

Biosearch (BIOS) 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 (78% s/Ingresos). Ex-filial de la antigua EBRO-Puleva, su accionista de referencia es Grupo Lactalis (30% del capital).

Ana Isabel González García, CIIA – ana.gonzalez@lighthouse-ieaf.com

+34 915 904 226

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	66,4	72,2
EV (Mn EUR y USD) ⁽¹⁾	68,3	74,2
Número de Acciones (Mn)	57,7	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	1,46 / 1,08 / 0,61	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	1.073,7	
Rotación ⁽²⁾	412,65	
Thomson Reuters / Bloomberg	BIOS.MC / BIO SM	
Cierre año fiscal	31-Dic	

Estructura Accionarial (%)

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

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2019	2020e	2021e	2022e
Nº Acc. ajustado (Mn)	57,7	57,7	57,7	57,7
Total Ingresos	23,3	28,2	30,8	34,7
EBITDA Rec. ⁽³⁾	2,4	3,5	4,7	6,3
% Var.	-57,8	46,4	35,5	33,1
% EBITDA Rec./Ing.	10,3	12,4	15,4	18,2
% Var EBITDA sector ⁽⁴⁾	18,4	-0,3	10,1	12,6
Beneficio neto	0,6	1,1	2,4	3,6
BPA (EUR)	0,01	0,02	0,04	0,06
% Var.	-81,0	74,9	113,1	51,0
BPA ord. (EUR)	0,01	0,02	0,04	0,06
% Var.	-82,3	145,5	63,4	51,0
Free Cash Flow Rec. ⁽⁵⁾	-4,4	1,1	0,6	2,4
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	4,2	2,5	1,4	-1,0
DN / EBITDA Rec.(x)	1,8	0,7	0,3	-0,2
ROE (%)	2,7	4,5	9,0	12,3
ROCE (%) ⁽⁵⁾	2,8	4,4	8,9	12,6

Ratios y Múltiplos (x)⁽⁶⁾

PER	n.a.	60,1	28,2	18,7
PER Ordinario	n.a.	46,1	28,2	18,7
P/BV	2,8	2,7	2,4	2,2
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	2,93	2,42	2,22	1,97
EV/EBITDA Rec.	28,6	19,5	14,4	10,8
EV/EBIT	n.a.	46,2	22,6	15,3
FCF Yield (%) ⁽⁵⁾	n.a.	1,7	0,9	3,6

(1) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

(2) Rotación representa el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.

(3) Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 0,0Mn mayor por la aplicación de NIIF 16..

(4) Sector: Eurostoxx 600 Health Care.

(5) Ver Anexo 2 para Tasa fiscal teórica (ROCE) y cálculo del FCF recurrente.

(6) Múltiplos y ratios calculados con cotización a fecha de este informe.

Una paradoja: bajamos números (2020), pero el negocio se refuerza ("sobre el papel")

COVID-19: BAJAMOS ESTIMACIONES 2020E Y 2021E. Los ingresos 2020 se incrementan (+7,8% vs. est. previa), pero el mix será (a priori) peor (menos peso de probióticos y lípidos), impactando en EBITDA y BN (-29,2%, -62,3% vs. est. previa). No obstante, 2020 se beneficiará de una base comparable "puntualmente" deprimida en 2019 (Ventas y EBITDA 2020e, c.+20% y c. +45% a/a respectivamente).

CON PROGRESIVA MEJORA DE MÁRGENES: 12,4% EBITDA Rec./Ingresos 2020e (+2,1p.p. vs. -1y) que se elevará al 18,2%+2y (favorable mix de ingresos), impulsando el EBITDA hasta EUR 6,3Mn en 2020e (c. 2,5x vs 2019 y +11% vs. 2018).

BIOS PODRÍA SALIR REFORZADA DE ESTA CRISIS: que ha llevado a anteponer la salud a los potenciales "estrags" derivados de la hibernación económica. Se identifican claros cambios en patrones de consumo favorables al sector de BIOS.

LOS RESULTADOS 1T VALIDAN SU MODELO DE NEGOCIO: i) Posicionamiento en mercados orientados al cuidado de la salud (vía extractos naturales, probióticos y omega-3), ii) capacidad innovadora (9 líneas de investigación), iii) diversificación geográfica (c.75% de la facturación 2019 fue internacional) y iv) endeudamiento razonable (1,1x DN/EBITDA 2019), con c. 70% deuda con vencimientos > 2023.

EN CONCLUSIÓN: Mientras que el P/L 2020 mejorará considerablemente vs. el "colapso" de 2019 (c. +75% BN), existen argumentos (creíbles) para que la recuperación post Covid-19 (2021-2022) impulse significativamente el negocio de BIOS. Nuestro escenario central contempla TACCs del 10,8% y 43,2% respectivamente en ingresos y EBITDA 2020e-2022e), elevando la generación de caja (FCF to the firm promedio de c. EUR 2Mn +3y, Caja Neta EUR 1,0Mn 2022e).

EL QUID ESTÁ EN EL CAMBIO DE MIX: Si BIOS es capaz de crecer en probióticos y lípidos el margen bruto tenderá con rapidez al 70% (vs 64% 2022e) y hará factibles niveles de EBITDA 2022 > EUR 8 Mn (FCF > EUR 4 Mn). No es nuestro escenario central. Pero sí un "mejor de los mundos" en el que este sector da pie a pensar. Y sobre el que se superpone la opción del M&A.

Comportamiento relativo -5y (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	43,8	-14,6	-21,4	9,3	82,5	70,4
vs Ibex 35	38,1	15,6	6,0	47,9	177,2	174,8
vs Ibex Small Cap Index	23,7	4,3	-6,6	29,3	87,6	66,3
vs Eurostoxx 50	30,9	6,5	-8,2	36,6	116,9	105,7
vs Índice del sector ⁽⁴⁾	24,2	-11,9	-33,4	8,8	53,4	53,7

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

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.

Resultados 1T 2020
Revisión de estimaciones: a la baja

2020: Bajamos estimaciones (EBITDA 2020e: -29,2%). Pero hay una oportunidad (sectorial) de crecimiento.

Gráfico 1. Evolución del mix de ingresos de BIOS por segmentos (2009-2019)

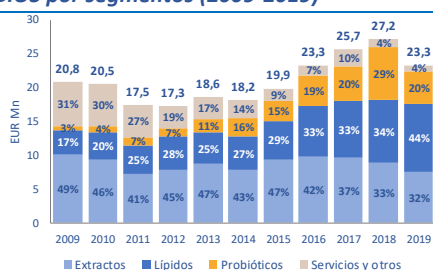


Gráfico 2. Comparativa del crecimiento entre los segmentos de BIOS (2008-2019)

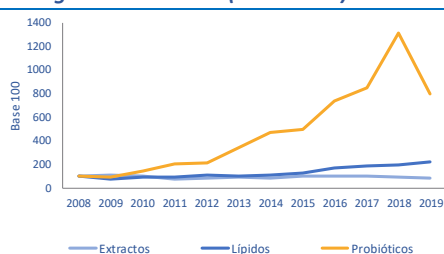
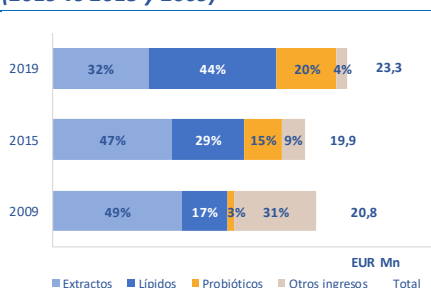


Gráfico 3. Variación en el mix de ingresos (2019 vs 2015 y 2009)



La apuesta de BIOS por el desarrollo de productos innovadores en mercados en expansión (probióticos, omega-3 y extractos naturales, respectivamente el 32%, 44% y 20% s/ingresos 2019) y su internacionalización (c. 75% de las ventas 2019, c. 2,5x. vs. -10y) le han permitido reportar una TACC de un dígito medio (4% -5y). La expansión de sus segmentos más lucrativos (probióticos y lípidos, con TAACs del 12,4% y 15,6% respectivamente -5y) han compensado la caída de ingresos de la división de extractos (TACC -5,4% en el mismo periodo).

