Accionariado y management

El accionariado de ADL Bionatur Solutions a 31/12/18 estaba compuesto por los siguientes accionistas.

Figure 39: Accionariado



El principal accionista de ADL Bionatur Solutions es Black Toro Capital, con un 71,0% de la compañía. El plazo de inversión de este fondo es limitado por lo que no tiene vocación de permanencia, de ahí que es de esperar que salga de la compañía en cuanto la compañía esté reorientada con su plan estratégico.

El equipo de gestión de la compañía está formado por:

**Pilar de la Huerta**. CEO del Grupo. CEO de la División de la División Industrial. Más de 20 años de experiencia en la gestión de empresas públicas y privadas en los sectores farmacéutico y biotecnológico en la Unión Europea.

**Juan Andrés Corrochano**. CFO. Más de 15 años de experiencia en áreas corporativas, financieras y de gestión integral de negocios.

**Victor Infante**. Group BD Director. CEO de la División de Salud Animal. Más de 15 años de experiencia en el sector de la biotecnología. Fundador de Bionaturis.

**Javier Uria**. COO. Más de 20 años de experiencia como Director de Planta en empresas farmacéuticas y de fermentación internacionales.



<b>ADL Bionatur Solution</b>	s :	Summary	tables
------------------------------	-----	---------	--------

