

Full Company Report

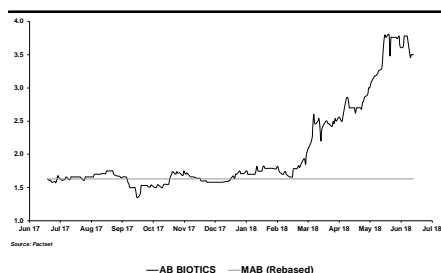
Reason: Fundamental report with strategy

13 July 2018

Buy			
<i>Recommendation unchanged</i>			
Share price: EUR	3.50		
<i>closing price as of 12/07/2018</i>			
Target price: EUR	5.00		
<i>Target Price unchanged</i>			
Upside/Downside Potential	42.9%		
Reuters/Bloomberg	ABBO.MC/ABB SM		
Market capitalisation (EURm)	44		
Current N° of shares (m)	13		
Free float	42%		
Daily avg. no. trad. sh. 12 mth	10		
Daily avg. trad. vol. 12 mth (m)	12.13		
Price high/low 12 months	1.35 / 3.80		
Abs Perfs 1/3/12 mths (%)	0.00/59.09/114.72		
Key financials (EUR)	12/17	12/18e	12/19e
Sales (m)	7	12	14
EBITDA (m)	0	2	3
EBITDA margin	2.9%	15.9%	22.0%
EBIT (m)	(1)	1	2
EBIT margin	nm	6.0%	14.1%
Net Profit (adj.)(m)	(1)	1	2
ROCE	-12.0%	8.9%	26.3%
Net debt/(cash) (m)	2	(2)	(5)
Net Debt/Equity	0.4	-0.3	-0.5
Net Debt/EBITDA	9.9	-1.0	-1.5
Int. cover(EBITDA/Fin.int)	1.0	51.5	(1,103.1)
EV/Sales	2.9	3.4	2.7
EV/EBITDA	nm	21.3	12.1
EV/EBITDA (adj.)	nm	21.3	12.1
EV/EBIT	nm	57.1	19.0
P/E (adj.)	nm	nm	23.3
P/BV	4.2	5.9	4.4
OpFCF yield	2.0%	6.9%	6.1%
Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%
EPS (adj.)	(0.07)	0.05	0.15
BVPS	0.38	0.59	0.79
DPS	0.00	0.00	0.00

Shareholders

Kaneka Europe Holding 38%; Sergi Audivert Brugue 10%; Miquel Angel Bonachera 10%;



Analyst(s)

Francisco Ribas Alameda
 francisco.ribas@gvcgaesco.es
 Victor Peiro
 victor.peiro@gvcgaesco.es

Llegó la hora de generar caja

AB-Biotics es una compañía biotecnológica orientada al mercado que, después de varios años consumiendo caja para desarrollar un *pipeline* potente, empieza a recoger ya los frutos de esta cosecha.

- ✓ La compañía cuenta con dos unidades de negocio de desarrollo autónomo. La primera, y principal de cara al crecimiento futuro, es su división de **Ingredientes Funcionales Probióticos (FI)**, encargada del desarrollo de probióticos. La división se articula a través de un negocio de licencias, de manera que AB-Biotics otorga el derecho de comercialización de sus productos a empresas farmacéuticas licenciatarias, que se encargan de la distribución, comercialización y promoción del mismo. Su otra división **Plataforma de Medicina de Precisión (NFG)**, actualmente en una fase de *wait and see*, explota el mercado de la farmacogenómica, comercializando herramientas genéticas en forma de test, prestando así servicios de medicina personalizada
- ✓ El mercado de los ingredientes funcionales/probióticos pasa por un momento dulce, con un CAGR estimado del 7,7% para el periodo 2016-2025, y un pronóstico de que su tamaño supere los USD 37-38bn en 2018. La región estadounidense destaca como un *key driver* en el subsector de los probióticos OTC documentados clínicamente, por lo que pasa a ser un foco principal para la compañía.
- ✓ Durante los últimos cuatro años, la compañía ha firmado 73 acuerdos de licencia de sus productos probióticos, que le aseguran ingresos recurrentes en años venideros. Además, cuenta con una decena de productos probióticos, con más de 190 patentes a nivel mundial que presentan una vida útil media de 14 años y con una diversificada cartera de clientes que comercializan el producto en 40 países a lo largo de toda Europa, Asia, América, Latinoamérica, África y Oriente Medio. Valoramos positivamente la diversificación alcanzada.
- ✓ Recientemente, en marzo de este año, la compañía firmó un acuerdo con el grupo Kaneka, por el cual: i) dicho *holding* entra en el capital de AB-Biotics, contando en la actualidad con una participación superior al 30% y cuatro miembros en el Consejo, y ii) se otorga a dicho *holding* una licencia de comercialización exclusiva para el *pipeline* de AB-Biotics en Norteamérica, Japón y Canadá.
- ✓ Estimamos que la compañía generará caja este año, con un beneficio neto positivo y unas ventas crecientes en los próximos años. El CAGR estimado de las ventas para el periodo 2018-2022 es del 27%, con una mejora significativa en márgenes.
- ✓ Valoramos la compañía por suma de las partes, tras una valoración por DCF partiendo de las estimaciones de EBITDA para sus dos divisiones principales (INGREDIENTES FUNCIONALES PROBIÓTICOS (FI) y PLATAFORMA DE MEDICINA DE PRECISIÓN (NEUROFARMAGEN)) para los próximos cinco años [2018-2022], con WACC y "g" medias del 12,2% (12,6% para el VT en 2022 por el cambio del ratio deuda/*equity*) y 2% respectivamente. Llegamos a una valoración de la compañía de 5 EUR/acción, que implica un EV/EBITDA ('19e) de 20x y EV/EBITDA ('20e) de 11,3x, teniendo en cuenta que nuestras estimaciones de ingresos se sitúan en torno a un 20% por debajo de la guía dada por el Grupo para sus dos divisiones principales en el periodo.

CONTENTS

Investment Case	3
Siembra I+D, cosecha caja	3
Vientos favorables desde Japón	3
Consolidación de los acuerdos y focalización en FI	4
Plataforma de Medicina de Precisión (Neurofarmagen)	4
➤ <i>Reducción del peso de la medicina personalizada. “Wait and see”</i>	4
Ingredientes Funcionales Probióticos	5
➤ <i>¿Qué son los probióticos? Funcionalidad y perspectivas</i>	5
➤ <i>Incremento y refocalización hacia el área de FI. Pipeline.</i>	8
➤ <i>Acuerdo con Kaneka para la penetración en el mercado norteamericano y japonés</i>	16
➤ <i>Banco de cepas: recurso valioso, raro, inimitable y aprovechado</i>	16
Estimaciones de PyG, Balance y Cash Flow	18
Momento clave de cara a la potencial rentabilidad de la compañía. Pérdidas y ganancias	18
Cuenta de Pérdidas y Ganancias estimada	20
Balance de situación estimado	21
Estimaciones de Cash Flow	22
Valoración por DCF y análisis de sensibilidad	23
Potenciales escenarios de riesgo a tener en cuenta	25
Estructura del accionariado tras Kaneka ¿OPA a la vista?	25
Catalizadores y Análisis DAFO	27
➤ <i>Catalizadores y Drivers a corto/medio plazo</i>	27
➤ <i>Análisis DAFO</i>	27

Investment Case

AB-Biotics es una compañía biotecnológica de clara orientación al mercado y cuya estrategia operativa se encuentra diversificada en dos unidades de negocio que cuentan con un desarrollo autónomo:

- **Plataforma de Medicina de Precisión (NFG):** mercado de la farmacogenómica, que comercializa herramientas genéticas en forma de test, y presta servicios de medicina personalizada.
- **Ingredientes Funcionales (IF):** desarrollo de probióticos. Esta última área es en la que más se está enfocando la compañía de cara a su crecimiento futuro. La división se articula a través de un negocio de licencias, de manera que AB-Biotics otorga el derecho de comercialización de sus productos a empresas farmacéuticas licenciatarias, que se encargan de la distribución, comercialización y promoción del mismo. Cabe destacar que el mercado de ingredientes funcionales presenta tasas de CAGR estimado del 7,7% en los próximos 5 años.

Ambos modelos de negocio cuentan con una estructuración diferenciada, lo que permite un proceso decisorio independiente, así como diferentes necesidades de inversión y distintas duraciones en relación con las fases de implementación de la estrategia operativa de la biotecnológica. Aunque el área de Ingredientes Funcionales Probióticos es más intensiva en inversión, pues requiere de gastos de desarrollo del *pipeline*, cuyos productos deben atravesar todas las fases hasta su comercialización, AB-Biotics ha externalizado el laboratorio de I+D, habiendo sido capaz de reducir dichos costes.

Siembra I+D, cosecha caja

Tras duros años de consumo de caja, buscando crear un *pipeline* orientado a las necesidades de mercado a través del desarrollo de probióticos y utilizando su propio banco de cepas bacterianas, AB-Biotics cuenta por fin con más de 190 patentes a nivel mundial, así como con una gama de productos sólida y diversificada que le ha permitido firmar más de 70 licencias sobre un *pipeline* de 10 productos con clientes de todo el mundo, que le aseguran unos ingresos por ventas recurrentes. Habiendo cerrado 2017 con unas ventas de EUR 7,2m, alcanzando un total de más de 40 países a lo largo de todo el globo donde actualmente comercializa sus productos, la compañía será capaz de incrementar dichas ventas en los próximos años tras la entrada de nuevos clientes con mayor peso en el sector.

El alto apalancamiento operativo conseguido permitirá un crecimiento del Beneficio Neto muy superior al de las ventas. Esperamos un crecimiento de triple dígito en los primeros años, y de doble dígito en los dos últimos (CAGR del Beneficio Neto del 60% para 2018e-2022e).

Todo ello, sumado a la venta de su autocartera por más de EUR 1m a Kaneka, a los *royalties* recibidos, a la financiación de su CapEx y estudios clínicos por terceros, etc., le permitirán reducir su deuda y generar una alta cantidad de caja ejercicio tras ejercicio.

Vientos favorables desde Japón

Como ya hemos comentado y desarrollaremos posteriormente, tiene una importancia clave el acuerdo al que AB-Biotics ha llegado con Kaneka, por el cual: i) dicho *holding* entra en el capital de AB-Biotics, contando en la actualidad con una participación superior al 30% y cuatro miembros en el Consejo, y ii) se otorga a dicho *holding* una licencia de comercialización exclusiva para el *pipeline* de AB-Biotics en Norteamérica, Japón y Canadá. El historial de adquisiciones de Kaneka hace que no se pueda descartar una OPA sobre AB-Biotics en el corto/medio plazo.

Consolidación de los acuerdos y focalización en FI

AB-Biotics es una compañía biotecnológica que tiene como objeto la investigación, el desarrollo, la innovación y la producción de soluciones biotecnológicas que contribuyan a mejorar la salud y el bienestar de las personas, prestando para ello servicios y comercializando aquellos productos relacionados con las actividades anteriormente mencionadas.

La estrategia implementada por la compañía en el último ejercicio ha pasado por enfocar su política comercial hacia productos y mercados estratégicos, reduciendo sus esfuerzos en aquellas líneas de negocio, mercados y productos menos rentables. De esta manera, la biotecnológica busca maximizar el crecimiento potencial y la penetración de mercado de los productos que mejor funcionan desde una perspectiva comercial.

Durante los últimos cuatro años, la empresa ha firmado 73 acuerdos de licencia de sus productos probióticos que le aseguran un crecimiento potencialmente sostenido para años venideros.

Entre dichos acuerdos, destaca la alianza estratégica con la multinacional japonesa Kaneka Corporation para culminar la incorporación y penetración de AB-Biotics en el mercado japonés y americano, lo que le permitirá desarrollarse en mercados internacionales que cuentan con un alto consumo de productos probióticos. Las regiones previamente mencionadas son aquellas donde más crecimiento tiene el mercado de probióticos, con permiso del mercado latinoamericano, que también presenta un muy importante peso específico.

El punto clave de desarrollo de este plan estratégico es el potencial del mercado estadounidense, que es un mercado que se irá enfocando cada vez más en la comercialización de productos con documentación clínica suficiente que avale los efectos positivos de los probióticos sobre la salud. AB-Biotics es una empresa en la que dicho ensayo clínico es una fortaleza muy relevante.

Plataforma de Medicina de Precisión (Neurofarmagen)

Reducción del peso de la medicina personalizada. “*Wait and see*”

La medicina personalizada, al contrario que los tratamientos estandarizados, es un tipo de solución individualizada o “hecha a medida” en relación con los tratamientos médicos requeridos ante grupos específicos de pacientes; un tipo de tratamiento que permite ofrecer una medicina de calidad y adaptada a las circunstancias concretas del paciente en cuestión. Es decir, se trata a “*enfermos, y no a enfermedades*”, pues muchas de estas patologías tienen un componente de carácter genético.

Los tests de fármaco-genética están dirigidos a la identificación de posibles respuestas de un paciente a un determinado fármaco, de su predisponibilidad a desarrollar resistencias a éste, y a definir igualmente la dosis adecuada del compuesto a fin de aumentar su eficacia, a la par que disminuir su toxicidad.

Esto, unido a la evidente transición de la medicina reactiva a la proactiva y predictiva, como también comentaremos posteriormente, permite que sea un sector con un futuro interesante.

Sin embargo, el plan estratégico de AB-Biotics para los próximos años pasa por disminuir el peso de la medicina personalizada para poder centrar el foco en aquellas actividades estratégicas y de mayor valor añadido que tienen relación con el desarrollo y comercialización de su *pipeline* de Ingredientes Funcionales Probióticos. Actualmente, el peso de la medicina personalizada ya es bajo en la compañía (EUR ~1m en 2017's *revenues* sobre EUR 7,2m totales), y reduciéndose en peso relativo en los próximos años.