El amplio diferencial de márgenes entre las diferentes divisiones hace que la evolución del mix de ingresos sea crucial para el P/L de BIOS. De hecho, 2019 estuvo marcado por la caída¹ de las ventas de probióticos (su división más lucrativa, c.-40% a/a), la ausencia de hitos relevantes y la intensificación de la competencia en otras divisiones (-15,8% a/a en los ingresos de extractos), resultando en c. -60% a/a en el EBITDA recurrente, que llevó los márgenes a mínimos vs. -10y (EBITDA Rec./ingresos 10,3% 2019, -10,5 p.p. vs 2018), revirtiendo la tendencia de los años anteriores (+7,6p.p. 2015-2018). Aun así, en 2019 el modelo de negocio de BIOS se ha mantenido intacto.

Pero, ante un contexto de recesión económica profunda a nivel global, en la que la velocidad de recuperación es todavía una incertidumbre, cabe plantearse: (i) ¿Cómo impactará a BIOS en 2020 la crisis desatada por la pandemia del Covid-19? y (ii) ¿Qué se puede esperar a partir de 2020 en un contexto (teórico) de "normalización macro" en 2022?.

BIOS está "hoy" mejor posicionada para afrontar la actual crisis que la de 2008 ("Crisis Lehman")

Dado el carácter discrecional que caracteriza el consumo de los productos comercializados por BIOS, y, aunque, en nuestra opinión, la crisis actual no es comparable a la vivida en 2009, y, por lo tanto, no extrapolable en números al futuro, conviene revisar el comportamiento histórico de las diferentes plataformas de negocio (Tabla 1). La división de extractos (en un mercado caracterizado por la elevada competencia), es la que ha mostrado mayor ciclicidad en el pasado (acumulando c. -25% en ingresos en los 3y posteriores a la crisis de 2008).

Tabla 1. Cto. Ingresos (segmentos) vs. Total EBITDA y EBITDA/Ingresos de BIOS (2008-2019)

Año de "crisis"	Año	Variación de ingresos por segmentos						Total BIOS		
		Extractos	Base 100	Lípidos	Base 100	Probióticos	Base 100	Ingresos (EUR Mn)	Base 100	EBITDA/Ing.
0	2008		100,0		100,0		100,0	21,5	100,0	13,8%
1	2009	7,9%	107,9	-23,2%	76,8	-5,9%	94,1	20,8	96,7	11,4%
2	2010	-8,0%	99,3	14,1%	87,6	50,5%	141,6	20,5	95,3	22,9%
3	2011	-23,1%	76,4	5,0%	92,0	44,0%	203,9	17,5	81,1	13,5%
4	2012	8,6%	82,9	14,7%	105,5	5,6%	215,3	17,3	80,2	14,5%
5	2013	11,0%	92,1	-5,0%	100,3	57,6%	339,3	18,6	86,3	18,1%
6	2014	-10,0%	82,9	5,5%	105,8	38,8%	470,8	18,2	84,3	18,7%
7	2015	20,4%	99,8	15,3%	122,0	5,8%	498,2	19,9	92,3	13,2%
8	2016	3,5%	103,3	34,6%	164,1	48,0%	737,3	23,3	108,3	17,7%
9	2017	-1,3%	101,9	10,9%	182,1	14,8%	846,2	25,7	119,5	20,2%
10	2018	-7,0%	94,8	8,6%	197,7	55,2%	1313,0	27,2	126,1	20,8%
11	2019	-15,8%	79,8	10,2%	217,8	-39,5%	794,8	23,3	108,1	10,5%

Pero la crisis global actual tiene en su propio origen un importante elemento diferenciador frente a la anterior, que favorece a la industria de la salud. La "crisis del Covid-19" ha llevado a anteponer la salud poblacional a los "estratos" que la hibernación económica (por las medidas de contención de la pandemia) puedan tener en la economía mundial. Adicionalmente, esta crisis está desencadenado un importante cambio en los hábitos de consumo, en los que se identifican claros patrones de comportamiento (Nielsen) como: la compra proactiva dirigida al cuidado de la salud y la gestión reactiva de la salud, en un marco

¹ Afectado por el proceso de consolidación de uno de sus principales clientes en Asia, que ha conllevado una normalización de inventarios durante dicho año.

Gráfico 4. Diversificación geográfica de las ventas (2019 vs. 2008-2009)

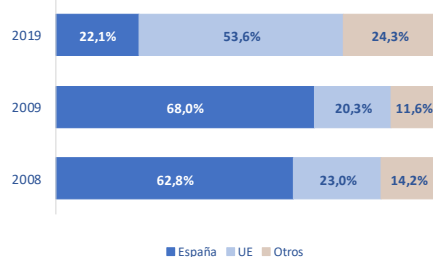
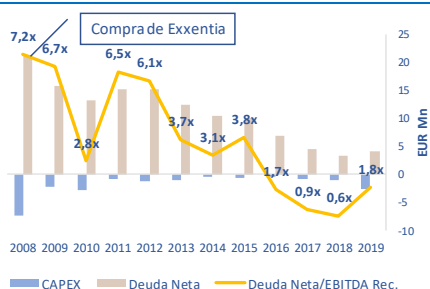


Gráfico 5. Deuda Neta vs DN/EBITDA Rec. y CAPEX (2008-2019)



de expansión (obligatoria) del “e-commerce”. En nuestra opinión, una vez superada la pandemia del Covid-19, estos patrones habrían llegado para “quedarse”, pudiendo convertirse en la “nueva normalidad”.

En este contexto, BIOS cuenta, en nuestra opinión, con elementos que le permitirán sortear, e incluso salir reforzada de la crisis: i) posicionamiento en mercados enfocados en el cuidado de la salud y/o el refuerzo del sistema inmune (extractos naturales, probióticos y omega-3, dirigidos tanto al segmento poblacional infantil y senior, como de forma más específica al femenino, ii) elevada diversificación geográfica (c.75% en ingresos 2019 dirigidas al mercado exterior) y iii) una situación financiera más “saneada” que durante la anterior crisis (DN EUR 4,2Mn 2019, -73% vs. -10y), a pesar de la intensificación del capex (+c.2,5x a/a).

No obstante, y dada la baja visibilidad existente actualmente para cualquier empresa, hemos optado por desdoblarnos nuestras estimaciones. En primer lugar, lo que se puede esperar en 2020e, en un contexto marcado por las medidas adoptadas para la contención de la pandemia y la incógnita sobre el tiempo necesario para retornar a cierta “normalidad”. Y en segundo lugar, el comportamiento previsible para BIOS en el medio plazo, tras el “shock” macro provocado por el Covid-19.

2020e: una “crisis sanitaria” global...que (a priori) favorece su negocio

La incertidumbre es máxima respecto al impacto final del Covid-19. Los avances ofrecidos por las principales instituciones económicas, muestran que aún es pronto para evaluar la gravedad de las secuelas económicas de la crisis, manejándose en todo caso escenarios desalentadores: mientras que a nivel nacional, Banco de España² estima una caída del PIB de entre el 6,6% a/a (en su escenario más favorable) y el 13,6% (en el más desfavorable) en 2020 (vs. -3,8% en la crisis de 2009), el FMI apuntaba a un -3% en el PIB mundial (vs. -0,1% en 2009), que ahora podría tildarse de “optimista”. Adicionalmente, se une la incertidumbre sobre la eficacia de las potenciales medidas económicas que se adopten (*Plan Marshall*).

1T20: Ingresos c.+6% (validando el modelo de negocio), pero con c. -23% en EBITDA Rec. por el peor mix.