PROFIT & LOSS (EURm)	12/2017p	12/2018	12/2019e	12/2020e	12/2021e
Sales	14.6	23.3	<b>50.8</b>	<b>70.3</b>	85.8 67.4
Cost of Sales & Operating Costs	-27.9 0.0	-39.9 -3.5	-51.1 -1.5	-59.7 0.0	-67.4 0.0
Non Recurrent Expenses/Income  EBITDA	- <b>9.9</b>	-3.5 <b>-12.2</b>	-1.5 <b>3.8</b>	14.2	21.9
EBITDA (adj.)*	-9.9	-12.2 -8.7	5.3	14.2	21.9
Depreciation	-2.2	-2.7	-3.1	-3.6	-3.7
EBITA	-12.1	-14.9	0.6	10.6	18.2
EBITA (adj)*	-12.1	-11.4	2.1	10.6	18.2
Amortisations and Write Downs	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBIT	-12.1	-14.9	0.6	10.6	18.2
EBIT (adj.)*	-12.1	-11.4	2.1	10.6	18.2
Net Financial Interest	-1.2	-1.0	-1.5	-2.2	-2.0
Other Financials	0.0	-0.8	0.0	0.0	0.0
Associates	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other Non Recurrent Items	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Earnings Before Tax (EBT)	-13.2	-16.8	-0.9	8.4	16.2
Tax	0.4	0.1	0.1	-0.8	-1.6
Tax rate	2.8%	0.5%	10.0%	10.0%	10.0%
Discontinued Operations	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Minorities Not Brofit (reported)	0.0 <b>-12.8</b>	0.0 <b>-16.7</b>	0.0	0.0 <b>7.6</b>	0.0
Net Profit (reported) Net Profit (adj.)	-12.8	-16.7 -16.7	-0.8 -0.8	7.6 7.6	14.6 14.6
· • •					
CASH FLOW (EURM)	<b>12/2017p</b> -13.0	<b>12/2018</b> -15.1	<b>12/2019e</b> 2.4	<b>12/2020e</b> 11.1	12/2021e
Cash Flow from Operations before change in NWC Change in Net Working Capital	-13.0 1.4	-15.1 1.2	-2.4 -2.0	-2.8	18.3 -2.1
Cash Flow from Operations	-11.6	-13.9	-2.0 <b>0.4</b>	-2.0 <b>8.3</b>	16.2
Capex	-9.9	-11.2	-14.5	-6.0	-6.0
Net Financial Investments	0.0	1.5	0.0	0.0	0.0
Free Cash Flow	-21.4	-23.6	-14.1	2.3	10.2
Dividends	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other (incl. Capital Increase & share buy backs)	14.0	13.0	0.0	0.0	0.0
Change in Net Debt	-7.4	-10.6	-14.1	2.3	10.2
NOPLAT	-9	-9	2	8	14
BALANCE SHEET & OTHER ITEMS (EURm)	12/2017p	12/2018	12/2019e	12/2020e	12/2021e
	29.1	<b>12/2018</b> 37.4	<b>12/2019e</b> 48.7	51.2	<b>12/2021e</b> 53.5
BALANCE SHEET & OTHER ITEMS (EURM) Net Tangible Assets Net Intangible Assets (incl.Goodwill)	29.1 13.0	37.4 14.1	48.7 14.1	51.2 14.1	53.5 14.1
BALANCE SHEET & OTHER ITEMS (EURm)  Net Tangible Assets  Net Intangible Assets (incl.Goodwill)  Net Financial Assets & Other	29.1 13.0 10.5	37.4 14.1 8.3	48.7 14.1 8.3	51.2 14.1 8.3	53.5 14.1 8.3
BALANCE SHEET & OTHER ITEMS (EURm)  Net Tangible Assets  Net Intangible Assets (incl.Goodwill)  Net Financial Assets & Other  Total Fixed Assets	29.1 13.0 10.5 <b>52.7</b>	37.4 14.1 8.3 <b>59.8</b>	48.7 14.1 8.3 <b>71.1</b>	51.2 14.1 8.3 <b>73.6</b>	53.5 14.1 8.3 <b>75.9</b>
BALANCE SHEET & OTHER ITEMS (EURm)  Net Tangible Assets Net Intangible Assets (incl.Goodwill) Net Financial Assets & Other  Total Fixed Assets Inventories	29.1 13.0 10.5 <b>52.7</b> 7.2	37.4 14.1 8.3 <b>59.8</b> 6.6	48.7 14.1 8.3 <b>71.1</b> 6.8	51.2 14.1 8.3 <b>73.6</b> 7.3	53.5 14.1 8.3 <b>75.9</b> 8.7
BALANCE SHEET & OTHER ITEMS (EURM)  Net Tangible Assets Net Intangible Assets (incl.Goodwill) Net Financial Assets & Other  Total Fixed Assets Inventories Trade receivables	29.1 13.0 10.5 <b>52.7</b> 7.2 5.8	37.4 14.1 8.3 <b>59.8</b> 6.6 8.9	48.7 14.1 8.3 <b>71.1</b> 6.8 10.7	51.2 14.1 8.3 <b>73.6</b> 7.3 9.6	53.5 14.1 8.3 <b>75.9</b> 8.7 11.3
BALANCE SHEET & OTHER ITEMS (EURM)  Net Tangible Assets Net Intangible Assets (incl.Goodwill) Net Financial Assets & Other  Total Fixed Assets Inventories Trade receivables Other current assets	29.1 13.0 10.5 <b>52.7</b> 7.2 5.8 0.0	37.4 14.1 8.3 <b>59.8</b> 6.6 8.9 0.0	48.7 14.1 8.3 <b>71.1</b> 6.8 10.7 0.0	51.2 14.1 8.3 <b>73.6</b> 7.3 9.6 0.0	53.5 14.1 8.3 <b>75.9</b> 8.7 11.3
BALANCE SHEET & OTHER ITEMS (EURm)  Net Tangible Assets Net Intangible Assets (incl.Goodwill) Net Financial Assets & Other  Total Fixed Assets Inventories Trade receivables Other current assets Cash (-)	29.1 13.0 10.5 <b>52.7</b> 7.2 5.8 0.0 -3.0	37.4 14.1 8.3 <b>59.8</b> 6.6 8.9 0.0 -4.0	48.7 14.1 8.3 <b>71.1</b> 6.8 10.7 0.0	51.2 14.1 8.3 <b>73.6</b> 7.3 9.6 0.0 -4.0	53.5 14.1 8.3 <b>75.9</b> 8.7 11.3 0.0 -4.0
BALANCE SHEET & OTHER ITEMS (EURM)  Net Tangible Assets Net Intangible Assets (incl.Goodwill) Net Financial Assets & Other  Total Fixed Assets Inventories Trade receivables Other current assets Cash (-) Total Current Assets	29.1 13.0 10.5 <b>52.7</b> 7.2 5.8 0.0 -3.0 <b>16.1</b>	37.4 14.1 8.3 <b>59.8</b> 6.6 8.9 0.0 -4.0 <b>19.5</b>	48.7 14.1 8.3 <b>71.1</b> 6.8 10.7 0.0 -4.0 <b>21.5</b>	51.2 14.1 8.3 <b>73.6</b> 7.3 9.6 0.0 -4.0 <b>20.9</b>	53.5 14.1 8.3 <b>75.9</b> 8.7 11.3 0.0 -4.0
BALANCE SHEET & OTHER ITEMS (EURM)  Net Tangible Assets Net Intangible Assets (incl.Goodwill) Net Financial Assets & Other  Total Fixed Assets Inventories Trade receivables Other current assets Cash (-) Total Current Assets Total Assets	29.1 13.0 10.5 <b>52.7</b> 7.2 5.8 0.0 -3.0 <b>16.1</b> <b>68.7</b>	37.4 14.1 8.3 <b>59.8</b> 6.6 8.9 0.0 -4.0 <b>19.5</b> <b>79.2</b>	48.7 14.1 8.3 <b>71.1</b> 6.8 10.7 0.0 -4.0 <b>21.5</b> <b>92.6</b>	51.2 14.1 8.3 <b>73.6</b> 7.3 9.6 0.0 -4.0 <b>20.9</b> <b>94.5</b>	53.5 14.1 8.3 <b>75.9</b> 8.7 11.3 0.0 -4.0 <b>24.0</b> <b>99.8</b>
BALANCE SHEET & OTHER ITEMS (EURm)  Net Tangible Assets Net Intangible Assets (incl.Goodwill) Net Financial Assets & Other  Total Fixed Assets Inventories Trade receivables Other current assets Cash (-) Total Current Assets Total Assets Shareholders Equity	29.1 13.0 10.5 <b>52.7</b> 7.2 5.8 0.0 -3.0 <b>16.1</b> <b>68.7</b> 26.1	37.4 14.1 8.3 <b>59.8</b> 6.6 8.9 0.0 -4.0 <b>19.5</b> <b>79.2</b> 21.3	48.7 14.1 8.3 <b>71.1</b> 6.8 10.7 0.0 -4.0 <b>21.5</b> <b>92.6</b> 20.6	51.2 14.1 8.3 <b>73.6</b> 7.3 9.6 0.0 -4.0 <b>20.9</b> <b>94.5</b> 28.2	53.5 14.1 8.3 <b>75.9</b> 8.7 11.3 0.0 -4.0 <b>24.0</b> <b>99.8</b> 42.7
BALANCE SHEET & OTHER ITEMS (EURm)  Net Tangible Assets Net Intangible Assets (incl.Goodwill) Net Financial Assets & Other  Total Fixed Assets Inventories Trade receivables Other current assets Cash (-) Total Current Assets Total Assets Shareholders Equity Minority	29.1 13.0 10.5 <b>52.7</b> 7.2 5.8 0.0 -3.0 <b>16.1</b> <b>68.7</b> 26.1 -0.1	37.4 14.1 8.3 59.8 6.6 8.9 0.0 -4.0 19.5 79.2 21.3 -0.1	48.7 14.1 8.3 <b>71.1</b> 6.8 10.7 0.0 -4.0 <b>21.5</b> <b>92.6</b> 20.6 -0.1	51.2 14.1 8.3 <b>73.6</b> 7.3 9.6 0.0 -4.0 <b>20.9</b> <b>94.5</b> 28.2 -0.1	53.5 14.1 8.3 <b>75.9</b> 8.7 11.3 0.0 -4.0 <b>24.0</b> <b>99.8</b> 42.7 -0.1
BALANCE SHEET & OTHER ITEMS (EURm)  Net Tangible Assets Net Intangible Assets (incl.Goodwill) Net Financial Assets & Other  Total Fixed Assets Inventories Trade receivables Other current assets Cash (-) Total Current Assets Total Assets Shareholders Equity Minority Total Equity	29.1 13.0 10.5 <b>52.7</b> 7.2 5.8 0.0 -3.0 <b>16.1</b> <b>68.7</b> 26.1 -0.1 26.0	37.4 14.1 8.3 59.8 6.6 8.9 0.0 -4.0 19.5 79.2 21.3 -0.1 21.2	48.7 14.1 8.3 71.1 6.8 10.7 0.0 -4.0 21.5 92.6 20.6 -0.1 20.4	51.2 14.1 8.3 <b>73.6</b> 7.3 9.6 0.0 -4.0 <b>20.9</b> <b>94.5</b> 28.2 -0.1 28.0	53.5 14.1 8.3 <b>75.9</b> 8.7 11.3 0.0 -4.0 <b>24.0</b> <b>99.8</b> 42.7 -0.1 42.6
