

## RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Sector: Biotecnología - Ingredientes Funcionales

Fecha del informe: 31 ene 2019

Hora distribución: 16:10

Inicio de Cobertura

Precio de Cierre: EUR 1,56 (30 ene 2019)

Biosearch es una compañía biotecnológica española (Granada) de pequeño tamaño especializada en investigación, desarrollo y comercialización de ingredientes funcionales (extractos naturales, omega-3 y probióticos) dirigidos al mercado nutricional y de la salud. Con presencia internacional (74% s/Ingresos 2017). Ex-filial de la antigua EBRO-Puleva, su accionista de referencia es Grupo Lactalis (30% del capital).

Ana Isabel González García, CIIA – + 34 91 590 42 26  
ana.gonzalez@lighthouse-ieaf.com

### Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	90,0	103,3
EV (Mn EUR y USD)	95,9	110,0
Número de Acciones (Mn)	57,7	
-12m (Máx/Med/Mín EUR)	1,89 / 1,30 / 0,56	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	1,2	
Rotación <sup>(1)</sup>	330,8	
Thomson Reuters / Bloomberg	BIOS.MC / BIO SM	

### Estructura Accionarial (%)

Grupo Lactalis	29,5
Pescaderías Coruñesas, S.A.	10,0
Free Float	60,5

### Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2017	2018e	2019e	2020e
Total Ingresos	25,7	28,1	31,0	34,7
EBITDA Rec.	5,2	6,0	6,9	7,8
% Var.	26,6	15,2	15,1	12,5
% EBITDA Rec./Ing.	20,4	21,5	22,4	22,5
% Var EBITDA sector <sup>(2)</sup>	1,5	7,7	7,4	7,1
Beneficio neto	2,0	3,1	4,1	4,7
BPA (EUR)	0,04	0,05	0,07	0,08
% Var.	n.a.	49,8	33,2	15,9
BPA Ord (EUR)	0,03	0,05	0,07	0,08
% Var.	n.a.	62,2	33,2	15,9
Free Cash Flow Rec. <sup>(3)</sup>	1,4	3,2	4,2	3,2
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	4,5	1,1	-4,0	-8,0
DN / EBITDA Rec.(x)	0,9	0,2	-0,6	-1,0
ROE (%)	10,3	13,8	15,8	15,7
ROCE (%) <sup>(4)</sup>	9,9	12,6	15,6	17,6

### Ratios y Múltiplos (x)

PER	44,1	29,4	22,1	19,1
PER Ordinario	47,8	29,4	22,1	19,1
P/BV	4,4	3,8	3,2	2,8
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	3,72	3,41	3,09	2,76
EV/EBITDA Rec.	18,3	15,9	13,8	12,3
FCF Yield (%) <sup>(5)</sup>	1,5	3,6	4,6	3,6

(\* Salvo que se indique expresamente, todos los datos de este informe tienen como fuente: La Compañía, Thomson Reuters y Lighthouse

- (1) Volumen total intermediado en el valor (Mn EUR) -12m vs Mkt Cap. Representa el % de la capitalización que ha sido negociado -12m.
- (2) EBITDA (consenso) para el sector de referencia del valor (Eurostoxx 600 Health Care).
- (3) Calculado sobre FCF recurrente. Ver anexo 2.
- (4) Calculado con el 20% de Tasa fiscal teórica.
- (5) vs Eurostoxx 600 Health Care.

## Lista para acelerar el crecimiento

**SÓLIDO CRECIMIENTO ORGÁNICO (2013-2017) GRACIAS A SU TRIPLE POSICIONAMIENTO EN MERCADOS EN EXPANSIÓN...** La triple apuesta de la compañía por productos de valor añadido en respectivas industrias de probióticos, omega-3 y extractos, junto a la orientación internacional (74% de los ingresos en 2017) le han permitido reportar una TACC de un dígito alto en ingresos (-5y), que se han incrementado un 38%, ajenos a la evolución económica. La buena evolución del top line ha venido acompañada de una mejora de 2,3 p.p. en el margen EBITDA/Ingresos, soportada en el cambio de mix (creciente contribución de productos de mayor valor añadido, 57% en 2017, vs. 36% en 2013).

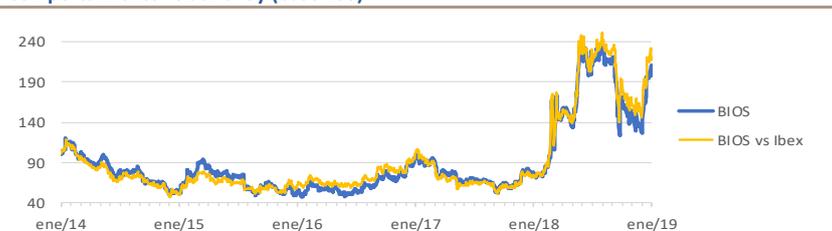
**...QUE SE PROLONGARÁ DURANTE LOS PRÓXIMOS TRES AÑOS (2018E-2020E),** gracias al acuerdo estratégico alcanzado con Nestlé, que acelerará el crecimiento de la línea de probióticos (más lucrativa) a partir del 2019, y en el lanzamiento de nuevos productos. El mix de ingresos tendrá su impacto en la progresiva mejora del margen EBITDA/Ingresos (22,5% en 2020e, +2,1 p.p. vs. 2017).

**MÁS DISCIPLINA,** la que ha permitido contener los costes operativos, acelerando la mejora de márgenes, y reducir el elevado endeudamiento originado con la adquisición de Exxentia (0,9x DN/EBITDA en 2017, vs. 3,7x en 2013). Bajo estas premisas, contemplamos que BIOS finalice 2019 con posición de caja neta.

**TRAS LA LIMPIA DE INTANGIBLES EMERGE UN ATRACTIVO NEGOCIO.** El desapalancamiento financiero y el deterioro de la totalidad del fondo de comercio de Exxentia anotado durante estos años, permitirá que la buena evolución del negocio se traslade al BN (TACC 2018-2020e +19,5%, proyectándose en un ROE creciente (15,7% en 2020e, +5,4 p.p. vs. 2013), con un FCF Yield promedio del 4,2% (2018-2020e) y del 3,9% en términos recurrentes.

**TODAS LAS OPCIONES ESTÁN ABIERTAS.** La posición actual deja abierta la posibilidad de crecimiento inorgánico (razonable para una compañía sin deuda y muy diversificada por producto), o de verse inmersa en movimientos corporativos (en un sector que tiende de forma natural a la concentración).

### Comportamiento relativo -5y (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	52,2	16,0	151,6	57,3	262,8	97,5
vs Ibex 35	42,5	12,6	189,2	48,0	252,6	116,9
vs Ibex Small Cap Index	37,6	11,4	159,5	43,2	127,6	57,7
vs Eurostoxx 50	43,8	15,4	187,0	49,3	249,4	89,1
vs Índice del sector <sup>(5)</sup>	48,2	16,3	154,9	53,5	270,5	61,9

Informe emitido por IEAF Servicios de Análisis, S.L.U. Lighthouse es un proyecto de IEAF Servicios de Análisis, S.L.U.

Este informe se ha realizado en base a información pública. El informe incluye un análisis financiero de la compañía cubierta. El informe no propone ninguna recomendación personalizada de inversión. Los inversores tan solo deben considerar el contenido de este informe como un elemento más en su proceso de decisión en materia de inversión. En las dos últimas páginas de este informe se incluye información legal muy importante sobre su contenido.

## Investment Summary

### Libre del lastre del pasado, ahora “toca” crecer

El triple posicionamiento de BIOS (probióticos, lípidos y extractos) le ha permitido sortear en el pasado las dificultades particulares sufridas por las correspondientes industrias y la desaceleración económica, poniendo de manifiesto el éxito de la estrategia implementada por el equipo gestor. Llegados a este punto, cabe plantearse qué cabe esperar de esta nueva etapa que emprende la compañía.

#### A) 2013 – 2018: sólido crecimiento orgánico eclipsado por los financieros y el deterioro de intangibles

**Ingresos y EBITDA, +8,6% y +12,4% (TACC 2013 – 2018e) con un incremento del margen EBITDA de +3,4 p.p.**

A pesar de unos inicios marcados por el mal comportamiento coyuntural de la industria de lípidos (omega-3 EPA/DHA) y el impacto de la crisis económica en los mercados más vulnerables (nutracéuticos), BIOS ha conseguido (-5y) registrar una TACC del 8,6% a nivel de ingresos y del 12,4% en EBITDA (EUR 6,0 Mn 2018e).

Sin embargo, ha habido que esperar hasta 2017 para que los efectos de la buena evolución del negocio se trasladen a la parte baja del P/L, debido a los excesos incurridos en la década anterior (la adquisición de Exxentia -extractos- elevó el endeudamiento por encima de 6x DN/EBITDA en plena crisis económica), consumiendo los gastos financieros la totalidad del beneficio operativo. Los resultados también se han visto marcados por los posteriores deterioros del abultado fondo de comercio generado en dicha adquisición, que ha visto sus últimas secuelas en 2016 y 2017. Este periodo se ha caracterizado por:

- 1. La orientación hacia los segmentos más lucrativos, consolidando la diversificación del negocio** se plasma en los crecimientos de doble dígito en probióticos (TACC 2013-2017 del +31,4%, gracias a la rúbrica de un acuerdo estratégico con Nestlé a finales del 2017) y lípidos (TACC +16,1% en el mismo periodo), que contribuyen, respectivamente al 24% y 33% de los ingresos generados en 2017.
- 2. El enfoque internacional, reduciendo su dependencia de Lactalis.** Con una contribución de la facturación internacional del 74% de los ingresos generados en 2017 (+12 p.p. vs. 2013), y la reducción de la contribución de compañías asociadas al 15% (-10 p.p.), cuyas respectivas tendencias se mantendrán gracias a la contribución de Nestlé.
- 3. La disciplina en la contención de costes,** que ha permitido acelerar la mejora del margen EBITDA/Ingresos en +3,4 p.p. (21,5% en 2018e).
- 4. Máxima atención a la reducción de DN,** habiéndose reducido el ratio de endeudamiento a 0,2x DN/EBITDA 2018e (vs. 3,7x en 2013). Es previsible que BIOS se encuentre con caja neta en 2019.

**Holgada posición financiera: 0,2x DN/EBITDA 2018e tras una reducción de la DN del 92% entre 2013-2018e,**

#### B) 2019 – 2020: Seguir creciendo al abrigo de Nestlé

**Ingresos y EBITDA, +11,1% y +13,8 % (TACC 2018e – 2020e) con una mejora del margen EBITDA de 1,1 p.p., impulsando el BPA (+19,5%)**

Esta nueva etapa se verá marcada por la alianza estratégica alcanzada con Nestlé, que le permitirá rentabilizar su línea de probióticos (Ingresos TACC 2018-2020e: +37%), mientras que el resto de los negocios crecen a un ritmo más moderado (+6% y +4% respectivamente en lípidos y extractos), resultando en un crecimiento de doble dígito tanto a nivel de ingresos como de EBITDA (+11,1% y +13,8% respectivamente). Los resultados reflejarán la atractiva rentabilidad que ofrece el mix del negocio, que ofrecerá un ROE del 15,7% al final del periodo. Esperamos que la compañía duplique su esfuerzo inversor para capturar el crecimiento del mercado (CAPEX EUR 2,6 Mn en 2020e), dedicando el 9% de sus ingresos al desarrollo de su pipeline.

No obstante, la combinación del know-how acumulado por BIOS, junto a su librería de probióticos y el buen momento esperado en los mercados en los que está posicionada, podría situarla en el foco de movimientos corporativos, lo que a su vez podría alentar a que ésta tomase parte activa en movimientos de concentración como medida de protección, acelerando su crecimiento. Cabe traer a colación que, a pesar de no constar pactos parasociales, la presencia de Lactalis (29,5% del capital), podría frenar el potencial interés de terceros.

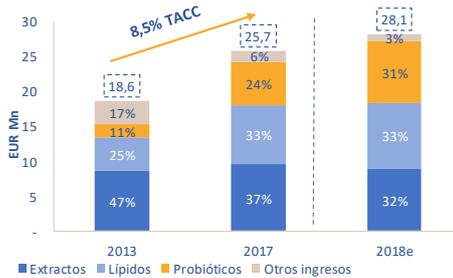
En el arranque de 2019 la “foto” es la de una compañía sin deuda y en condiciones de capturar sus oportunidades de crecimiento: orgánicas o inorgánicas. El FCF debiera “despegar” en los próximos 3 años.

## Descripción del negocio

### Triple posicionamiento en mercados en expansión

BioSearch (BIOS) es una compañía biotecnológica nacional de pequeño tamaño (EUR 90 Mn Market Cap), especializada en la investigación, desarrollo y comercialización de ingredientes funcionales naturales dirigidos a mercados con sólidos crecimientos: nutricional, farmacéutico y nutracéutico<sup>1</sup>. Su estrategia de diversificación en base a tres plataformas de productos, probióticos (Hereditum), lípidos (omega-3: Eupoly-3) y extractos naturales (Exxentia), le ha permitido registrar tasas de crecimiento de un dígito alto en los últimos años (TACC 2013-2017: del 8,5%).