Los resultados del 1T20 se han visto afectados por la pandemia en Asia durante el 1T (Asia-Pacífico representó c. 12% de las ventas en 2019) y parcialmente en el resto del mundo (marzo). Aun así, la estrategia de diversificación de negocio de BIOS se refuerza: el “inesperado” crecimiento de las ventas de su división de extractos (+53,7% a/a, tras 2 años con caídas) y el robusto crecimiento en lípidos (+13,8% a/a), compensan el peor comportamiento “puntual” en probióticos (-19,3% a/a), que sigue afectado por los retrasos en el calendario comercial y por la paralización “puntual” de la reposición de inventarios de algunos clientes asiáticos relevantes (que esperamos se revierta en el año).

Tabla 2. Resultados del 1T 2020 de BIOS

	1T20	1T19	1T20 vs 1T19	2020e	2020e vs 2019
Total Ingresos	6,6	6,2	6,3%	28,2	21,3%
Lípidos	2,5	2,2	13,8%	11,4	12,1%
Probióticos	1,2	1,5	-19,3%	5,4	12,2%
Extractos	2,8	1,8	53,7%	10,8	45,0%
Servicios y otros	0,1	0,1	-17,6%	0,7	-24,7%
EBITDA Rec.	0,7	0,9	-22,8%	3,5	46,4%
Rec. EBITDA / Ing.	10,6%	14,5%	-4,0 p.p.	12,4%	2,1 p.p.
EBITDA	0,5	0,9	-37,8%	3,1	25,6%
EBITDA / Ing.	8,1%	13,8%	-5,7 p.p.	10,9%	0,4 p.p.
BAI	0,1	0,5	-74,7%	1,4	62,5%
BN	0,1	0,3	-73,2%	1,1	74,9%
BN ordinario	n.a.	n.a.	n.a.	1,4	145,5%
Deuda Neta	2,8	3,4	-18%	2,5	n.s.

Aunque el 1T ha mostrado la solidez de su modelo de negocio (+6,3% a/a en ingresos), el mix de ingresos menos favorable (mayor contribución de extractos, menos lucrativo), se traslada a la parte baja de la cuenta de resultados resultando en una contracción del EBITDA recurrente del 22,8% a/a y del 73,2% en BN, que se ha visto también afectado por los gastos de reestructuración implementados (EUR -0,2Mn).

² Banco de España en su informe “Escenarios macroeconómicos de referencia para la economía española tras el COVID-19. El escenario más favorable contempla una recuperación casi inmediata tras el confinamiento, mientras que el más desfavorable contempla una recuperación incompleta a finales de año (sectores de hostelería y ocio).

Los resultados y el contexto “macro” actual nos llevan a revisar nuestras estimaciones 2020e, resumiéndose en:

Gráfico 6. Ingresos vs. Margen EBITDA (2018-2020e)

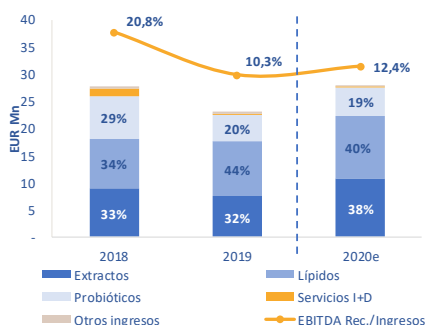
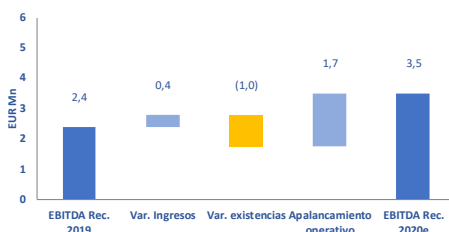


Gráfico 7. EBITDA 2020e vs 2019



- **Aumento de los ingresos (alcanzando EUR 28,2Mn, +7,8% vs estimaciones iniciales); +21,3% vs 2019 favorecido por la menor base comparable...** La pandemia del Covid-19 está potenciando el consumo de productos que “refuerzan” la salud (suplementos de la dieta y alimentos con ingredientes funcionales). A pesar de las alertas iniciales por una potencial interrupción de suministros en la industria, buena parte de ésta afirmaría no estar viéndose afectada (por ahora) en sus negocios (BIOS inclusive). De hecho, la demanda de determinados productos naturales (como los extractos vegetales) vinculados a la mejora del sistema inmune se habría disparado en estos meses, viéndose también un creciente interés por los probióticos.

A pesar del repunte de la demanda visto en estos productos desde el principio de la pandemia, cabe preguntarse su sostenibilidad tras el desconfinamiento (por el efecto de la potencial anticipación de pedidos). No obstante, las dudas sobre la irrupción de una segunda “ola” de Covid este año, y la inexistencia de vacunas (corto plazo), hacen previsible que el interés por estos productos se mantenga a lo largo del año.

- **Con un mix menos favorable que resultará en menor EBITDA rec. (EUR 3,5Mn, -29,2% vs estimación previa) y +46,4% a/a con +2,1p.p. en el margen vs. 2019.** Por la confluencia del peor mix de ingresos (vs. el inicialmente estimado: -4,5p.p. y -1,6p.p. respectivamente en la contribución de probióticos y lípidos a ingresos, y +6,7% de extractos, segmento menos lucrativo). Adicionalmente es previsible un impacto negativo por las reestructuraciones llevadas a cabo en el año (EUR -0,4Mn).
- **Beneficio neto (-62,3% vs estimación inicial):** situándose en EUR 1,1Mn 2020e (c. +75% a/a), tras elevar la tasa fiscal al 20% (+2p.p. vs. la previa).

¿Qué ocurriría ante un escenario aún peor en 2020?

Una prolongación de la hibernación económica durante un periodo superior al contemplado conllevaría ahondar en un ciclo económico recesivo, minorando la renta disponible per cápita (y el consumo), impactando por ende de forma adicional al escenario planteado en nuestras nuevas estimaciones. Dada la elevada incertidumbre que envuelve hoy la “macro”, cabe plantearse qué se podría esperar ante un contexto aún peor para 2020e.

Tabla 3. 2020e: Principales magnitudes ante variaciones sobre nuestro escenario central

	Ejercicio 2020e		
	Escenario "Horrible"	Escenario Central	Escenario "Benigno"
Ingresos	24,0	28,2	29,7
Cto. vs 2019	3,1%	21,3%	27,4%
Var. vs Esc. Central	-15,0%		5,0%
EBITDA Rec.	2,6	3,5	3,7
Cto. vs 2019	7,9%	46,4%	55,7%
Var. vs Esc. Central	-26,3%		6,4%
Márgen EBITDA / Vtas	10,7%	12,4%	12,5%
Var. vs 2019 (p.p.)	0,5	2,1	2,3
EBIT	0,6	1,5	1,7
Cto. vs 2019	-41,0%	56,1%	79,7%
Var. vs Esc. Central	-62,2%		15,2%
Márgen EBIT / Vtas	2,3%	5,2%	5,7%
Var. vs 2019 (p.p.)	(1,7)	1,2	1,7
Working Capital/Ingresos (%)	60%	48%	40%
+/- Variación de Circulante	(0,9)	0,0	1,5
=CF Operativo Recurrente*	1,7	3,5	5,2
Tasa fiscal	20,0%	20,0%	20,0%
-Impuestos**	(0,1)	(0,3)	(0,3)
Capex/Vtas	6,2%	7,1%	7,8%
-CAPEX	(1,5)	(2,0)	(2,3)
- Adquisiciones / +Desinversiones	1,0	1,0	1,0
=FCF to the firm	1,0	2,2	3,5
DN	3,7	2,5	1,2
DN/EBITDA	1,4x	0,7x	0,3x

* CF Operativo Recurrente calculado como EBITDA Recurrente – Arrendamientos (NIIF 16) +/- Var. Capital circulante. BIOS reporta conforme a PGC.