BALANCE SHEET & OTHER ITEMS (EURm)  Net Tangible Assets Net Intangible Assets (incl.Goodwill) Net Financial Assets & Other  Total Fixed Assets Inventories Trade receivables Other current assets Cash (-) Total Current Assets Total Assets Shareholders Equity Minority	29.1 13.0 10.5 <b>52.7</b> 7.2 5.8 0.0 -3.0 <b>16.1</b> <b>68.7</b> 26.1 -0.1	37.4 14.1 8.3 59.8 6.6 8.9 0.0 -4.0 19.5 79.2 21.3 -0.1	48.7 14.1 8.3 <b>71.1</b> 6.8 10.7 0.0 -4.0 <b>21.5</b> <b>92.6</b> 20.6 -0.1	51.2 14.1 8.3 <b>73.6</b> 7.3 9.6 0.0 -4.0 <b>20.9</b> <b>94.5</b> 28.2 -0.1	53.5 14.1 8.3 <b>75.9</b> 8.7 11.3 0.0 -4.0 <b>24.0</b> <b>99.8</b> 42.7 -0.1 42.6 39.0
BALANCE SHEET & OTHER ITEMS (EURm)  Net Tangible Assets Net Intangible Assets (incl.Goodwill) Net Financial Assets & Other  Total Fixed Assets Inventories Trade receivables Other current assets Cash (-) Total Current Assets Total Assets Shareholders Equity Minority Total Equity Long term interest bearing debt	29.1 13.0 10.5 <b>52.7</b> 7.2 5.8 0.0 -3.0 <b>16.1 68.7</b> 26.1 -0.1 26.0 28.7	37.4 14.1 8.3 59.8 6.6 8.9 0.0 -4.0 19.5 79.2 21.3 -0.1 21.2 37.7 0.0	48.7 14.1 8.3 71.1 6.8 10.7 0.0 -4.0 21.5 92.6 20.6 -0.1 20.4 49.1	51.2 14.1 8.3 <b>73.6</b> 7.3 9.6 0.0 -4.0 <b>20.9</b> <b>94.5</b> 28.2 -0.1 28.0 47.2	53.5 14.1 8.3 <b>75.9</b> 8.7 11.3 0.0 -4.0 <b>24.0</b> <b>99.8</b> 42.7 -0.1 42.6 39.0 0.0
BALANCE SHEET & OTHER ITEMS (EURm)  Net Tangible Assets Net Intangible Assets (incl.Goodwill) Net Financial Assets & Other  Total Fixed Assets Inventories Trade receivables Other current assets Cash (-) Total Current Assets Total Assets Shareholders Equity Minority Total Equity Long term interest bearing debt Provisions	29.1 13.0 10.5 52.7 7.2 5.8 0.0 -3.0 16.1 68.7 26.1 -0.1 26.0 28.7 0.0	37.4 14.1 8.3 59.8 6.6 8.9 0.0 -4.0 19.5 79.2 21.3 -0.1 21.2 37.7	48.7 14.1 8.3 71.1 6.8 10.7 0.0 -4.0 21.5 92.6 20.6 -0.1 20.4 49.1 0.0	51.2 14.1 8.3 <b>73.6</b> 7.3 9.6 0.0 -4.0 <b>20.9</b> <b>94.5</b> 28.2 -0.1 28.0 47.2 0.0	53.5 14.1 8.3 <b>75.9</b> 8.7 11.3 0.0 -4.0 <b>24.0</b> <b>99.8</b> 42.7 -0.1 42.6 39.0 0.0
BALANCE SHEET & OTHER ITEMS (EURm)  Net Tangible Assets Net Intangible Assets (incl.Goodwill) Net Financial Assets & Other  Total Fixed Assets Inventories Trade receivables Other current assets Cash (-) Total Current Assets Total Assets Shareholders Equity Minority Total Equity Long term interest bearing debt Provisions Other long term liabilities	29.1 13.0 10.5 <b>52.7</b> 7.2 5.8 0.0 -3.0 <b>16.1 68.7</b> 26.1 -0.1 26.0 28.7 0.0 0.4	37.4 14.1 8.3 59.8 6.6 8.9 0.0 -4.0 19.5 79.2 21.3 -0.1 21.2 37.7 0.0 0.5	48.7 14.1 8.3 71.1 6.8 10.7 0.0 -4.0 21.5 92.6 20.6 -0.1 20.4 49.1 0.0 0.5	51.2 14.1 8.3 <b>73.6</b> 7.3 9.6 0.0 -4.0 <b>20.9</b> <b>94.5</b> 28.2 -0.1 28.0 47.2 0.0	53.5 14.1 8.3 <b>75.9</b> 8.7 11.3 0.0 -4.0 <b>24.0 99.8</b> 42.7 -0.1 42.6 39.0 0.5 <b>39.5</b>
BALANCE SHEET & OTHER ITEMS (EURm)  Net Tangible Assets Net Intangible Assets (incl.Goodwill) Net Financial Assets & Other  Total Fixed Assets Inventories Trade receivables Other current assets Cash (-) Total Current Assets Total Assets Shareholders Equity Minority Total Equity Long term interest bearing debt Provisions Other long term Liabilities Total Long Term Liabilities	29.1 13.0 10.5 52.7 7.2 5.8 0.0 -3.0 16.1 68.7 26.1 -0.1 26.0 28.7 0.0 0.4 29.1 6.6 7.1	37.4 14.1 8.3 59.8 6.6 8.9 0.0 -4.0 19.5 79.2 21.3 -0.1 21.2 37.7 0.0 0.5 38.2	48.7 14.1 8.3 71.1 6.8 10.7 0.0 -4.0 21.5 92.6 20.6 -0.1 20.4 49.1 0.0 0.5 49.5	51.2 14.1 8.3 73.6 7.3 9.6 0.0 -4.0 20.9 94.5 28.2 -0.1 28.0 47.2 0.0 0.5 47.7 11.5 7.3	53.5 14.1 8.3 <b>75.9</b> 8.7 11.3 0.0 -4.0 <b>24.0 99.8</b> 42.7 -0.1 42.6 39.0 0.5 <b>39.5</b> 9.5
BALANCE SHEET & OTHER ITEMS (EURm)  Net Tangible Assets Net Intangible Assets (incl.Goodwill) Net Financial Assets & Other  Total Fixed Assets Inventories Trade receivables Other current assets Cash (-) Total Current Assets Total Assets Shareholders Equity Minority Total Equity Long term interest bearing debt Provisions Other long term Liabilities Short term interest bearing debt	29.1 13.0 10.5 52.7 7.2 5.8 0.0 -3.0 16.1 68.7 26.1 -0.1 26.0 28.7 0.0 0.4 29.1 6.6 7.1 0.0	37.4 14.1 8.3 59.8 6.6 8.9 0.0 -4.0 19.5 79.2 21.3 -0.1 21.2 37.7 0.0 0.5 38.2 9.1	48.7 14.1 8.3 71.1 6.8 10.7 0.0 -4.0 21.5 92.6 20.6 -0.1 20.4 49.1 0.0 0.5 49.5 11.9 10.8 0.0	51.2 14.1 8.3 73.6 7.3 9.6 0.0 -4.0 20.9 94.5 28.2 -0.1 28.0 47.2 0.0 0.5 47.7 11.5 7.3 0.0	53.5 14.1 8.3 <b>75.9</b> 8.7 11.3 0.0 -4.0 <b>24.0 99.8</b> 42.7 -0.1 42.6 39.0 0.5 <b>39.5</b> 9.5
BALANCE SHEET & OTHER ITEMS (EURm)  Net Tangible Assets Net Intangible Assets (incl.Goodwill) Net Financial Assets & Other  Total Fixed Assets Inventories Trade receivables Other current assets Cash (-) Total Current Assets Total Assets Shareholders Equity Minority Total Equity Long term interest bearing debt Provisions Other long term liabilities Total Long Term Liabilities Other current liabilities Total Current liabilities Total Current Liabilities Total Current Liabilities	29.1 13.0 10.5 52.7 7.2 5.8 0.0 -3.0 16.1 68.7 26.1 -0.1 26.0 28.7 0.0 0.4 29.1 6.6 7.1 0.0 13.7	37.4 14.1 8.3 59.8 6.6 8.9 0.0 -4.0 19.5 79.2 21.3 -0.1 21.2 37.7 0.0 0.5 38.2 9.1 10.7 0.0 19.9	48.7 14.1 8.3 71.1 6.8 10.7 0.0 -4.0 21.5 92.6 20.6 -0.1 20.4 49.1 0.0 0.5 49.5 11.9 10.8 0.0 22.7	51.2 14.1 8.3 73.6 7.3 9.6 0.0 -4.0 20.9 94.5 28.2 -0.1 28.0 47.2 0.0 0.5 47.7 11.5 7.3 0.0 18.8	53.5 14.1 8.3 <b>75.9</b> 8.7 11.3 0.0 -4.0 <b>24.0 99.8</b> 42.7 -0.1 42.6 39.0 0.5 <b>39.5</b> 9.5 8.3 0.0 <b>17.8</b>
BALANCE SHEET & OTHER ITEMS (EURm)  Net Tangible Assets Net Intangible Assets (incl.Goodwill) Net Financial Assets & Other  Total Fixed Assets Inventories Trade receivables Other current assets Cash (-) Total Current Assets Total Assets Shareholders Equity Minority Total Equity Long term interest bearing debt Provisions Other long term liabilities Total Long Term Liabilities Short current liabilities Total Liabilities and Shareholders' Equity	29.1 13.0 10.5 52.7 7.2 5.8 0.0 -3.0 16.1 68.7 26.1 -0.1 26.0 28.7 0.0 0.4 29.1 6.6 7.1 0.0 13.7 68.7	37.4 14.1 8.3 59.8 6.6 8.9 0.0 -4.0 19.5 79.2 21.3 -0.1 21.2 37.7 0.0 0.5 38.2 9.1 10.7 0.0 19.9 79.2	48.7 14.1 8.3 71.1 6.8 10.7 0.0 -4.0 21.5 92.6 20.6 -0.1 20.4 49.1 0.0 0.5 49.5 11.9 10.8 0.0 22.7 92.6	51.2 14.1 8.3 73.6 7.3 9.6 0.0 -4.0 20.9 94.5 28.2 -0.1 28.0 47.2 0.0 0.5 47.7 11.5 7.3 0.0 18.8 94.5	53.5 14.1 8.3 <b>75.9</b> 8.7 11.3 0.0 -4.0 <b>24.0 99.8</b> 42.7 -0.1 42.6 39.0 0.5 <b>39.5</b> 9.5 8.3 0.0 <b>17.8 99.8</b>