Gráfico 1. Mix de ingresos



Los mercados en los que opera se caracterizan por su elevada atomización, y la presencia de numerosos operadores privados, en los que compete con actores europeos de mayor tamaño como Naturex, en la industria de extractos naturales, DSM y Pronova (BASF) en la de lípidos, estando ésta última también presente en la industria de probióticos, junto a compañías como Danisco (Grupo Dupont), Christian Hansen, BioGaia y Probi.

#### Clara vocación internacional

Como biotecnológica integrada, cuenta con tres centros de producción en España: Granada (línea de probióticos y lípidos, en donde desarrolla sus actividades de investigación), Cáceres (Extractos), ambas con certificación GMP<sup>2</sup>, y Valladolid (sustancias activas purificadas).

Su apuesta por el mercado internacional (74% de los ingresos a cierre del 2017, +21 p.p. vs 2010), le ha permitido mantener una tasa de crecimiento media quinquenal del 6,9%, superando a las registradas a nivel nacional y europeo (1,1% y 1,4% respectivamente). Los principales clientes para sus productos son europeos (52% de los ingresos del 2017, excluyendo España).

Tabla 1. Distribución geográfica de ingresos vs. tasas de crecimiento (ingresos y PIB)

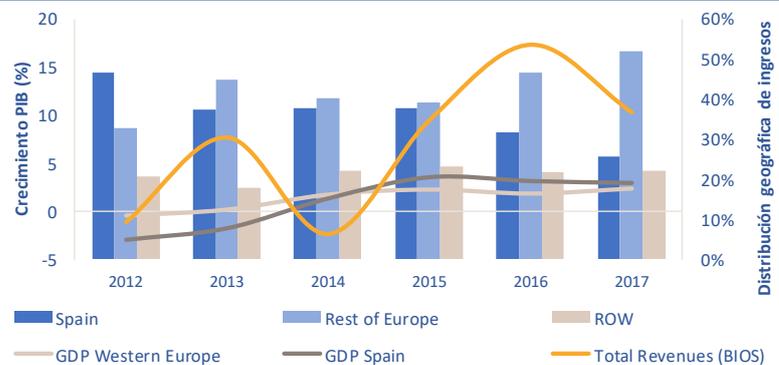
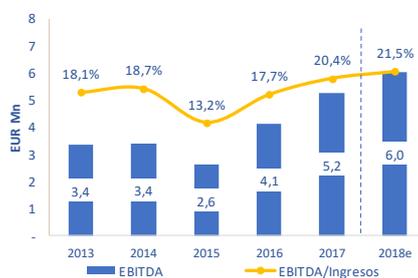


Gráfico 2. EBITDA y EBITDA/Ingresos



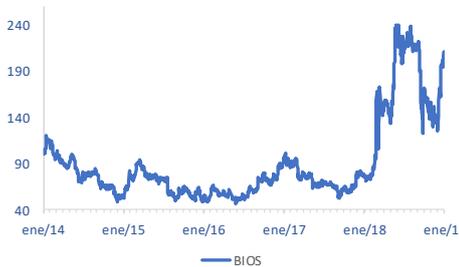
#### El favorable mix de ingresos ha tenido su reflejo en la mejora de márgenes

Las líneas de negocio más rentables, probióticos y lípidos (23,6% y 32,7% de los ingresos generados en 2017), han sido los principales impulsores de esta mejora (20,4% EBITDA/Ingresos en 2017, gracias al acuerdo con Nestlé). Destaca la buena evolución experimentada por la primera, que lidera el crecimiento (TACC 31,4% desde el 2013), seguida por la división de lípidos (TACC del 16,1%), cuya facturación se acerca a la generada por la división de extractos, que ha registrado un crecimiento más moderado (+2,6% en el mismo periodo). Esta división, principal fuente de generación de ingresos en el pasado (con una contribución media a los ingresos del 43% desde principios de la década), ha visto reducido su peso al 37,3% en 2017. La triple apuesta de la compañía por productos de valor añadido en sendas industrias en expansión, junto a la orientación internacional han permitido:

<sup>1</sup> Sociedad Española de Nutracéutica Médica define los nutracéuticos como "productos de origen natural con propiedades biológicas activas, beneficiosas para la salud y con capacidad preventiva y/o terapéutica definida".

<sup>2</sup> Good Manufacturing Practices.

**Gráfico 3. Comportamiento relativo cotización BIOS (base 100, -5y)**



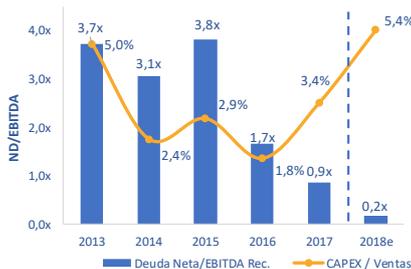
- 1) Aumentar c. 50% los ingresos en cinco años (TACC 8,3% en el periodo 2012-2017, hasta los EUR 25,7Mn), compensando la desaceleración del negocio nacional (TACC +1,3% en el mismo periodo), que ha llegado a experimentar una caída del 10% en el último año.
- 2) Retomar la senda de crecimiento de márgenes (+2,3p.p. vs los niveles alcanzados en 2013).
- 3) Reducir su endeudamiento financiero (0,9x DN/EBITDA a cierre del 2017 vs. 3,7x en 2013).
- 4) Diversificar la base de clientes, incrementando la contribución de las ventas a terceros (compañías no asociadas) en +10 p.p. en el mismo periodo (85% de la facturación a cierre del 2017).
- 5) Avanzar en el pipeline (la compañía, que espera publicar en el 1T 2019 los resultados de un nuevo estudio clínico de su línea de extractos, cuenta con más de 200 cepas de probióticos cuyo desarrollo está protegido).

La cotización de la acción recoge en buena parte el éxito de la estrategia empresarial implementada por la compañía, habiéndose revalorizado un 152% en los últimos 12 meses.

### Asociarse para garantizar el éxito: el acuerdo con Nestlé, un importante salto cualitativo

La compañía anunció a finales del 2017 un importante acuerdo de licencia con Nestlé, para la comercialización en 41 países de su probiótico “Hereditum® Lactobacillus fermentum LC40®” (indicado en la prevención y tratamiento de la mastitis), por un periodo de 10 años y renovable. Su lanzamiento, retrasado al 1T 2019, generará unos ingresos de entre EUR 25-30 Mn. en los primeros 5 años de comercialización (c. 160% de los ingresos generados en 2017). No obstante, el efecto transformacional del acuerdo no se reflejará hasta avanzado el 2021e (nuestras estimaciones contemplan un peak sales (máximo en ventas) de EUR 11,8 Mn en 2023e, estando en el rango medio de la horquilla facilitada por la compañía). No obstante, es de esperar que un acuerdo de estas dimensiones tenga un efecto llamada, permitiendo ampliar la cartera de clientes de BIOS.

**Gráfico 4. DN/EBITDA vs. CAPEX/Ventas**

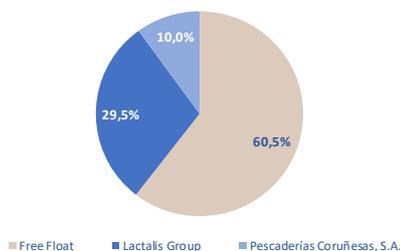


### “Limpiando la casa” antes de dar el salto: aceleración del desapalancamiento financiero y saneamiento de intangibles

La adquisición de Exxentia (segmento de extractos) a finales del 2008, elevó el endeudamiento por encima de 6x DN/EBITDA, en una operación que resultó cara (el fondo de comercio generado representó cerca del 67% del coste de la combinación de negocios). De hecho, BIOS ha aprovechado la recuperación de márgenes experimentada en 2016-2017 para deteriorar la totalidad del saldo del fondo de comercio generado en dicha adquisición (EUR -5,5 Mn y EUR -0,9 Mn respectivamente). Esta política contable explica las pérdidas operativas registradas por la compañía en 2016 (EUR -1.4 Mn.).

El endeudamiento financiero se ha reducido progresivamente, hasta un nivel de 0,4x DN/EBITDA reportado en el acumulado a 9M 2018. Adicionalmente, la asociación con Nestlé permitirá apalancar el negocio de probióticos acelerando la generación de caja, por lo que es previsible que, a pesar del aumento esperado en el CAPEX, la compañía finalice el ejercicio 2019 con caja positiva.

**Gráfico 5. Estructura accionarial**



### Estabilidad accionarial tras la salida de Ebro

BIOS (antigua Puleva Biotech) perteneció al Grupo EBRO-Puleva hasta el año 2011, en el que EBRO cedió su control mediante la venta del 21,9% de la participación a Lactalis, en el proceso de desinversión de Puleva. Desde entonces, el Grupo Español de alimentación (que reportó una participación del 9,95% en 2013) ha ido reduciendo progresivamente su participación en BIOS, habiendo salido completamente de su accionariado en 2016. La participación de Lactalis se ha mantenido estable en el tiempo, al contrario que la de Pescaderías Coruñesas, que ha duplicado su participación hasta el 10% en 2016 (vs. 2007). Históricamente, ambos accionistas se han mostrado pasivos respecto a la gestión empresarial. El free-float se sitúa por encima del 60%.

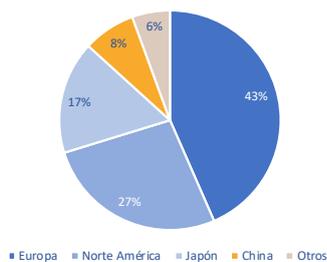
## Macrotendencias y contexto regulatorio favorables

**Gráfico 6. Facturación global ingredientes probióticos**



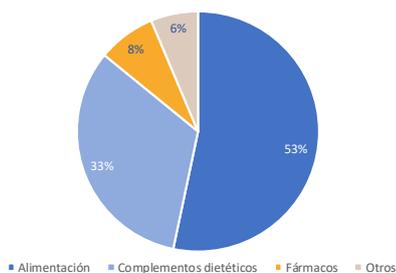
Fuente: Fuentes de la industria.

**Gráfico 7. Distribución geográfica de las ventas de ingredientes probióticos (2017)**



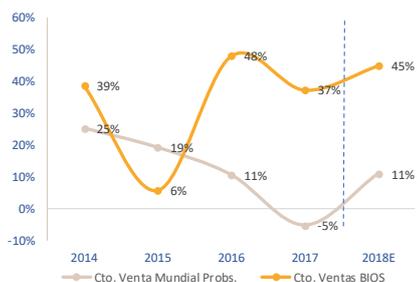
Fuente: Fuentes de la industria.

**Gráfico 8. Principal destino de los probióticos**



Fuente: Fuentes de la industria.

**Gráfico 9. Crecimiento de ingresos (BIOS vs industria)**



Fuente: Fuentes de la industria (aplicando tipo de cambio EUR/USD medio anual) y estimaciones Lighthouse.

BIOS desarrolla su actividad en la industria de ingredientes naturales dirigidos al mercado de la nutrición (nutrición infantil y lácteos funcionales) y de la salud (farma/nutracéuticos: salud de la mujer). De estos mercados, el de nutraceuticos es el más vulnerable a una desaceleración del ciclo.

A pesar de la desaceleración económica, el crecimiento esperado para estos mercados se mantiene en un dígito medio: TACC 2017-2022 del 4,7% para la industria farmacéutica (hasta alcanzar los USD 1.430 Bn<sup>3</sup> (con una contribución de los países desarrollados de 2/3 al crecimiento esperado)); del 7,5% en el mismo periodo para el mercado de ingredientes nutraceuticos (hasta c. USD 45,6 Bn, apoyado principalmente en el crecimiento de la demanda proveniente de países en desarrollo) y del 6,4% en el segmento de ingredientes alimentarios funcionales (que superará los USD 88 Bn en 2022<sup>4</sup>).

Estos tres mercados comparten una tendencia de fondo común: el giro que está experimentando el cuidado de la salud hacia la prevención, ofreciendo oportunidades tanto a la industria farmacéutica, la nutraceutica y la alimentaria. El progresivo envejecimiento poblacional y la cronificación de enfermedades, está derivando en una mayor concienciación de la sociedad de la necesidad de incorporar hábitos de alimentación que tengan funciones preventivas. Esta modificación en los hábitos de consumo, justifica el fuerte crecimiento experimentado en los últimos años en el segmento de los alimentos funcionales y de los suplementos de la dieta.

### Probióticos, una industria todavía incipiente

Los probióticos son organismos vivos que confieren un beneficio a nivel de la salud a quienes los ingieren<sup>5</sup>, habiendo probado su eficacia clínica en tratamientos de desórdenes gastrointestinales, alergias, cáncer e infecciones.