Así, creemos que la empresa va a acometer una estrategia de *wait and see* en esta unidad de negocio, con la intención de calibrar el potencial de la división en función de la evolución del mercado en los próximos años. Dada su menor relevancia estratégica, estimamos que las inversiones en esta división serán muy escasas, y las ventas relativamente estables en el periodo objeto de análisis, con un margen bruto estable del 50%.

La claridad de la estrategia corporativa de la biotecnológica, que busca centrarse en mercados y productos concretos y de alto valor añadido para una penetración fuerte de mercado, a través de su división de probióticos, hace que no **descartemos, como opinión subjetiva de nuestro análisis, potenciales desinversiones en relación con esta división de la compañía, planteándonos incluso posibles adquisiciones de su producto farmagenómico, Neurofarmagen** (test genético para identificación del perfil farmacogénético del paciente en enfermedades psiquiátricas y neurológicas), por un *player* de mayor tamaño, que sea capaz de crear sinergias con esta adquisición, con una sólida cartera de clientes en este subsegmento y capacidad para desarrollar e invertir en un producto que nos parece muy interesante.

Ingredientes Funcionales Probióticos

¿Qué son los probióticos? Funcionalidad y perspectivas

Según la FAO (Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura), los probióticos son *“microorganismos vivos que, cuando se administran en cantidades apropiadas, confieren al huésped un beneficio para la salud”*. Este tipo de organismos se ingieren a través de productos lácteos, alimentos infantiles, o a través de cápsulas, entre otros, lo que, en cantidades suficientes, puede ser beneficioso para la salud. Su principal objetivo, como hemos mencionado, está dirigido a fortalecer la microbiota o “flora intestinal”. Es relevante destacar que para mantener este mencionado efecto beneficioso es necesario que el consumo de las mencionadas bacterias se realice de forma regular, lo que en nuestra opinión favorece la demanda y fidelización de aquellos clientes que noten mejoras tras el consumo de los mismos.

Un informe de la **OMS vincula el posible efecto positivo del uso de probióticos a la prevención de enfermedades gastrointestinales** (diarrea, infección *helicobacter pylori*, enfermedades inflamatorias y síndrome intestinal, estreñimiento,...), **alergias, enfermedades cardiovasculares, cáncer, desórdenes del tracto urogenital, vaginosis bacteriana, infecciones del tracto urinario, control/disminución del colesterol y de la hipertensión**. A los probióticos se les asocian igualmente propiedades para la función inmune.

Los probióticos se encuentran en el mercado desde hace años, habiendo contribuido a aumentar el precio y valor de los productos de consumo a los que son añadidos, a la vez que su demanda. De hecho, uno de los principales reclamos para la industria es la prima existente en determinados productos, según su funcionalidad y marca. Esta prima puede llegar a alcanzar el 100% respecto al precio medio del producto tradicional.

El *key driver* de este mercado es el interés de los consumidores por llevar una vida saludable (se ven los productos probióticos como un ingrediente natural y compatible con otros productos saludables). La mayor concienciación sobre los probióticos a nivel general, junto con sus documentados efectos positivos sobre la salud, y unido a la creciente tendencia en la aplicación de tratamientos preventivos, más que curativos, soportarán el crecimiento de este mercado durante los próximos años.

Este segmento del mercado se ha confirmado en los últimos años como un nicho comercial con elevadas tasas de crecimiento interanual a nivel mundial; ganando en aceptación social y respaldo científico, con un pronóstico de que el tamaño del mercado supere los USD 37-38bn en 2018, según datos estimados de Global Market Insights Inc, Euromonitor International y Kaneka, entre otros.

Sin embargo, según confirma la Asociación Internacional de Probióticos, esta tendencia presenta una clara excepción en la Unión Europea debido, principalmente, a estrictos factores regulatorios. Ello ha sido el detonante de que la UE haya caído desde la primera posición en el mercado global para yogures probióticos y suplementos alimenticios que ostentaba en 2009, hasta la actual tercera plaza en ventas, por detrás de China y Estados Unidos (actualmente, EEUU cuenta con una cuota de mercado aproximada de un 20%, un número muy cercano a la cuota de mercado europea, mientras que la región de Asia-Pacífico alcanza cuotas cercanas al 50%).

No obstante, esta potencial amenaza puede tratarse de una oportunidad para la compañía, pues la creciente demanda de productos probióticos a nivel mundial, unida al endurecimiento regulatorio, especialmente a nivel europeo, probablemente beneficie a AB-Biotics como compañía centrada en la documentación de su *pipeline* de ingredientes funcionales.

Teniendo en cuenta que la función de este tipo de ingredientes es la de potenciar el estado de salud, las compañías que desarrollan estos productos deben documentar la eficacia de su uso, lo que supone una función investigadora y de desarrollo de documentación clínica cercana a la de la industria farmacéutica, aunque con una regulación menos estricta, lo que reduce los periodos de investigación y los requisitos de inversión, pues los probióticos son aprobados como complementos dietéticos.

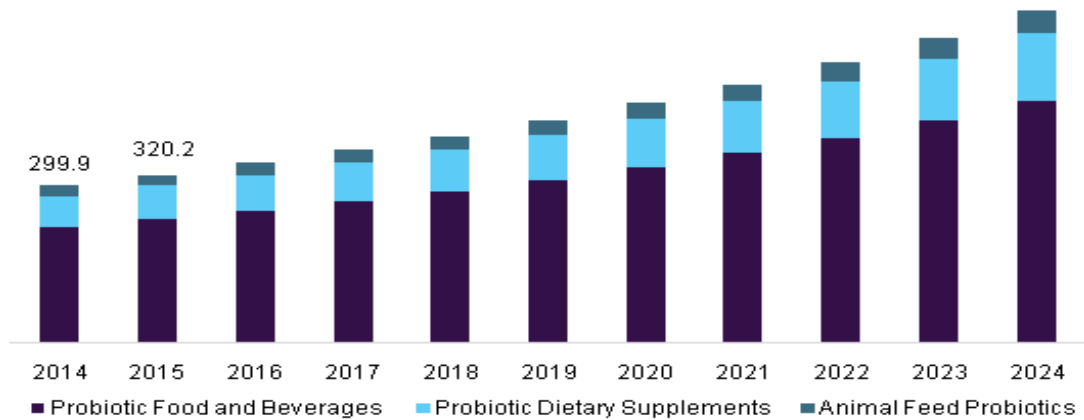
La entidad responsable de la verificación y validación del soporte científico de las declaraciones nutricionales y propiedades saludables de los ingredientes funcionales es la EFSA (*European Food Safety Authority*).

Las causas que afectan al crecimiento de este mercado se deben principalmente al: i) progresivo envejecimiento de la población, ii) aumento y tendencia a la cronicación de ciertas enfermedades, que progresivamente van a ir teniendo más incidencia y que crearán un apalancamiento para los productos probióticos (especialmente en cuanto a salud cardiovascular y diabetes) iii) el aumento del conocimiento y de los estudios de los beneficios de los principios activos de este tipo de productos y la iv) sensibilización sobre tratamientos preventivos, frente a la tendencia reactiva habitual; siendo además un producto cuya ingesta no tiene contraindicaciones probadas.

De manera añadida, consideramos que la creciente demanda por la comida orgánica es una tendencia ante el rechazo a los ingredientes no naturales, tales como los antibióticos, incluidos en la comida. Especialmente en EEUU, la creciente demanda regulatoria para reducir el uso de antibióticos puede impulsar el mercado de los ingredientes funcionales.

El principal formato de suministro de este tipo de ingredientes es a través de productos lácteos, que presentan una cuota de mercado del 75%, frente al mercado de suplementos u OTC (probióticos encapsulados), con una cuota del 20% (el restante 5% lo conforman los probióticos para consumo animal). Este último formato de presentación goza de tasas de crecimiento superiores a las de la industria, que continúa investigando en relación con potenciales nuevos formatos de comercialización. En los mercados más desarrollados (Europa, USA), se observa un cambio de tendencia desde el predominio de los lácteos probióticos hacia los suplementos. En este sentido, los analistas de mercado están de acuerdo en que los potenciales más atractivos son la venta de yogures probióticos en Asia, y de suplementos para la dieta en Norteamérica y Europa. En Estados Unidos, por ejemplo, los suplementos probióticos encabezaron el mercado de los suplementos dietéticos en 2017, tanto en ventas como en crecimiento.

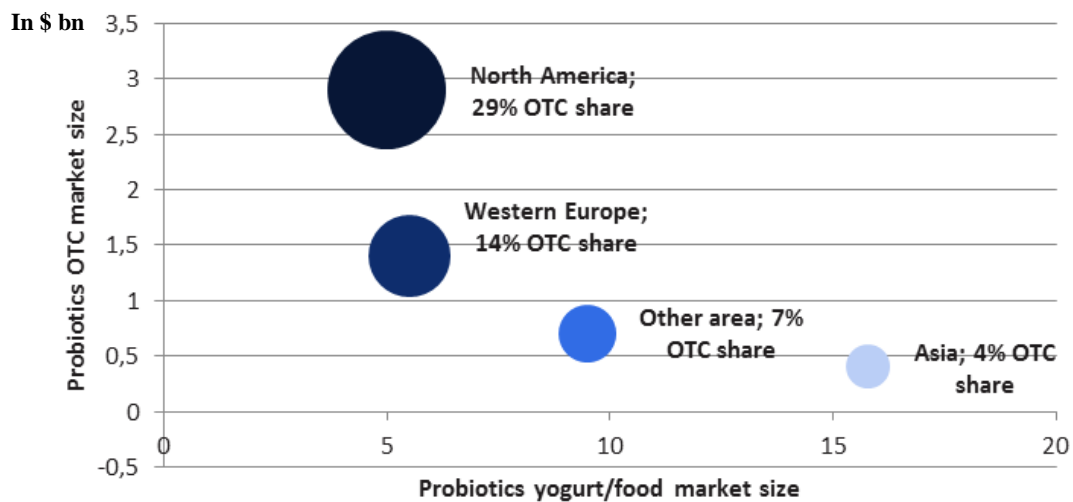
U.S. probiotic ingredients market by application, 2014 - 2025 (USD Million)



Fuente: Grand View Research

Como hemos reseñado, cada vez de manera más intensa tiende el mercado estadounidense hacia la demostración de la eficacia del producto a través de documentación clínica. Incluso una gran parte de las regulaciones, donde se han impuesto crecientes restricciones, exigen ensayos clínicos que acrediten la eficacia del producto de manera suficiente, para poder lanzar mensajes específicos al mercado.

Es además el norteamericano el mercado donde más \$/vivienda de gasto en suplementos probióticos se registra, teniendo además el mayor CAGR en cuanto a zonas geográficas, seguido de Australasia, Europa del Este y Latinoamérica.



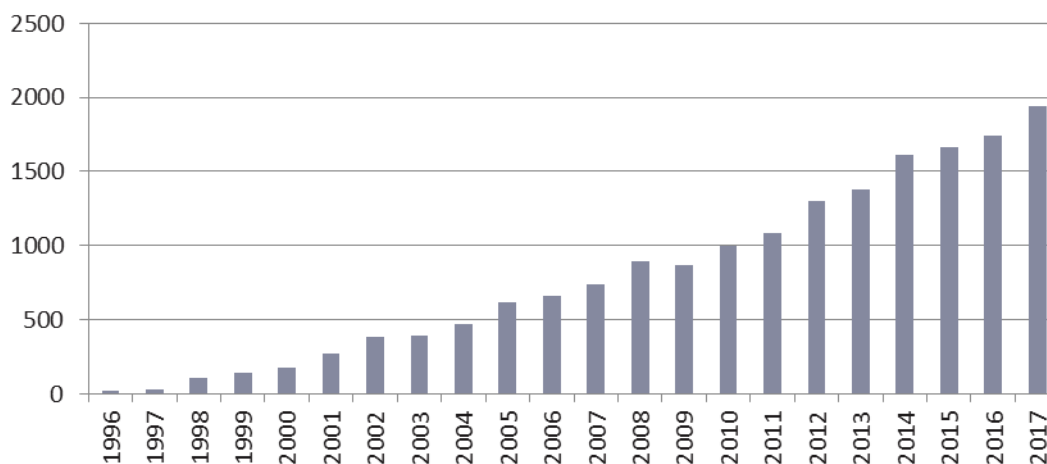
Fuente: datos de Kaneka, elaboración GVC Gaesco Beka

Hablan además los analistas del sector de una creciente demanda por los ingredientes probióticos en el sector médico. **La demanda global de ingredientes probióticos está estimada que crezca globalmente a una CAGR de entre el 6,5 y el 8,5%, siendo el consenso de la mayoría de estudios de mercado el 7,7% en el periodo 2016-2025.**

Europa y APAC son los mayores mercados de probióticos a nivel global en el mercado B2B, siendo esta última región la que potencialmente dominará el crecimiento y proyecciones globales del mercado hasta 2022. Consideramos que ambas geografías continuarán siendo *drivers* sólidos en el sector para probióticos humanos.