BALANCE SHEET & OTHER ITEMS (EURm)  Net Tangible Assets Net Intangible Assets (incl.Goodwill) Net Financial Assets & Other  Total Fixed Assets Inventories  Trade receivables Other current assets Cash (-)  Total Current Assets Total Assets Shareholders Equity Minority Total Equity Long term interest bearing debt Provisions Other long term liabilities Total Long Term Liabilities Short term interest bearing debt Trade payables Other current liabilities Total Current Liabilities Total Current Liabilities Total Liabilities and Shareholders' Equity Net Capital Employed	29.1 13.0 10.5 52.7 7.2 5.8 0.0 -3.0 16.1 68.7 26.1 -0.1 26.0 28.7 0.0 0.4 29.1 6.6 7.1 0.0 13.7 68.7 58.6	37.4 14.1 8.3 59.8 6.6 8.9 0.0 -4.0 19.5 79.2 21.3 -0.1 21.2 37.7 0.0 0.5 38.2 9.1 10.7 0.0 19.9 79.2 64.5	48.7 14.1 8.3 71.1 6.8 10.7 0.0 -4.0 21.5 92.6 20.6 -0.1 20.4 49.1 0.0 0.5 49.5 11.9 10.8 0.0 22.7 92.6 77.9	51.2 14.1 8.3 73.6 7.3 9.6 0.0 -4.0 20.9 94.5 28.2 -0.1 28.0 47.2 0.0 0.5 47.7 11.5 7.3 0.0 18.8 94.5 83.2	53.5 14.1 8.3 75.9 8.7 11.3 0.0 -4.0 24.0 99.8 42.7 -0.1 42.6 39.0 0.5 39.5 9.5 8.3 0.0 17.8 99.8 87.6
BALANCE SHEET & OTHER ITEMS (EURm)  Net Tangible Assets Net Intangible Assets (incl.Goodwill) Net Financial Assets & Other  Total Fixed Assets Inventories Trade receivables Other current assets Cash (-) Total Current Assets Total Assets Shareholders Equity Minority Total Equity Long term interest bearing debt Provisions Other long term liabilities Total Long Term Liabilities Short term interest bearing debt Trade payables Other current liabilities Total Current Liabilities Total Current Liabilities Total Liabilities and Shareholders' Equity Net Capital Employed Net Working Capital	29.1 13.0 10.5 52.7 7.2 5.8 0.0 -3.0 16.1 68.7 26.1 -0.1 26.0 28.7 0.0 0.4 29.1 6.6 7.1 0.0 13.7 68.7 58.6 5.9	37.4 14.1 8.3 59.8 6.6 8.9 0.0 -4.0 19.5 79.2 21.3 -0.1 21.2 37.7 0.0 0.5 38.2 9.1 10.7 0.0 19.9 79.2 64.5 4.8	48.7 14.1 8.3 71.1 6.8 10.7 0.0 -4.0 21.5 92.6 20.6 -0.1 20.4 49.1 0.0 0.5 49.5 11.9 10.8 0.0 22.7 92.6 77.9 6.8	51.2 14.1 8.3 73.6 7.3 9.6 0.0 -4.0 20.9 94.5 28.2 -0.1 28.0 47.2 0.0 0.5 47.7 11.5 7.3 0.0 18.8 94.5 83.2 9.6	53.5 14.1 8.3 75.9 8.7 11.3 0.0 -4.0 24.0 99.8 42.7 -0.1 42.6 39.0 0.5 39.5 9.5 8.3 0.0 17.8 99.8 87.6 11.7
BALANCE SHEET & OTHER ITEMS (EURm)  Net Tangible Assets Net Intangible Assets (incl.Goodwill) Net Financial Assets & Other  Total Fixed Assets Inventories Trade receivables Other current assets Cash (-) Total Current Assets Total Assets Shareholders Equity Minority Total Equity Long term interest bearing debt Provisions Other long term liabilities Total Long Term Liabilities Short term interest bearing debt Trade payables Other current liabilities Total Current Liabilities Total Liabilities and Shareholders' Equity Net Capital Employed Net Working Capital  GROWTH & MARGINS	29.1 13.0 10.5 52.7 7.2 5.8 0.0 -3.0 16.1 68.7 26.1 -0.1 26.0 28.7 0.0 0.4 29.1 6.6 7.1 0.0 13.7 68.7 58.6	37.4 14.1 8.3 59.8 6.6 8.9 0.0 -4.0 19.5 79.2 21.3 -0.1 21.2 37.7 0.0 0.5 38.2 9.1 10.7 0.0 19.9 79.2 64.5 4.8	48.7 14.1 8.3 71.1 6.8 10.7 0.0 -4.0 21.5 92.6 20.6 -0.1 20.4 49.1 0.0 0.5 49.5 11.9 10.8 0.0 22.7 92.6 77.9 6.8	51.2 14.1 8.3 <b>73.6</b> 7.3 9.6 0.0 -4.0 <b>20.9</b> <b>94.5</b> 28.2 -0.1 28.0 47.2 0.0 0.5 <b>47.7</b> 11.5 7.3 0.0 <b>18.8</b> <b>94.5</b> 83.2 9.6	53.5 14.1 8.3 75.9 8.7 11.3 0.0 -4.0 24.0 99.8 42.7 -0.1 42.6 39.0 0.5 39.5 9.5 8.3 0.0 17.8 99.8 87.6 11.7
BALANCE SHEET & OTHER ITEMS (EURm)  Net Tangible Assets Net Intangible Assets (incl.Goodwill) Net Financial Assets & Other  Total Fixed Assets Inventories Trade receivables Other current assets Cash (-) Total Current Assets Total Assets Shareholders Equity Minority Total Equity Long term interest bearing debt Provisions Other long term liabilities Total Long Term Liabilities Short term interest bearing debt Trade payables Other current liabilities Total Current Liabilities Total Liabilities and Shareholders' Equity Net Capital Employed Net Working Capital  GROWTH & MARGINS Sales growth	29.1 13.0 10.5 52.7 7.2 5.8 0.0 -3.0 16.1 68.7 26.1 -0.1 26.0 28.7 0.0 0.4 29.1 6.6 7.1 0.0 13.7 68.7 58.6 5.9	37.4 14.1 8.3 59.8 6.6 8.9 0.0 -4.0 19.5 79.2 21.3 -0.1 21.2 37.7 0.0 0.5 38.2 9.1 10.7 0.0 19.9 79.2 64.5 4.8	48.7 14.1 8.3 71.1 6.8 10.7 0.0 -4.0 21.5 92.6 20.6 -0.1 20.4 49.1 0.0 0.5 49.5 11.9 10.8 0.0 22.7 92.6 77.9 6.8	51.2 14.1 8.3 <b>73.6</b> 7.3 9.6 0.0 -4.0 <b>20.9</b> <b>94.5</b> 28.2 -0.1 28.0 47.2 0.0 0.5 <b>47.7</b> 11.5 7.3 0.0 <b>18.8</b> <b>94.5</b> 83.2 9.6	53.5 14.1 8.3 75.9 8.7 11.3 0.0 -4.0 24.0 99.8 42.7 -0.1 42.6 39.0 0.5 39.5 9.5 8.3 0.0 17.8 99.8 87.6 11.7
BALANCE SHEET & OTHER ITEMS (EURm)  Net Tangible Assets Net Intangible Assets (incl.Goodwill) Net Financial Assets & Other  Total Fixed Assets Inventories Trade receivables Other current assets Cash (-)  Total Current Assets Total Assets Shareholders Equity Minority Total Equity Long term interest bearing debt Provisions Other long term liabilities Total Long Term Liabilities Short term interest bearing debt Trade payables Other current liabilities Total Current Liabilities Total Liabilities and Shareholders' Equity Net Capital Employed Net Working Capital  GROWTH & MARGINS Sales growth EBITDA (adj.)* growth	29.1 13.0 10.5 52.7 7.2 5.8 0.0 -3.0 16.1 68.7 26.1 -0.1 26.0 28.7 0.0 0.4 29.1 6.6 7.1 0.0 13.7 68.7 58.6 5.9	37.4 14.1 8.3 59.8 6.6 8.9 0.0 -4.0 19.5 79.2 21.3 -0.1 21.2 37.7 0.0 0.5 38.2 9.1 10.7 0.0 19.9 79.2 64.5 4.8  12/2018 59.5% n.m.	48.7 14.1 8.3 71.1 6.8 10.7 0.0 -4.0 21.5 92.6 20.6 -0.1 20.4 49.1 0.0 0.5 49.5 11.9 10.8 0.0 22.7 92.6 77.9 6.8  12/2019e 118.0% n.m.	51.2 14.1 8.3 73.6 7.3 9.6 0.0 -4.0 20.9 94.5 28.2 -0.1 28.0 47.2 0.0 0.5 47.7 11.5 7.3 0.0 18.8 94.5 83.2 9.6	53.5 14.1 8.3 75.9 8.7 11.3 0.0 -4.0 24.0 99.8 42.7 -0.1 42.6 39.0 0.5 39.5 9.5 8.3 0.0 17.8 99.8 87.6 11.7 12/2021e 22.0% 54.2%
BALANCE SHEET & OTHER ITEMS (EURm)  Net Tangible Assets Net Intangible Assets (incl.Goodwill) Net Financial Assets & Other  Total Fixed Assets Inventories Trade receivables Other current assets Cash (-) Total Current Assets Total Assets Shareholders Equity Minority Total Equity Long term interest bearing debt Provisions Other long term liabilities Total Long Term Liabilities Short term interest bearing debt Trade payables Other current liabilities Total Current Liabilities Total Liabilities and Shareholders' Equity Net Capital Employed Net Working Capital  GROWTH & MARGINS Sales growth	29.1 13.0 10.5 52.7 7.2 5.8 0.0 -3.0 16.1 68.7 26.1 -0.1 26.0 28.7 0.0 0.4 29.1 6.6 7.1 0.0 13.7 68.7 58.6 5.9	37.4 14.1 8.3 59.8 6.6 8.9 0.0 -4.0 19.5 79.2 21.3 -0.1 21.2 37.7 0.0 0.5 38.2 9.1 10.7 0.0 19.9 79.2 64.5 4.8	48.7 14.1 8.3 71.1 6.8 10.7 0.0 -4.0 21.5 92.6 20.6 -0.1 20.4 49.1 0.0 0.5 49.5 11.9 10.8 0.0 22.7 92.6 77.9 6.8	51.2 14.1 8.3 <b>73.6</b> 7.3 9.6 0.0 -4.0 <b>20.9</b> <b>94.5</b> 28.2 -0.1 28.0 47.2 0.0 0.5 <b>47.7</b> 11.5 7.3 0.0 <b>18.8</b> <b>94.5</b> 83.2 9.6	14.1 8.3 <b>75.9</b> 8.7 11.3 0.0 -4.0 <b>24.0</b> <b>99.8</b> 42.7 -0.1 42.6 39.0 0.5 <b>39.5</b> 9.5 8.3 0.0 <b>17.8</b> <b>99.8</b> 87.6 11.7