** Impuestos calculados sobre el EBIT aplicando una tasa fiscal teórica (si EBIT > 0).

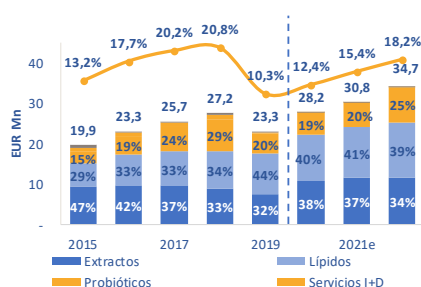
Un escenario de desaceleración del crecimiento de ingresos en lo que queda de año (c. -50% vs. el registrado en 1T20) con unos ingresos un 15% inferiores (en los 3 segmentos) vs. nuestro escenario central, dejaría el EBITDA de BIOS cerca del nivel registrado en 2019 (y 2009). En este escenario más adverso, que contempla un aumento de la ratio circulante/ingresos hasta el 60% (vs. 55% en 2009 y +2p.p. vs. -1y), BIOS seguiría registrando FCF positivo en 2020e, lo que le permitiría contener su nivel de endeudamiento (DN/EBITDA 1,4x).

¿Qué se podría esperar para el medio plazo? Desaceleración del crecimiento (2021e y 2022e), con mejora de la rentabilidad (por el mix de ingresos)

En un escenario que contempla la progresiva normalización (parcial) de la actividad económica al final del 2S20 y 1S21, acelerándose la recuperación (incompleta) a partir del 2S21, esperamos que BIOS alcance unos ingresos de c. EUR 35Mn 2022e (+14,2% TACC 2019-2022e) superando el umbral de los EUR 6Mn a nivel de EBITDA, elevándose el margen > 18% (EBITDA/Ingresos del 18,2% 2022e), impulsado por un mix de ingresos más favorable. Los principales drivers que impulsarán el crecimiento durante dicho periodo serán:

- **Posicionamiento en mercados en expansión.** La crisis del Covid-19 ha enfatizado la vulnerabilidad humana (y económica), propiciando importantes cambios en los hábitos de consumo con un giro hacia el “saludable”. El crecimiento de la demanda de nutracéuticos y alimentos funcionales ha sido notorio durante la pandemia, y podría acelerarse en los siguientes años. Mientras que la capacidad (contrastada) para reforzar el sistema inmunológico debería favorecer el consumo de determinados probióticos y extractos naturales, el marco regulatorio favorable favorecerá el consumo del omega-3.
- **Apuesta por el I+D (c.9% de sus ingresos) para renovar su cartera de productos:** BIOS ha anunciado recientemente: 1) la solicitud de dos patentes para su línea de extractos (en áreas terapéuticas de la tercera edad: problemas cardiovasculares y deterioro cognitivo), 2) una tercera para la de probióticos (proyecto Gesta Health, para el cuidado de la salud de la mujer) y 3) el inicio de un ensayo clínico con su probiótico Hereditum Immunactiv K8 en personal sanitario expuesto a pacientes de Covid-19 (enfocado en la medición de su eficacia en la disminución de la incidencia y/o severidad de la infección). BIOS lleva varios años comercializando este último probiótico, que cuenta con resultados positivos en ensayos clínicos en dos protocolos de vacunación (hepatitis A y gripe).
- **La búsqueda de alianzas estratégicas,** con actores emblemáticos de la industria (como Nestlé) que podrían salir reforzados de la actual crisis (consumo orientado a productos de calidad), con el objetivo de reducir el riesgo del negocio en el medio/largo plazo.

Gráfico 8. Evolución del mix de ingresos vs. EBITDA/Ingresos



¿Cuál sería el “worst case” para BIOS al llegar 2022e?

Suponiendo que la creciente canalización del consumo hacia el cuidado de la salud provocada por la pandemia actual fuese la “nueva normalidad” (un escenario, en nuestra opinión, probable), BIOS saldría reforzada (en mayor o menor medida) de la actual crisis. La perspectiva para BIOS es la de un negocio que (*a priori*) será capaz de seguir creciendo durante los próximos dos años (EUR 34,7Mn 2022e en nuestro escenario central, c. +23% vs. 2020e).

No obstante, el impacto final inherente a la duración de la paralización (parcial) de la actividad económica (en términos de magnitud en la contracción del PIB mundial y en el nivel del desempleo), y por lo tanto en la reducción de la renta disponible per cápita (factor que ha contribuido al crecimiento de la industria en los últimos años), será clave en la velocidad de la recuperación tras el shock “Covid-19”.

Tabla 4. 2022e ¿Qué ocurriría si?

	Recuperación Lenta	Ejercicio 2022e	
		Escenario Central	Recuperación Rápida
Ingresos	31,4	34,7	36,1
<i>Cto Ingresos 2022 vs 2020</i>	11,2%	22,8%	27,9%
EBITDA Rec.	4,3	6,3	8,1
<i>Cto EBITDA Rec. 2022 vs 2020</i>	23,1%	80,4%	132,6%
<i>Cto. EBITDA Rec. 2022 vs 2019</i>	80,1%	164,0%	240,5%
Márgen EBITDA Rec./Vtas	13,7%	18,2%	22,5%
<i>Margen EBITDA Rec. 2022 vs 2020 (p.p.)</i>	1,3	5,8	10,1
<i>Margen EBITDA Rec. 2022 vs 2019 (p.p.)</i>	3,4	7,9	12,3
Deuda Neta 2022e	1,7	(1,0)	(3,0)
EV/Ventas 2022	2,3	2,1	2,0
<i>Prima / (Dto) vs EV/Ventas Ene-Feb 2020</i>	-27,3%	-34,2%	-36,8%

En un escenario más adverso, en el que la recuperación se alargase más tiempo de lo esperado, con una intensificación de la competencia (y consiguiente presión en márgenes), estimamos unos ingresos 2022e de c. EUR 31Mn, con un margen EBITDA de c.14% (EBITDA EUR 4,3Mn, c. +80% vs 2019), acercándose al registrado en 2010 (+2y después de explotar la “crisis Lehman”). Aun así, el endeudamiento se mantendría en niveles aceptables (0,4x DN/EBITDA), reforzando la viabilidad de su modelo de negocio.

Por el contrario, una aceleración en la recuperación del consumo (dado el componente discrecional del consumo de nutracéuticos y alimentos funcionales), podría permitir que BIOS superase el umbral de EUR 8Mn en EBITDA (niveles máximos), sujeto a un crecimiento c. +5p.p. superior al estimado vs. 2020e vinculado a su división de probióticos (la más lucrativa), acelerando la generación de caja (Caja Neta c. EUR 3Mn) y resultando en un múltiplo EV/Ventas de c. 2x en 2022e (vs. c. -35% vs. febrero 2020).

En conclusión: BIOS está bien posicionada para salir reforzada de la crisis actual, aunque habrá que esperar (a priori) hasta 2022 para superar el EBITDA 2018.

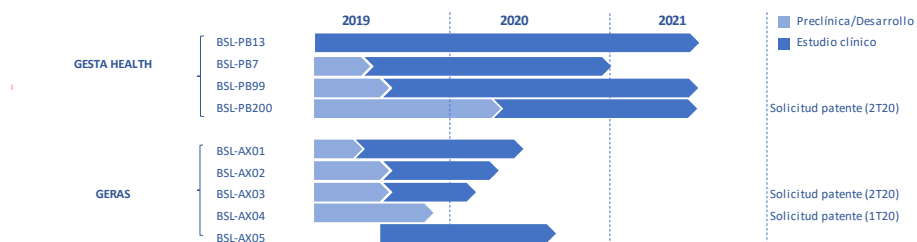
El peor contexto “macro” nos ha llevado a revisar a la baja de manera considerable nuestras estimaciones (Tabla 5), dado el carácter discrecional del consumo de los productos comercializados. No obstante, la crisis del Covid-19 estaría impulsando la demanda de, entre otros, los nutracéuticos “eficaces” en el refuerzo del sistema inmune, una tendencia que se podría prolongar en el medio/largo plazo.