El interés creciente por este tipo de productos es palpable, siendo un reflejo de ello los más de 18.500 documentos en PubMed que incorporan el término “*probiotics*”, como se puede apreciar en el siguiente gráfico:

Número de documentos publicados por año en PubMed que incluyen el término "probiotics"



Fuente: datos de PubMed, elaboración GVC Gaesco Beka

En cuanto a los **factores de elección de un probiótico**, un informe de IM Farmacias los clasifica en:

1. Precio
2. Potencia biológica: magnitud inversamente proporcional al tiempo de *stock* antes de su consumo
3. CFU: recuento de microorganismos en el probiótico según cantidades estandarizadas idóneas
4. Variedad de cepas: número total de cepas que componen el probiótico. La diversidad puede potencialmente aumentar los beneficios esperados del producto.
5. Pureza de las cepas: tanto la concentración como su funcionalidad condicionan el comportamiento de cada probiótico.

Incremento y refocalización hacia el área de FI. Pipeline.

Se trata de la unidad de negocio de mayor peso en la compañía, así como la que más contribuirá al crecimiento de la misma; y en ella podemos destacar un *know-how* específico a la hora de desarrollar de productos de alto contenido innovador y con altos márgenes operativos.

La compañía ha decidido centrar el foco de su negocio hacia esta división, con una nueva estrategia competitiva que pone la atención en aquellos productos y mercados con más crecimiento potencial, mayor margen y menor duración de los procesos (rápida comercialización). Además, de la mano de Kaneka, busca penetrar el mercado norteamericano con fuerza en los próximos ejercicios. **AB-Biotics pretende posicionarse frente a sus competidores mediante la búsqueda de diferentes soluciones probióticas, con una funcionalidad específica y elevada eficacia.**

En cuanto a cómo se generan dichos ingresos, es una cuestión clave comprender que la compañía funciona a través de un negocio de licencias. Es decir, que cuando la compañía recibe un pedido de un probiótico por parte de una empresa farmacéutica licenciataria, AB-Biotics solicita la producción del mismo a sus proveedores de bacterias y producto terminado (que producen bajo licencia de fabricación exclusiva, no pudiendo manufacturar este producto para nadie más).

Posteriormente, entrega dicho producto a la mencionada farmacéutica, que cuenta con una licencia de comercialización sobre patentes de AB-Biotics, por lo que sólo podrá comprar y distribuir dicho producto si lo adquiere de esta compañía.

Este modelo, además de ahorrar costes y reducir ciertos riesgos, asegura en cierta medida unos ingresos de carácter estable y recurrente. **AB-Biotics cuenta en la actualidad con más de 190 patentes a nivel mundial, presentando una alta capacidad de protección de sus activos y con una vida útil media elevada.** Sin embargo, siguiendo criterios de prudencia, hemos asignado escenarios de probabilidad a la posibilidad de que ciertas patentes no estén protegidas adecuadamente y AB-Biotics pueda perder cuota de mercado mediante replicado por parte de los productores; por esto, como comentaremos, es también interesante una integración vertical mediante la construcción de una planta de fermentaciones y envasado o la adquisición de compañías productoras que escalen y fermenten las cepas, pues se elimina el riesgo de potenciales patentes mal protegidas en el ámbito de los proveedores. Además, en nuestro modelo, **la biotecnológica será capaz de generar caja de manera exponencial**, lo que abre la posibilidad a ver adquisiciones de este tipo de compañías en años próximos con cargo a dicho incremento de caja.

Cabe destacar asimismo que es importante elegir cada probiótico específico para cada función concreta que se busque reforzar en el sistema gastrointestinal. El enfoque hacia el desarrollo y la innovación de AB-Biotics, que cuenta en la actualidad con un banco con más de 550 cepas bacterianas y diferentes productos para cada concreta función de la microbiota, es una ventaja competitiva estratégica muy relevante, que desarrollaremos en detalle posteriormente.

Pese a que las ventas de los probióticos se hayan visto mermadas en la UE como consecuencia del endurecimiento regulatorio¹, vemos esto como una oportunidad de negocio para la biotecnológica. Esto se debe al marcado corte y *expertise* investigador de la compañía. Su alta inversión en I+D en los últimos ejercicios y la focalización hacia el ensayo clínico avalarán sus productos en lo referente a las restricciones regulatorias europeas, permitiendo a la empresa realizar *claims* específicos sobre sus probióticos y los beneficios probados de los mismos, en detrimento de sus competidores que, en muchos casos, fabrican productos sobre los que no pueden lanzar estos mensajes al no casar (o no tener documentación clínica suficiente) con las estrictas restricciones regulatorias europeas.

En cuanto a las necesidades de inversión del negocio de los Ingredientes Funcionales Probióticos, estos últimos años la compañía ha invertido mucha caja en desarrollo de producto, y parece que el periodo de maduración habitual de 5-10 años está completándose, por lo que afrontamos una etapa de comercialización y desarrollo con alta generación de *Cash Flow*.

Sobre los **principales factores de riesgo de la empresa en este mercado**, que incluimos en el cálculo del riesgo compañía de cara al WACC de la división, destacaríamos: i) riesgo de no aceptación de sus productos por el mercado, ii) falta de *track record* y visibilidad de recurrencia de ingresos y beneficio, iii) riesgo por inadecuada política de protección de patentes que derive en una pérdida de exclusividad de mercado e ingresos futuros, iv) riesgo regulatorio, v) riesgo de no licenciar sus productos o de paralizar los acuerdos en negociación, vi) riesgo financiero, vii) riesgo de nuevos competidores, viii) riesgo de dependencia de personas clave, ix) riesgo de adquisiciones, x) riesgo de iliquidez bursátil.

¹ Resultado de la aplicación del Reglamento CE1924/2006, relativo a las declaraciones nutricionales y de propiedades saludables de los alimentos (en el que se establece que la inclusión del término “probiótico” requiere de una acreditación científica acerca de sus beneficios probados para la salud del hospedador)

En materia de competidores, los principales operadores en el subsector de los probióticos se dividen en dos grupos:

- Los grandes proveedores de ingredientes, como son Dupont-Danisco, Chr. Hansen y Lallemand, cuyas competencias clave están en la Producción y la variedad de especies y cepas que ofrecen.
- Los proveedores especializados en Probióticos, cuyas competencias clave han sido el desarrollo científico de cepas bien documentadas, como son las compañías suecas BioGaia y Probi, la italiana Probiotal, la norteamericana UAS Labs (con su producto “LRC-1”) o la compañía española BIOSEARCH en su línea de productos Hereditum.

Es importante destacar que los productos de AB-Biotics están bien diferenciados científicamente de los de sus competidores, con lo que la competencia no es sobre el mismo principio activo, sino más bien sobre los mismos conceptos terapéuticos. Por ejemplo, AB-Biotics compite con Biogaia, Probiotal, Chr. Hansen y BIOSEARCH en el segmento del cólico del lactante, pero son productos distintos en el género, especie y mecanismo de acción clínica y nivel de documentación científica. Es por ello que, en opinión del *management*, no existen competidores como tal que operen exactamente con el mismo producto, por lo que hablaríamos sobre todo de productos sustitutivos (“paralelos”) o, más bien, productos que estén en la misma “cesta de la compra” o que tengan como mercado objetivo el mismo grupo de consumidores. Ab-Biotics, además, se desbanca actualmente de sus competidores en cuanto a su estrategia, optando por licenciar a terceros sus probióticos, desvinculándose en la actualidad de la producción y la comercialización de los mismos.

En líneas generales, la tendencia de mercado ha variado en los últimos años:

1) Históricamente, el mercado partía de **probióticos más “genéricos”, productos de alta potencia** (*maximizar el número de bacterias en cada dosis*) y que se caracterizaban por la escasez de documentación clínica que soportara su actividad terapéutica.

2) La creciente demanda del mercado por productos clínicamente documentados hace que las empresas se centren en proveer probióticos **clínicamente documentados** (“*documented strains*”), de corte más científico en materia de investigación de efectos del consumo de probióticos sobre la salud. La nueva generación de probióticos es más competitiva, pues está más adaptada a las necesidades de mercado. Según estimaciones de consultores expertos en probióticos, el *market share* de las empresas que apuesten por las *documented strains* crecerá del 35% actual al 66% en los próximos cinco años. El cliente de AB-Biotics demanda este tipo de probióticos, por lo que consideramos que están bien posicionados en las tendencias de mercado para crecer rápido. Además, los productos clínicamente documentados permiten su comercialización a un precio superior (17-22 EUR de media en PVP). **La clave en el mercado para AB-Biotics está así más en la búsqueda de la diferenciación respecto de la competencia, en materia de estrategia corporativa, que en una guerra en precios entre los distintos productores.**

Dentro de este marco competitivo, consideramos bueno el posicionamiento de la compañía, pues es una marca de relevancia en el sector (según el *management*, una de las 10 marcas más relevantes del sector de los probióticos documentados) que, creemos, sin ser un *player* grande, tiene un muy buen posicionamiento para crecer de manera exponencial, también debido a su alto grado de apalancamiento operativo. Pensamos que, en este sentido, la compañía ha invertido mucho en desarrollar el *pipeline* que tiene, por lo que ahora está en una etapa de comercialización del mismo, con un alto Grado de Apalancamiento Operativo, lo que le puede reportar amplios beneficios por unidad marginal vendida a ciertos niveles de producción (unos 10-10,5M de venta orgánica/12M de venta no orgánica para llegar a *break even*).

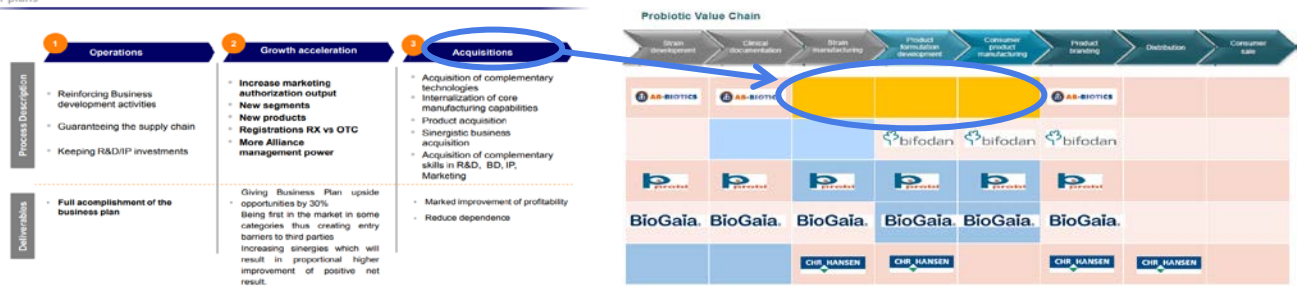
Además, **nos encontramos ante una industria muy especializada y que requiere de una alta inversión inicial, lo que supone una fuerte barrera de entrada** no sólo para los nuevos competidores, sino para los actuales competidores en subsectores específicos o en materia de reconversión del *pipeline* de sus negocios, que no cuentan con el *know-how* necesario o con los activos a través de los que AB-Biotics ha desarrollado sus líneas de negocio (cepas, experiencia de extracción y selección de cepas probióticas, cualificación necesaria, etc.).

En este mercado específico de probióticos documentados en formato de suplementos OTC, cabe mencionar que el 80% del gasto por consumidor está enfocado a los probióticos intestinales. En este tipo de probiótico hay más *players*, y los precios son más bajos debido a la alta competitividad existente, aunque han aparecido muchos nichos para otros probióticos documentados donde los precios se mantienen, debido al menor número de *players*. Así, la compañía está enfocando su desarrollo de producto hacia este tipo de nichos. En los próximos dos/tres años se estima que se abran nuevos nichos de probióticos relativos, entre otros, a la obesidad, *psycho* y diabetes. Además, vemos nuevos *drivers* en el sector, en materia de aplicaciones de las cepas distintas a los probióticos como, por ejemplo, los simbióticos (productos que incorporan conjuntamente probióticos y prebióticos, que a su vez son sustancias no digeribles que favorecen el crecimiento selectivo de las bacterias intestinales beneficiosas).

En materia de adquisiciones, posibilidad que se contempla en la presentación a inversores de la compañía como estrategia futura, observamos potenciales ventajas en la cadena de valor de AB-Biotics. En dicha presentación se menciona una futura fase relativa a posibles adquisiciones, que irán en la línea de la producción industrial. Aunque es complicado de saber, porque varía en función de la estrategia, tamaño y tipo de empresa, estimamos que los proveedores de producto final tienen un margen bruto en torno al 30%, y los de bacterias del 65%. Si AB-Biotics explotara en el futuro esta parte de la cadena de valor, esto podría generar unos 20 puntos adicionales de margen bruto (como estimación conservadora) para la compañía. Consideramos esta opción como una potencial forma de desarrollo de la compañía a futuro, comenzando inicialmente por adquisición de proveedores de bacterias, o desarrollo orgánico a través de apertura de fábricas. No hay que olvidar que, según nuestras estimaciones, a finales de 2022, la empresa contará con aproximadamente EUR 25m en caja, que pueden servir para financiar potenciales adquisiciones de este tipo de compañías.

Where new resources will be allocated

Our plans



Fuente: AB-Biotics

Actualmente estimamos un margen de la compañía para su división de Ingredientes Funcionales Probióticos del 42% (margen real a finales de 2017), aunque vemos la posibilidad de aumentarlo a través de estas adquisiciones futuras². Aun así, creemos que **el aumento de los volúmenes de producción y la tendencia hacia el formato *bulk* que la compañía tendrá en los próximos ejercicios permitirá alcanzar una mayor capacidad de negociación con proveedores para alcanzar márgenes brutos cada vez mayores.** De hecho, los estados financieros del primer trimestre ya permiten situarnos en un margen bruto aproximado del 45% a finales de 2018, aunque en nuestras estimaciones nos situamos ligeramente por debajo de esta cifra, alcanzándola en 2019.