<b>ADL Bionatur Solutions: Summary ta</b>
---

GROWTH & MARGINS	12/2017p	12/2018	12/2019e	12/2020e	12/2021e
Net Profit growth	12/2017 P	n.m.	n.m.	n.m.	92.1%
EPS adj. growth		n.m.	n.m.	n.m.	92.1%
DPS adj. growth					
EBITDA (adj)* margin	n.m.	n.m.	10.3%	20.2%	25.5%
EBITA (adj)* margin	-82.6%	-49.1%	4.1%	15.1%	21.2%
EBIT (adj)* margin	n.m.	n.m.	4.1%	15.1%	21.2%
RATIOS	12/2017p	12/2018	12/2019e	12/2020e	12/2021e
Net Debt/Equity	1.2	2.0	2.8	2.0	1.0
Net Debt/EBITDA	-3.3	-3.5	15.2	3.9	2.0
Interest cover (EBITDA/Fin.interest)	n.m.	n.m.	2.6	6.5	11.1
Capex/D&A	446.7%	409.7%	460.4%	168.9%	162.2%
Capex/Sales	67.6%	48.0%	28.5%	8.5%	7.0%
NWC/Sales	40.6%	20.4%	13.4%	13.7%	13.6%
ROE (average)		-70.5%	-3.7%	31.1%	41.1%
ROCE (adj.)	-18.8%	-15.3%	2.3%	10.6%	17.2%
WACC	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
ROCE (adj.)/WACC	-1.9	-1.5	0.2	1.1	1.7
PER SHARE DATA (EUR)***	12/2017p	12/2018	12/2019e	12/2020e	12/2021e
Average diluted number of shares	39.4	39.4	39.4	39.4	39.4
EPS (reported)	-0.33	-0.42	-0.02	0.19	0.37
EPS (adj.)	-0.33	-0.42	-0.02	0.19	0.37
BVPS	0.66	0.54	0.52	0.72	1.09
DPS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
VALUATION	10/0017	40/2040	12/2019e	12/2020e	12/2021e
	12/2017p	12/2018			
EV/Sales	10.2	4.6	2.8	2.0	1.5
EV/Sales EV/EBITDA	10.2 n.m.	4.6 n.m.	2.8 37.7	2.0 9.8	1.5 5.9
EV/Sales EV/EBITDA EV/EBITDA (adj.)*	10.2 n.m. <b>n.m.</b>	4.6 n.m. <b>n.m.</b>	2.8 37.7 <b>26.9</b>	2.0 9.8 <b>9.8</b>	1.5 5.9 <b>5.9</b>
EV/Sales EV/EBITDA EV/EBITDA (adj.)* EV/EBITA	10.2 n.m. <b>n.m.</b> -12.3	4.6 n.m. <b>n.m.</b> -7.2	2.8 37.7 <b>26.9</b> 233.4	2.0 9.8 <b>9.8</b> 13.1	1.5 5.9 <b>5.9</b> 7.1
EV/Sales EV/EBITDA EV/EBITDA (adj.)* EV/EBITA EV/EBITA (adj.)*	10.2 n.m. <b>n.m.</b> -12.3 <b>-12.3</b>	4.6 n.m. <b>n.m.</b> -7.2 <b>-9.4</b>	2.8 37.7 <b>26.9</b> 233.4 <b>67.2</b>	2.0 9.8 <b>9.8</b> 13.1 <b>13.1</b>	1.5 5.9 <b>5.9</b> 7.1 <b>7.1</b>
EV/Sales EV/EBITDA EV/EBITDA (adj.)* EV/EBITA EV/EBITA (adj.)* EV/EBITA	10.2 n.m. <b>n.m.</b> -12.3 <b>-12.3</b> n.m.	4.6 n.m. <b>n.m.</b> -7.2 <b>-9.4</b> n.m.	2.8 37.7 <b>26.9</b> 233.4 <b>67.2</b> n.m.	2.0 9.8 <b>9.8</b> 13.1 <b>13.1</b> 13.1	1.5 5.9 <b>5.9</b> 7.1 <b>7.1</b> 7.1
EV/Sales EV/EBITDA EV/EBITDA (adj.)* EV/EBITA EV/EBITA (adj.)* EV/EBIT (adj.)* EV/EBIT	10.2 n.m. <b>n.m.</b> -12.3 <b>-12.3</b> n.m.	4.6 n.m. <b>n.m.</b> -7.2 <b>-9.4</b> n.m. <b>n.m.</b>	2.8 37.7 <b>26.9</b> 233.4 <b>67.2</b> n.m.	2.0 9.8 <b>9.8</b> 13.1 <b>13.1</b> 13.1	1.5 5.9 <b>5.9</b> 7.1 <b>7.1</b> 7.1
EV/Sales EV/EBITDA EV/EBITDA (adj.)* EV/EBITA EV/EBITA (adj.)* EV/EBIT (adj.)* EV/EBIT EV/EBIT (adj.)*	10.2 n.m. <b>n.m.</b> -12.3 <b>-12.3</b> n.m. <b>n.m.</b>	4.6 n.m. n.m. -7.2 -9.4 n.m. n.m.	2.8 37.7 <b>26.9</b> 233.4 <b>67.2</b> n.m. <b>67.2</b> n.m.	2.0 9.8 9.8 13.1 13.1 13.1 13.1	1.5 5.9 <b>5.9</b> 7.1 <b>7.1</b> 7.1 <b>5.9</b>
EV/Sales EV/EBITDA EV/EBITDA (adj.)* EV/EBITA EV/EBITA EV/EBITA (adj.)* EV/EBIT EV/EBIT EV/EBIT (adj.)* P/E (adj.)	10.2 n.m. <b>n.m.</b> -12.3 <b>-12.3</b> n.m. <b>n.m.</b> 4.5	4.6 n.m. n.m. -7.2 -9.4 n.m. n.m. 3.1	2.8 37.7 <b>26.9</b> 233.4 <b>67.2</b> n.m. <b>67.2</b> n.m.	2.0 9.8 9.8 13.1 13.1 13.1 11.3 3.0	1.5 5.9 <b>5.9</b> 7.1 <b>7.1</b> 7.1
EV/Sales EV/EBITDA EV/EBITDA (adj.)* EV/EBITA EV/EBITA EV/EBITA (adj.)* EV/EBIT EV/EBIT (adj.)* P/E (adj.) P/BV Total Yield Ratio	10.2 n.m. n.m. -12.3 -12.3 n.m. n.m. 4.5	4.6 n.m. <b>n.m.</b> -7.2 <b>-9.4</b> n.m. <b>n.m.</b> 3.1	2.8 37.7 <b>26.9</b> 233.4 <b>67.2</b> n.m. <b>67.2</b> n.m. 4.2	2.0 9.8 9.8 13.1 13.1 13.1 11.3 3.0 0.0%	1.5 5.9 <b>5.9</b> 7.1 <b>7.1</b> 7.1 <b>5.9</b> 2.0
EV/Sales EV/EBITDA EV/EBITDA (adj.)* EV/EBITA EV/EBITA (adj.)* EV/EBIT (adj.)* EV/EBIT EV/EBIT (adj.)* P/E (adj.) P/BV Total Yield Ratio EV/CE	10.2 n.m. n.m. -12.3 -12.3 n.m. n.m. 4.5 0.0% 3.1	4.6 n.m. n.m. -7.2 -9.4 n.m. n.m. 3.1 0.0% 1.9	2.8 37.7 <b>26.9</b> 233.4 <b>67.2</b> n.m. <b>67.2</b> n.m. 4.2 0.0% 2.0	2.0 9.8 9.8 13.1 13.1 13.1 11.3 3.0 0.0% 1.9	1.5 5.9 <b>5.9</b> 7.1 <b>7.1</b> 7.1 <b>5.9</b> 2.0
EV/Sales EV/EBITDA EV/EBITDA (adj.)* EV/EBITA EV/EBITA (adj.)* EV/EBIT EV/EBIT EV/EBIT (adj.)* P/E (adj.) P/BV Total Yield Ratio EV/CE OpFCF yield	10.2 n.m. n.m. -12.3 -12.3 n.m. n.m. 4.5 0.0% 3.1 -18.3%	4.6 n.m. n.m. -7.2 -9.4 n.m. n.m. 3.1 0.0% 1.9 -38.1%	2.8 37.7 <b>26.9</b> 233.4 <b>67.2</b> n.m. <b>67.2</b> n.m. 4.2 0.0% 2.0	2.0 9.8 9.8 13.1 13.1 13.1 11.3 3.0 0.0% 1.9 2.7%	1.5 5.9 <b>5.9</b> 7.1 <b>7.1</b> 7.1 <b>5.9</b> 2.0 1.6 11.9%
EV/Sales EV/EBITDA EV/EBITDA (adj.)* EV/EBITA EV/EBITA (adj.)* EV/EBIT EV/EBIT EV/EBIT (adj.)* P/E (adj.) P/BV Total Yield Ratio EV/CE OpFCF yield OpFCF/EV	10.2 n.m. n.m. -12.3 -12.3 n.m. n.m. 4.5 0.0% 3.1 -18.3%	4.6 n.m. n.m. -7.2 -9.4 n.m. n.m. 3.1 0.0% 1.9 -38.1% -23.3%	2.8 37.7 <b>26.9</b> 233.4 <b>67.2</b> n.m. <b>67.2</b> n.m. 4.2 0.0% 2.0 -16.5% -10.0%	2.0 9.8 9.8 13.1 13.1 13.1 11.3 3.0 0.0% 1.9 2.7% 1.7%	1.5 5.9 <b>5.9</b> 7.1 <b>7.1</b> 7.1 <b>5.9</b> 2.0 1.6 11.9% 7.9%
EV/Sales EV/EBITDA EV/EBITDA (adj.)* EV/EBITA EV/EBITA (adj.)* EV/EBIT EV/EBIT EV/EBIT (adj.)* P/E (adj.) P/BV Total Yield Ratio EV/CE OpFCF yield OpFCF/EV Payout ratio	10.2 n.m. n.m. -12.3 -12.3 n.m. n.m. 4.5 0.0% 3.1 -18.3% -14.4% 0.0%	4.6 n.m. n.m. -7.2 -9.4 n.m. n.m. 3.1 0.0% 1.9 -38.1% -23.3% 0.0%	2.8 37.7 26.9 233.4 67.2 n.m. 67.2 n.m. 4.2 0.0% 2.0 -16.5% -10.0% 0.0%	2.0 9.8 9.8 13.1 13.1 13.1 11.3 3.0 0.0% 1.9 2.7% 1.7% 0.0%	1.5 5.9 5.9 7.1 7.1 7.1 5.9 2.0 1.6 11.9% 7.9% 0.0%
EV/Sales EV/EBITDA EV/EBITDA (adj.)* EV/EBITA EV/EBITA (adj.)* EV/EBIT EV/EBIT EV/EBIT (adj.)* P/E (adj.) P/BV Total Yield Ratio EV/CE OpFCF yield OpFCF/EV Payout ratio Dividend yield (gross)	10.2 n.m. n.m12.3 -12.3 n.m. n.m. n.m. 1.5 0.0% 3.1 -18.3% -14.4% 0.0% 0.0%	4.6 n.m. n.m. -7.2 -9.4 n.m. n.m. 3.1 0.0% 1.9 -38.1% -23.3% 0.0% 0.0%	2.8 37.7 26.9 233.4 67.2 n.m. 67.2 n.m. 4.2 0.0% 2.0 -16.5% -10.0% 0.0%	2.0 9.8 9.8 13.1 13.1 13.1 11.3 3.0 0.0% 1.9 2.7% 1.7% 0.0% 0.0%	1.5 5.9 5.9 7.1 7.1 7.1 5.9 2.0 1.6 11.9% 7.9% 0.0%