Tabla 5. Revisión de estimaciones

EUR Mn	2020e (Nuevo)	Revisión (%)	2021 (Nuevo)	Revisión (%)	2022e (Nuevo)
Total Ingresos	28,2	7,8%	30,8	-3,7%	34,7
EBITDA (Recurrente)	3,5	-29,2%	4,7	-36,8%	6,3
<i>Cto. EBITDA Rec.</i>	<i>46,4%</i>	<i>-36,6 p.p.</i>	<i>35,5%</i>	<i>-16,1 p.p.</i>	<i>33,1%</i>
<i>EBITDA Rec. / Ventas</i>	<i>12,4%</i>	<i>-6,5 p.p.</i>	<i>15,4%</i>	<i>-8,0 p.p.</i>	<i>18,2%</i>
Beneficio Neto	1,1	-62,3%	2,4	-50,5%	3,6
Free Cash Flow (Rec.)	1,1	-63,1%	0,6	-75,9%	2,4
<i>DN / EBITDA</i>	<i>0,7 x</i>	<i>0,7 x</i>	<i>0,3 x</i>	<i>0,7 x</i>	<i>-0,2 x</i>

Entre los argumentos que soportan nuestra estimaciones para BIOS destacamos: i) su apuesta en el I+D a fin de renovar su cartera de productos (9 ensayos clínicos activos, Tabla 6) orientados hacia mercados crecientes (áreas terapéuticas: sistema inmune, enfermedades cardiovasculares, deterioro cognitivo...), (ii) éxito en la búsqueda de alianzas con actores de gran tamaño con los que reducir el riesgo del modelo de negocio, (iii) giro de la industria hacia productos de calidad y/o validados, (iv) creciente diversificación geográfica del negocio, (v) probada disciplina en el control de costes y (vi) niveles de endeudamiento razonables (DN EUR 2,8Mn 1T20, c. -35% vs. 2019), con c. 70% de la deuda subvencionada y con amplios plazos de vencimiento (> 2023).

Tabla 6: Líneas de investigación



Es decir, un escenario de fuerte revisión a la baja de estimaciones en 2020. Pero compatible con un fuerte crecimiento a dos años, en los que el escenario central apunta, sin “estresar el modelo” a EBITDA > EUR 6 Mn (máximo histórico de la compañía).

La cotización de BIOS ha recuperado los niveles previos al inicio de la crisis, reflejando el momento favorable por el que atraviesa la industria. Actualmente cotiza a un múltiplo EV/Ventas 2019e de 2,9x (vs. un promedio de c. 2x -5y y -10y), estando en línea con los múltiplos de 2009 (Tabla 8). Quizá el múltiplo EV/Ventas 2022 (2,0x) no refleje a día de hoy la combinación de crecimiento orgánico y potencial rol “pasivo” en movimientos de concentración del sector (free float de c. 60%) que hoy ofrece BIOS.

Finalmente, una obviedad, pero que interesa subrayar. El equity story más positivo de BIOS está en su (potencial) capacidad de crecer en los productos más rentables (lípidos y, en especial, probióticos). Nuestro modelo no es agresivo en este punto. Lo que explica un margen bruto 2022e de c.64% (todavía 1p.p. por debajo de 2019). Una vuelta, vía mejora del mix, a márgenes brutos del 70% (vistos en 2018) permitiría llevar el EBITDA > EUR 8 Mn. Lo que no es nuestro escenario central a día de hoy. Pero que convive con un “worst case” en el que el FCF es positivo en todo el período analizado (2020 – 2022).

Tabla 7: ¿Cómo compara nuestro escenario central con lo ocurrido en la crisis de “Lehman”?

Crisis "Lehman"	2008	2009	Caída (%)
	Año Pre Crisis	Año 1 de la Crisis	
Ventas	21,5	20,8	-3,3%
EBITDA	3,0	2,4	-20,0%
Mg. EBITDA/Vtas.	13,8%	11,4%	-2,4 p.p.

Crisis "Covid-19"	2019	2020e	Var. (%)
	Año Pre Crisis	Año 1 de la Crisis	
Ventas	23,3	28,2	21,3%
EBITDA	2,4	3,5	46,4%
Mg. EBITDA/Vtas.	10,3%	12,4%	2,1

Crisis "Lehman"	Referencia	IBEX (Ptos.)	BIOS (EUR/acc)
Mercado "Pre Crisis"	2T 08	12.046,2	1,9
Mercado "Post Crisis"	1T 09	7.815,0	0,7
Caída (%)		-35,1%	-65,8%

Crisis "Covid-19"	Referencia	IBEX (Ptos.)	BIOS (EUR/acc)
Mercado "Pre Crisis"	Jan-20	9.367,9	1,26
Mercado "Hoy"	"Hoy"	7.055,7	1,15
Caída (%)		-24,7%	-8,6%

Tabla 8: Impacto de la crisis en los múltiplos de valoración

EV/Ventas	Crisis "Lehman"		Crisis "Covid-19"	
	Referencia	EV/Ventas 2008	Referencia	EV/Ventas 2019
Pre Crisis	2T 08	6,0	Jan-20	3,1
Post Crisis	1T 09	3,1	"Hoy"	2,9
Caída del Múltiplo (%)*		-48,7%		-5,1%

(*) Comparación de los múltiplos de BIOS sobre el año previo a la crisis, entendido éste como aquel que refleja mejor los ingresos a los que la compañía debería tender una vez superado el colapso macro. Por lo tanto, tomamos como referencias los ingresos de 2008 y 2019 para hacer la comparación entre la Crisis “Lehman” y la producida por el efecto “Covid-19”.