A pesar del importante crecimiento experimentado por el mercado, sigue siendo una industria embrionaria. IPA (International Probiotics Association) valoraba el mercado global de productos probióticos (terminados) en USD 42.5 Bn en 2017 (vs. USD 34.6 Bn en 2015). En este mercado, los ingresos generados por los ingredientes probióticos ascendían a USD 0,9 Bn (c. 2% del valor de mercado), según fuentes de la industria, que apuntan a una ligera desaceleración del crecimiento hasta el 2022 (+6,6%, -1,6p.p. vs. el crecimiento registrado desde el 2013). Por tipología, los lactobacilos (segmento en el que opera BIOS) son los probióticos más comunes en la industria (c. 52%), seguido de las bifidobacterias (36%). Los principales mercados a los que se dirigen estos productos son el alimentario (53%) y el de complementos dietéticos (33%). Europa es el principal mercado para la industria, encontrándose los mayores mercados individuales en Asia, principalmente Japón (17%) y China (8%).

Tras el fuerte crecimiento registrado a principios de la pasada década, la entrada en vigor de la regulación europea en el área de ingredientes funcionales (reglamento CE 1924/2006 del Parlamento Europeo y del Consejo de diciembre del 2006), restringiendo el uso de la denominación probiótico en la industria, ha tenido su reflejo en la desaceleración del crecimiento, perjudicando, especialmente, al segmento de nutraceuticos.

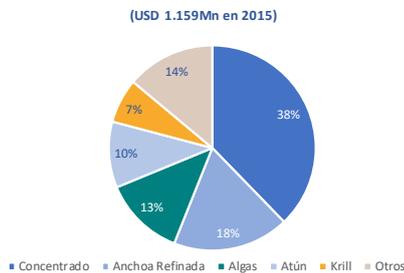
La normativa vigente requiere documentación científica que avale la eficacia de su uso, implicando una función investigadora que aproxima a los productores de ingredientes funcionales a la industria farmacéutica. No obstante, los periodos de investigación y necesidades de inversión son menos exigentes (ensayos clínicos de menor duración y tamaño), siendo la regulación menos estricta que para la aprobación de fármacos (complementos de la

<sup>3</sup> IQVIA: "2018 and Beyond: Outlook and Turning Points".

<sup>4</sup> Markets and Markets: "Functional Food Ingredients Market" y "Nutraceutical Ingredient Market".

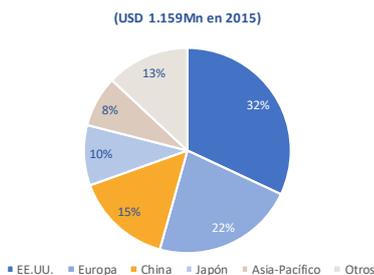
<sup>5</sup> OMS (Organización Mundial de la Salud) y FAO (Organización para la Alimentación y la Agricultura).

**Gráfico 10. Mercado Global de ingredientes omega-3 EPA/DHA**



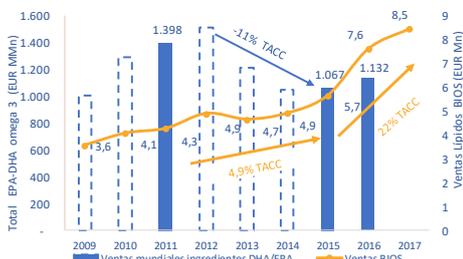
Fuente: GOED.

**Gráfico 11. Distribución geográfica del mercado de omega-3 EPA/DHA**



Fuente: GOED.

**Gráfico 12. Facturación global ingredientes omega-3 EPA/DHA**



Fuente: GOED, DSM y BIOS.

Nota: Las barras azules son datos de la facturación facilitada por GOED y las discontinuas son datos tomados de DSM (ambos datos han sido convertidos a EUR aplicando el tipo de cambio EUR/USD medio anual). La línea anaranjada, indica la evolución de los ingresos de la división de Lípidos de BIOS.

dieta). La EFSA (European Food Safety Authority) es el organismo responsable de verificar y validar el soporte científico de las diferentes declaraciones nutricionales y de propiedades saludables en los alimentos. A título informativo, este organismo habría denegado entorno al 90% de las solicitudes de alegaciones saludables presentadas en el periodo 2008-2011.

La creciente documentación científica existente validando la eficacia de estos microorganismos en el control y prevención de enfermedades, junto a la mayor concienciación sobre su efecto benéfico en la salud y el importante potencial en aplicaciones tanto en alimentos funcionales como en complementos de la dieta, continuará favoreciendo el crecimiento de la demanda. Adicionalmente, el endurecimiento regulatorio, debería beneficiar a aquellas compañías que cuenten con probado expertise científico. No obstante, la industria no es inmune a la publicación de informes que cuestionen la eficacia de estos productos.

Este segmento industrial es altamente lucrativo, situándose el promedio del margen EBITDA/Ventas por encima del 30%. Entre los principales actores de la industria destacan: Christian Hansen Holdings (Dinamarca), Probiotics Internacional (UK), Dupont (Danisco -US), BioGaia y Probi (Suecia), que compiten con numerosas compañías privadas de pequeño tamaño (AB-Biotics - España). En la industria operan igualmente compañías globales de la industria alimentaria, como Danone (Francia), Nestlé (Suiza), Yakult Honsha (Japón).

**Lípidos (omega-3), crecimiento respaldado por una regulación favorable**

La línea de negocios de lípidos comercializa ácidos grasos poliinsaturados omega-3 (EPA y DHA), dirigidos a la industria de la alimentación (como ingrediente funcional), en particular al segmento de nutrición infantil. Las principales fuentes de estos lípidos son el aceite purificado de pescado, de algas y de krill.

GOED<sup>6</sup> valoraba el mercado mundial de los ingredientes de omega-3 en 2015 en USD 1,16 Bn (EUR 1,07 MMn), en el que los concentrados (éter etílico, empleados principalmente en la industria de nutracéuticos), copaban la mayor cuota de mercado (38%), seguidos por el aceite refinado de anchoa y el de algas (18% y 13% respectivamente). El aceite de atún (empleado en nutrición infantil) representaba un 10% del mercado. A nivel geográfico, EE.UU. era el principal mercado (32%), seguido de Europa (22%) y China (15%).

La industria se ha visto penalizada por numerosas publicaciones negativas en los medios, entre las que destaca del informe Brasky (2013)<sup>7</sup>, que ha resultado en una contracción cercana 11% anual desde los máximos alcanzados en 2012 (-16,6% en USD), con especial impacto en los concentrados. A fin de contrarrestar el impacto mediático negativo, GOED ha promovido la realización de numerosos estudios desde el año 2016, a fin de validar los beneficios del consumo de omega-3, lo que se ha reflejado en una recuperación de las ventas ese mismo año. Tanto la FDA como la EFSA han aprobado su eficacia en el área cardiovascular, en el mantenimiento de la visión y en el desarrollo de la función cognitiva. GOED apunta a tasas de crecimiento del 7% en la industria en el medio/largo plazo, apoyadas en la creciente demanda procedente de países asiáticos y en una mayor penetración de estos productos en los mercados considerados maduros (Europa y Norteamérica)

La estrategia de mercado implementada por BIOS (esencialmente dirigida hacia el segmento de la nutrición infantil), le ha permitido desvincularse de la tendencia registrada por la industria, registrando una TACC del 4,8% en el periodo 2012-2015 (+15p.p. vs los datos reportados por la industria), y una aceleración del crecimiento durante los dos últimos ejercicios (TACC 2015-2017: 22%). El entorno regulatorio favorable, con la entrada en vigor a partir del 2020 de dos directivas europeas aprobadas en 2016<sup>8</sup> (que obligan prácticamente a duplicar la cantidad mínima de DHA en fórmulas infantiles), respaldará las expectativas de la industria. Es de esperar que se produzca un movimiento regulatorio similar en otros países.

Entre las compañías que operan en este segmento se encuentran globales diversificados que controlan la mayor cuota de mercado DSM, BASF (Pronova) y Croda, junto a, entre otras, compañías como, Marine Ingredients, Polaris y Aker BioMarine. La industria ofrece igualmente

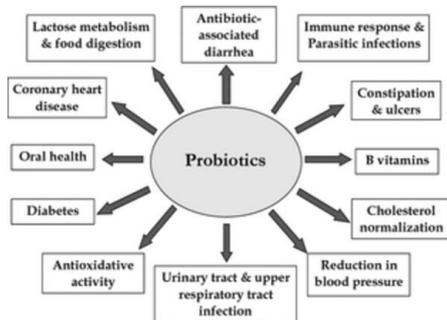
<sup>6</sup>GOED: Global Organization for EPA and DHA Omega-3S.

<sup>7</sup> Informe que alertaba del incremento de la incidencia de cáncer de próstata por el consumo de omega-3.

<sup>8</sup> Directiva europea 2016/127 (en fórmulas infantiles) y la directiva 2016/128 (en formulaciones con fines médicos específicos).

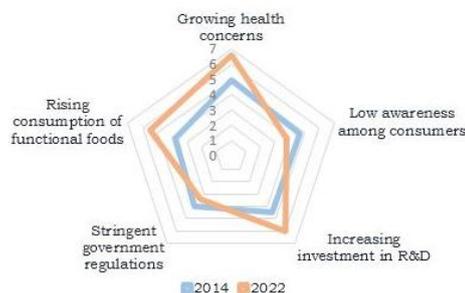
altos retornos. A título indicativo, la estadounidense Omega Protein, reportó un margen EBITDA del 24,5% en 2017 (año en el que fue excluida de cotización).

**Gráfico 13. Potenciales dianas terapéuticas para los probióticos**



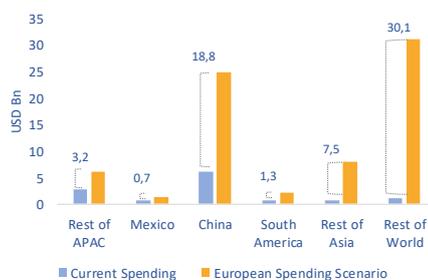
Fuente: FEMS (Federation of European Microbiological Societies).

**Gráfico 14. Principales tendencias en la industria de probióticos**



Fuente: Allied Market Research "World Probiotics Market".

**Gráfico 15. Aumento del consumo de omega-3 en países en desarrollo**



Fuente: GOED (datos a nivel de producto terminado)

**Extractos naturales: crecimiento soportado en nuevas áreas de aplicación**

La división de ingredientes ha venido generando históricamente el grueso de la facturación de la BIOS (45-47% en el periodo 2013-2015). No obstante, su contribución se ha ido reduciendo progresivamente durante los últimos años (cerrando el ejercicio 2017 en el 37% de los ingresos). Markets and Markets valoraba el mercado de los extractos vegetales en USD 3,6 Bn en 2016, proyectando una TACC del 9.0% hasta alcanzar USD 6,03 Bn en 2022. La creciente demanda de productos saludables de origen natural y de marcas limpias (clean labels), junto a la mayor sensibilización de los efectos secundarios relacionados con el uso de productos sintéticos serán los principales motores del crecimiento de la industria.

No obstante, la ausencia de competidores especializados cotizados, dificulta el contraste de datos en una industria ya de por sí opaca, en la que operan compañías privadas, como la alemana Finzelberg, y la francesa Naturex (un referente del mercado europeo, adquirida por la suiza Guivaudan a finales del 2017).

Al igual que la compañía francesa, BIOS, apuesta por soluciones innovadoras y clínicamente probadas en base a extractos vegetales, dirigidas al mercado de salud y bienestar. A pesar de que el crecimiento histórico de los ingresos registrados en extractos ha sido menor que el de su rival francés (TACC 2013-2017: del 2.6% a nivel de ingresos vs 6%), los márgenes de la segunda (con un promedio en los últimos 5 años reportados cercano al 15%) deberían servir de referente en el más largo plazo. El apalancamiento generado por el lanzamiento de nuevos productos de mayor valor añadido será crucial.

**Tabla 2. EBITDA/Ingresos de BIOS vs. principales competidores**

Compañía	País	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Industria de probióticos</b>						
Probi AB	Suecia	22,3%	32,7%	51,7%	65,0%	36,9%
Biogaia AB	Suecia	12,8%	58,0%	38,1%	40,1%	43,9%
Christian Hansen	Dinamarca	34,8%	37,9%	37,7%	38,8%	36,1%
<b>Industria de Omega 3</b>						
DSM	Holanda	13,7%	11,5%	12,1%	16,3%	17,8%
<b>Industria de extractos naturales</b>						
Naturex SA <sup>(1)</sup>	Francia	16,4%	10,8%	12,8%	14,2%	14,1%
Biosearch	España	18,1%	18,7%	13,2%	17,7%	20,4%
Special Foods&Wellness Prods. <sup>(2)</sup>	n.a.	18,3%	10,8%	14,1%	14,6%	14,2%
Eurostoxx 600 Health Care <sup>(3)</sup>	n.a.	27,8%	27,3%	27,7%	28,7%	28,2%

<sup>(1)</sup> Categoría sectorial de Thomson Reuters (datos en base a agregados)

<sup>(2)</sup> Thomson Reuters (datos agregados)

**Principales drivers: soplan vientos a favor**

Las principales tendencias que respaldarán el crecimiento de las industrias en las que opera la biotecnológica son:

- 1) El crecimiento poblacional.
- 2) El envejecimiento poblacional y la cronificación de enfermedades.
- 3) El giro hacia tratamientos preventivos menos costosos, que reduzcan la factura sanitaria.
- 4) El aumento de evidencia científica sobre los beneficios clínicos en el control y prevención de enfermedades.
- 5) El potencial proveniente de nuevas áreas de aplicación (como ingredientes y/o suplementos).
- 6) La comoditización de los productos (países maduros) e el incremento de la penetración de productos premium en economías de mayor crecimiento (Asia).
- 7) El entorno regulatorio favorable:
  - Apoyo a formulaciones enriquecidas con DHA (según GOED, la mayoría de los gobiernos recomiendan un consumo diario (independientemente de la edad), de 250mg de EPA y DHA.
  - Enhardcimiento regulatorio para la aprobación de alegaciones saludables.