EV/Sales EV/EBITDA EV/EBITDA (adj.)* EV/EBITA EV/EBITA (adj.)* EV/EBIT EV/EBIT EV/EBIT (adj.)* P/E (adj.) P/BV Total Yield Ratio EV/CE OpFCF yield OpFCF/EV Payout ratio Dividend yield (gross)  EV AND MKT CAP (EURm)	10.2 n.m. n.m. -12.3 -12.3 n.m. n.m. 4.5 0.0% 3.1 -18.3% -14.4% 0.0% 0.0%	4.6 n.m. n.m. -7.2 -9.4 n.m. n.m. 3.1 0.0% 1.9 -38.1% -23.3% 0.0% 0.0%	2.8 37.7 26.9 233.4 67.2 n.m. 67.2 n.m. 4.2 0.0% 2.0 -16.5% -10.0% 0.0% 0.0%	2.0 9.8 9.8 13.1 13.1 13.1 11.3 3.0 0.0% 1.9 2.7% 1.7% 0.0% 0.0%	1.5 5.9 5.9 7.1 7.1 7.1 5.9 2.0 1.6 11.9% 7.9% 0.0% 0.0%
EV/Sales EV/EBITDA EV/EBITDA (adj.)* EV/EBITA EV/EBITA (adj.)* EV/EBIT EV/EBIT (adj.)* P/E (adj.) P/BV Total Yield Ratio EV/CE OpFCF yield OpFCF/EV Payout ratio Dividend yield (gross)  EV AND MKT CAP (EURm) Price** (EUR)	10.2 n.m. n.m12.3 -12.3 n.m. n.m. n.m. 1.4.5 0.0% 3.1 -18.3% -14.4% 0.0% 0.0%  12/2017p 2.98	4.6 n.m. n.m7.2 -9.4 n.m. n.m. n.m. 3.1 0.0% 1.9 -38.1% -23.3% 0.0% 0.0% 1.2/2018 1.67	2.8 37.7 26.9 233.4 67.2 n.m. 67.2 n.m. 4.2 0.0% 2.0 -16.5% -10.0% 0.0% 0.0% 12/2019e	2.0 9.8 9.8 13.1 13.1 13.1 11.3 3.0 0.0% 1.9 2.7% 1.7% 0.0% 0.0% 2.18	1.5 5.9 5.9 7.1 7.1 7.1 5.9 2.0 1.6 11.9% 7.9% 0.0% 0.0%
EV/Sales EV/EBITDA EV/EBITDA (adj.)* EV/EBITA EV/EBITA (adj.)* EV/EBIT (adj.)* EV/EBIT (adj.)* P/E (adj.) P/BV Total Yield Ratio EV/CE OpFCF yield OpFCF/EV Payout ratio Dividend yield (gross)  EV AND MKT CAP (EURm) Price** (EUR) Outstanding number of shares for main stock	10.2 n.m. n.m12.3 -12.3 n.m. n.m. n.m. 1.4.5 0.0% 3.1 -18.3% -14.4% 0.0% 0.0%  12/2017p 2.98 39.4	4.6 n.m. n.m7.2 -9.4 n.m. n.m. n.m. 3.1 0.0% 1.9 -38.1% -23.3% 0.0% 0.0% 1.2/2018 1.67 39.4	2.8 37.7 26.9 233.4 67.2 n.m. 67.2 n.m. 4.2 0.0% 2.0 -16.5% -10.0% 0.0% 0.0% 2.18 39.4	2.0 9.8 9.8 13.1 13.1 13.1 11.3 3.0 0.0% 1.9 2.7% 1.7% 0.0% 0.0% 2.18 39.4	1.5 5.9 5.9 7.1 7.1 7.1 5.9 2.0 1.6 11.9% 7.9% 0.0% 0.0% 12/2021e 2.18 39.4
EV/Sales EV/EBITDA EV/EBITDA (adj.)* EV/EBITA EV/EBITA (adj.)* EV/EBIT (adj.)* EV/EBIT (adj.)* P/E (adj.) P/BV Total Yield Ratio EV/CE OpFCF yield OpFCF/EV Payout ratio Dividend yield (gross)  EV AND MKT CAP (EURm) Price** (EUR) Outstanding number of shares for main stock Total Market Cap	10.2 n.m. n.m12.3 -12.3 n.m. n.m. n.m. 1.4.5 0.0% 3.1 -18.3% -14.4% 0.0% 0.0%  12/2017p 2.98 39.4 117	4.6 n.m. n.m7.2 -9.4 n.m. n.m. n.m. 3.1 0.0% 1.9 -38.1% -23.3% 0.0% 0.0%  1.2/2018 1.67 39.4 66	2.8 37.7 26.9 233.4 67.2 n.m. 67.2 n.m. 4.2 0.0% 2.0 -16.5% -10.0% 0.0% 0.0% 12/2019e 2.18 39.4 86	2.0 9.8 9.8 13.1 13.1 13.1 11.3 3.0 0.0% 1.9 2.7% 1.7% 0.0% 0.0% 2.18 39.4 86	1.5 5.9 5.9 7.1 7.1 7.1 5.9 2.0 1.6 11.9% 7.9% 0.0% 0.0% 12/2021e 2.18 39.4 86
EV/Sales EV/EBITDA EV/EBITDA (adj.)* EV/EBITA EV/EBITA (adj.)* EV/EBIT (adj.)* EV/EBIT (adj.)* P/E (adj.) P/BV Total Yield Ratio EV/CE OpFCF yield OpFCF/EV Payout ratio Dividend yield (gross)  EV AND MKT CAP (EURm) Price** (EUR) Outstanding number of shares for main stock Total Market Cap Net Debt	10.2 n.m. n.m12.3 -12.3 n.m. n.m. n.m. 1.4.5 0.0% 3.1 -18.3% -14.4% 0.0% 0.0%  12/2017p 2.98 39.4 117 32	4.6 n.m. n.m7.2 -9.4 n.m. n.m. n.m. n.m. 3.1 0.0% 1.9 -38.1% -23.3% 0.0% 0.0% 1.67 39.4 66 43	2.8 37.7 26.9 233.4 67.2 n.m. 67.2 n.m. 4.2 0.0% 2.0 -16.5% -10.0% 0.0% 0.0%  12/2019e 2.18 39.4 86 57	2.0 9.8 9.8 13.1 13.1 13.1 11.3 3.0 0.0% 1.9 2.7% 1.7% 0.0% 0.0% 1.2/2020e 2.18 39.4 86 55	1.5 5.9 5.9 7.1 7.1 7.1 5.9 2.0 1.6 11.9% 7.9% 0.0% 0.0% 12/2021e 2.18 39.4 86 44
EV/Sales EV/EBITDA EV/EBITDA (adj.)* EV/EBITA EV/EBITA (adj.)* EV/EBIT (adj.)* EV/EBIT (adj.)* P/E (adj.) P/BV Total Yield Ratio EV/CE OpFCF yield OpFCF/EV Payout ratio Dividend yield (gross)  EV AND MKT CAP (EURm) Price** (EUR) Outstanding number of shares for main stock Total Market Cap Net Debt O/w Cash & Marketable Securities (-)	10.2 n.m. n.m12.3 -12.3 n.m. n.m. n.m. 1.m. 4.5 0.0% 3.1 -18.3% -14.4% 0.0% 0.0%  12/2017p 2.98 39.4 117 32 -3	4.6 n.m. n.m7.2 -9.4 n.m. n.m. n.m. 3.1 0.0% 1.9 -38.1% -23.3% 0.0% 0.0% 1.67 39.4 66 43 -4	2.8 37.7 26.9 233.4 67.2 n.m. 67.2 n.m. 4.2 0.0% 2.0 -16.5% -10.0% 0.0% 0.0%  12/2019e 2.18 39.4 86 57 -4	2.0 9.8 9.8 13.1 13.1 13.1 11.3 3.0 0.0% 1.9 2.7% 1.7% 0.0% 0.0% 1.2/2020e 2.18 39.4 86 55 -4	1.5 5.9 5.9 7.1 7.1 7.1 5.9 2.0 1.6 11.9% 7.9% 0.0% 0.0% 12/2021e 2.18 39.4 86 44 -4
EV/Sales EV/EBITDA EV/EBITDA (adj.)* EV/EBITA EV/EBITA (adj.)* EV/EBIT (adj.)* EV/EBIT (adj.)* P/E (adj.) P/BV Total Yield Ratio EV/CE OpFCF yield OpFCF/EV Payout ratio Dividend yield (gross)  EV AND MKT CAP (EURm) Price** (EUR) Outstanding number of shares for main stock Total Market Cap Net Debt o/w Cash & Marketable Securities (-) o/w Gross Debt (+)	10.2 n.m. n.m12.3 -12.3 n.m. n.m. n.m. 1.4.5 0.0% 3.1 -18.3% -14.4% 0.0% 0.0%  12/2017p 2.98 39.4 117 32 -3 35	4.6 n.m. n.m7.2 -9.4 n.m. n.m. n.m. 3.1 0.0% 1.9 -38.1% -23.3% 0.0% 0.0% 1.67 39.4 66 43 -4 47	2.8 37.7 26.9 233.4 67.2 n.m. 67.2 n.m. 4.2 0.0% 2.0 -16.5% -10.0% 0.0% 0.0%  12/2019e 2.18 39.4 86 57 -4 61	2.0 9.8 9.8 13.1 13.1 13.1 11.3 3.0 0.0% 1.9 2.7% 1.7% 0.0% 0.0% 1.2/2020e 2.18 39.4 86 55 -4 59	1.5 5.9 5.9 7.1 7.1 7.1 5.9 2.0 1.6 11.9% 7.9% 0.0% 0.0% 12/2021e 2.18 39.4 86 44 -4
EV/Sales EV/EBITDA EV/EBITDA (adj.)* EV/EBITA EV/EBITA (adj.)* EV/EBIT (adj.)* EV/EBIT (adj.)* P/E (adj.) P/BV Total Yield Ratio EV/CE OpFCF yield OpFCF/EV Payout ratio Dividend yield (gross)  EV AND MKT CAP (EURm) Price** (EUR) Outstanding number of shares for main stock Total Market Cap Net Debt O/w Cash & Marketable Securities (-)	10.2 n.m. n.m12.3 -12.3 n.m. n.m. n.m. 1.m. 4.5 0.0% 3.1 -18.3% -14.4% 0.0% 0.0%  12/2017p 2.98 39.4 117 32 -3	4.6 n.m. n.m7.2 -9.4 n.m. n.m. n.m. 3.1 0.0% 1.9 -38.1% -23.3% 0.0% 0.0% 1.67 39.4 66 43 -4	2.8 37.7 26.9 233.4 67.2 n.m. 67.2 n.m. 4.2 0.0% 2.0 -16.5% -10.0% 0.0% 0.0%  12/2019e 2.18 39.4 86 57 -4	2.0 9.8 9.8 13.1 13.1 13.1 11.3 3.0 0.0% 1.9 2.7% 1.7% 0.0% 0.0% 1.2/2020e 2.18 39.4 86 55 -4	1.5 5.9 5.9 7.1 7.1 7.1 5.9 2.0 1.6 11.9% 7.9% 0.0% 0.0% 12/2021e 2.18 39.4 86 44 -4