Anexo 1. Proyecciones financieras⁽¹⁾

Balance (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e		
Inmovilizado inmaterial	1,2	0,8	0,8	1,0	1,3	1,1	0,9	0,6		
Inmovilizado material	10,2	8,9	8,7	8,1	8,9	9,5	11,0	11,4		
Otros activos no corrientes	6,3	7,3	5,7	5,1	4,8	4,8	4,8	4,8		
Inmovilizado financiero	0,1	0,1	0,1	3,1	0,9	0,9	0,9	0,9		
Fondo de comercio y otros intangibles	7,5	1,3	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	12,9	13,5	15,4	13,9	17,0	17,4	18,1	19,4		
Total activo	38,1	31,8	30,7	31,2	33,0	33,8	35,7	37,2		
Patrimonio neto	22,5	18,8	20,7	23,3	23,7	24,8	27,2	30,7		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	1,0	1,2	0,6	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	1,4	2,4	2,9	2,9		
Deuda financiera neta	10,0	6,9	4,5	3,4	4,2	2,5	1,4	(1,0)		
Pasivo circulante	4,6	4,8	4,9	4,3	3,6	4,0	4,2	4,5		
Total pasivo	38,1	31,8	30,7	31,2	33,0	33,8	35,7	37,2		
TACC										
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	15-19	19-22e
Total Ingresos	19,9	23,3	25,7	27,2	23,3	28,2	30,8	34,7	4,0%	14,2%
Cto. Total Ingresos	9,5%	17,4%	10,3%	5,6%	-14,3%	21,3%	9,0%	12,7%		
Coste de ventas	(6,4)	(7,1)	(8,4)	(7,7)	(8,1)	(11,5)	(11,7)	(12,5)		
Margen Bruto	13,5	16,3	17,3	19,4	15,2	16,8	19,1	22,2	3,0%	13,5%
Margen Bruto / Ingresos	67,8%	69,7%	67,3%	71,5%	65,1%	59,4%	61,9%	63,9%		
Gastos de personal	(5,4)	(6,2)	(6,7)	(7,6)	(6,7)	(6,5)	(7,1)	(7,9)		
Otros costes de explotación	(5,5)	(5,9)	(5,4)	(6,2)	(6,0)	(6,8)	(7,2)	(8,0)		
EBITDA recurrente	2,6	4,1	5,2	5,7	2,4	3,5	4,7	6,3	-2,4%	38,2%
Cto. EBITDA recurrente	-22,6%	57,5%	25,5%	9,0%	-57,8%	46,4%	35,5%	33,1%		
EBITDA rec. / Ingresos	13,2%	17,7%	20,2%	20,8%	10,3%	12,4%	15,4%	18,2%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	-	-	-	-	0,1	(0,4)	-	-		
EBITDA	2,6	4,1	5,2	5,7	2,4	3,1	4,7	6,3	-1,7%	37,1%
Depreciación y provisiones	(2,3)	(3,0)	(1,9)	(1,6)	(1,5)	(1,6)	(1,7)	(1,9)		
Gastos capitalizados	-	-	-	0,1	-	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
EBIT	0,4	1,1	3,3	4,2	0,9	1,5	3,0	4,4	27,1%	67,5%
Cto. EBIT	-64,8%	208,5%	192,7%	29,0%	-77,6%	56,1%	104,5%	47,3%		
EBIT / Ingresos	1,8%	4,8%	12,7%	15,6%	4,1%	5,2%	9,8%	12,8%		
Impacto fondo de comercio y otros	(0,0)	(5,5)	(1,1)	(0,0)	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,5)	(0,3)	(0,2)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,0)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	(0,2)	(4,7)	2,0	4,1	0,8	1,4	2,9	4,4	n.a.	73,5%
Cto. Beneficio ordinario	-186,0%	n.a.	142,7%	103,3%	-79,2%	62,5%	113,1%	51,0%		
Extraordinarios	0,0	0,0	0,2	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	(0,2)	(4,7)	2,2	4,1	0,8	1,4	2,9	4,4	n.a.	73,5%
Impuestos	(0,2)	1,4	(0,2)	(0,8)	(0,2)	(0,3)	(0,6)	(0,9)		
Tasa fiscal efectiva	n.a.	n.a.	7,8%	18,9%	25,7%	20,0%	20,0%	20,0%		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	(0,3)	(3,3)	2,0	3,3	0,6	1,1	2,4	3,6	n.a.	77,9%
Cto. Beneficio neto	40,6%	-955,1%	160,3%	64,9%	-81,0%	74,9%	113,1%	51,0%		
Beneficio ordinario neto	(0,2)	(4,7)	1,9	3,3	0,6	1,4	2,4	3,6	n.a.	82,3%
Cto. Beneficio ordinario neto	-222,9%	n.a.	139,4%	78,8%	-82,3%	145,5%	63,4%	51,0%		
TACC										
Cash Flow (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	15-19	19-22e
EBITDA recurrente						3,5	4,7	6,3	-2,4%	38,2%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var. capital circulante						0,0	(0,5)	(1,0)		
Cash Flow operativo recurrente						3,5	4,3	5,3	n.a.	n.a.
CAPEX						(2,0)	(3,0)	(2,0)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,1)	(0,1)	(0,0)		
Impuestos						(0,3)	(0,6)	(0,9)		
Free Cash Flow Recurrente						1,1	0,6	2,4	n.a.	n.a.
Gastos de reestructuración y otros no rec.						(0,4)	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						1,0	0,5	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						1,7	1,1	2,4	n.a.	n.a.
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						(1,7)	(1,1)	(2,4)		

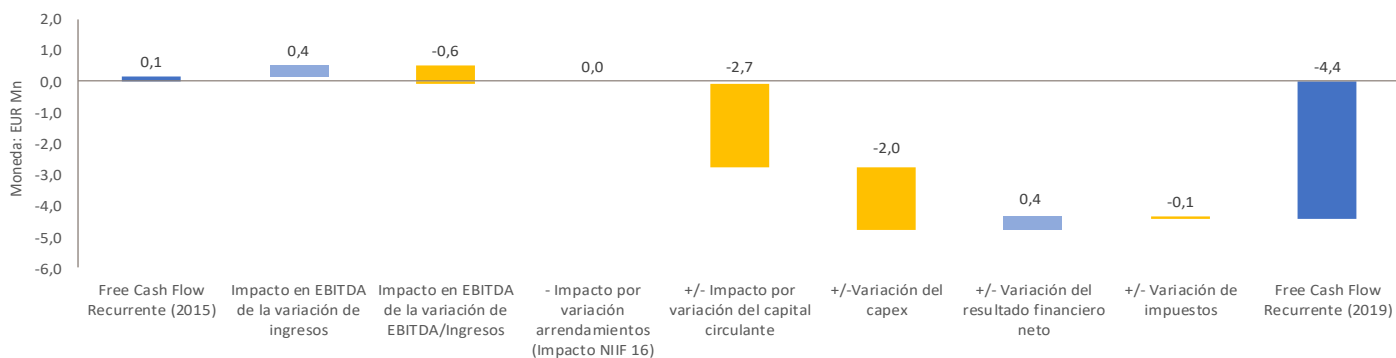
Nota 1: Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. BIOS publica su información financiera conforme a PGC, no siendo aplicable la NIIF-16.

Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow⁽¹⁾

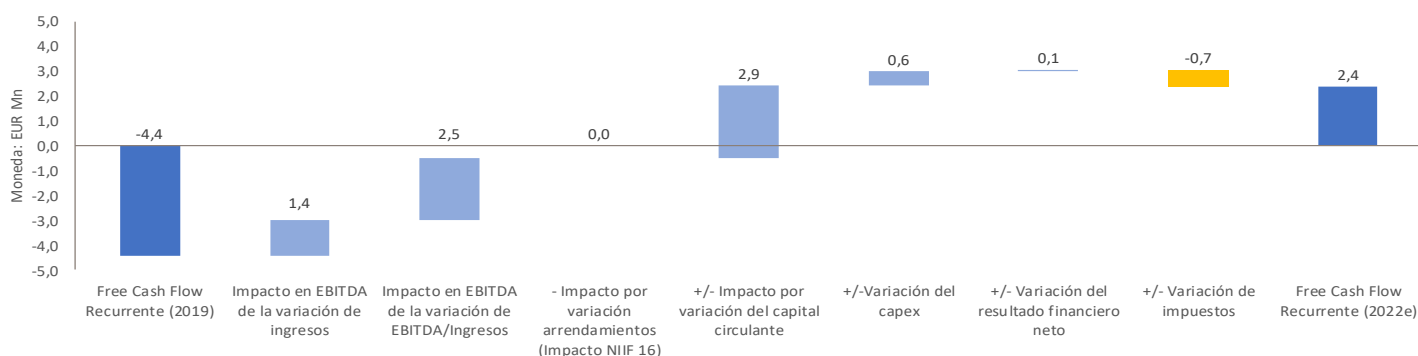
A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	TACC	
								16-19	19-22e
EBITDA recurrente	4,1	5,2	5,7	2,4	3,5	4,7	6,3	-16,7%	38,2%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	57,5%	25,5%	9,0%	-57,8%	46,4%	35,5%	33,1%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	17,7%	20,2%	20,8%	10,3%	12,4%	15,4%	18,2%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(0,3)	(1,9)	0,9	(3,9)	0,0	(0,5)	(1,0)		
= Cash Flow operativo recurrente	3,8	3,3	6,6	(1,5)	3,5	4,3	5,3	n.a.	n.a.
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	171,9%	-13,8%	100,2%	n.a.	n.a.	21,9%	24,3%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	16,4%	12,8%	24,3%	n.a.	12,4%	13,9%	15,3%		
- CAPEX	(0,4)	(0,9)	(1,1)	(2,6)	(2,0)	(3,0)	(2,0)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,3)	(0,2)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,0)		
- Impuestos	1,4	(0,2)	(0,8)	(0,2)	(0,3)	(0,6)	(0,9)		
= Free Cash Flow recurrente	4,5	2,1	4,7	(4,4)	1,1	0,6	2,4	n.a.	n.a.
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	n.a.	-52,9%	121,1%	n.a.	n.a.	-46,4%	292,6%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	19,2%	8,2%	17,1%	n.a.	4,0%	2,0%	6,9%		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	(0,1)	(0,2)	(0,4)	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(1,7)	0,0	(2,7)	3,8	1,0	0,5	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	0,0	0,2	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	2,8	2,3	1,8	(0,8)	1,7	1,1	2,4	n.a.	n.a.
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	n.a.	-15,7%	-23,0%	n.a.	n.a.	-35,4%	115,5%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	6,7%	3,2%	7,0%	n.a.	1,7%	0,9%	3,6%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	4,2%	3,5%	2,7%	n.a.	2,6%	1,7%	3,6%		
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	0,1	4,5	2,1	4,7	(4,4)	1,1	0,6		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	0,5	0,4	0,3	(0,8)	0,5	0,3	0,6		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	1,1	0,6	0,2	(2,5)	0,6	0,9	1,0		
= Variación EBITDA recurrente	1,5	1,1	0,5	(3,3)	1,1	1,2	1,6		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	0,9	(1,6)	2,8	(4,8)	3,9	(0,5)	(0,5)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	2,4	(0,5)	3,3	(8,1)	5,0	0,8	1,0		
+/- Variación del CAPEX	0,2	(0,4)	(0,2)	(1,5)	0,6	(1,0)	1,0		
+/- Variación del resultado financiero neto	0,2	0,1	0,0	0,0	-	0,0	0,1		
+/- Variación de impuestos	1,5	(1,5)	(0,6)	0,6	(0,1)	(0,3)	(0,3)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	4,3	(2,4)	2,6	(9,1)	5,6	(0,5)	1,8		
Free Cash Flow Recurrente	4,5	2,1	4,7	(4,4)	1,1	0,6	2,4		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
EBIT	1,1	3,3	4,2	0,9	1,5	3,0	4,4	-5,5%	67,5%
* Tasa fiscal teórica	0,0%	7,8%	18,9%	25,7%	20,0%	20,0%	20,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	(0,3)	(0,8)	(0,2)	(0,3)	(0,6)	(0,9)		
EBITDA recurrente	4,1	5,2	5,7	2,4	3,5	4,7	6,3	-16,7%	38,2%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(0,3)	(1,9)	0,9	(3,9)	0,0	(0,5)	(1,0)		
= Cash Flow operativo recurrente	3,8	3,3	6,6	(1,5)	3,5	4,3	5,3	n.a.	n.a.
- CAPEX	(0,4)	(0,9)	(1,1)	(2,6)	(2,0)	(3,0)	(2,0)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	(0,3)	(0,8)	(0,2)	(0,3)	(0,6)	(0,9)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	3,4	2,2	4,8	(4,3)	1,2	0,7	2,4	n.a.	n.a.
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	311,4%	-35,9%	117,8%	n.a.	n.a.	-44,6%	256,6%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	14,6%	8,5%	17,5%	n.a.	4,3%	2,2%	6,9%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(1,7)	0,0	(2,7)	3,8	1,0	0,5	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	0,0	0,2	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	1,7	2,4	2,0	(0,5)	2,2	1,2	2,4	n.a.	n.a.
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	98,1%	42,1%	-15,4%	n.a.	n.a.	-47,0%	104,5%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	5,0%	3,2%	7,0%	n.a.	1,8%	1,0%	3,5%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	2,5%	3,5%	3,0%	n.a.	3,2%	1,7%	3,5%		