### M&A: una industria convulsa en movimientos corporativos

El periodo 2016 a 2018 ha sido escenario de numerosos movimientos corporativos en las tres industrias. En el área de extractos destaca la adquisición de Naturex y Frutarom a finales del 2017 por operadores globales (Givaudan e IIF, respectivamente). En probióticos, la adquisición amistosa de la biotecnológica Probiotics International (ADM) en 2018 y la exclusión de la cotización de Omega Probiotics (un referente en la industria). En el área de lípidos, destaca la fusión en 2016 de KD Pharma con Marine Ingredients, creando el tercer operador de la industria; un año más tarde, FMC vendió su división de omega-3 a la inglesa Pelagia, acordando igualmente la venta ese mismo año, de su negocio "Health and Nutrition" a DuPont (matriz de la compañía de probióticos Danisco).

2018 ha sido igualmente activo, a principios del año, DSM y Evonik anunciaron la creación de una joint venture (Veramaris) para producir omega-3 (EPA/DHA) a base de algas (destinada a la nutrición animal) y a finales del 2018 la estadounidense Tauriga Sciences, firmó un MOU<sup>9</sup> para adquirir una compañía californiana de la industria de omega-3.

Conviene destacar, que la desaceleración económica está propiciando un giro en los movimientos corporativos, con un creciente interés hacia compañías de menor tamaño, pero con un claro potencial de crecimiento, y la vuelta a alianzas estratégicas.

**Tabla 3. BIOS vs. principales competidores**

Compañía	Mkt. Cap	EV	País	Cto.			
				Ingresos 12- 17	EBITDA/Vta s. 2017	DN/EBITDA 2017	EV/EBITDA
<b>Industria de probióticos</b>							
Probi AB	408,2	404,3	Suecia	6,1%	27,5%	0,1	23,6
Biogaia AB	584,5	561,5	Suecia	2,3%	39,2%	-1,3	22,9
Christian Hansen	10.926,3	11.685,3	Dinamarca	0,6%	35,0%	1,7	30,4
<b>Industria de Omega 3</b>							
DSM	14.837,7	15.552,7	Holanda	1,7%	16,3%	0,5	11,0
<b>Industria de extractos naturales</b>							
Naturex SA <sup>(1)</sup>	1.283,0	1.450,6	Francia	9,8%	14,1%	2,9	25,4
Biosearch	90,0	95,9	España	8,3%	20,4%	0,9	18,3
Special Foods&Wellness Prods. <sup>(2)</sup>	n.a.	n.a.	n.a.	12,5%	14,2%	0,2	19,8
Eurostoxx 600 Health Care <sup>(3)</sup>	n.a.	n.a.	n.a.	3,3%	28,2%	1,2	20,8

<sup>(1)</sup> Datos a diciembre 2017 (por exclusión de cotización)

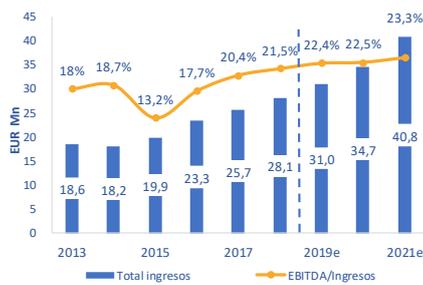
<sup>(2)</sup> Categoría sectorial de Thomson Reuters (datos en base a agregados)

<sup>(3)</sup> Thomson Reuters

<sup>9</sup> Memorandum of Understanding (Memorando de entendimiento).

## Bien posicionada para seguir creciendo

**Gráfico 16. EBITDA/Ingresos vs. Ingresos**

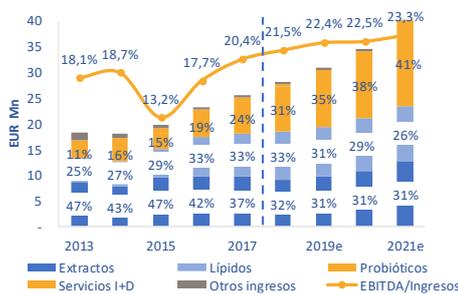


Los resultados publicados en el acumulado a 9M 2018 evidencian una aceleración del crecimiento de los ingresos de BIOS (+16.6% hasta EUR 20,1 Mn, +13,2p.p. vs. 9M 2017, y +5,9% vs. cierre 2017), consolidando casi tres ejercicios de crecimiento de doble dígito.

El crecimiento se ha sustentado fundamentalmente en la expansión del negocio internacional (EUR 15,7 Mn, +26% vs. 9M2017), a la que la que el mercado europeo ha contribuido en un 52,7% (alcanzado EUR 10,4 Mn a 9M 2018). De hecho, el buen comportamiento internacional contrasta con el estancamiento implícito de las ventas de productos a nivel nacional, ya que la caída reportada (-7,9% a nivel de ingresos locales), obedece a la menor contribución de los ingresos procedentes de la prestación de servicios de I+D a clientes nacionales (EUR 0,5 Mn, el 2,5% de los ingresos a 9M 2018, vs. 4,9% a 9M 2017). Los resultados de 9M corroboran el buen momento por el que atraviesan tanto el segmento de probióticos (+65% a/a), como el de lípidos (21,7% a/a), que compensan la caída sufrida en el año por la división de extractos (-8% a/a), que obedecería a motivos comerciales puntuales.

No obstante, el 4T 2018 se verá negativamente afectado por una base comparable más exigente, vinculada, entre otros, al impacto del acuerdo con Nestlé (4T 2017). Esperamos una moderación del crecimiento de los ingresos, que alcanzarán EUR 28,1 Mn a cierre del ejercicio (+9,3% a/a).

**Gráfico 17. Mix de ingresos vs. EBITDA/Ventas**

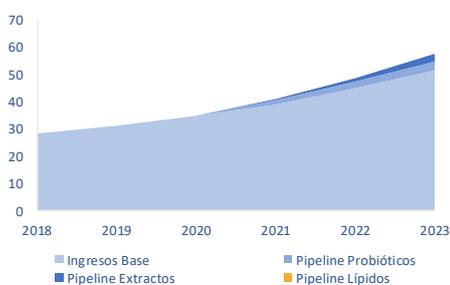


### 2018-2021: Mejora de márgenes vinculado al mix de ingresos y eficiencias operativas

Nuestras estimaciones contemplan una TACC del 13,2% en ingresos para el período 2018-2021e, apoyado fundamentalmente en la cartera actual de productos, el lanzamiento de un nuevo producto de la línea de extractos y el avance del pipeline (éste último contribuirá al 5% de los ingresos al final del periodo).

Probióticos liderará el crecimiento (TACC del +23,6% en el periodo, al que el acuerdo de licencia con Nestlé contribuirá un 53%), seguido por la línea de extractos, para la que contemplamos una TACC del 12,2% en el mismo periodo, apoyada en el lanzamiento de Caronositol Fertility<sup>10</sup> en 2019e. BIOS espera publicar en el 1T los resultados del ensayo clínico que validan su eficacia en el incremento de la tasa de implantación embrionaria en el síndrome de ovario poliquístico<sup>11</sup>, y en el tratamiento de los síntomas de dicha enfermedad. La firma de un acuerdo de licencia podría acelerar la comercialización del producto. Nuestras estimaciones incorporan el inicio de la comercialización en 2019, con un peak sales de EUR 7 Mn en cinco años). No obstante, la existencia en el mercado de otras alternativas<sup>12</sup> y la elevada competencia inherente al mercado de nutracéuticos, podrían limitar su potencial comercial.

**Gráfico 18. Contribución del pipeline en ingresos**



El crecimiento será más moderado en la línea de lípidos (TACC del +4,5%), que se verá favorecido por la entrada en vigor las directivas europeas (1T 2020). Las proyecciones pueden resultar algo conservadoras (-1,5 p.p. vs. el crecimiento esperado por el consenso de industria), a fin de reflejar adaptaciones tecnológicas en el proceso productivo y un entorno más competitivo (creciente demanda de ingredientes de origen vegetal: algas).

Dada la naturaleza de la compañía, el capítulo destinado a I+D es relevante (c. 9% de los ingresos en 2018e), habiendo consagrado el 21% de su plantilla (9M 2018) a este fin. Aunque no facilita información sobre el avance del pipeline, es previsible un aumento del gasto para acelerar su desarrollo<sup>13</sup>.

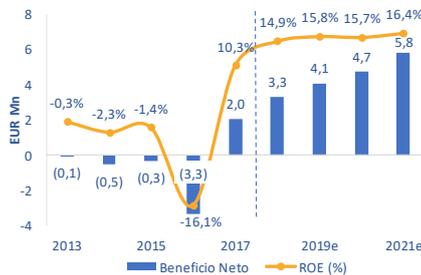
<sup>10</sup> Caronositol Fertility (combinación de mioinositol/D-quiros-inositol).

<sup>11</sup> El síndrome del ovario poliquístico (SOP) es la endocrinopatía más prevalente en la mujer (con una tasa de incidencia del 4-8% de las que están en edad fértil).

<sup>12</sup> Como el mioinositol (Lamberts).

<sup>13</sup> Proyecto estratégico CIEN financiado por el CDTI (IDI-20150571): Investigación, desarrollo e innovación en nuevos alimentos multifuncionales para el síndrome metabólico (METASIN).

**Gráfico 19. BN vs. ROE**



Proyectamos un gasto de I+D cercano al 9% de los ingresos en el corto/medio plazo, con un peso decreciente en el largo plazo (hasta situarse en torno al 8% de los ingresos), descartando activaciones, en línea con la política contable aplicada en el pasado.

La política de contención de costes ha permitido reducir el peso de los gastos generales y de administración sobre los ingresos en 4,9p.p. durante los últimos cinco años (48,7% de los ingresos a cierre del 2018e), a pesar del aumento de la plantilla (+32% en dicho periodo). El mix de ingresos (con un incremento de 17 p.p. en la contribución de la línea de probióticos al final del periodo) junto a las mejoras tecnológicas serán los principales impulsores de la mejora esperada del margen (23,3% EBITDA/Ingresos en 2021e, +1,8p.p. vs. 2018), en un escenario que incorpora un aumento de la plantilla del 20%.

**BN: crecimiento orgánico de doble dígito que evidencia la atractiva rentabilidad del negocio**

Los resultados de los ejercicios 2016 y 2017 se han visto negativamente impactados por los deterioros realizados del fondo de comercio vinculado a Exxentia (EUR -5,5 Mn y EUR -0,9 Mn respectivamente, el 23,6% y 3,5% de los ingresos generados en respectivos ejercicios), llevando a BIOS a pérdidas en BAI 2016 (EUR -4,7 Mn). Tras los deterioros contabilizados, descartamos impactos negativos adicionales por este concepto.

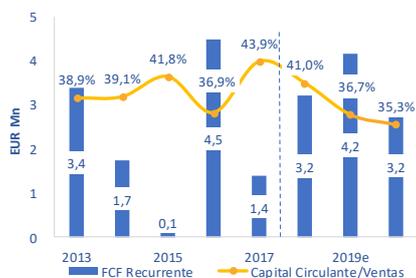
**Gráfico 20. CAPEX/Ventas vs Ventas**



El continuo desapalancamiento financiero ha tenido su reflejo en un menor gasto financiero (3% del EBITDA a cierre del 2017, -20 p.p. vs. 2013), siendo irrelevante la contribución de las partidas financieras en el medio/largo plazo. Adicionalmente, la activación de bases impositivas negativas (la compañía contaba con EUR 4,5 Mn fuera de balance a cierre del 2017) permitirá mantener tasas fiscales inferiores al 22% en el horizonte estimado (incorporamos una tasa promedio creciente del 20,4% hasta el 2021e).

En este escenario, es previsible un crecimiento orgánico del beneficio operativo de doble dígito (TACC 2018-2021e: +21,3%), que se traslade de forma similar a nivel del BPA (TACC 2018-2021e: +20,7%), apuntalando una progresiva mejora del ROE, que superaría el 16% al final del periodo.