² No se ha incluido en la valoración debido a la incertidumbre sobre las mismas

Para entrar un poco más en el estudio de estos márgenes, cabe mencionar que AB-Biotics tiene dos formatos en los que distribuye su producto: i) producto terminado, en forma de *blisters*, aplicadores, botellas, etc.; ii) negocio *bulk*, que es producto sin procesar, cuya cuota de producto se sitúa actualmente en torno a un 15% de las ventas de la compañía, aunque dicha cifra se incrementará en los próximos años debido a que los márgenes brutos de este tipo de formato son muy superiores (>55-65%).

Además, en cuanto al margen EBITDA, es muy importante hacer mención al hecho de que a lo largo del ejercicio 2017, la biotecnológica ha llevado a cabo una **externalización de su laboratorio (I+D) y una reestructuración de personal**. De esta manera, se eliminan las activaciones por gastos de desarrollo (pasando a ser contabilizado como servicios de terceros a capitalizar) que, actualmente, suponen un menor coste para la empresa que llevar a cabo su propia investigación y desarrollo. Además, la reestructuración del personal lleva aparejada una reducción en los costes fijos por este concepto, de en torno a EUR 100k.

En el futuro próximo, el plan estratégico de la compañía pasa tanto por firmar nuevos contratos de licencia como por desarrollar los contratos actualmente activos para incrementar la cantidad de producto vendido a sus clientes.

Tras un estudio del tipo de cliente con los que trabaja la compañía, consideramos como *targets* aquellas farmacéuticas de peso a nivel nacional, sin que resulten tan atractivas para AB-Biotics las empresas pequeñas o las grandes multinacionales debido a la capacidad de negociación con la compañía (para las multinacionales) y la escasa penetración de mercado que potencialmente pudiera tener una empresa pequeña. Este será el tipo de *target* que potenciará la empresa, buscando reducir su dependencia de clientes clave (diversificación del *customer mix* para mejorar el ratio de dependencia de sus licenciarios actuales).

De manera añadida, el plan estratégico de la compañía pasa por aumentar su penetración en mercados poco explotados pero de gran relevancia en el sector. Para ello, busca potenciar los acuerdos con sus clientes, que son empresas líderes en la región (tal y como la expansión proyectada hacia Rusia, Ucrania y Oriente Medio en general, a través de Mayoly, uno de sus principales clientes).

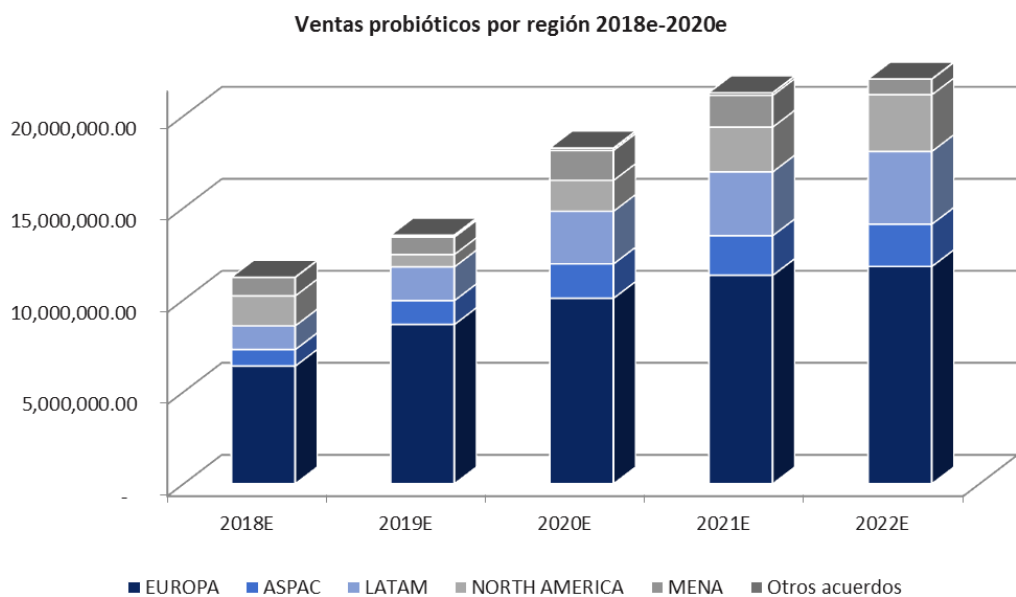
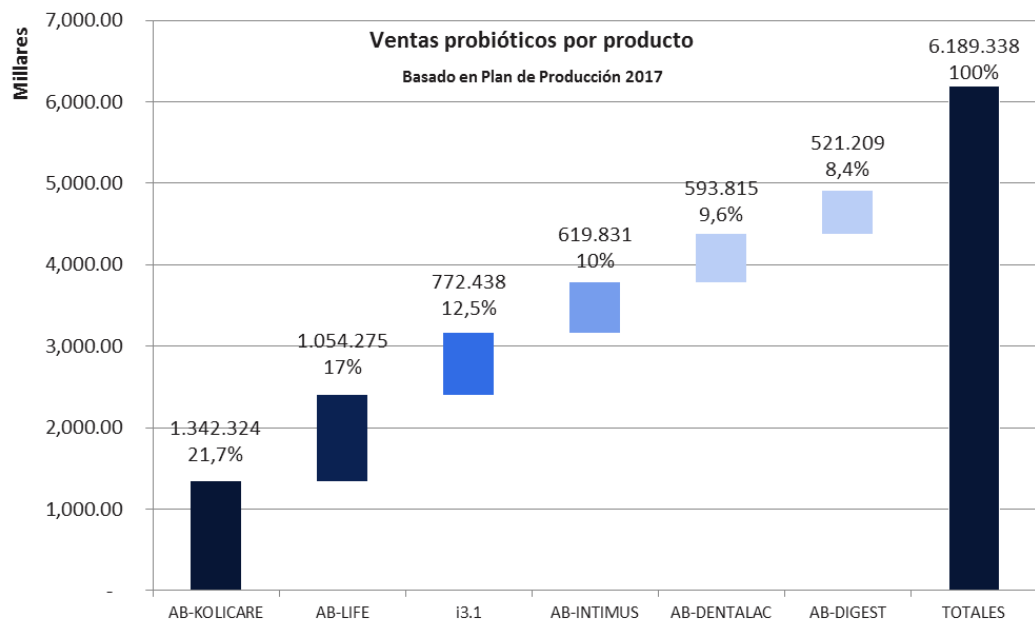
Además de lanzarse a nuevos mercados, las licencias actuales han evolucionado favorablemente. Muchas de estas licencias firmadas hace un par de años todavía requieren de un tiempo de desarrollo necesario para consolidarse en el mercado; así, muchas de estas licencias estimamos que empezarán a ver sus ventas evolucionar en términos exponenciales en el periodo objeto de análisis.

Por otro lado, en otros mercados, tales como el australiano, se podrían negociar nuevas licencias debido al importante peso de la venta *online* de este tipo de productos en la región. Es decir, que no sólo el desarrollo de su *pipeline* va a ser el motor de crecimiento de AB-Biotics, sino que además se están abriendo nuevos mercados para productos actuales (como la futura venta de AB-Kolicare en China).

Vemos además otras significativas oportunidades que la compañía puede aprovechar (a modo de ejemplo, el precio actual en Rusia actual permite un margen bruto del 25%, pero la evolución en volúmenes en este mercado y la escasez de *players* permite a las empresas que allí operan tener mucha capacidad de negociación con proveedores, y la renegociación de precios podrían llevar esos márgenes a superar el 45%). Sin embargo, también es cierto que estos nuevos mercados exponen a la compañía a diversos factores regulatorios, que suponen ciertos desfases en la comercialización del producto respecto a la fecha de la firma de la licencia.

Estos nuevos acuerdos creemos supondrán incremento del negocio, y no sustitución o canibalización de las actuales ventas, pues se realizarán en nichos o mercados mal explotados o a través de nuevos canales de distribución, tales como la venta online, o con un público objetivo diferente.

En cuanto al pipeline de la empresa, ésta es la distribución por productos (incluimos los más relevantes, que suponen actualmente -2017- unas ventas cercanas al 80% en la división de Probióticos) y estimación de la evolución de las ventas por regiones:



Fuente: Elaboración propia GVC Gaesco Beka, basada en desglose de ventas 2017 de AB-Biotics

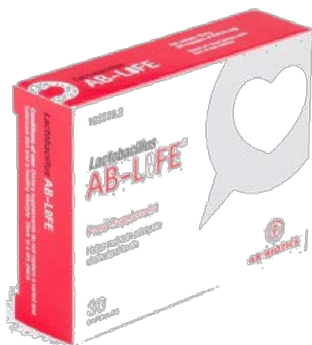
En cuanto a las funcionalidades de los mismos:

- **AB-KOLICARE (22% de las ventas totales)**



Producto probiótico original indicado para la prevención del cólico infantil, una dolencia que afecta en torno al 10-20% de los lactantes y que se considera uno de los casos más frecuentes de visita al pediatra en los primeros cuatro meses de vida. Actualmente, se comercializa en todas las regiones en las que AB-Biotics cuenta con licenciatarios.

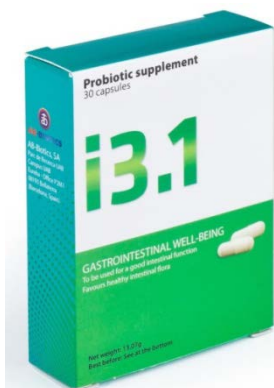
- **AB-LIFE (17% de las ventas totales)**



Fórmula probiótica que, según los datos de los ensayos clínicos, reduce un 12% en media los niveles de colesterol. Además, una de sus características diferenciadoras respecto de otras soluciones en el mercado es que no sólo reduce los niveles de colesterol absorbidos en la dieta, sino que también reduce el colesterol endógeno, consiguiendo un menor nivel de colesterol en sangre. Así, AB-LIFE presenta mayor efectividad en un mayor número de personas, abriendo la puerta a la terapia probiótica en la prevención de enfermedades cardiovasculares.

Actualmente, el producto se comercializa en Europa y ASPAC, con menor presencia en LATAM y MENA, y sin presencia en Norteamérica, que son mercados con gran potencial para el producto.

- **i3.1 (13% de las ventas totales)**



Este producto probiótico tiene como indicación principal el tratamiento de la enfermedad del intestino irritable con predominio de fases de diarrea o intermitentes (estreñimiento-diarrea). Esta enfermedad es altamente prevalente en los países desarrollados, afectando en torno al 10% de la población. Sus efectos están caracterizados por dolor abdominal, molestias, hinchazón, y tránsito intestinal alterado.

El mercado para el tratamiento de este síndrome está poco penetrado, sin que existan opciones terapéuticas adecuadamente establecidas, por su limitada eficacia y potenciales efectos secundarios.

Actualmente, el producto se comercializa en Europa y LATAM, con menor presencia en ASPAC y MENA, y sin presencia en Norteamérica, que son mercados con gran potencial para el producto.

- **AB-INTIMUS (10% de las ventas totales)**

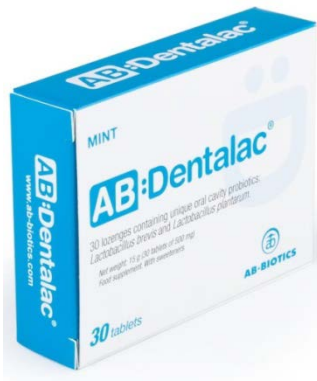


Probiótico útil para la prevención de infecciones vaginales recurrentes (candidiasis vaginal), capaz de sobrevivir en una mucosa vaginal inflamada y recuperar el ecosistema y un adecuado pH vaginal. Está disponible en diferentes formatos, tales como tabletas vaginales, cápsulas vaginales y cápsulas orales.

La candidiasis vaginal afecta a 3 de cada 4 mujeres en algún momento, mientras que la vaginosis bacteriana afecta a un 20% de las mismas, con una alta recurrencia (aunque 4 de cada 5 casos son asintomáticos).

Actualmente, este producto sólo se comercializa en Europa y ASPAC.

- **AB-DENTALAC (10% de las ventas totales)**



Se posiciona en el tratamiento de amplio espectro para la salud oral (caries, gingivitis, mal aliento, etc.), en la búsqueda del cuidado de la salud dental. AB-DENTALAC bajo su propia marca, así como la marca ProLacsan, bajo la cual este producto se comercializa en Europa, siguen crecimientos positivos. Además, este producto ha comenzado a comercializarse en ASPAC, LATAM y MENA, sin mucha penetración de mercado actual, pero con un fuerte potencial.

El mercado de DENTALAC con mayores ventas es el norteamericano, donde el producto está dando muy buenos resultados.

Acuerdo con Kaneka para la penetración en el mercado norteamericano y japonés

El pasado 28 de marzo se publicó un hecho relevante en el MAB en el que se informaba del otorgamiento al grupo Kaneka del derecho exclusivo de fabricación, importación, fermentación, uso, venta y oferta de determinados productos de AB-Biotics en Japón y Norteamérica, unido a la entrada de dicho Holding en el capital de AB-Biotics de forma significativa.

Este acuerdo contempla unos *royalties* como porcentaje de las ventas que Kaneka realice en el territorio objeto del acuerdo (EEUU, Canadá y Japón), con un mínimo anual que asegura a la biotecnológica un ingreso estable y recurrente para los próximos años. Concretamente, la duración de este acuerdo es de 7 años, aunque prevemos una extensión de dicho acuerdo, más aun teniendo en cuenta el peso del grupo en el accionariado de AB-Biotics, que estimamos creciente, y su capacidad para la toma de decisiones a nivel interno en la biotecnológica, que comentaremos posteriormente.