Source: Company, GVC Gaesco Valores estimates.

#### Notes

Sector: General Industrials/General Industrials

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.



<sup>\*</sup> 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



## **European Coverage of the Members of ESN**

Aerospace & Defense	Mem(*)	Tubacex	GVC	Food & Drug Retailers	Mem(*)	Haulotte Group	CIC
Airbus Se	CIC	Chemicals	Mem(*)	Carrefour	CIC	- Ima	BAK
Dassault Aviation	CIC	Air Liquide	CIC	Casino Guichard-Perrachon	CIC	Interpump	BAK
Figeac Aero	CIC	Arkema	CIC	Jeronimo Martins	CBI	Manitou	CIC
Latecoere	CIC	Electronic & Electrical Eq.	Mem(*)	Marr	BAK	Prima Industrie	BAK
Leonardo	BAK	Rexel	CIC	Sonae	CBI	Prysmian	BAK
Lisi	CIC	Fin. Serv. Holdings	Mem(*)	General Industrials	Mem(*)	Talgo	GVC
Safran	CIC	Cir	BAK	Cembre	BAK	_ Zardoya Otis	GVC
Thales	CIC	Digital Magics	BAK	Sergeferrari Group	CIC	Industrial Transportation	Mem(*)
Alternative Energy	Mem(*)	Eurazeo	CIC	General Retailers	Mem(*)	Bollore	CIC
Plc	BAK	— Ffp	CIC	Emova Group	CIC	Clasquin	CIC
Siemens Gamesa Re	GVC	Rallye	CIC	Fnac Darty	CIC	Ctt	CBI
Voltalia	CIC	Tip Tamburi Investment Partners	BAK	Fourlis Holdings	IBG	Insurance	Mem(*)
Automobiles & Parts	Mem(*)	Wendel	CIC	Inditex	GVC	Axa	CIC
Brembo	BAK	Fin. Serv. Industrials	Mem(*)	Jumbo	IBG	Cattolica Assicurazioni	BAK
Ferrari	BAK	Athex Group	IBG	Maisons Du Monde	CIC	Generali	BAK
Fiat Chrysler Automobiles	BAK	Dovalue	BAK	Ovs	BAK	Net Insurance	BAK
Gestamp	GVC	Nexi	BAK	Unieuro	BAK	Unipolsai	BAK
Indelb	BAK	Tinexta	BAK	Healthcare	Mem(*)	Materials, Construction	Mem(*)
Landi Renzo	BAK	Financial Services Banks	Mem(*)	Ab Biotics	GVC	Acs	GVC
Piaggio	BAK	Amundi	CIC	Amplifon	BAK	Aena	GVC
Pininfarina	BAK	Anima	BAK	Atrys Health	GVC	Astaldi	BAK
Plastic Omnium	CIC	Azimut	BAK	Biom'Up	CIC	Atlantia	BAK
Sogefi	BAK	Banca Farmafactoring	BAK	Cerenis	CIC	Buzzi Unicem	BAK
Banks	Mem(*)	Banca Generali	BAK	Crossject	CIC	Capelli	CIC
Alpha Bank	IBG	Banca (fis	BAK	Diasorin	BAK	Eiffage	CIC
Banca Carige	BAK	Banca Mediolanum	BAK	El.En.	BAK	Ezentis	GVC
Banca Mps	BAK	Banca Sistema	BAK		CIC	Fcc	GVC
				Fermentalg			
Bop Baribar	CBI	Finecobank	BAK	Fine Foods	BAK	Ferrovial	GVC
Bnp Paribas	CIC	Poste Italiane	BAK	Genft	CIC	Groupe Adp	CIC
Bper	BAK	Food & Beverage	Mem(*)	Guerbet	CIC	Groupe Poujoulat	CIC
Credem	BAK	Advini	CIC	Korian	CIC	Groupe Sfpi S.A.	CIC
Credit Agricole Sa	CIC	Bonduelle	CIC	Oncodesign	CIC	Herige	CIC
Creval	BAK	Campari	BAK	Orpea	CIC	Imerys	CIC
Eurobank	IBG	Coca Cola Hbc Ag	IBG	Recordati	BAK	Kaufman & Broad	CIC
Intesa Sanpaolo	BAK	Danone	CIC	Household Goods	Mem(*)	Lafargeholcim	CIC
Mediobanca	BAK	Ebro Foods	GVC	Abeo	CIC	Maire Tecnimont	BAK
National Bank Of Greece	IBG	Enervit	BAK	De Longhi	BAK	Maisons France Confort	CIC
Natixis	CIC	Fleury Michon	CIC	Elica	BAK	Mota Engil	CBI
Piraeus Bank	IBG	Italian Wine Brands	BAK	Fila	BAK	Obrascon Huarte Lain	GVC
Rothschild & Co	CIC	La Doria	BAK	Groupe Seb	CIC	Sacyr	GVC
Societe Generale	CIC	Lanson-Bcc	CIC	Industrial Engineering	Mem(*)		CIC
Ubi Banca	BAK	Laurent Perrier	CIC	Alstom		Salini Impregilo	BAK
Unicredit	BAK	Ldc	CIC	Biesse	BAK	Sias	BAK
Basic Resources	Mem(*)	Massimo Zanetti	BAK	Caf	GVC	Sonae Industria	CBI
Acerinox	GVC	Orsero	BAK	Carraro	BAK	Tarkett	CIC
Altri	CBI	Pernod Ricard	CIC	Cnh Industrial	BAK	Thermador Groupe	CIC
Arcelormital	GVC	Remy Cointreau	CIC	Danieli	BAK	Titan Cement	IBG
Corticeira Amorim	CBI	Tipiak	CIC	Datalogic	BAK	Trevi	BAK
Ence	GVC	Vidrala	GVC	Emak	BAK	Vicat	CIC
Mytilineos	IBG	Vilmorin	CIC	Exel Industries	CIC	Vinci	CIC
Semapa	CBI	Viscofan	GVC	Fincantieri	BAK		
The Navigator Company	CBI	Vranken Pommery Monopole	CIC	Groupe Gorge	CIC		





BAK BAK IBG BAK GVC BAK GVC BAK BAK GVC IBG GVC CBI BAK GVC BAK

Media	Mem(*)	Interparfums	CIC	Technology Hardware & Eq.	Mem(*)	Enel
Arnoldo Mondadori Editore	BAK	 Kering	CIC	Adeunis	CIC	Erg
Atresmedia	GVC	Lvmh	CIC	Evolis	CIC	Eydap
Cairo Communication	BAK	Moncler	BAK	Hf Company	CIC	Falck Renewables
Cofina	CBI	Safilo	BAK	Ingenico	CIC	Greenalia
Digital Bros	BAK	Salvatore Ferragamo	BAK	Memscap	CIC	Hera
Digitouch	BAK	Sarantis	IBG	Osmozis	CIC	Iberdrola
Gedi Gruppo Editoriale	BAK	Smcp	CIC	Stmicroelectronics	BAK	Iren
GI Events	CIC	Swatch Group	CIC	Telecommunications	Mem(*)	Italgas
Il Sole 24 Ore	BAK	Technogym	BAK	Acotel	BAK	_ Naturgy
Impresa	CBI	Tod'S	BAK	Altice Europe	CIC	Public Power Corp
lol	BAK	Real Estate	Mem(*)	Bouygues	CIC	Red Electrica Corporacion
Ipsos	CIC	Grivalia	IBG	_ Euskaltel	GVC	Ren
Jodecaux	CIC	lgd	BAK	lliad	CIC	Snam
Lagardere	CIC	Lar España	GVC	Masmovil	GVC	Solaria
M6-Metropole Television	CIC	Merlin Properties	GVC	Nos	CBI	Terna
Mediaset	BAK	Realia	GVC	Orange	CIC	Terria
Mediaset Espana	GVC	Terreis	CIC	Ote	IBG	
Nrj Group	CIC	Software & Computer Ser.	Mem(*)	Telecom Italia	BAK	
Publicis			GVC	Telefonica	GVC	
	CIC	Agile Content				
Rcs Mediagroup	BAK	Akka Technologies	CIC	Tiscali Vodafone	BAK	
Solocal Group	CIC	Alten	CIC		BAK	
Teleperformance	CIC	Altran	CIC	Travel & Leisure	Mem(*)	-
Tfl	CIC	Amadeus	GVC	Accor	CIC	
Ubisoft	CIC	Assystem	CIC	Aegean Airlines	IBG	
Vivendi	CIC	Atos	CIC	Autogrill	BAK	
Vogo	CIC	Axway Software	CIC	Beneteau	CIC	
Oil & Gas Producers	Mem(*)	Capgemini	CIC	Compagnie Des Alpes	CIC	
Ecoslops	CIC	Cast	CIC	Elior	CIC	
Enauta	CBI	Catenon	GVC	Europcar	CIC	
Eni	BAK	Econocom	CIC	Gamenet	BAK	
Galp Energia	CBI	Esi Group	CIC	Groupe Partouche	CIC	
Gas Plus	BAK	Exprivia	BAK	I Grandi Viaggi	BAK	
Hellenic Petroleum	IBG	Gigas Hosting	GVC	Ibersol	CBI	
Maurel Et Prom	CIC	Gpi	BAK	Intralot	IBG	
Motor Oil	IBG	Groupe Open	CIC	Melia Hotels International	GVC	
Repsol	GVC	Indra Sistemas	GVC	Nh Hotel Group	GVC	
Total	CIC	Neurones	CIC	Opap	IBG	
Oil Services	Mem(*)	Novabase	CBI	Pierre Et Vacances	CIC	
Bourbon	CIC	Reply	BAK	Sg Company	BAK	
Cgg	CIC	Sii	CIC	Sodexo	CIC	
Gaztransport Et Technigaz	CIC	Sopra Steria Group	CIC	Sonae Capital	CBI	
Rubis		A R A R	010	Trigano	CIC	
	CIC	Visiativ	CIC	riigano	010	
Saipem	CIC BAK	Support Services	CIC Mem(*)	Utilities	Mem(*)	_
Saipem Technipfmc Plc						_
Technipfmc Plc	BAK	Support Services	Mem(*)	Utilities	Mem(*)	-
•	BAK CIC	Support Services Bureau Veritas	Mem(*)	Utilities A2A	Mem(*) BAK	-
Technipfmc Plc Tecnicas Reunidas	BAK CIC GVC	Support Services  Bureau Verilas  Cellnex Telecom	Mem(*) CIC GVC	Utilities A2A Acciona	Mem(*) BAK GVC	-
Technipfmc Plc Tecnicas Reunidas Tenaris Vallourec	BAK CIC GVC BAK	Bureau Veritas Cellnex Telecom Edenred	Mem(*) CIC GVC CIC	Utilities A2A Acciona Acea	Mem(*)  BAK GVC BAK	-
Technipfmc Plc Tecnicas Reunidas Tenaris Vallourec Personal Goods	BAK CIC GVC BAK CIC	Bureau Veritas Cellnex Telecom Edenred Enav	Mem(*) CIC GVC CIC BAK	Utilities A2A Acciona Acea Albioma	Mem(*)  BAK GVC BAK CIC	-
Technipfmc Plc Tecnicas Reunidas Tenaris	BAK CIC GVC BAK CIC Mem(*)	Support Services Bureau Veritas Cellnex Telecom Edenred Enav Fiera Milano	Mem(*) CIC GVC CIC BAK BAK	Utilities  A2A  Acciona  Acea  Albioma  Derichebourg	Mem(*)  BAK GVC BAK CIC	-
Technipfmc Plc Tecnicas Reunidas Tenaris Vallourec Personal Goods Basicnet	BAK CIC GVC BAK CIC Mem(*)	Bureau Veritas Cellnex Telecom Edenred Enav Fiera Milano Inwit	Mem(*) CIC GVC CIC BAK BAK BAK	Utilities  A2A  Acciona  Acea  Albioma  Derichebourg  Edp	Mem(*) BAK GVC BAK CIC CIC CIC	-