**Gráfico 21. FCF recurrente vs NWC/Ventas**

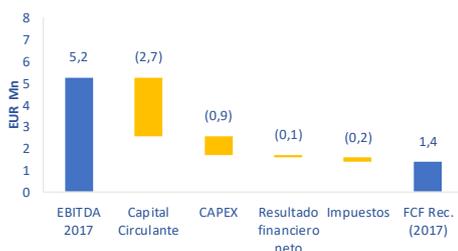


**CAPEX: acelerando la inversión para capturar el crecimiento**

BIOS ha invertido un promedio del 2,6% de los ingresos generado en el periodo 2013-2017 (EUR 0,9 Mn en 2017). La inversión se ha destinado fundamentalmente al aumento de la capacidad productiva (probióticos) y a mejoras tecnológicas (lípidos). Adicionalmente la compañía tiene previsto iniciar la producción de omega-3 a base de algas, alineándose con la tendencia de la industria. El objetivo es tanto diversificar las fuentes de materia prima, como poder atender el potencial desplazamiento de demanda generado por la mayor sensibilidad en materia de producción sostenible. Este proceso será progresivo y no sustitutivo de los procesos productivos actuales (dado su mayor coste productivo).

Prevedemos una intensificación de la inversión en el corto/medio plazo (EUR 1,5 Mn en 2018e, el 5,4% de los ingresos estimados) que se situará en torno a los EUR 3 Mn en 2021 (7,9% CAPEX/Vtas.), superior al promedio del sector (5% en 2020e).

**Gráfico 22. Impactos en el Free Cash Flow 2017**



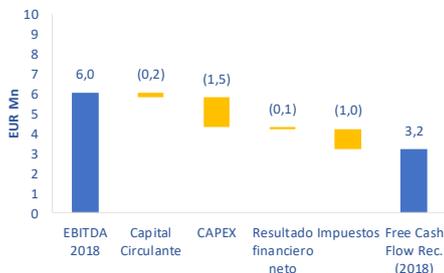
**Circulante: el mix de ingresos clave en la mejora del ratio**

La inversión en circulante de BIOS ha sido históricamente elevada, viéndose puntualmente afectada por el aprovisionamiento de inventarios previo a los lanzamientos de productos. Las necesidades de inversión de las tres líneas de negocio son dispares, siendo la división de extractos la más intensiva por la naturaleza del negocio (su competidor, Naturex, reportó c. del 40% Circulante/Vtas. 2017) y la de probióticos, la menos intensiva (referentes de la industria reportan entorno al 20% de los ingresos). La división de lípidos se situaría en un rango intermedio. Tras los máximos alcanzados en 2017 (con un ratio del 44% sobre los ingresos, como consecuencia, principalmente de la reducción del periodo medio de pago), prevedemos una progresiva moderación del ratio (41% en 2018e), contemplando un incremento de c. 30% en los inventarios de forma previa a los lanzamientos esperados para 2019.

El mix de ingresos impulsará la paulatina mejora del ratio, que se situará por debajo del 35% en 2021. La elevada competencia de la industria deja poco margen de maniobra en la gestión

del pago a proveedores, por lo que la mejora en la política de gestión de cobros será también clave.

**Gráfico 23. Impactos en el Free Cash Flow 2018**



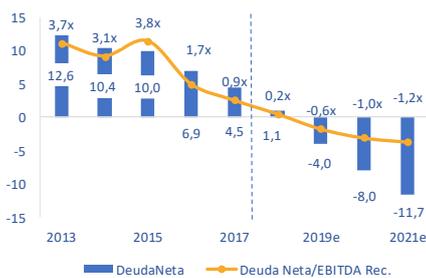
**Free Cash Flow marcado por el aumento del CAPEX.**

Mientras que la generación del flujo de caja se vio principalmente afectada por el aumento de inversión en circulante en 2017 (el 37% del EBITDA generado), en 2018 el mayor impacto provendría del aumento del CAPEX (c. EUR 1,5 Mn, mermando el 25% del EBITDA generado ese año). No prevemos distribución de dividendos, en línea con la política mantenida por la compañía. Proyectamos un FCF de EUR 3,5 Mn en 2018e, (EUR 3,2 Mn en términos recurrentes) y de EUR 4 mn en 2020e (EUR 3,2 Mn recurrente, debido a la intensificación de la inversión), ofreciendo un FCF Yield promedio del 4,2% (3,9% a nivel recurrente), inferior al 5% ofrecido por el sector), que alcanzará máximos en 2019 (c. 5,6%, y del 4,6% en términos recurrentes).

**Con holgura financiera para acelerar el crecimiento**

Tras los máximos alcanzados en 2008 (6x DN/EBITDA), la disciplina financiera de la compañía ha permitido reducir progresivamente el endeudamiento. Tras reportar un ratio de 0,4x DN/EBITDA en el acumulado a 9M 2018, esperamos que el ratio se sitúe en 0,2x a cierre del ejercicio. La compañía contará con caja positiva a partir del 2019, acelerándose la generación de caja en los siguientes ejercicios en base al acuerdo cerrado con Nestlé y a los nuevos lanzamientos.

**Gráfico 24. DN/EBITDA vs Deuda Neta**



Teniendo en cuenta la saneada situación financiera de BIOS y el actual entorno marcado por la concentración industrial, no descartamos potenciales movimientos corporativos en segmentos estratégicos, a fin de acelerar el crecimiento en negocios sinérgicos, manteniendo la diversificación empresarial y un nivel de endeudamiento razonable.

Nuestro escenario, base contempla tasas de crecimiento del 18% en el EBITDA durante el próximo quinquenio, contemplando el lanzamiento progresivo de dos productos de los segmentos de probióticos y de lípidos, con una probabilidad de éxito de c. 60%. En ese escenario base, el valor del pipe line actual (VAN) explica c. 80% del EV de BIOS.

**Tabla 4. EBITDA e ingresos (2018-2023e) / VAN del pipeline**

	Ingresos 2023e	TACC 2018e-2023e	EBITDA 2023e	TACC 2018e-2023e	VAN Pipeline (*)	Pipeline/EV (%) (*)
Escenario positivo	60,0	18,4%	14,8	19,6%	135	141,3%
<b>Escenario base</b>	<b>57,5</b>	<b>17,4%</b>	<b>13,8</b>	<b>18,0%</b>	<b>76</b>	<b>79,6%</b>
Escenario Negativo	53,2	15,6%	11,3	13,3%	21	21,8%

(\*) El VAN del pipeline está calculado en base al descuento de los flujos netos de impuestos generados con la ejecución del mismo en los diferentes escenarios (wacc: 9,2%). Probabilidades de éxito: c. 60% (escenario base), 100% (escenario positivo) y 15% (escenario negativo)

## Inputs de valoración

### Inputs de valoración por DCF

	2018e	2019e	2020e	Perpetuo			
Free Cash Flow "To the Firm"	3,8	5,2	4,1	139			
Market Cap	90,0	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	4,5	Deuda bancaria neta de Caja (último año cerrado)					
Coste de la deuda	2,0%	Coste de la deuda neta				Inputs favorables	Inputs desfavorables
Tasa fiscal efectiva (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)				=	=
Coste de la Deuda Neta	1,6%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)				1,6%	2,0%
Risk free rate (rf)	1,4%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)				=	=
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)				5,5%	6,5%
Beta (B)	1,4	B (Thomson Reuters)				1,4	1,6
Coste del Equity	9,5%	Ke = Rf + (R * B)				9,1%	11,8%
Equity / (Equity + Deuda Neta)	95,2%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)				=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	4,8%	D				=	=
WACC	9,2%	WACC = Kd * D + Ke * E				8,7%	11,3%
G "Razonable"	2,0%					2,5%	1,5%

### Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Mkt. Cap	PER 18e	BPA 18e-20e	EV/EBITDA 18e	EBITDA 18e-20e	EV/Vtas. 18e	Ingresos 18e-20e	EBITDA/Vtas. 18e	FCF Yield 18e	FCF 18e-20e
Probi AB	408,2	60,2	0,0%	24,8	0,0%	6,7	0,0%	27,0%	1,9%	0,0%
Biogaia AB	584,5	35,2	0,4%	20,6	0,8%	8,0	0,5%	38,7%	2,8%	0,0%
Christian Hansen	10.926,3	48,1	0,0%	27,6	0,0%	9,8	0,0%	35,5%	1,7%	0,0%
<b>Industria de probióticos</b>		47,8	0,1%	24,3	0,3%	8,2	0,2%	33,7%	2,1%	0,0%
DSM	14.837,7	8,1	0,0%	8,7	0,0%	1,7	0,1%	19,4%	5,5%	-4,6%
<b>Industria de Omega 3</b>		8,1	0,0%	8,7	0,0%	1,7	0,1%	19,4%	5,5%	-4,6%
Naturex SA <sup>(1)</sup>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>Industria de extractos naturales</b>		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Biosearch	90,0	29,4	19,5%	15,89	13,8%	3,41	11,1%	21,5%	3,6%	7,7%

<sup>(1)</sup> Exclusión de cotización (Dic. 2017)

### Análisis de sensibilidad (2019e)

#### A) Análisis de sensibilidad del EBITDA y múltiplos a variaciones en los márgenes

Escenario	EBITDA/Ingresos 19e	EBITDA 19e	EV/EBITDA 19e
Max	23,4%	7,3	13,2x
Central	22,4%	6,9	13,8x
Min	21,4%	6,6	14,5x

#### B) Análisis de sensibilidad del FCF Rec. y FCF Rec. - Yield frente a variaciones en el EBITDA y CAPEX/Vtas

EBITDA 19e	CAPEX/Ventas 19e			Escenario	FCF/Yield 19e		
	5,2%	6,2%	7,2%		Max	Central	Min
7,3	4,8	4,5	4,2	Max	5,3%	5,0%	4,6%
6,9	4,5	4,2	3,8	Central	5,0%	4,6%	4,3%
6,6	4,2	3,8	3,5	Min	4,6%	4,3%	3,9%

## Qué puede salir mal

Consideramos riesgos aquellos que puedan tener un impacto significativo negativo en nuestras proyecciones, principalmente en el resultado operativo y en el free cash flow:

- 1. Elevada sensibilidad de los productos a publicaciones mediáticas negativas.** Tanto IPA (probióticos) como GOED (omega-3 EPA/DHA) alertan del impacto negativo en la industria inherente a la publicación de estudios<sup>14</sup> que cuestionan la eficacia de estos productos y/o su calidad. La labor de estos organismos ha adquirido cada vez más relevancia en la atenuación del impacto negativo que, la imprecisión de estas informaciones, pueda ocasionar a la industria.
- 2. Desaceleración de ingresos en probióticos.** La mejora del margen EBITDA/Ingresos (+2,3 p.p. vs. 2013), se basa en un mix de ingresos más rentable (especialmente probióticos). Una disminución de la contribución a los ingresos de 2p.p. de esta línea en 2019 (33% vs. 35% estimado), reduciría el margen del ejercicio en 0,8 p.p. vs. el estimado (22,4%) y el FCF en 1,3 p.p.
- 3. Riesgo regulatorio.** Un endurecimiento adicional relativo a las exigencias científicas que soportan las declaraciones saludables de los productos, elevaría el coste de su desarrollo, afectando al presupuesto de I+D (actualmente c. del 9% de los ingresos) y al calendario del pipeline.
- 4. Elevada concentración de clientes.** Aunque la compañía ha aumentado paulatinamente la diversificación de la cartera de clientes, reduciendo su dependencia de los vinculados (15% de las ventas a cierre del 2017, vs. el 33% a principios de la década), 7 clientes concentran cerca del 50% de los ingresos, exponiendo a BIOS tanto al riesgo comercial (presión de márgenes), como a potenciales problemas en el proceso de producción de aquellos.
- 5. Escasa visibilidad de la cartera de pedidos.** La mayoría de los contratos son inferiores al año, siendo los contratos plurianuales, como el firmado con Nestlé, una rareza.
- 6. Materia prima.** La línea de lípidos (35,7% de los ingresos a 9M2018) depende de la disponibilidad del aceite omega-3 procedente de recursos pesqueros. La escasez de su suministro (por la implementación de políticas pesqueras restrictivas) y/o el menor rendimiento en su extracción (debido a la contaminación y al cambio climático), podría incrementar su coste y/o afectar al propio proceso productivo. Aunque la industria suele trasladar de manera inmediata los incrementos de precio, este proceso puede ocasionar perturbaciones en la demanda y caídas temporales en el margen.
- 7. Riesgo medioambiental.** Al que está expuesta su división de lípidos. La mayor concienciación hacia una producción sostenible puede acelerar el giro de la industria hacia aceites omega-3 procedentes de fuentes vegetales. A fin de paliar este riesgo, la compañía está invirtiendo en instalaciones de extracción de aceite omega-3 de algas.
- 8. Competencia.** La creciente demanda de omega-3 EPA/DHA, ha propiciado la emergencia de aceites no listados en China, pudiendo deteriorar la imagen de estos productos y la confianza del consumidor, además de incrementar la oferta.
- 9. Riesgo divisa.** La compañía realiza coberturas para la adquisición de materia prima, que han resultado eficaces en el pasado, minimizando el impacto de la divisa en la parte baja de la cuenta de resultados. El aumento de la exposición a clientes de países ajenos a la Eurozona, conllevará un mayor riesgo divisa.
- 10. Riesgo de M&A.** La creciente actividad corporativa en estas industrias, junto al interés por pequeños actores con capacidad de crecimiento, pueden conllevar un aumento de la competencia en los procesos de compra, generando abultados fondos de comercio en los adquirentes, con riesgo de destrucción de valor.