Los *royalties* que esta licencia de distribución le reportarán a AB-Biotics en los próximos años creemos serán exponencialmente crecientes, debido a que, actualmente, la biotecnológica no tiene capacidad de explotar adecuadamente un mercado en auge y de extrema relevancia como es el norteamericano. Con Kaneka, sin embargo, las perspectivas del plan de negocio en esta región son muy favorables, siendo un catalizador a medio plazo en cuanto a generación de ingresos para la compañía.

Hay que tomar también en consideración que dicho *holding* ya tiene experiencia en el mercado B2B norteamericano, así como una red de clientes desarrollada que, consideramos, le permitirá alcanzar unos altos niveles de cuota de mercado en el subsegmento B2B de los probióticos clínicamente documentados a lo largo de los próximos 7 años.

Este desarrollo refuerza un sector ya de por sí bueno y en crecimiento, y será uno de los *drivers* principales de la evolución de la compañía a medio y largo plazo.

Banco de cepas: recurso valioso, raro, inimitable y aprovechado

Como ya hemos comentado, AB-Biotics posee un banco de cepas en el que cuenta con 550 ejemplares, extraídos de muestras de la microbiota de habitantes de áreas rurales por todo el mundo que cuentan con buenas condiciones de salud, baja exposición a la higiene moderna, baja o ninguna exposición a antibióticos, antifúngicos y a los productos comerciales fermentados o probióticos, y con una microbiota no modificada para el estilo de vida moderno. Esto se hace partiendo de una hipótesis higiénica, buscando poblaciones con microbiotas conservadas (“no modificadas”), recolectando muestras y aislando y almacenando cepas bacterianas potencialmente probióticas.

Actualmente, se está en proceso de desarrollo de nuevos productos, realizando estudios sobre los potenciales efectos de dichas cepas como probiótico. Se están llevando a cabo 13 estudios diferentes, con más de 1660 pacientes involucrados, en busca de nuevos conceptos. Esto nos parece un buen proyecto de futuro en el desarrollo de nuevas cepas, teniendo en cuenta que los estudios previos se hicieron con menos pacientes. Ese desarrollo, unido a un mayor nivel de documentación clínica, potenciará a la compañía, reforzando su posición en un sector en crecimiento y situándoles en una posición más ventajosa.

El banco de cepas es un recurso valioso, ya que permite aprovechar todas las oportunidades de desarrollo de un sector con altas tasas de crecimiento. Mediante este recurso, la compañía puede responder rápida y eficazmente a la demanda de nuevos probióticos con diferentes principios activos en nuevos nichos de este subsegmento del mercado de probióticos.

Además, reduce potenciales amenazas al eliminar la dependencia de otras organizaciones que cuenten con un activo similar para su desarrollo, y limita la entrada de nuevos competidores en ciertos nichos en tanto que tiene capacidad de patentar las cepas probióticas que sean capaces de aislar y desarrollar clínicamente como resultado del trabajo sobre este banco de cepas.

Aunque no esté incorporado en el activo de la empresa al tener un valor difícilmente cuantificable, es innegable que en un plano cualitativo se trata de un activo estratégico que aporta ventajas competitivas a la empresa. Sin ir más lejos, Chr. Hansen posee un activo similar, aunque con un mayor número de cepas, por lo que creemos que se podría encontrar comprador en el mercado si algún día AB-Biotics quisiera venderlo. Por esto, aunque sin cifras concretas, podemos decir que el valor de este recurso es innegable.

Se trata además de un recurso raro, ya que aunque haya más compañías que tengan recursos del mismo tipo (pocas, hay que decir), las cepas específicas del banco de AB-Biotics no se encuentran en más organizaciones. Además, todas las cepas patentadas provenientes de dicho banco no son un recurso que posea ninguna otra empresa, por lo que su valor por rareza en cuanto a patentes se refiere es también destacable.

Además de ser raro, es un recurso inimitable, pues cualquier competidor encontraría difícil y muy costoso replicar, obtener o sustituir un activo similar.

Se trata pues, en nuestra consideración, de una pieza estratégica clave en la organización, que está diseñada para dar soporte a este recurso, lo que lo convierte en un activo de valor añadido en la cadena de valor de la compañía.

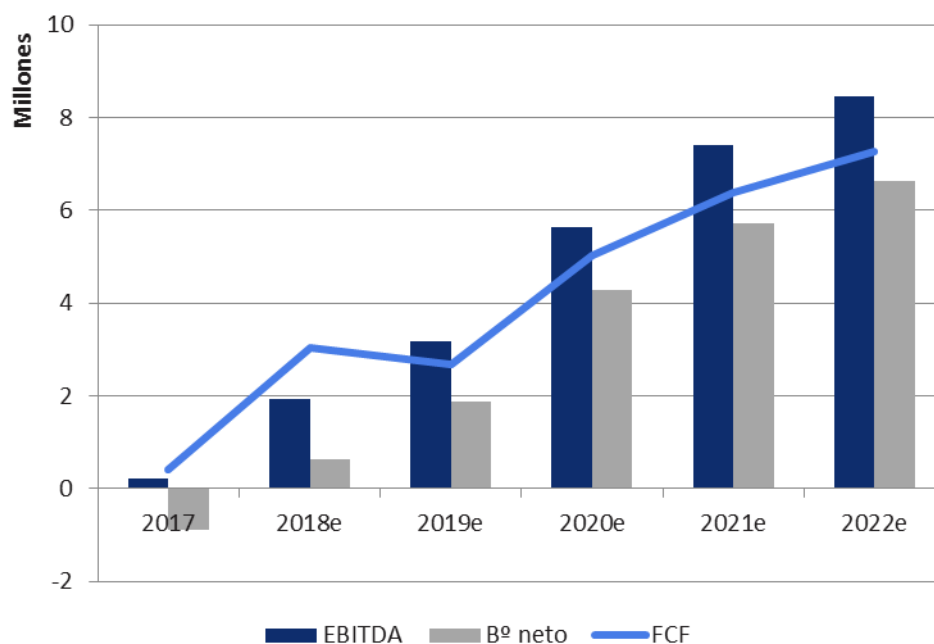
Estimaciones de PyG, Balance y *Cash Flow*

Momento clave de cara a la potencial rentabilidad de la compañía. Pérdidas y ganancias

Nos encontramos sin duda en un momento clave de cara a saber si el desarrollo y la inversión acometida en los últimos años han dado como resultado una empresa rentable, solvente y generadora de caja. Y en nuestro análisis, así lo consideramos. El alto nivel de inversión, una fuerte salida de caja y encontrarnos en una fase inicial en relación con la penetración de sus productos en todos los mercados, dieron como resultado una empresa que todavía no era capaz de generar beneficios, lo que además se reducía por el nivel de subvenciones y financiación blanda que recibía la compañía.

Sin embargo, a día de hoy, esta situación ha dado un giro completo, que resumimos en los siguientes puntos:

- **AB-Biotics genera y generará (2018-2022e) caja, beneficios y EBITDA positivo.** Pese a que hasta este año no ha sido así, y en los últimos ejercicios nos hemos encontrado unos resultados prácticamente planos en cuanto a beneficio, nuestras estimaciones nos indican que esta tendencia se revertirá a corto plazo, cerrando 2018 con un EBITDA de EUR 1,94 millones y generando caja de manera muy significativa. Esto se debe al aumento exponencial de licencias en cuanto a cantidad y magnitud (destacar, por ejemplo, el acuerdo estratégico con Kaneka), así como a algunos de los catalizadores que pasamos a comentar a continuación.



Fuente: GVC Gaesco Beka

- **Momento del ciclo en el que se encuentra la compañía.** Como bien es sabido, el ciclo operativo de un proyecto de tipo tecnológico-farmacéutico pasa por tres fases: i) inmensa salida de caja inicial, de *Cash Flow* negativo (que además presenta un riesgo importante de no viabilidad del proyecto sin recuperación de capital invertido), seguido de ii) reducción de la velocidad de salida de caja, pero de bajos ingresos, etapa en la que se busca encontrar un formato de comercialización y una penetración de los mercados estratégicos del producto; finalmente, iii) fase de alta generación de caja, con ventas exponencialmente crecientes y sin apenas salida de caja, pues todo el desarrollo del producto y el coste de comercialización ya ha sido asumido en fases previas.

Para que el proyecto sea rentable, se necesita así que la caja generada en esta fase supere (coste del capital tenido en cuenta), estas salidas de caja derivadas de las inversiones iniciales. De esta manera, creemos que el grueso del *pipeline* que AB-Biotics comercializa actualmente está completamente desarrollado, por lo que creemos que los ingresos generados por estos productos superarán ampliamente la potencial inversión residual que haya que hacer en ellos.

- **Alto grado de apalancamiento operativo.** Hay que tener en cuenta que la compañía ha estado rozando su *break-even* operativo estos ejercicios, así que en cuanto empiece a vender más, ese incremento de ventas se verá reflejado casi en la totalidad de su margen bruto en su beneficio operativo (Grado de Apalancamiento Operativo, medido como $\Delta\%UAI/\Delta\%Ventas$, de 9,47x para 2018-2019e; 3,81x para 2019e-2020e; 2,55x para 2020e-2021e y 2,14x para 2021e-2022e).

Para hacerse una idea de la cuenta de pérdidas y ganancias de la empresa, podemos resumir dicha cuenta diciendo que ésta se compone de:

- 1) Margen bruto (Ventas – COGS) de entre el 42% (2018e) y el 49% (2022e) sobre ventas;
- 2) Costes operativos y de personal fijos y relativamente estables, cercanos a los EUR 3-4 millones por año para el periodo estimado;
- 3) Servicios a capitalizar y provisiones por operaciones comerciales de magnitudes no significativas (inferiores a EUR 1m/año en todo el periodo);
- 4) Amortización decreciente de entre EUR 1,21m (2018e) y EUR 0,83m (2022e);
- 5) Resultado financiero sin apenas efecto debido al decreciente peso de la deuda, que en su mayoría es deuda blanda (préstamos del MINECO al 0,38%).

Esto significa que, una vez que el margen bruto total supere dichos costes fijos (lo que serían unas ventas de unos EUR 11,65m a un margen bruto del 45%), todo el margen bruto de ventas irá a beneficio. De esta manera, podemos observar un margen EBITDA/Ventas creciente, consecuencia de dicha estructura operativa.

- **Importante reducción de costes y mejora de márgenes operativos.** Debido, fundamentalmente, a i) el proceso de reestructuración de personal llevado a cabo a lo largo de 2017 y ii) una externalización del laboratorio, lo que supone que ya no se lleve a cabo de manera interna el proceso de I+D, que suponía una alta salida de caja, lo que también se refleja en que ya no existen ingresos por activaciones pero sí capitalización de servicios externalizados. Además, las inversiones en CapEx y Capital Circulante son bajas, debido al ciclo en el que se encuentra la compañía, así como al poco relevante y estable nivel de stocks. Por otro lado, los estudios que se están llevando a cabo son estudios financiados por los licenciatarios, que los *sponsorizan*, por lo que no suponen nuevas inversiones o salidas de caja por parte de la compañía.

- **Capacidad de ser rentable sin necesidad de subvenciones ni financiación blanda.** En nuestro modelo, la financiación blanda se reduce drásticamente en los años proyectados (variaciones de deuda de entre EUR -900k y EUR -400k), teniendo en 2022e una deuda blanda inferior a EUR 2m y un *target equity ratio* a largo plazo del 95%, lo que significa que el capital empleado por la empresa es prácticamente *equity* en su totalidad. Aun así, la compañía es capaz de ser rentable.

Cuenta de Pérdidas y Ganancias estimada

Accounting year (EUR m)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Sales Probiotic Functional Ingredients	6,19	11,22	13,51	18,25	21,25	23,07
Sales Precision Medicine Platform	1,05	0,94	0,99	1,04	1,09	1,14
TOTAL	7,24	12,16	14,50	19,28	22,34	24,21
SALES	7,24	12,16	14,50	19,28	22,34	24,21
Activations	0,51	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Upfronts	0,06	0,29	0,23	0,23	0,22	0,21
Cost of Sales	-4,36	-7,36	-7,82	-9,70	-10,47	-10,69
Operating Costs (Excluding Personnel)	-1,22	-1,02	-1,23	-1,47	-1,77	-2,12
Personnel Expenses	-1,67	-1,61	-1,77	-1,94	-2,14	-2,35
Services to capitalize	-0,24	-0,45	-0,63	-0,63	-0,63	-0,63
Provisions for Commercial operations	-0,27	-0,08	-0,10	-0,13	-0,15	-0,16
Non Recurrent Expenses (Income)	0,17	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Operative EBITDA (reported)	-0,47	1,65	2,96	5,41	7,18	8,25
EBITDA (reported)	0,21	1,94	3,19	5,64	7,40	8,47
<i>EBITDA margin</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>
Depreciation & Ammortization	-1,14	-1,21	-1,15	-1,03	-0,93	-0,83
EBIT (reported)	-0,92	0,72	2,04	4,61	6,47	7,63
Interests received	0,00	0,02	0,05	0,06	0,10	0,14
Interests paid	-0,22	-0,06	-0,04	-0,03	-0,02	-0,01
Foreign Exchange Gain / (Loss)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Other Non Recurrent Items	0,22	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EBT	-0,92	0,69	2,04	4,64	6,55	7,76
Remaining BINS	11,70	11,22	9,79	6,54	3,27	0,00
Tax	0,03	-0,05	-0,15	-0,35	-0,82	-1,12
<i>Tax rate</i>	<i>3,2%</i>	<i>7,5%</i>	<i>7,5%</i>	<i>7,5%</i>	<i>12,5%</i>	<i>14,5%</i>
<i>Normative tax rate</i>	<i>25,0%</i>	<i>25,0%</i>	<i>25,0%</i>	<i>25,0%</i>	<i>25,0%</i>	<i>25,0%</i>
Net Profit (reported)	-0,89	0,64	1,89	4,29	5,73	6,64
Net Profit (adj.)	-0,89	0,64	1,89	4,29	5,73	6,64