LEGEND: BAK: Banca Akros; CIC: CM CIC Market Solutions; CBI: Caixa-Banco de Investimento; GVC: GVC Gaesco Beksa, SV, SA; IBG: Investment Bank of Greece,;;as 1st June 2019





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

Artur Amaro	CBI	+351 213 89 6822	artur.amaro@caixabi.pt
Helena Barbosa	CBI	+351 21 389 6831	helena.barbosa@caixabi.pt
Dimitris Birbos	IBG	+30 210 81 73 392	dbirbos@ibg.gr
Agnès Blazy	CIC	+33 1 53 48 80 67	agnes.blazy@cmcic.fr
Andrea Bonfà	BAK	+39 02 4344 4269	andrea.bonfa@bancaakros.it
Jean-Baptiste Bouchet	CIC	+33 1 53 48 80 69	jeanbaptiste.bouchet@cmcic.fr
Giada Cabrino, CIIA	BAK	+39 02 4344 4092	giada.cabrino@bancaakros.it
Nuno Castro	CBI	+351 21 389 68 39	nuno.castro@caixabi.pt
Pierre Chédeville	CIC	+33 1 53 48 80 97	pierre.chedeville@cmcic.fr
Emmanuel Chevalier	CIC	+33 1 53 48 80 72	emmanuel.chevalier@cmcic.fr
Guillermo Kevin Crowley	GVC	91 436 7813	guillermo.crowley@gvcgaesco.es
David Da Maia	CIC	+33 1 53 48 89 36	david.damaia@cmcic.fr
Christian Devismes	CIC	+33 1 53 48 80 85	christian.devismes@cmcic.fr
Andrea Devita, CFA	BAK	+39 02 4344 4031	andrea.devita@bancaakros.it
Enrico Esposti, CIIA	BAK	+39 02 4344 4022	enrico.esposti@bancaakros.it
Rafael Fernández de Heredia	GVC	+34 91 436 78 08	rafael.fernandezdeheredia@gvcgaesco.es
Gabriele Gambarova	BAK	+39 02 43 444 289	gabriele.gambarova@bancaakros.it
Pietro Gasparri, CIIA, CEFA	BAK	+39 02 4344 4238	pietro.gasparri@bancaakros.it
Alexandre Gérard	CIC	+33 1 53 48 80 93	alexandre.gerard@cmcic.fr
Ebrahim Homani	CIC	+33 1 53 48 80 94	ebrahim.homani@cmcic.fr
Carlos Jesus	CBI	+351 21 389 6812	carlos.jesus@caixabi.pt
Jean-Christophe Lefèvre-Moulenq	CIC	+33 1 53 48 80 65	jeanchristophe.lefevremoulenq@cmcic.fr
João Miguel Lourenço	CBI	+35 121 389 6841	joao.lourenco@caixabi.pt
Konstantinos Manolopoulos	IBG	+30 210 817 3388	kmanolopoulos@ibg.gr
Fanny Meindre, PhD	CIC	+33 1 53 48 80 84	fanny.meindre@cmcic.fr
Emanuele Oggioni	BAK	+39 0243 444 237	emanuele.oggioni@bancaakros.it
Victor Peiro Pérez	GVC	+34 91 436 7812	victor.peiro@gvcgaesco.es
Alexandre Plaud	CIC	+33 1 53 48 80 90	alexandre.plaud@cmcic.fr
Francis Prêtre	CIC	+33 4 78 92 02 30	francis.pretre@cmcic.fr
Eric Ravary	CIC	+33 1 53 48 80 71	eric.ravary@cmcic.fr
lñigo Recio Pascual	GVC	+34 91 436 7814	inigo.recio@gvcgaesco.es
Jean-Luc Romain	CIC	+33 1 53 48 80 66	jeanluc.romain@cmcic.fr
Vassilis Roumantzis	IBG	+30 2108173394	vroumantzis@ibg.gr
Paola Saglietti	BAK	+39 02 4344 4287	paola.saglietti@bancaakros.it
Francesco Sala	BAK	+39 02 4344 4240	francesco.sala@bancaakros.it
Natalia Svyrou-Svyriadi	IBG	+30 210 81 73 384	nsviriadi@ibg.gr
Luigi Tramontana	BAK	+39 02 4344 4239	luigi.tramontana@bancaakros.it

 $(^{\star\star}) \ excluding: \ strategists, \ macroeconomists, \ heads \ of \ research \ not \ covering \ specific \ stocks, \ credit \ analysts, \ technical \ analysts$ 



Information regarding Market Abuse and Conflicts of Interests and recommendation history available in our web page:

The information and opinions contained in this document have been compiled by GVC Gaesco Valores 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 Valores 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 Valores 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 Valores S.V., S.A., and the mentioned companies.

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

www.valores.gvcgaesco.es and our offices

- acts as registered advisor, agent or liquidity provider for the following companies: AB Biotics; Catenon 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; Asgard Investment Hotels (prev: Obsido Socimi SA, Eurona Telecom SA; Secuoya Grupo de Comunicación SA; Mercal Inmuebles Socimi SA; Neuron Bio SA; Student Properties Spain (SOCIMI); Solaria Casiopea (bonos MARF); Atrys Health, Quonia (Socimi); TIER1 Technology; Excem Capital Partners Sociedad de Inversión Residencial (Socimi YEXR); Agile Content; Imaginarium; Noel Bio; Promorent Socimi, SA. ENCE Energía y Celulosa; Plásticos Compuestos SA;
- 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; Inypsa; Lleidanetworks Serveis Telematics SA, MasMovil Ibercom;
   Globasol (Solaria); ADL Bionatur Solutions; Plásticos Compuestos SA;
- has, during the last year, performed a significant amount of business with: Bankia, Ferrovial S.A., Codere.
- has a contractual relationship to provide financial services, through which GVC Gaesco Valores 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; Española de Viviendas en Alquiler S.A. (CEVASA);
- has signed a Corporate Brokerage agreement that includes a contractually agreed provision of research services and in return, GVC Gaesco Valores receives a compensation. These reports have been or could have been previously shown to the companies: Agile Content, Atrys Health; Gigas Hosting; Catenon; Greenalia; Quabit Inmobiliaria; ADL Bionatur Solutions.

### Recommendation history for ADL BIONATUR SOLUTIONS

Date	Recommendation	Target price	Price at change date
12-Sep-19	Buy	3.10	1.98

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

This chart shows GVC Gaesco Valores continuing coverage of this stock; the current analyst may or may not have covered it over the entire period. Current analyst: Iñigo Recio Pascual (since 29/10/2019)



# **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**.

SELL	REDUCE	NEUTRAL		ACCUMULATE	BUY
	-15%	-5%	5%	15%	

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

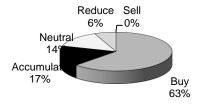
Furthermore, in specific cases and for a limited period of time, the analysts are allowed to rate the stocks as **Rating Suspended (RS)** or **Not Rated (NR)**, as explained below.

#### 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 Valores, S.V., S.A.Ratings Breakdown



For full ESN Recommendation and Target price history (in the last 12 months) please see ESN Website <u>Link</u> Date and time of production: *5 November 2019, 17:00 CET* 

First date and time of dissemination: 5 November 2019, 17:10 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 mauthorised 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, efficer, or employee thereof) do not guarantee their accuracy or 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 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 and rail within article 19(3) of the infancial 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)

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

www.bancaakros.it regulated by the CONSOB - Commissione Nazionale per le Società e la Borsa

www.caixabi.pt regulated by the CMVM - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

www.cmcicms.com regulated by the AMF - Autorité des marchés financiers

www.ibg.gr regulated by the HCMC - Hellenic Capital Market Commission

www.valores.gvcgaesco.es regulated by CNMV - Comisión Nacional del Mercado de Valores

#### Members of ESN (European Securities Network LLP)



Banca Akros S.p.A.

Viale Eginardo, 29 20149 MILANO

Phone: +39 02 43 444 389 Fax: +39 02 43 444 302



GVC Gaesco Valores, S.V., S.A.

C/- Fortuny 17 28010 Madrid Spain

Spain Phone: +34 91 436 7813



Caixa-Banco de Investimento Avenida João XXI, 63 1000-300 Lisboa Portugal

Phone: +351 21 313 73 00 Fax: +351 21 389 68 98



Investment Bank of Greece 32 Aigialeias Str & Paradissou,

151 25 Maroussi, Greece

Phone: +30 210 81 73 383



CM - CIC Market Solutions 6. avenue de Provence

75441 Paris Cedex 09

France Phone: +33 1 53 48 81 93