Nota 1: Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. BIOS publica su información financiera conforme a PGC, no siendo aplicable la NIIF-16.

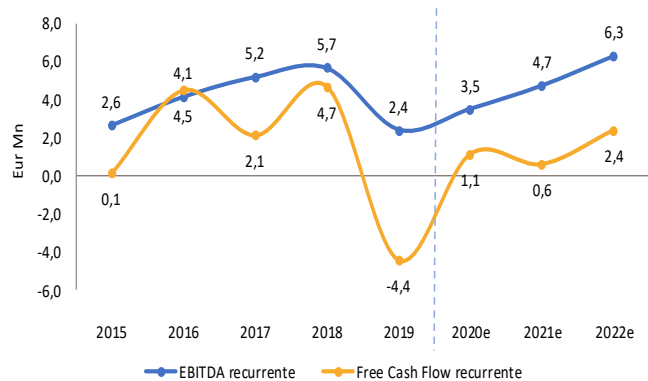
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2015 - 2019)



Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2019 - 2022e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



Anexo 3. Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	66,4	
+ Minoritarios	-	Rdos. 3m 2020
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,1	Rdos. 3m 2020
+ Deuda financiera neta	2,8	Rdos. 3m 2020
- Inmovilizado financiero	0,9	Rdos. 3m 2020
+/- Otros	-	Rdos. 3m 2020
Enterprise Value (EV)	68,3	

Anexo 4. Comportamiento histórico (1)(2)

Comportamiento histórico (EUR Mn)															TACC	
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	09-19	19-22e
Total Ingresos	20,0	20,5	17,5	17,3	18,6	17,4	19,9	23,3	25,7	27,2	23,3	28,2	30,8	34,7	1,5%	14,2%
Cto. Total ingresos	-7,2%	2,7%	-14,9%	-1,1%	7,7%	-6,3%	14,1%	17,4%	10,3%	5,6%	-14,3%	21,3%	9,0%	12,7%		
EBITDA	2,7	4,8	2,2	2,5	3,5	3,1	2,6	4,1	5,2	5,7	2,4	3,1	4,7	6,3	-0,8%	37,1%
Cto. EBITDA	-10,0%	79,1%	-52,9%	13,5%	39,7%	-12,3%	-15,5%	57,5%	25,5%	9,0%	-56,7%	25,6%	54,0%	33,1%		
EBITDA/Ingresos	13,3%	23,1%	12,8%	14,7%	19,1%	17,8%	13,2%	17,7%	20,2%	20,8%	10,5%	10,9%	15,4%	18,2%		
Beneficio neto	(9,4)	0,6	(4,1)	(0,9)	(0,1)	(0,6)	(0,3)	(3,3)	2,0	3,3	0,6	1,1	2,4	3,6	n.a.	77,9%
Cto. Beneficio neto	n.a.	106,7%	-743,6%	77,5%	92,1%	-716,4%	47,0%	-955,1%	160,3%	64,9%	-81,0%	74,9%	113,1%	51,0%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	57,7	57,7	57,7	57,7	57,7	57,7	57,7	57,7	57,7	57,7	57,7	57,7	57,7	57,7		
BPA (EUR)	n.a.	0,01	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,03	0,06	0,01	0,02	0,04	0,06	n.a.	77,9%
Cto. BPA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	64,9%	-81,0%	74,9%	n.a.	51,0%		
BPA ord. (EUR)	n.a.	0,01	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,03	0,06	0,01	0,02	0,04	0,06	n.a.	82,3%
Cto. BPA ord.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	78,8%	-82,3%	n.a.	63,4%	51,0%		
CAPEX	(2,1)	(2,7)	(0,7)	(1,1)	(0,9)	(0,4)	(0,6)	(0,4)	(0,9)	(1,1)	(2,6)	(2,0)	(3,0)	(2,0)		
CAPEX/Vtas % ¹	10,5%	13,1%	4,1%	6,2%	5,0%	2,4%	2,9%	1,8%	3,4%	3,9%	11,2%	7,1%	9,7%	5,8%		
Free Cash Flow	8,2	1,4	(2,4)	(0,6)	2,1	1,5	0,2	2,8	2,3	1,8	(0,8)	1,7	1,1	2,4	n.a.	n.a.
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾	-0,1x	2,8x	6,5x	6,0x	3,5x	3,3x	3,8x	1,7x	0,9x	0,6x	1,7x	0,8x	0,3x	-0,2x		
PER (x)	n.a.	56,2x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	17,1x	17,3x	96,2x	60,1x	28,2x	18,7x		
EV/Vtas (x)	2,7x	2,4x	2,2x	2,1x	2,8x	1,9x	1,8x	1,8x	1,5x	2,1x	2,6x	2,4x	2,2x	2,0x		
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾	20,3x	10,3x	16,9x	14,5x	14,7x	10,5x	13,5x	10,0x	7,3x	10,0x	24,8x	22,2x	14,4x	10,8x		
Comport. Absoluto	5,6%	-34,0%	-34,7%	-7,4%	84,0%	-44,2%	22,1%	26,6%	0,0%	66,7%	6,0%	9,3%				
Comport. Relativo vs Ibex 35	-18,7%	-20,1%	-24,8%	-2,9%	51,5%	-46,2%	31,5%	29,2%	-6,9%	96,1%	-5,2%	47,9%				

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: Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. BIOS publica su información financiera conforme a PGC, no siendo aplicable la NIIF-16.