Balance de situación estimado

Accounting year (EUR m)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Net Tangible Assets	0,28	0,25	0,23	0,21	0,20	0,19
Net Intangible Assets	6,29	5,56	5,07	4,68	4,40	4,20
Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Net Financial Assets & Others	0,68	0,68	0,68	0,68	0,68	0,68
Total Fixed Assets	7,26	6,50	5,98	5,58	5,28	5,08
Net Working Capital	0,28	0,27	0,53	0,69	0,82	0,86
Inventories	0,28	0,28	0,28	0,28	0,28	0,28
Trade recivables gross	1,95	3,29	3,71	4,67	5,10	5,20
Trade receivables net	1,95	3,21	3,54	4,37	4,66	4,59
Otros deudores/cuentas a cobrar	0,19	0,33	0,39	0,52	0,60	0,65
Other Current Assets	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06
Total Current Assets	4,91	9,51	11,72	17,16	23,46	30,37
Total Assets	12,17	16,00	17,70	22,74	28,74	35,44
Minorities equity	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Total equity (inc. minorities)	4,74	7,41	9,97	14,89	21,25	28,52
Net Debt	2,10	-2,03	-4,71	-9,77	-16,23	-23,62
o/w Cash and Marketable Securities	-2,43	-5,64	-7,46	-11,93	-17,87	-24,80
o/w Short Term Debt	1,05	0,84	0,64	0,50	0,38	0,27
o/w Long-Term Debt	3,48	2,77	2,11	1,66	1,26	0,91
Trade payables	2,15	3,62	3,85	4,77	5,16	5,27
Other current liabilities	0,58	1,19	0,97	0,74	0,52	0,31
Total Current Liabilities	3,78	5,65	5,45	6,02	6,06	5,85
Other Long Term Liabilities	0,17	0,17	0,17	0,17	0,17	0,17
Total Long Term Liabilities	3,65	2,94	2,27	1,83	1,42	1,07
Total Liabilities and Shareholders' Equity	12,17	16,00	17,70	22,74	28,74	35,44
CHECK LINE FOR BALANCE SHEET	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Net Capital Employed / Invested (CE or CI)	7,54	6,76	6,51	6,27	6,11	5,93

Es interesante observar que el activo fijo se va reduciendo, como consecuencia de la menor inversión en CapEx que la dotación a la amortización que tienen los proyectos de desarrollo previamente activados. Mientras que la inversión se mantiene en un residual de unos EUR 0,63m/año, la amortización de los proyectos de desarrollo y patentes activados en años anteriores, aunque decreciente, supera esta cifra [EUR 1,21m 2018e; EUR 0,83m 2022e]. Sin embargo, un menor activo fijo no debilita el balance, pues esto se ve ampliamente compensado con el incremento de la tesorería y, en general, del activo corriente, durante el periodo.

En cuanto al pasivo y patrimonio neto, la compañía actualmente genera beneficio neto, pudiendo así reducir la abultada cifra de resultados negativos de ejercicios anteriores (EUR 12,7m a finales de 2017), incrementando de esta manera el patrimonio neto. Además, debemos añadirle el efecto de la venta de la autocartera a Kaneka este ejercicio por un importe de EUR 1,14m.

Por otro lado, la generación de *cash flow*, como vemos en la siguiente tabla, así como la conversión de un balance con abultadas deudas a unos estados financieros en los que se reducirán las mismas obteniendo caja (después del pago de deuda), confieren una robustez al balance que nos parece muy positiva.

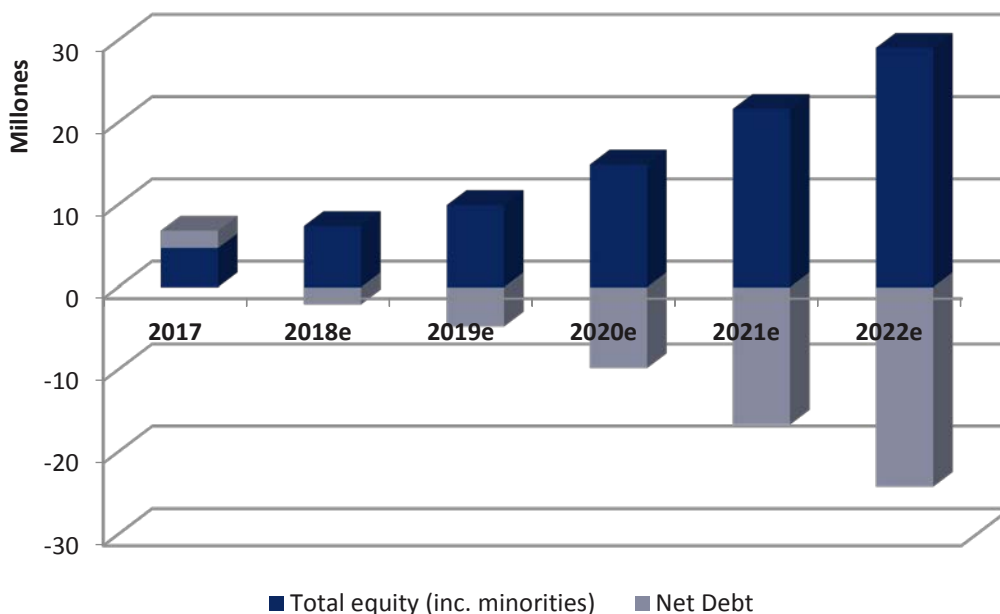
Estimaciones de Cash Flow

Accounting year (EUR m)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
EBT	-0,92	0,69	2,04	4,64	6,55	7,76
Payments for Tax	0,12	-0,05	-0,15	-0,35	-0,82	-1,12
+ Net Interest paid/received	0,21	0,03	0,00	-0,03	-0,07	-0,11
+ Depreciation & Amortization	1,14	1,21	1,15	1,03	0,93	0,83
+ Change in provisions	0,05	0,08	0,10	0,13	0,15	0,16
+ Impairment losses adjustments	0,49	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
+/- Gains/Losses on Disposals of NC Assets	-0,42	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
- Allocation of grants	-0,10	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
+/- Deferred revenues and others	0,10	0,90	0,00	0,00	0,00	0,00
- Upfronts with no cash effect	-	-0,29	-0,23	-0,23	-0,22	-0,21
+ Services to capitalize	-	0,45	0,63	0,63	0,63	0,63
= OCF before investment in NWC	0,66	3,02	3,53	5,82	7,15	7,94
+/- NWC change	-0,15	0,01	-0,27	-0,16	-0,13	-0,03
= OCF before investment in NC Assets	0,52	3,03	3,27	5,66	7,02	7,90
+/- Sales (Purchases) of NC Assets (CapEx)	-0,11	0,00	-0,59	-0,63	-0,63	-0,63
= Operative Free Cash Flow (OFCF)	0,40	3,03	2,68	5,03	6,39	7,27
- Net Interest paid/received	-0,21	-0,03	0,00	0,03	0,07	0,11
+/- Increase (Repayment) in Debt	-0,66	-0,92	-0,86	-0,58	-0,53	-0,46
= Free Cash Flow to Equity (FCFE)	-0,47	2,08	1,81	4,48	5,93	6,93
+ Sale of shares	0,15	1,14	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Grants and donations received	0,26	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
- Dividend payments	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
- Share repurchases	-0,19	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
= Net Cash Increase	-0,26	3,21	1,81	4,48	5,93	6,93
Initial Cash	2,69	2,43	5,64	7,46	11,93	17,87
Final Cash	2,43	5,64	7,46	11,93	17,87	24,80

AB-Biotics es capaz de generar caja en el periodo analizado, que podrá utilizar posteriormente para pagar dividendo o adquirir compañías en el sector de la producción industrial.

En cuanto a la reducción de deuda, como comentamos en nuestras estimaciones de balance, la compañía, que actualmente cuenta con un porcentaje de “deuda blanda” elevado, irá reduciendo esta deuda progresivamente según los plazos establecidos, por lo que en el futuro se financiará prácticamente a través de *equity* (target estimado del 95%).

Consideramos importante destacar que el CapEx de 2018 estará totalmente financiado por Kaneka, conforme al acuerdo publicado, que también financiará parcialmente las inversiones en inmovilizado de 2019.



Fuente: GVC Gaesco Beka

En definitiva, estamos hablando de una compañía estable, solvente, con alta liquidez, rentable, con un bajo endeudamiento y generadora de caja. Una cuenta de Pérdidas y Ganancias que evoluciona positivamente y un balance sólido que irá dejando atrás progresivamente los resultados negativos de ejercicios anteriores son la clave de nuestra valoración. Aun así, no descartamos los potenciales riesgos, tanto financieros como operativos, que podemos observar en la compañía y que hemos analizado en el DAFO de este informe y a lo largo del mismo.

Valoración por DCF y análisis de sensibilidad

Hemos realizado una valoración por descuento de flujos, partiendo de las estimaciones de ventas y costes de ambas divisiones por separado, llegando a un EBITDA común: La amortización estimada es decreciente debido a que la inversión en CapEx ya no requiere de cantidades tan altas y, sin embargo, siguen contemplados en balance como activos amortizables altas cifras en gastos de desarrollo y patentes de años anteriores (activo fijo neto decreciente como resultado de ello), llegando a un EBIT de la empresa cuyos márgenes sobre ventas oscilan entre el 6% (2018e) y el 32% (2022e) dado el alto grado de apalancamiento operativo de la empresa.

En cuanto al **CapEx**, se ha estimado un CapEx de mantenimiento aproximado de EUR 630.000 a partir de 2019, lo que permitirá seguir desarrollando el *pipeline* (servicios a capitalizar, I+D) de la empresa, manteniendo las actuales inversiones de la compañía en patentes y desarrollo. Este CapEx, de EUR 450.000 estimados para este año 2018, estará totalmente financiado por Kaneka para este ejercicio y parcialmente financiado (EUR 40.000, según nuestras estimaciones) para el año próximo.

En cuanto a la inversión en **capital circulante**, ésta existe pero se estima decreciente en el periodo a analizar. Esto se debe a que, aunque el aumento de ventas sea muy significativo, (pudiendo crear variaciones de WC de altas cuantías) la empresa presenta un bajo nivel de capital circulante sobre ventas.

Además, estimamos que la biotecnológica será capaz de renegociar con sus clientes y proveedores los días de cobro/pago, al incrementar los volúmenes de producción y ventas. De esta manera, conseguirá contrarrestar el efecto volumen de clientes/proveedores con el efecto días de cobro/pago, resultando en un aumento de WC no especialmente significativo en relación con el aumento de las ventas.

Por otro lado, para la aplicación de los más de EUR 11,5m de bases imponibles negativas pendientes de compensación con los que cuenta la compañía, hemos aplicado la regulación española actual³ para reflejar el correcto efecto de las compensaciones futuras de bases, con el coste de capital implícito de las mismas. Es importante decir que, en caso de adquisición por parte de Kaneka, posibilidad que detallaremos posteriormente, esta multinacional podría descontar dichas BINS de su propia base imponible, teniendo entonces mayor valor que el que tendrían para AB-Biotics por el efecto del coste de capital. De esta forma, hemos llegado a la siguiente valoración, de EUR 5/acción. Estimamos un EV/EBITDA('19e) de 20x, que nos parece razonable atendiendo a que sus competidoras más comparables (BioGaia, Probi, Chr. Hansen) cotizan actualmente a entre 20-25x EV/EBITDA.