<sup>14</sup> Revista CELL (septiembre 2018), cuestionando la eficacia del uso de probióticos e incluso su efecto adverso en la recolonización de la bacteria intestinal.

## Soplan aires nuevos

Mientras que el equipo directivo de la BIOS se ha mantenido relativamente estable (2/3 de sus directivos cuenta con más de diez años de experiencia en la sociedad, y el resto con una media de 3 años), el Consejo ha sido completamente renovado en 2016 (los exconsejeros contaban con una antigüedad superior a 12 años en el cargo). BIOS carece de Consejeros ejecutivos, habiendo sido nombrado su presidente por cooptación (junio 2017).

- 1. Un Consejo de Administración renovado**, con un 60% de sus miembros dominicales (directivos vinculados a Lactalis y Pescaderías Coruñesas). Los consejeros independientes cuentan normalmente con amplia experiencia en empresas de gran consumo, medios de comunicación, y/o marketing, siendo más novedosa la incorporación de una consejera con dilatada experiencia en FMCG<sup>15</sup> y farmacia, áreas de interés para la compañía. La duración del cargo de consejero está limitado por los estatutos a un plazo de 4 años, renovables por periodos de igual duración (conforme a la legislación vigente), sin estipular los estatutos limitaciones al número de mandatos, ni al proceso de renovación de dicho órgano (porcentaje máximo de miembros a renovar simultáneamente y/o restricciones temporales).
- 2. El Consejo mantiene el 40% del capital**, con Grupo Lactalis (29,5% del capital y dos consejeros) y Pescaderías Coruñesas (10% y un consejero) como accionistas de referencia, cuyos intereses se alinean con los de los minoritarios.
- 3. Nuevos estímulos al desempeño del Consejo.** El sistema retributivo se ha mantenido hasta la fecha estable, con un importe fijo (limitado a los Consejeros independientes) y un variable, consistente en dietas de asistencia a las reuniones. El importe desembolsado por estos conceptos se ha mantenido históricamente en torno al 3% del gasto vinculado al personal, habiéndose reducido al 1% en 2017. A fin de dar cumplimiento a las recomendaciones de gobierno corporativo, el Consejo ha aprobado recientemente un plan de remuneración variable en función de los resultados de la compañía, quedando pendiente de aprobación por la JGAA (conforme a la normativa aplicable) el importe máximo de la remuneración del conjunto del Consejo.
- 4. Incentivo al equipo directivo vía bonus.** BIOS cuenta con un sistema de retribución variable dirigido al personal clave, que persigue incrementar su foco en los resultados de la compañía, tanto en los logros de corto plazo, como en la rentabilidad empresarial en el medio/largo plazo (contando prácticamente la totalidad de la plantilla con incentivos variables ligados a la consecución de objetivos). Cabe señalar, que el órgano de dirección es consciente del lastre que ha supuesto en las cuentas de la compañía la única operación corporativa de envergadura realizada en el pasado (adquisición de Exxentia en 2008). El sistema de incentivos, basado tanto en el crecimiento a corto como en la rentabilidad a medio y largo plazo, supone un freno a “estrategias” de cumplimiento de objetivos vía crecimiento no orgánico no rentable. Por otro lado, el sistema de retribuciones carece de sistemas de ahorro a largo plazo, ni de cláusulas indemnizatorias en caso de dimisión o despido.
- 5. Sin remuneración al accionista en el corto/medio plazo.** Nuestras proyecciones contemplan la continuidad de la política de dividendos (Pay Out, 0%), para acelerar el crecimiento del negocio. No hay ningún compromiso de la compañía con el inicio del pago de dividendos.

<sup>15</sup> Fast moving consumer goods (productos con alta demanda y escasa vida útil)

## Apéndice 1. Estados financieros

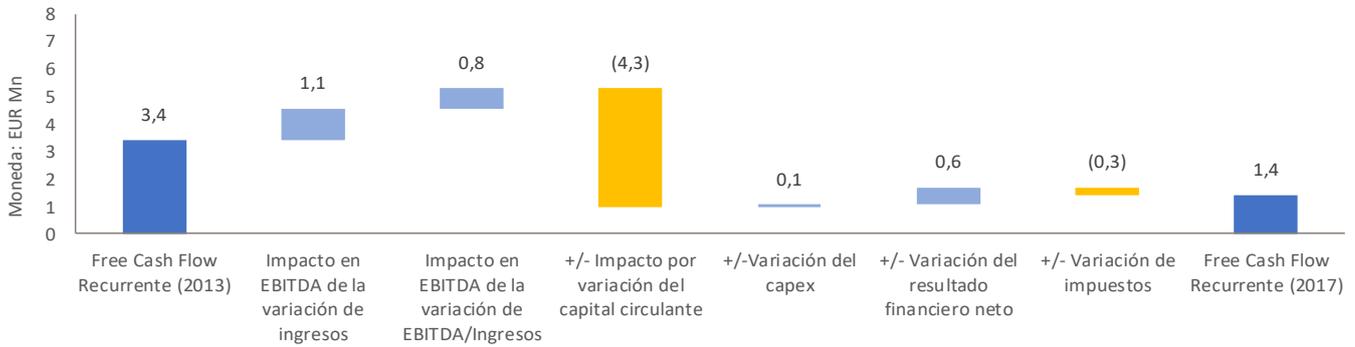
<b>Balance (EUR Mn)</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>		
Inmovilizado inmaterial	2,3	1,5	1,2	0,8	0,8	0,9	1,2	1,7		
Inmovilizado material	13,0	11,5	10,2	8,9	8,7	8,3	8,0	8,1		
Otros activos no corrientes	7,0	6,3	6,3	7,3	5,7	5,4	5,4	5,4		
Inmovilizado financiero	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1		
Fondo de comercio y otros intangibles	7,5	7,5	7,5	1,3	-	-	-	-		
Activo circulante	10,2	11,0	12,9	13,5	15,4	17,0	17,4	18,9		
<b>Total activo</b>	<b>40,1</b>	<b>37,9</b>	<b>38,1</b>	<b>31,8</b>	<b>30,7</b>	<b>31,7</b>	<b>32,1</b>	<b>34,3</b>		
Patrimonio neto	23,4	22,6	22,5	18,8	20,7	23,7	27,8	32,5		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	1,1	0,9	1,0	1,2	1,5	1,5	2,4	3,2		
Deuda financiera neta	12,6	10,4	10,0	6,9	4,5	1,1	(4,0)	(8,0)		
Pasivo circulante	3,0	3,9	4,6	4,8	4,1	5,4	6,0	6,6		
<b>Total pasivo</b>	<b>40,1</b>	<b>37,9</b>	<b>38,1</b>	<b>31,8</b>	<b>30,7</b>	<b>31,7</b>	<b>32,1</b>	<b>34,3</b>		
										<b>TACC</b>
<b>Cuenta de Resultados (EUR Mn)</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>13-17</b>	<b>17-20e</b>
<b>Total Ingresos</b>	<b>18,6</b>	<b>18,2</b>	<b>19,9</b>	<b>23,3</b>	<b>25,7</b>	<b>28,1</b>	<b>31,0</b>	<b>34,7</b>	<b>8,5%</b>	<b>10,5%</b>
<i>Cto.Total Ingresos</i>	<i>7,7%</i>	<i>-2,4%</i>	<i>9,5%</i>	<i>17,4%</i>	<i>10,3%</i>	<i>9,3%</i>	<i>10,4%</i>	<i>11,7%</i>		
Coste de ventas	(5,3)	(5,1)	(6,4)	(7,1)	(8,1)	(8,4)	(9,0)	(10,0)		
<b>Margen Bruto</b>	<b>13,3</b>	<b>13,0</b>	<b>13,5</b>	<b>16,3</b>	<b>17,6</b>	<b>19,7</b>	<b>22,0</b>	<b>24,7</b>	<b>7,3%</b>	<b>11,8%</b>
<i>Margen Bruto(s / Ingresos)</i>	<i>71,7%</i>	<i>71,7%</i>	<i>67,8%</i>	<i>69,7%</i>	<i>68,6%</i>	<i>70,2%</i>	<i>71,0%</i>	<i>71,2%</i>		
Gastos de personal	(4,7)	(4,9)	(5,4)	(6,2)	(6,7)	(7,4)	(7,8)	(8,6)		
Otros costes de explotación	(5,2)	(4,7)	(5,5)	(5,9)	(5,8)	(6,3)	(7,3)	(8,3)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>3,4</b>	<b>3,4</b>	<b>2,6</b>	<b>4,1</b>	<b>5,2</b>	<b>6,0</b>	<b>6,9</b>	<b>7,8</b>	<b>11,7%</b>	<b>14,2%</b>
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	<i>34,3%</i>	<i>0,9%</i>	<i>-22,6%</i>	<i>57,5%</i>	<i>26,6%</i>	<i>15,2%</i>	<i>15,1%</i>	<i>12,5%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>18,1%</i>	<i>18,7%</i>	<i>13,2%</i>	<i>17,7%</i>	<i>20,4%</i>	<i>21,5%</i>	<i>22,4%</i>	<i>22,5%</i>		
Gastos de reestructuración	-	-	-	-	-	-	-	-		
Otros gastos no recurrentes	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>EBITDA</b>	<b>3,4</b>	<b>3,4</b>	<b>2,6</b>	<b>4,1</b>	<b>5,2</b>	<b>6,0</b>	<b>6,9</b>	<b>7,8</b>	<b>11,7%</b>	<b>14,2%</b>
<i>Cto.EBITDA</i>	<i>34,3%</i>	<i>0,9%</i>	<i>-22,6%</i>	<i>57,5%</i>	<i>26,6%</i>	<i>15,2%</i>	<i>15,1%</i>	<i>12,5%</i>		
<i>EBITDA/Ingresos</i>	<i>18,1%</i>	<i>18,7%</i>	<i>13,2%</i>	<i>17,7%</i>	<i>20,4%</i>	<i>21,5%</i>	<i>22,4%</i>	<i>22,5%</i>		
Depreciación y provisiones	(2,6)	(2,4)	(2,3)	(3,0)	(1,9)	(1,9)	(1,9)	(1,9)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>EBIT</b>	<b>0,7</b>	<b>1,0</b>	<b>0,4</b>	<b>1,1</b>	<b>3,3</b>	<b>4,1</b>	<b>5,1</b>	<b>5,9</b>	<b>46,5%</b>	<b>21,3%</b>
<i>Cto.EBIT</i>	<i>n.a.</i>	<i>43,9%</i>	<i>-64,8%</i>	<i>208,5%</i>	<i>194,1%</i>	<i>25,7%</i>	<i>22,8%</i>	<i>15,7%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>3,9%</i>	<i>5,7%</i>	<i>1,8%</i>	<i>4,8%</i>	<i>12,8%</i>	<i>14,7%</i>	<i>16,4%</i>	<i>17,0%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	(0,1)	(0,1)	(0,0)	(5,5)	(1,1)	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,8)	(0,8)	(0,5)	(0,3)	(0,1)	(0,1)	0,0	0,1		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio ordinario</b>	<b>(0,1)</b>	<b>0,2</b>	<b>(0,2)</b>	<b>(4,7)</b>	<b>2,1</b>	<b>4,1</b>	<b>5,1</b>	<b>6,0</b>	<b>n.a.</b>	<b>42,7%</b>
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	<i>-89,8%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>98,9%</i>	<i>25,0%</i>	<i>17,0%</i>		
Extraordinarios	(0,1)	(0,1)	0,0	0,0	0,2	-	-	-		
<b>Beneficio antes de impuestos</b>	<b>(0,2)</b>	<b>0,1</b>	<b>(0,2)</b>	<b>(4,7)</b>	<b>2,2</b>	<b>4,1</b>	<b>5,1</b>	<b>6,0</b>	<b>n.a.</b>	<b>39,0%</b>
Impuestos	0,1	(0,6)	(0,2)	1,4	(0,2)	(1,0)	(1,0)	(1,2)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>8,1%</i>	<i>25,0%</i>	<i>20,1%</i>	<i>20,8%</i>		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio neto</b>	<b>(0,1)</b>	<b>(0,5)</b>	<b>(0,3)</b>	<b>(3,3)</b>	<b>2,0</b>	<b>3,1</b>	<b>4,1</b>	<b>4,7</b>	<b>n.a.</b>	<b>32,3%</b>
<i>Cto.Beneficio neto</i>	<i>-92,1%</i>	<i>628,8%</i>	<i>-40,6%</i>	<i>955,1%</i>	<i>n.a.</i>	<i>49,8%</i>	<i>33,2%</i>	<i>15,9%</i>		
<b>Beneficio ordinario neto</b>	<b>(0,1)</b>	<b>0,2</b>	<b>(0,2)</b>	<b>(4,7)</b>	<b>1,9</b>	<b>3,1</b>	<b>4,1</b>	<b>4,7</b>	<b>n.a.</b>	<b>35,8%</b>
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>-89,8%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>62,2%</i>	<i>33,2%</i>	<i>15,9%</i>		
										<b>TACC</b>
<b>Cash Flow (EUR Mn)</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>13-17</b>	<b>17-20e</b>
<b>EBITDA recurrente</b>						<b>6,0</b>	<b>6,9</b>	<b>7,8</b>	<b>11,7%</b>	<b>14,2%</b>
Var.capital circulante						(0,2)	0,1	(0,9)		
<b>Cash Flow operativo recurrente</b>						<b>5,8</b>	<b>7,1</b>	<b>6,9</b>	<b>-15,2%</b>	<b>39,3%</b>
CAPEX						(1,5)	(1,9)	(2,6)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,1)	0,0	0,1		
Impuestos						(1,0)	(1,0)	(1,2)		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>						<b>3,2</b>	<b>4,2</b>	<b>3,2</b>	<b>-20,0%</b>	<b>32,3%</b>
Gastos de reestructuración y otros						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						0,3	0,9	0,8		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
<b>Free Cash Flow</b>						<b>3,5</b>	<b>5,1</b>	<b>4,0</b>	<b>-4,5%</b>	<b>17,9%</b>
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
<b>Variación de Deuda financiera neta</b>						<b>(3,5)</b>	<b>(5,1)</b>	<b>(4,0)</b>		