Nota 3: Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Anexo 5. Principales competidores 2020e

	EUR Mn	Industria Probióticos			Omega-3		
		Probi AB	Biogaia AB	Christian Hansen	Average	DSM	BIOS
Datos Mercado	Ticker (Reuters)	PROB.ST	BIOGb.ST	CHRH.CO		DSMN.AS	BIOS.MC
	País	Sweden	Sweden	Denmark		Netherlands	Spain
	Market cap	257,9	729,7	10.450,8		20.261,9	66,4
	Enterprise value (EV)	243,1	715,4	11.383,1		21.634,0	68,3
Información financiera básica	Total Ingresos	61,0	82,7	1.206,6		9.020,8	28,2
	Cto.Total Ingresos	2,2%	13,0%	3,9%	6,4%	0,1%	21,3%
	2y TACC (2020e - 2022e)	8,9%	12,4%	5,9%	9,1%	5,3%	10,8%
	EBITDA	17,5	27,2	428,4		1.683,8	3,1
	Cto. EBITDA	-5,6%	13,1%	5,0%	4,2%	2,1%	25,6%
	2y TACC (2020e - 2022e)	16,0%	14,2%	6,8%	12,3%	7,3%	43,2%
	EBITDA/Ingresos	28,7%	32,8%	35,5%	32,3%	18,7%	10,9%
	EBIT	10,5	26,1	354,6		1.065,3	1,5
	Cto. EBIT	-9,9%	13,0%	3,2%	2,1%	-1,2%	56,1%
	2y TACC (2020e - 2022e)	27,5%	14,2%	7,3%	16,3%	10,6%	73,6%
	EBIT/Ingresos	17,3%	31,6%	29,4%	26,1%	11,8%	5,2%
	Beneficio Neto	8,2	20,2	261,0		790,4	1,1
	Cto. Beneficio Neto	0,4%	13,0%	4,3%	5,9%	10,9%	74,9%
	2y TACC (2020e - 2022e)	27,4%	14,0%	7,5%	16,3%	12,4%	79,4%
CAPEX/Ventas	-5,0%	-3,5%	-11,2%	-6,6%	-8,1%	-7,1%	
Free Cash Flow	10,8	n.a.	204,2		575,1	1,7	
Deuda financiera Neta	(20,7)	(24,2)	696,5		1.888,6	2,5	
DN/EBITDA (x)	(1,2)	(0,9)	1,6	(0,2)	1,1	0,7	
Pay-out	17,9%	73,3%	63,5%	51,5%	54,7%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	30,4	38,4	40,4	36,4	24,3	60,1
	P/BV (x)	2,2	14,1	11,5	9,3	2,5	2,7
	EV/Ingresos (x)	4,0	8,7	9,4	7,4	2,4	2,4
	EV/EBITDA (x)	13,9	26,3	26,6	22,3	12,8	19,5
	EV/EBIT (x)	23,1	27,4	32,1	27,5	20,3	46,2
	ROE	7,6	39,0	29,9	25,5	10,2	4,5
	FCF Yield (%)	4,3	n.a.	1,9	3,1	2,8	1,7
	DPA	0,13	0,85	1,26	0,75	2,46	0,00
Dvd Yield	0,6%	1,9%	1,6%	1,4%	2,2%	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).

Nota 3: El consenso de mercado todavía no habría recogido en su totalidad la revisión de números que provocará la crisis Covid19 lo que debe ser tomado en cuenta a la hora de utilizar estos datos a efectos comparativos con BIOS

Anexo 6. Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2020e	2021e	2022e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	2,2	1,2	2,4	23,1			
Market Cap	66,4	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	2,8	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 3m 2020)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	2,0%	Coste de la deuda neta			1,5%	2,5%	
Tasa fiscal (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)			1,2%	2,0%	
Risk free rate (rf)	0,9%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	9,0%	R (estimación propia)			8,5%	9,5%	
Beta (B)	1,4	B (Thomson Reuters)			1,3	1,5	
Coste del Equity	13,1%	Ke = Rf + (R * B)			11,9%	15,1%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	96,0%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	4,0%	D			=	=	
WACC	12,6%	WACC = Kd * D + Ke * E			11,5%	14,6%	
G "Razonable"	2,0%				2,5%	1,5%	

- (1) Perpetuo calculado sobre Free Cash Flow "to the Firm" recurrente del último año estimado, empleando la tasa fiscal efectiva normalizada (T) indicada en el cuadro superior.
(2) El valor perpetuo no refleja el valor de desarrollo del pipeline de la compañía a fecha de emisión de este informe.

Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker Reuters	Mkt. Cap	PER 20e	BPA 20e-22e	EV/EBITDA 20e	EBITDA 20e-22e	EV/Vtas. 20e	Ingresos 20e-22e	EBITDA/Vtas. 20e	FCF Yield 20e	FCF 20e-22e
Probi AB	PROB.ST	257,9	30,4	27,4%	13,9	16,0%	4,0	8,9%	28,7%	4,3%	21,0%
Biogaia AB	BIOGb.ST	729,7	38,4	14,1%	26,3	14,2%	8,7	12,4%	32,8%	n.a.	n.a.
Christian Hansen	CHRH.CO	10.450,8	40,4	7,2%	26,6	6,8%	9,4	5,9%	35,5%	1,9%	9,7%
Industria de probióticos			36,4	16,2%	22,3	12,3%	7,4	9,1%	32,3%	3,1%	15,4%
DSM	DSMN.AS	20.261,9	24,3	12,2%	12,8	7,3%	2,4	5,3%	18,7%	2,8%	24,7%
Industria de Omega 3			24,3	12,2%	12,8	7,3%	2,4	5,3%	18,7%	2,8%	24,7%
BIOS	BIOS.MC	66,4	60,1	79,4%	19,5	43,2%	2,4	10,8%	10,9%	1,7%	18,0%

- (1) Datos de comparables tomados de TR a fecha de este informe. El consenso de mercado todavía no habría recogido en su totalidad la revisión de números que provocará la crisis Covid19 lo que debe ser tomado en cuenta a la hora de utilizar estos datos a efectos comparativos con BIOS.

Análisis de sensibilidad (2021e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 21e	EBITDA 21e	EV/EBITDA 21e
Max	17,4%	5,4	12,8x
Central	15,4%	4,7	14,4x
Min	13,4%	4,1	16,6x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 21e			Escenario	FCF Rec./Yield 21e		
	EBITDA 21e	8,7%	9,7%		10,7%	Max	Central
5,4	1,5	1,2	0,9	Max	2,3%	1,8%	1,4%
4,7	0,9	0,6	0,3	Central	1,4%	0,9%	0,5%
4,1	0,3	(0,0)	(0,3)	Min	0,5%	n.a.	n.a.

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 sus departamentos 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 o consulte el contenido de este Código en 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 enmendada (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
30-Abr-2020	n.a.	1,15	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones	Ana Isabel González García, CIAA
02-Mar-2020	n.a.	1,10	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2019	Ana Isabel González García, CIAA
29-Oct-2019	n.a.	0,95	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2019	Ana Isabel González García, CIAA
30-Jul-2019	n.a.	1,02	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2019	Ana Isabel González García, CIAA
14-May-2019	n.a.	1,24	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2019	Ana Isabel González García, CIAA
28-Feb-2019	n.a.	1,62	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2018	Ana Isabel González García, CIAA
31-Ene-2019	n.a.	1,56	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	Ana Isabel González García, CIAA