DCF VALUATION	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	Terminal Value
Revenues	12,16m	14,50m	19,28m	22,34m	24,21m	
(growth)		19%	33%	16%	8%	
EBITDA	1,94m	3,19m	5,64m	7,40m	8,47m	8,47m
(EBITDA margin)	16%	22%	29%	33%	35%	
EBIT	0,72m	2,04m	4,61m	6,47m	7,63m	
(EBIT margin)	6%	14%	24%	29%	32%	
FCF BEFORE CHANGES IN NWC	3,02m	3,53m	5,82m	7,15m	7,94m	
CHANGE IN NET WORKING CAPITAL	0,01m	-0,27m	-0,16m	-0,13m	-0,03m	
CapEx	0,00m	-0,59m	-0,63m	-0,63m	-0,63m	
FREE CASH FLOW (OFCF)	3,03m	2,68m	5,03m	6,39m	7,27m	72,52m
Nº periods to be discounted	0	1	2	3	4	4
Present value OFCF + BINS	3,03m	2,38m	3,99m	4,52m	4,58m	45,15m

EV in NPV	63,67m
-----------	--------

PV Flujos de Caja (2018-2022)	18,52m	
PV Terminal Value	45,15m	% over EV 71%
Net Debt	0,69m	
Equity Value	62,98m	
Number of shares	12,59m	

Per Share Value	5,00 €
-----------------	--------

Ke	13,27%	Perp. Growth (g)	2,00%
Risk premium	5,00%	Beta	1,95
Risk free rate	3,50%	Kd	8,5%
Targ. Eq. Ratio	85%	WACC	12,2%
Tax Rate	25%		

WACC TV	12,6%
----------------	-------

TV/EBITDA	8,57	EV/EBITDA('19E)	20
------------------	------	------------------------	----

Fuente: GVC Gaesco Beka

		Perpetuity Growth (g)				
		1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%
WACC	14,2%	4,10	4,23	4,36	4,50	4,66
	13,2%	4,36	4,50	4,65	4,82	5,01
	12,2%	4,65	4,82	5,00	5,21	5,43
	11,2%	5,00	5,20	5,42	5,67	5,95
	10,2%	5,41	5,66	5,94	6,25	6,60

		TV/EBITDA				
		6,57 x	7,57 x	8,57 x	9,57 x	10,57 x
WACC TV	14,6%	3,98	4,37	4,76	5,15	5,54
	13,6%	4,07	4,47	4,88	5,28	5,69
	12,6%	4,17	4,58	5,00	5,42	5,84
	11,6%	4,27	4,70	5,13	5,57	6,00
	10,6%	4,37	4,82	5,27	5,72	6,17

³ Límite de compensación del 70% de la base imponible para facturación inferior a 20m, del 50% para entre 20-60m

Potenciales escenarios de riesgo a tener en cuenta

Lo primero que cabría mencionar entre los potenciales escenarios de riesgo es la posibilidad de que AB-Biotics no reciba pedidos suficientes por parte de sus licenciatarios como para cubrir las ventas que hemos estimado en nuestro modelo. Sin embargo, uno de los aspectos más interesantes de la compañía es que **presenta unas ventas mínimas garantizadas por contrato (*Minimum purchase obligation*) para el periodo analizado superiores al 50% de nuestras cantidades estimadas**. Incluimos un cuadro resumen de la sensibilidad del precio de la acción a grandes movimientos sobre nuestra potencial infra/sobreestimación de dicha cantidad de pedidos:

	Ventas 50% (MPO)	Ventas 75%	Ventas 100%	Ventas 125%	Ventas 150%
EUR/acción	2 €	3,62 €	5 €	6,63 €	8€

Fuente: GVC Gaesco Beka

En cuanto a la no renovación de licencias por falta de aceptación de los productos en el mercado o la potencialmente inadecuada política de protección de patentes que incluimos en este análisis de riesgos, creemos que **la diversificación acometida por AB-Biotics, tanto en materia geográfica como de productos y clientes reduce sobremedida dichos riesgos, aunque los hemos incluido de cara al riesgo compañía y en el escenario de ventas estimado, de corte conservador**. Aun así, AB-Biotics seguirá con dicha política de diversificación, con la intención de reducir los potenciales riesgos geográficos, de comercialización y de *pipeline* que vemos como potencialmente dañinos.

Por último, nos planteamos cómo afectaría un cambio de regulación en materia de compensación de bases imponibles negativas de ejercicios anteriores, teniendo en cuenta la elevada cuantía de las mismas en la compañía. Así, según nuestras estimaciones, dichas bases aportan EUR 0,56/acción, por lo que en caso de un cambio de regulación que completamente eliminase la posibilidad de compensar dichas bases, nos situaríamos en un PO de EUR 4,44/acción.

Estructura del accionariado tras Kaneka ¿OPA a la vista?

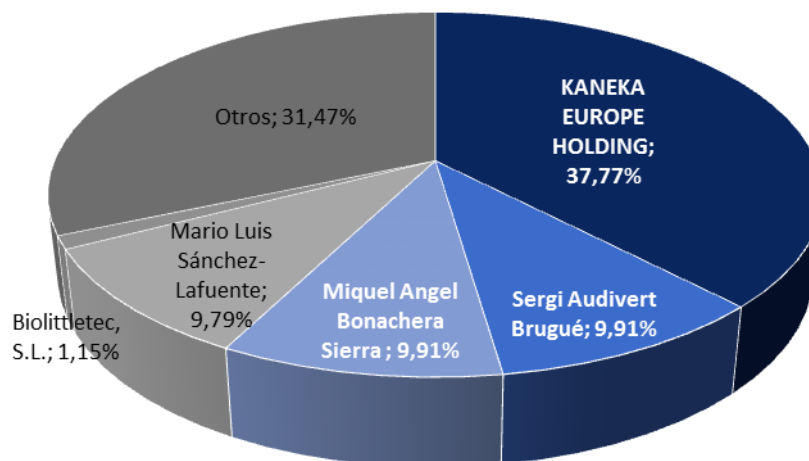
La biotecnológica fue fundada en abril del 2004 por Miquel Angel Bonachera Sierra, Sergi Audivert Brugué y Buenaventura Guamis López (los dos primeros, accionistas principales de la compañía en la actualidad), como un spin-off de la Universidad Autónoma de Barcelona.

Tras diversos cambios en la estructura accionarial, la biotecnológica debutó en el MAB en julio de 2010, mediante una OPS del 38% del capital, a EUR 2,53/acción, en la que se obtuvieron EUR 3,5m, con un valor EV de la compañía *pre-money* de EUR 15,75m y *post-money* de EUR 19,25

En marzo de este año 2018, la compañía publicó la suscripción de un acuerdo de licencia con la entidad de nacionalidad estadounidense KANEKA AMERICAS HOLDING, INC, en virtud del cual “*se le otorga el derecho exclusivo para la fabricación, importación, fermentación, uso, venta y oferta de determinados productos de AB-Biotics en Japón y Norteamérica*”. Como parte indisociable de la misma operación, **el grupo KANEKA decidió entrar en el capital de AB-Biotics a través de la sociedad KANEKA EUROPE HOLDING COMPANY NV, adquiriendo inicialmente un 26,859% de la propiedad del capital social, así como las 500.000 acciones de la autocartera, llegando al actual 37,77% del capital que ostenta**. Se convierte así el *holding* en el principal accionista de la compañía, aunque no en accionista dominante.

KANEKA es un grupo fundado hace más de 60 años, que cuenta con 9666 empleados y capitaliza a junio de 2018 más de EUR 2700m, con unas ventas de EUR 4,6b y un EBITDA superior a los EUR 510m (a cierre de 2017).

El accionariado y distribución actual de AB-Biotics queda, pues, como sigue:



Fuente: Bloomberg, elaboración GVC Gaesco Beka

Es importante tomar en consideración las implicaciones de la entrada en el capital de un socio estratégico global de relevancia que capitaliza EUR 2,7b y es líder en fabricación química, teniendo en cuenta que AB-Biotics capitaliza ~EUR 47,1m. La estrategia de Kaneka pasa por expandirse globalmente, aumentando su presencia en mercados y subsegmentos estratégicos clave.

Así, **no descartamos una potencial adquisición de la biotecnológica por parte de Kaneka**, debido a las sinergias que le reportaría por la similitud del negocio, la adquisición del banco de cepas para el desarrollo de nuevos productos de fermentación propia y la fuerte entrada en nichos del mercado de los probióticos que actualmente explota AB-Biotics, a través de la adquisición de sus patentes y contratos, teniendo en cuenta que vemos a la última como una compañía en una fase dulce del ciclo de beneficios,. Además, a lo largo de la historia de Kaneka, esta compañía se inclina hacia la adquisición de compañías estratégicas para continuar su desarrollo y expansión internacional:

Kaneka Corporation (4118) ¥960.00

Next Rpt Date: 08 Aug '18

Report as of 06 Jul '18

M&A Summary

	Last 12 Months	All Transactions
Total Number of Transactions	2	31
Total Transaction Value	-	122.0
Average Transaction Value	-	13.6
Minimum Transaction Value	-	0.2
Maximum Transaction Value	-	43.8

Fuente: Factset, valores en USD millions

Catalizadores y Análisis DAFO

Catalizadores y *Drivers* a corto/medio plazo

- Aumento considerable de ventas tras la firma de las nuevas licencias, el acuerdo con Kaneka y la penetración de mercado que están adquiriendo licencias firmadas hace 2-3 años, lo que se traduce en un beneficio operativo mucho mayor por el alto grado de apalancamiento operativo.
- Reducción de costes y mejora de márgenes, que permiten a la empresa generar caja y crear un modelo de negocio rentable a corto y medio plazo.
- Entrada en el capital y acuerdo estratégico con un *holding* multinacional de probada importancia en el mercado como lo es Kaneka, que cuenta con cuatro puestos en el Consejo. Este acuerdo aportará *know-how* y contribuirá al desarrollo de la biotecnológica. Además, existe la posibilidad de que Kaneka lance una OPA, que es el factor que ha elevado el precio de la acción en los últimos meses, factor que se comenzó a descontar en mercado desde la publicación del hecho relevante relativo a este acuerdo.

Análisis DAFO

Fortalezas	Debilidades
<ul style="list-style-type: none"> • Licencias como ingreso estable y recurrente y alto GAO • Banco de cepas como recurso estratégico • Baja necesidad de inversión en CapEx y NOF • <i>Management</i>, innovación y documentación clínica • No dependencia de incentivos públicos • Compañía expuesta al sector salud (carácter anticíclico) 	<ul style="list-style-type: none"> • Largo plazo para recuperar capital invertido • Tamaño reducido • Dependencia relativamente alta de las ventas de algunos clientes
Oportunidades	Amenazas
<ul style="list-style-type: none"> • M&A con Kaneka • Desarrollo de nuevos nichos de mercado • Crecimiento sostenido del mercado general de los probióticos (CAGR 7,7% estimado según consenso) • Alianzas con grandes operadores del sector • Recorrido en la integración de la cadena de valor 	<ul style="list-style-type: none"> • Potencial inadecuada protección de patentes • No licenciar productos, reducción del nº de contratos • Dependencia de personas clave • Entrada de nuevos competidores con más recursos • No aceptación de productos, incremento de sustitutivos • Intensidad regulatoria en el sector



AB Biotics : Summary tables

	12/2017	12/2018e	12/2019e	12/2020e
PROFIT & LOSS (EURm)				
Sales	7.2	12.2	14.5	19.3
Cost of Sales & Operating Costs	-6.0	-9.0	-9.6	-11.6
Non Recurrent Expenses/Income	0.2	0.0	0.0	0.0
EBITDA	0.2	1.9	3.2	5.6
EBITDA (adj.)*	0.0	1.9	3.2	5.6
Depreciation	-1.1	-1.2	-1.1	-1.0
EBITA	-0.9	0.7	2.0	4.6
EBITA (adj)*	-1.1	0.7	2.0	4.6
EBIT	-0.9	0.7	2.0	4.6
EBIT (adj.)*	-1.1	0.7	2.0	4.6
Net Financial Interest	-0.2	0.0	0.0	0.0
Other Financials	0.0	0.0	0.0	0.0
Associates	0.0	0.0	0.0	0.0
Other Non Recurrent Items	0.2	0.0	0.0	0.0
Earnings Before Tax (EBT)	-0.9	0.7	2.0	4.6
Tax	0.0	-0.1	-0.2	-0.3
<i>Tax rate</i>	3.2%	7.5%	7.5%	7.5%
Discontinued Operations	0.0	0.0	0.0	0.0
Minorities	0.0	0.0	0.0	0.0
Net Profit (reported)	-0.9	0.6	1.9	4.3
Net Profit (adj.)	-0.9	0.6	1.9	4.3
CASH FLOW (EURm)				
Cash Flow from Operations before change in NWC	0.7	3.0	3.5	5.8
Change in Net Working Capital	-0.1	0.0	-0.3	-0.2
Cash Flow from Operations	0.5	3.0	3.3	5.7
Capex	-0.1	0.0	-0.6	-0.6
Net Financial Investments	0.0	0.0	0.0	0.0
Free Cash Flow	0.4	3.0	2.7	5.0
Dividends	0.0	0.0	0.0	0.0
NOPLAT	-0.8	0.5	1.5	3.5
BALANCE SHEET & OTHER ITEMS (EURm)				
Net Tangible Assets	0.3	0.3	0.2	0.2
Net Intangible Assets (incl. Goodwill)	6.3	5.6	5.1	4.7
Net Financial Assets & Other	0.7	0.7	0.7	0.7
Total Fixed Assets	7.3	6.5	6.0	5.6
Inventories	0.3	0.3	0.3	0.3
Trade receivables	2.0	3.2	3.5	4.4
Other current assets	0.1	0.1	0.1	0.1
Cash (-)	-2.4	-5.6	-7.5	-11.9
Total Current Assets	4.7	9.2	11.3	16.6
Total Assets	12.0	15.7	17.3	22.2
Shareholders Equity	4.7	7.4	10.0	14.9
Minority	0.0	0.0	0.0	0.0
Total Equity	4.7	7.4	10.0	14.9
Long term interest bearing debt	3.5	2.8	2.1	1.7
Provisions	0.0	0.0	0.0	0.0
Other long term liabilities	0.2	0.2	0.2	0.2
Total Long Term Liabilities	3.6	2.9	2.3	1.8
Short term interest bearing debt	1.1	0.8	0.6	0.5
Trade payables	2.1	3.6	3.8	4.8
Other current liabilities	0.6	1.2	1.0	0.7
Total Current Liabilities	3.8	5.7	5.5	6.0
Total Liabilities and Shareholders' Equity	12.2	16.0	17.7	22.7
Net Capital Employed	6.8	5.2	5.0	4.8
Net Working Capital	0.3	0.3	0.5	0.7
GROWTH & MARGINS				
<i>Sales growth</i>		68.1%	19.2%	33.0%
EBITDA (adj.)* growth		5069.6%	64.5%	77.0%
<i>EBITA (adj.)* growth</i>		n.m.	181.6%	125.9%
<i>EBIT (adj.)* growth</i>		n.m.	181.6%	125.9%