## Apéndice 2. Analítica del Free Cash Flow

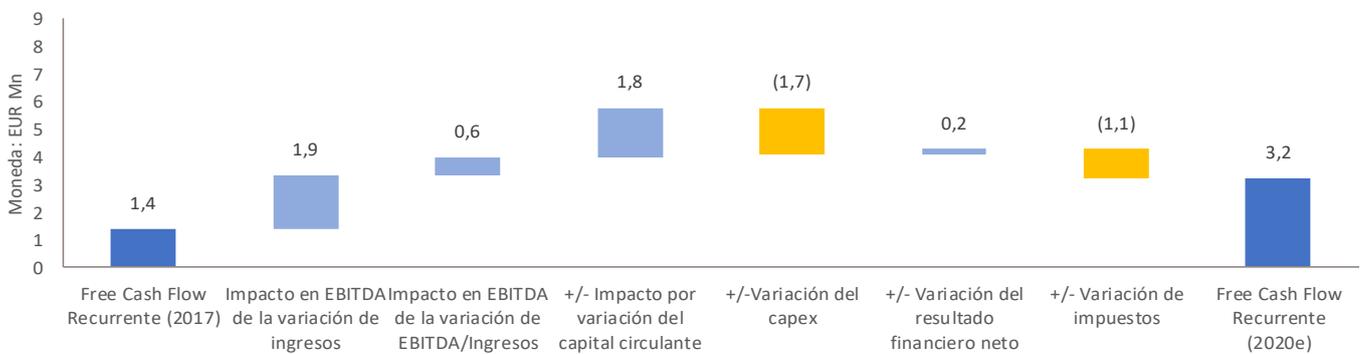
A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	TACC	
								14-17	17-20e
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>3,4</b>	<b>2,6</b>	<b>4,1</b>	<b>5,2</b>	<b>6,0</b>	<b>6,9</b>	<b>7,8</b>	<b>15,6%</b>	<b>14,2%</b>
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	0,9%	-22,6%	57,5%	26,6%	15,2%	15,1%	12,5%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	18,7%	13,2%	17,7%	20,4%	21,5%	22,4%	22,5%		
+/- Var. Capital circulante	0,1	-1,2	(0,3)	(2,7)	(0,2)	0,1	(0,9)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>3,5</b>	<b>1,4</b>	<b>3,8</b>	<b>2,6</b>	<b>5,8</b>	<b>7,1</b>	<b>6,9</b>	<b>-10,1%</b>	<b>39,3%</b>
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	-29,0%	-60,2%	171,9%	-32,9%	125,7%	22,0%	-1,9%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	19,5%	7,1%	16,4%	10,0%	20,6%	22,8%	20,0%		
- CAPEX	(0,4)	(0,6)	(0,4)	(0,9)	(1,5)	(1,9)	(2,6)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,8)	(0,5)	(0,3)	(0,1)	(0,1)	0,0	0,1		
- Impuestos	(0,6)	(0,2)	1,4	(0,2)	(1,0)	(1,0)	(1,2)		
<b>= Free Cash Flow recurrente</b>	<b>1,7</b>	<b>0,1</b>	<b>4,5</b>	<b>1,4</b>	<b>3,2</b>	<b>4,2</b>	<b>3,2</b>	<b>-7,0%</b>	<b>32,3%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	-49,0%	-91,6%	n.a.	-68,9%	130,7%	29,4%	-22,5%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	9,5%	0,7%	19,2%	5,4%	11,4%	13,4%	9,3%		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,9	0,0	(1,7)	0,9	0,3	0,9	0,8		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	(0,1)	0,0	0,0	0,2	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow</b>	<b>2,5</b>	<b>0,2</b>	<b>2,8</b>	<b>2,4</b>	<b>3,5</b>	<b>5,1</b>	<b>4,0</b>	<b>-0,6%</b>	<b>17,9%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	-15,5%	-93,1%	n.a.	-11,3%	41,3%	46,1%	-20,7%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	1,9%	0,2%	5,0%	1,5%	3,6%	4,6%	3,6%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	2,8%	0,2%	3,1%	2,7%	3,8%	5,6%	4,5%		
<b>B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)</b>									
<b>Free Cash Flow recurrente (Año -1)</b>	<b>3,4</b>	<b>1,7</b>	<b>0,1</b>	<b>4,5</b>	<b>1,4</b>	<b>3,2</b>	<b>4,2</b>		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(0,1)	0,3	0,5	0,4	0,5	0,6	0,8		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	0,1	(1,1)	1,1	0,7	0,3	0,3	0,1		
<b>= Variación EBITDA recurrente</b>	<b>0,0</b>	<b>(0,8)</b>	<b>1,5</b>	<b>1,1</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>		
+/- Impacto por variación del capital circulante	(1,5)	(1,4)	0,9	(2,4)	2,4	0,4	(1,0)		
<b>= Variación del Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>(1,4)</b>	<b>(2,1)</b>	<b>2,4</b>	<b>(1,3)</b>	<b>3,2</b>	<b>1,3</b>	<b>(0,1)</b>		
+/- Variación del CAPEX	0,5	(0,2)	0,2	(0,4)	(0,6)	(0,4)	(0,7)		
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,0)	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1		
+/- Variación de impuestos	(0,7)	0,4	1,5	(1,5)	(0,8)	(0,0)	(0,2)		
<b>= Variación del Free Cash Flow recurrente</b>	<b>(1,7)</b>	<b>(1,6)</b>	<b>4,3</b>	<b>(3,1)</b>	<b>1,8</b>	<b>0,9</b>	<b>(0,9)</b>		
<b>Free Cash Flow recurrente</b>	<b>1,7</b>	<b>0,1</b>	<b>4,5</b>	<b>1,4</b>	<b>3,2</b>	<b>4,2</b>	<b>3,2</b>		
<b>C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)</b>									
<b>EBIT</b>	<b>1,0</b>	<b>0,4</b>	<b>1,1</b>	<b>3,3</b>	<b>4,1</b>	<b>5,1</b>	<b>5,9</b>	<b>47,3%</b>	<b>21,3%</b>
* Tasa fiscal teórica	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto) <sup>(1)</sup>	(0,2)	(0,1)	(0,2)	(0,7)	(0,8)	(1,0)	(1,2)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>3,4</b>	<b>2,6</b>	<b>4,1</b>	<b>5,2</b>	<b>6,0</b>	<b>6,9</b>	<b>7,8</b>	<b>15,6%</b>	<b>14,2%</b>
+/- Var. Capital circulante	0,1	(1,2)	(0,3)	(2,7)	(0,2)	0,1	(0,9)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>3,5</b>	<b>1,4</b>	<b>3,8</b>	<b>2,6</b>	<b>5,8</b>	<b>7,1</b>	<b>6,9</b>	<b>-10,1%</b>	<b>39,3%</b>
- CAPEX	(0,4)	(0,6)	(0,4)	(0,9)	(1,5)	(1,9)	(2,6)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,2)	(0,1)	(0,2)	(0,7)	(0,8)	(1,0)	(1,2)		
<b>= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente</b>	<b>2,9</b>	<b>0,8</b>	<b>3,2</b>	<b>1,0</b>	<b>3,5</b>	<b>4,1</b>	<b>3,2</b>	<b>-28,8%</b>	<b>45,1%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	-25,7%	-74,0%	321,2%	-67,1%	230,5%	19,7%	-22,8%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	0,2	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,9	0,0	(1,7)	0,9	0,3	0,9	0,8		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	(0,1)	0,0	0,0	0,2	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow "To the Firm"</b>	<b>3,8</b>	<b>0,8</b>	<b>1,6</b>	<b>2,1</b>	<b>3,8</b>	<b>5,2</b>	<b>4,1</b>	<b>-17,5%</b>	<b>24,0%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	4,3%	-78,6%	95,8%	33,9%	78,9%	35,0%	-21,2%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	3,0%	0,8%	3,3%	1,1%	3,6%	4,3%	3,3%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	4,0%	0,9%	1,7%	2,2%	4,0%	5,4%	4,3%		

Nota 1: Calculado con el 20% de Tasa fiscal teórica.

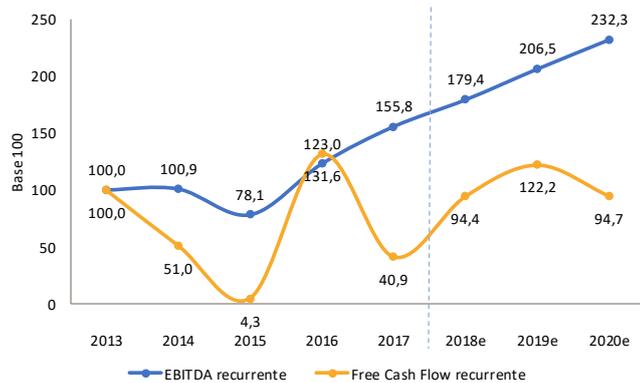
**Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2013 - 2017)**



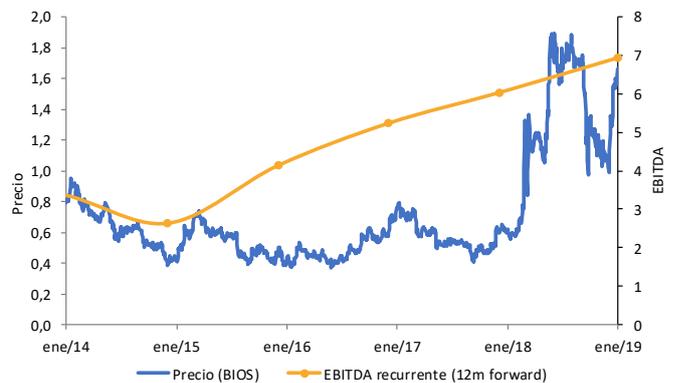
**Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2017 - 2020e)**



**Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente**



**Comportamiento del precio de la acción vs EBITDA (12m forward)**



## Apéndice 3. Comportamiento histórico <sup>(1)</sup>

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	TACC 07 - 17
Total ingresos	10,3	21,5	20,0	20,5	17,5	17,3	18,6	18,2	19,9	23,3	25,7	28,1	9,5%
Cto. Total ingresos	20,7%	108,1%	-7,2%	2,7%	-14,9%	-1,1%	7,7%	-2,4%	9,5%	17,4%	10,3%	9,3%	
EBITDA	3,7	2,9	2,6	4,8	2,2	3,1	3,4	3,4	2,6	4,1	5,2	6,0	3,7%
Cto. EBITDA	49,6%	-19,3%	-10,2%	79,4%	-52,9%	37,5%	9,2%	0,9%	-22,6%	57,5%	26,6%	15,2%	
EBITDA/Ingresos	35,3%	13,7%	13,2%	23,1%	12,8%	17,8%	18,1%	18,7%	13,2%	17,7%	20,4%	21,5%	
Beneficio neto	2,5	(0,1)	(9,4)	0,6	(4,1)	(0,9)	(0,1)	(0,5)	(0,3)	(3,3)	2,0	3,1	-2,0%
Cto. Beneficio neto	63,5%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-77,5%	-92,1%	628,8%	-40,6%	955,1%	n.a.	49,8%	
CAPEX	n.a.	n.a.	(2,1)	(2,7)	(0,7)	(1,1)	(0,9)	(0,4)	(0,6)	(0,4)	(0,9)	(1,5)	
CAPEX/Vtas %	n.a.	n.a.	10,5%	13,1%	4,1%	6,2%	5,0%	2,4%	2,9%	1,8%	3,4%	5,4%	
Free Cash Flow	4,6	(15,7)	8,2	1,4	(2,4)	(0,6)	2,9	2,5	0,2	2,8	2,4	3,5	-6,1%
DN/EBITDA (x) <sup>(2)</sup>	-7,7x	6,0x	-0,1x	2,8x	6,5x	4,9x	3,7x	3,1x	3,8x	1,7x	0,9x	0,2x	
PER (x)	49,4x	n.a.	n.a.	56,2x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	16,8x	29,4x	
EV/Vtas (x)	9,1x	3,2x	2,7x	2,4x	2,2x	2,1x	2,8x	1,8x	1,9x	1,8x	1,5x	3,4x	
EV/EBITDA (x) <sup>(2)</sup>	25,8x	23,5x	20,3x	10,3x	16,9x	11,9x	15,5x	9,6x	14,1x	10,0x	7,2x	15,9x	
Comport. Absoluto	-9,0%	-58,0%	5,6%	-34,0%	-34,7%	-7,4%	84,0%	-44,2%	22,1%	26,6%	0,0%	66,7%	
Comport. Relativo vs Ibex 35	-15,2%	-30,7%	-18,7%	-20,1%	-24,8%	-2,9%	51,5%	-46,2%	31,5%	29,2%	-6,9%	96,1%	

Nota 1: Los múltiplos son históricos, calculados en base al precio y EV de final de cada ejercicio, salvo (en su caso) en el año en curso, en que se darían múltiplos a precios actuales. El comportamiento absoluto y relativo corresponde a cada ejercicio (1/1 a 31/12). La fuente, tanto de múltiplos históricos como de evolución de la cotización, es Thomson Reuters.