AB Biotics : Summary tables

GROWTH & MARGINS	12/2017	12/2018e	12/2019e	12/2020e
Net Profit growth		n.m.	197.5%	127.0%
EPS adj. growth		n.m.	197.5%	127.0%
DPS adj. growth				
EBITDA (adj)* margin	0.5%	15.9%	22.0%	29.2%
EBITA (adj)* margin	-15.2%	6.0%	14.1%	23.9%
EBIT (adj)* margin	n.m.	6.0%	14.1%	23.9%
RATIOS	12/2017	12/2018e	12/2019e	12/2020e
Net Debt/Equity	0.4	-0.3	-0.5	-0.7
Net Debt/EBITDA	9.9	-1.0	-1.5	-1.7
Interest cover (EBITDA/Fin.interest)	1.0	51.5	n.m.	n.m.
Capex/D&A				
Capex/Sales	1.6%	0.0%	4.1%	3.3%
NWC/Sales	3.8%	2.2%	3.7%	3.6%
ROE (average)		10.5%	21.7%	34.5%
ROCE (adj.)	-12.0%	8.9%	26.3%	61.8%
WACC	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%
ROCE (adj.)/WACC	-1.0	0.7	2.2	5.1
PER SHARE DATA (EUR)***	12/2017	12/2018e	12/2019e	12/2020e
Average diluted number of shares	12.6	12.6	12.6	12.6
EPS (reported)	-0.07	0.05	0.15	0.34
EPS (adj.)	-0.07	0.05	0.15	0.34
BVPS	0.38	0.59	0.79	1.18
DPS	0.00	0.00	0.00	0.00
VALUATION	12/2017	12/2018e	12/2019e	12/2020e
EV/Sales	2.9	3.4	2.7	1.7
EV/EBITDA	n.m.	21.3	12.1	6.0
EV/EBITDA (adj.)*	n.m.	21.3	12.1	6.0
EV/EBITA	-23.0	57.1	19.0	7.3
EV/EBITA (adj.)*	-19.4	57.1	19.0	7.3
EV/EBIT	n.m.	57.1	19.0	7.3
EV/EBIT (adj.)*	n.m.	57.1	19.0	7.3
P/E (adj.)	n.m.	n.m.	23.3	10.3
P/BV	4.2	5.9	4.4	3.0
Total Yield Ratio	0.1%	-2.6%	0.0%	0.0%
EV/CE	3.1	6.8	6.6	6.0
OpFCF yield	2.0%	6.9%	6.1%	11.4%
OpFCF/EV	1.9%	7.3%	6.9%	15.0%
Payout ratio	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Dividend yield (gross)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EV AND MKT CAP (EURm)	12/2017	12/2018e	12/2019e	12/2020e
Price** (EUR)	1.58	3.50	3.50	3.50
Outstanding number of shares for main stock	12.6	12.6	12.6	12.6
Total Market Cap	20	44	44	44
Net Debt	2	-2	-5	-10
<i>o/w Cash & Marketable Securities (-)</i>	-2	-6	-7	-12
<i>o/w Gross Debt (+)</i>	5	4	3	2
Other EV components	-1	-1	-1	-1
Enterprise Value (EV adj.)	21	41	39	34

Source: Company, GVC Gaesco Beka estimates.

Notes

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

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

Sector: Healthcare/Pharmaceuticals

Company Description: AB Biotics is a biotechnological company engaged in two business units. The main activity of the company is the development and licensing of probiotics. Personalized medicine, through genetic tests, is their second SBU.

European Coverage of the Members of ESN

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

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

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

LEGEND: BAK: Banca Akros; CIC: CM CIC Market Solutions; CBI: Caixa-Banco de Investimento; GVC: GVC Gaesco Beksa, SV, SA; EQB: equinet bank; IBG: Investment Bank of Greece; NIBC: NIBC Bank N.V.; OPG: OP Corporate Bank::as of 2nd July 2018

List of ESN Analysts (**)

Artur Amaro	CBI	+351 213 89 6822	artur.amaro@caixabi.pt	Jean-Christophe Lefevre-Moulenq	CIC	+33 1 53 48 80 65	jeanchristophe.lefevremoulenq@cmcic.fr
Stefan Augustin	EQB	+49-69-58997-430	stefan.augustin@equinet-ag.de	João Miguel Lourenço	CBI	+35 121 389 6841	joao.lourenco@caixabi.pt
Helena Barbosa	CBI	+351 21 389 6831	helena.barbosa@caixabi.pt	Konstantinos Manolopoulos	IBG	+30 210 817 3388	kmanolopoulos@ibg.gr
Winfried Becker	EQB	+49 69 58997-416	winfried.becker@equinet-ag.de	Katharina Mayer	EQB	+49 69 58997-432	katharina.mayer@equinet-ag.de
Javier Bernat	GVC	+34 91 436 7816	javier.bernat@gvgaesco.es	Fanny Meindre, PhD	CIC	+33 1 53 48 80 84	fanny.meindre@cmcic.fr
Dennis Berzhanin, CFA	EQB	+49 69 58997 434	dennis.berzhanin@equinet-ag.de	Dustin Mildner	EQB	+49 69 58997-438	dustin.mildner@equinet-ag.de
Dimitris Birbos	IBG	+30 210 81 73 392	dbirbos@ibg.gr	Henri Parkkinen	OPG	+358 10 252 4409	henri.parkkinen@op.fi
Agnès Blazy	CIC	+33 1 53 48 80 67	agnes.blazy@cmcic.fr	Victor Peiro Pérez	GVC	+34 91 436 7812	victor.peiro@gvgaesco.es
Charles Edouard Boissy	CIC	+33 01 53 48 80 81	charlesedouard.boissy@cmcic.fr	Alexandre Plaud	CIC	+33 1 53 48 80 90	alexandre.plaud@cmcic.fr
Rafael Bonardell	GVC	+34 91 436 78 71	rafael.bonardell@gvgaesco.es	Francis Prêtre	CIC	+33 4 78 92 02 30	francis.pretre@cmcic.fr
Andrea Bonfà	BAK	+39 02 4344 4269	andrea.bonfa@bancaakros.it	Francesco Previtera	BAK	+39 02 4344 4033	francesco.previtera@bancaakros.it
Jean-Baptiste Bouchet	CIC	+33 1 53 48 80 69	jeanbaptiste.bouchet@cmcic.fr	Jari Raisanen	OPG	+358 10 252 4504	jari.raisanen@op.fi
Christian Bruns, CFA	EQB	+49 69 58997 415	christian.bruns@equinet-ag.de	Hannu Rauhala	OPG	+358 10 252 4392	hannu.rauhala@op.fi
Giada Cabrino, CIIA	BAK	+39 02 4344 4092	giada.cabrino@bancaakros.it	Matiias Rautionmaa	OPG	+358 10 252 4408	matias.rautionmaa@op.fi
Niclas Catani	OPG	+358 10 252 8780	niclas.catani@op.fi	Eric Ravary	CIC	+33 1 53 48 80 71	eric.ravary@cmcic.fr
Pierre Chedeville	CIC	+33 1 53 48 80 97	pierre.chedeville@cmcic.fr	Íñigo Recio Pascual	GVC	+34 91 436 7814	inigo.recio@gvgaesco.es
Emmanuel Chevalier	CIC	+33 1 53 48 80 72	emmanuel.chevalier@cmcic.fr	John David Roeg	NIBC	+31 (0)20 550 86 46	John.David.Roeg@nibc.com
David Da Maia	CIC	+33 1 53 48 89 36	david.damaia@cmcic.fr	Jean-Luc Romain	CIC	+33 1 53 48 80 66	jeanluc.romain@cmcic.fr
Edwin de Jong	NIBC	+312 0 5508569	edwin.de.jong@nibc.com	Vassilis Roumantzis	IBG	+30 2108173394	vroumantzis@ibg.gr
Martijn den Drijver	NIBC	+312 0 5508636	martijn.den.drijver@nibc.com	Zafer Rüzgar	EQB	+49 69 58 99 74 12	zafer.ruezgar@equinet-ag.de
Christian Devismes	CIC	+33 1 53 48 80 85	christian.devismes@cmcic.fr	Antti Saari	OPG	+358 10 252 4359	antti.saari@op.fi
Andrea Devita, CFA	BAK	+39 02 4344 4031	andrea.devita@bancaakros.it	Paola Saglietti	BAK	+39 02 4344 4287	paola.saglietti@bancaakros.it
Enrico Esposito, CIIA	BAK	+39 02 4344 4022	enrico.esposito@bancaakros.it	Francesco Sala	BAK	+39 02 4344 4240	francesco.sala@bancaakros.it
Rafael Fernández de Heredia	GVC	+34 91 436 78 08	rafael.fernandezdeheredia@gvgaesco.es	Tim Schuldt, CFA	EQB	+49 69 5899 7433	tim.schuldt@equinet-ag.de
Gabriele Gambarova	BAK	+39 02 43 444 289	gabriele.gambarova@bancaakros.it	Cengiz Sen	EQB	+4969 58997 435	cengiz.sen@equinet-ag.de
Eduardo García Arguelles	GVC	+34 914 367 810	eduardo.garciaarguelles@gvgaesco.es	Pekka Spolander	OPG	+358 10 252 4351	pekka.spolander@op.fi
Alexandre Gérard	CIC	+33 1 53 48 80 93	alexandre.gerard@cmcic.fr	Kimmo Stenvall	OPG	+358 10 252 4561	kimmo.stenvall@op.fi
Philipp Häßler, CFA	EQB	+49 69 58997 414	philipp.haessler@equinet-ag.de	Natalia Svyrou-Svyriadi	IBG	+30 210 81 73 384	nsviriadi@ibg.gr
Simon Hellmann	EQB	+49 69 58 997 413	simon.hellmann@equinet-ag.de	Manuel Tanzer, CFA	EQB	+49 69 58997-418	manuel.tanzer@equinet-ag.de
Dr. Knud Hinkel, CFA	EQB	+49 69 58997 419	knud.hinkel@equinet-ag.de	Luigi Tramontana	BAK	+39 02 4344 4239	luigi.tramontana@bancaakros.it
Ebrahim Homani	CIC	+33 1 53 48 80 94	ebrahim.homani@cmcic.fr	Johan van den Hooven	NIBC	+312 0 5508518	johan.van.den.hooven@nibc.com
Carlos Jesus	CBI	+351 21 389 6812	carlos.jesus@caixabi.pt	Dylan van Haalten	NIBC	+31 (0)61 191 54 85	Dylan.van.Haalten@nibc.com
Mark Josefson	EQB	+4969-58997-437	mark.josefson@equinet-ag.de	Sebastian Winkler	NIBC	+31 6 21 16 17 94	sebastian.winkler@nibc.com

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



Information regarding Market Abuse and Conflicts of Interests and recommendation history available in our web page: www.valores.gvcgaesco.es and our offices

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

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

- acts as registered advisor, agent or liquidity provider for the following companies: AB Biotics; ADL Bionatur Solutions, SA; 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 (MARF bonds); Atrys Health, Quonia (Socimi); tier1.
- has participated and/or participates as lead or co-lead manager in corporate operations with the following companies: Clever Global SA; Dogi International Fabrics SA; Lleidanetworks Serveis Telematics SA, MasMovil Ibercom; Solaria (Globalsol Villanueva), ADL Bionatur Solutions
- has, during the last year, performed a significant amount of business with: Bankia; Ferrovial, Codere.
- has a contractual relationship to provide financial services, through which GVC Gaesco Beka S.V.,S.A., executes orders on the treasury stocks of the following companies: CaixaBank S.A., Grupo Ezentis S.A.
- has a liquidity contract as outlined by the CNMV's Circular 1/2017 with: Indra Sistemas; Melia Hotels International.
- has signed a Corporate Brokerage agreement that includes a contractually agreed provision of research services and in return, GVC Gaesco Beka receives a compensation. These reports have been or could have been previously shown to the companies: Agile Content, Atrys Health

Recommendation history for AB BIOTICS

Date	Recommendation	Target price	Price at change date
11-Jul-18	Buy	5.00	3.50

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

This chart shows GVC Gaesco Beka continuing coverage of this stock; the current analyst may or may not have covered it over the entire period. Current analyst: Francisco Ribas Alameda (since 12/07/2018)



ESN Recommendation System

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



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

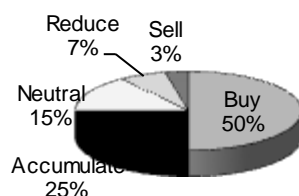
Furthermore, in specific cases and for a limited period of time, the analysts are allowed to rate the stocks as **Rating Suspended (RS)** or **Not Rated (NR)**, as explained below.

Meaning of each recommendation or rating:

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

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

GVC Gaesco Ratings Breakdown



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

Date and time of production: **13 July 2018 10:10 CET**

First date and time of dissemination: **13 July 2018 10:14 CET**

Disclaimer:

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

(http://www.esnpartnership.eu/research_and_database_access/insite)

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.equinet-ag.de regulated by the BaFin - Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht

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

www.nibc.com regulated by the AFM - Autoriteit Financiële Markten

www.op.fi regulated by the Financial Supervision Authority

www.valores.qvcgaesco.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
Italy
Phone: +39 02 43 444 389
Fax: +39 02 43 444 302



Caixa-Banco de Investimento
Avenida João XXI, 63
1000-300 Lisboa
Portugal
Phone: +351 21 313 73 00
Fax: +351 21 389 68 98



CM - CIC Market Solutions
6, avenue de Provence
75441 Paris
France
Phone: +33 1 53 48 81 93



equinet Bank AG
Gräfrstraße 97
60487 Frankfurt am Main
Germany
Phone: +49 69 - 58997 - 212
Fax: +49 69 - 58997 - 299



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



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



NIBC Bank N.V.
Gustav Mahlerlaan 348
P.O.Box 235
1082 ME Amsterdam
The Netherlands
Phone: +31 20 550 8500
Fax: +31 20 626 8064



OP Corporate Bank plc
P.O.Box 308
Teollisuuskatu 1, 00013 Helsinki
Finland
Phone: +358 10 252 011
Fax: +358 10 252 2703