Nota 2: Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

## Apéndice 4. Principales competidores 2018e

		Probiotics Industry			Omega-3		
		Probi AB	Biogaia AB	Christian Hansen	Average	DSM	
		EUR Mn					
Market data	Ticker (Reuters)	PROB.ST	BIOGb.ST	CHRH.CO		DSMN.AS	BIOS.MC
	Country	Sweden	Sweden	Denmark		Netherlands	Spain
	Market cap	408,2	584,5	10.926,3	3.973,0	14.837,7	90,0
	Enterprise value (EV)	404,3	561,5	11.685,3	4.217,0	15.552,7	95,9
Basic financial information	Total Revenues	60,3	70,4	1.192,0	440,9	9.255,0	28,1
	Total Revenues growth	-3,1%	12,7%	8,6%	6,1%	7,2%	9,3%
	2y CAGR (2018e - 2020e)	0,0%	0,5%	0,0%	0,2%	0,1%	11,1%
	EBITDA	16,3	27,2	423,6	155,7	1.793,8	6,0
	EBITDA growth	-4,8%	11,0%	10,3%	5,5%	27,2%	15,2%
	2y CAGR (2018e - 2020e)	0,0%	0,8%	0,0%	0,3%	0,0%	13,8%
	EBITDA/Revenues	27,0%	38,7%	35,5%	33,7%	19,4%	21,5%
	Net Profit	9,4	20,6	261,2	97,0	1.020,1	3,1
	Net Profit growth	33,2%	12,2%	14,5%	20,0%	56,5%	49,8%
	2y CAGR (2018e - 2020e)	-4,3%	0,7%	0,0%	-1,2%	-0,1%	19,5%
	Capex	1	3,3	120,3	41,7	610,4	-1,5
	CAPEX/Sales %	2,3%	4,7%	10,1%	5,7%	6,6%	5,4%
	Free Cash Flow	7,9	16,5	184,7	69,7	823,4	3,5
Multiples and Ratios	Net financial debt	4,7	(29,4)	653,1	209,5	643,5	1,1
	ND/EBITDA (x)	0,3	(1,1)	1,5	0,2	0,4	0,2
	Outstanding Shares	11,4	17,3	131,8	53,5	175,5	57,7
	Pay-out	17,1%	74,3%	76,8%	56,1%	37,8%	0,0%
	P/E (x)	47,2	29,8	42,4	39,8	14,1	29,4
	P/BV (x)	4,3	12,2	13,0	9,8	1,9	3,8
	EV/Revenues (x)	6,7	8,0	9,8	8,2	1,7	3,4
	EV/EBITDA (x)	24,8	20,6	27,6	24,3	8,7	15,9
ROE	9,5	43,4	31,6	28,2	14,3	13,8	
FCF Yield (%)	1,9	2,8	1,7	2,1	5,5	3,6	
DPS	0,1	0,9	1,5	0,8	2,2	-	
Price Close	35,1	35,3	83,2	51,2	82,1	1,6	
Dvd Yield	0,4%	2,5%	1,8%	1,6%	2,7%	0,0%	

Nota 1: Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Thomson Reuters). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).

Nota 2: Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

## INFORMACIÓN LEGAL IMPORTANTE SOBRE ESTE INFORME

### LIGHTHOUSE

Lighthouse es un proyecto de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Lighthouse es un proyecto de análisis plenamente financiado por Bolsas y Mercados Españoles S.A. Lighthouse persigue mejorar la cobertura de análisis de los "valores huérfanos" del mercado español: aquellos que carecen de una cobertura real y continuada de análisis. Los informes de Lighthouse no incluirán ni valoración ni precio objetivo. Lighthouse no persigue asesorar en materia de inversión a ninguna persona física o jurídica. Por este motivo, Lighthouse no dará ninguna recomendación personalizada de inversión de ninguno de los valores que analice.

IEAF Servicios de Análisis S.L.U. es una sociedad de nacionalidad española, cuyo objeto social es

1º) La prestación de servicios de información y análisis financiero de los valores emitidos por todo tipo de personas jurídicas que cotizan en los mercados secundarios oficiales, y específicamente de aquellos valores que no son objeto recurrente de información y análisis por los analistas financieros que intervienen en los mercados.

2º) La prestación de los servicios de publicidad y actualización de los referidos informes y análisis financieros, así como la monitorización y seguimiento de los valores objeto de información y análisis.

3º) La realización de estudios y proyectos dirigidos a proponer e implantar medidas tendentes a mejorar la información y análisis financieros de los valores que cotizan en los mercados secundarios oficiales.

IEAF Servicios de Análisis S.L.U. es una sociedad cuyo socio único es el Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF), asociación profesional sin ánimo de lucro.

### DISCLAIMER

El Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) certifica que todo Analista de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. cuyo nombre figure como Autor de este informe, expresa opiniones que reflejan su opinión personal e independiente sobre la compañía analizada. Sin que estas impliquen, ni directa ni indirectamente una recomendación personalizada de la compañía analizada a efectos de constituir un asesoramiento en materia de inversión. El informe se basa en la elaboración de proyecciones financieras detalladas a partir de información pública y siguiendo la metodología de análisis fundamental tradicional (no tratándose, por tanto de un informe de análisis técnico ni cuantitativo). Para la metodología de análisis empleada en la redacción de este informe, por favor, contacte directamente con el analista, cuyos datos de contacto figuran en la portada de este informe.

El informe incluye información básica de los principales parámetros a utilizar por un inversor a la hora de realizar por sí mismo una valoración (sea por descuento de flujos o por múltiplos). Dichos parámetros son la opinión o estimación personal del analista. La persona que reciba este informe deberá aplicar su propio juicio a la hora de utilizar dichos parámetros. Y deberá considerarlos un elemento más en su proceso de decisión en materia de inversión. Esos parámetros no constituyen una recomendación personalizada de inversión.

### Normas de confidencialidad y conflictos de interés

Ninguna de las siguientes normas (12) de confidencialidad y conflictos de interés son de aplicación a este informe:

1. El presente informe es un análisis no independiente al estar realizado por encargo de la compañía analizada (emisor).
2. En los últimos 12 meses, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., han tenido mandatos de Finanzas Corporativas o bien han gestionado o cogestionado una oferta pública de los valores del emisor, o bien recibido de dicho emisor una remuneración por los servicios de Finanzas Corporativas, que excluyen los servicios de corredor por unos honorarios anticipados.
3. El Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., espera recibir o pretende obtener en los próximos 6 meses una remuneración por los servicios de Finanzas Corporativas prestados a esta empresa, que excluyen los servicios de corredor por unos honorarios anticipados.
4. El Analista de Inversiones o un miembro del Departamento de Análisis o que viva en su casa tiene una posición larga en las acciones o los derivados del emisor correspondiente.
5. El Analista de Inversiones o un miembro del Departamento de Análisis o que viva en su casa tiene una posición corta en las acciones o los derivados del emisor correspondiente.
6. A la fecha de producción, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U. tenían una posición larga superior al 0,5% del Capital del emisor.
7. A la fecha de producción, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U. tenían una posición corta superior al 0,5% del Capital del emisor.
8. Al fin del mes inmediatamente anterior a la publicación de este informe, o del mes previo si el informe se publica en los diez días siguientes al final del mes, la compañía analizada (el emisor) o cualquiera de sus filiales., poseían el 5% o más de cualquier clase de valores de renta variable del Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U.
9. Un alto directivo o ejecutivo del Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., o bien un miembro de su departamento es directivo, ejecutivo, asesor o miembro del Consejo de Administración del emisor y/o una de sus subsidiarias.
10. El Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., actúa en calidad de corredor del Emisor por los honorarios anticipados correspondientes.
11. El contenido de este informe ha sido revisado por el emisor con anterioridad a su publicación.
12. El emisor ha realizado cambios en el contenido del informe antes de su distribución.

Los Analistas de Inversiones que han elaborado el presente Análisis de Inversiones son empleados de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Dichos analistas han recibido (o recibirán) una remuneración en función de los beneficios generales de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Para obtener una copia del Código de Conducta de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. (para la Gestión de Conflictos de Interés en el departamento de Análisis), contacte por correo electrónico con [secretaria@ieaf.es](mailto:secretaria@ieaf.es) o consulte el contenido de este Código en [www.ieaf.es](http://www.ieaf.es).

IEAF Servicios de Análisis está remunerado por Bolsas y Mercados Españoles, S.A. para la redacción de este informe. Este informe debe considerarse solo un elemento más en la toma de decisiones de inversión.

### Un informe emitido por IEAF Servicios de Análisis S.L.U.

Todos los derechos reservados. Queda prohibido su uso o distribución no autorizados. Este documento ha sido elaborado y distribuido, según lo establecido en la MiFID II, por IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Su actividad empresarial está regulada por la CNMV. La información y las opiniones expresadas en este documento no constituyen ni pretenden constituir una oferta o la solicitud de una oferta para la compra o la venta de los valores referidos (es decir, los valores mencionados en el presente y los warrants, opciones, derechos o intereses relacionados con estos). La información y las opiniones contenidas en este documento están basadas en informaciones de carácter público y en fuentes consideradas fiables por IEAF Servicios de Análisis S.L.U., pero no se ofrece ninguna garantía en cuanto a su precisión o integridad. Todos los comentarios y las estimaciones facilitadas reflejan únicamente la opinión de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. y no ofrecen ninguna garantía implícita o explícita. Todas las opiniones expresadas están sujetas a cambio sin previo aviso. En el presente documento no se tienen en cuenta los objetivos de inversión concretos, el estado financiero, la actitud frente al riesgo ni otras cuestiones específicas de la persona que reciba este documento, de modo que ésta deberá aplicar su juicio al respecto. Ni el Instituto Español de Analistas Financieros ni su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., asumen responsabilidad

alguna por las pérdidas directas o indirectas derivadas del uso de los análisis publicados, salvo en caso de conducta negligente por parte de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. La información contenida en este informe se aprueba para su distribución a clientes profesionales, contrapartes elegibles y asesores profesionales, no a clientes particulares o minoristas. Se prohíbe su reproducción, distribución o publicación para cualquier fin sin la autorización por escrito de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. El Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) y/o su filial IEAF Servicios de Análisis S.L.U., sus empleados y directivos, pueden tener una posición (larga o corta) en una inversión sabiendo que ese emisor será objeto de análisis y que ese análisis se distribuirá a inversores institucionales. Cualquier información adicional sobre el contenido de este informe se remitirá previa solicitud. IEAF Servicios de Análisis tiene como objetivo la publicación de (al menos) un informe o nota trimestral de actualización de la compañía analizada.

**Estados Unidos.** IEAF Servicios de Análisis S.L.U. no está inscrito en Estados Unidos y, por lo tanto, no está sujeto a la normativa de dicho país sobre la elaboración de análisis y la independencia de los analistas. Este informe se distribuirá únicamente a los principales inversores institucionales de EE.UU., con arreglo a la exención de inscripción estipulada por la Normativa 15a-6 de la Ley del Mercados de Valores de Estados Unidos de 1934, en su versión emendada (la "Exchange Act") y en las interpretaciones de ésta realizadas por la Comisión de Valores de EE.UU. ("SEC").

**Principales inversores institucionales de EE.UU.** Este informe se distribuirá a los "Principales inversores institucionales de EE.UU." según la definición de la Normativa 15a-6 de la Comisión del Mercado de Valores de Estados Unidos y de la Ley del Mercado de Valores de EE.UU. de 1934.

#### Histórico de recomendaciones

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
31/01/2019	n.a.	1,56	n.a.	n.a	Inicio de cobertura	Ana Isabel González García