

HECHO RELEVANTE AB-BIOTICS, S.A.

9 de julio de 2019

En virtud de lo previsto en el artículo 17 del Reglamento (UE) nº 596/2014 sobre abuso de mercado y en el artículo 228 del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, y disposiciones concordantes, así como en la Circular 6/2018 del Mercado Alternativo Bursátil (MAB), se pone a disposición del mercado la siguiente información relativa a AB-BIOTICS, S.A.:

En el día de hoy KANEKA EUROPE HOLDING COMPANY NV ha comunicado a la Compañía el anuncio de una oferta pública voluntaria de adquisición de acciones de AB-BIOTICS, S.A., cuyos términos se adjuntan al presente Hecho Relevante.

El precio de la oferta son 5 euros por acción y el plazo para su aceptación comienza el 10 de julio de 2019 y termina el 16 de agosto de 2019.

Quedamos a su disposición para cuantas aclaraciones consideren oportunas.

En Barcelona, a 9 de julio de 2019

AB-BIOTICS, S.A.

Sergi Audivert Brugué

Consejero Ejecutivo

Miquel Àngel Bonachera Sierra

Consejero Ejecutivo

**ANUNCIO DE OFERTA PÚBLICA VOLUNTARIA
DE ADQUISICIÓN SOBRE LAS ACCIONES DE**

AB-BIOTICS, S.A.

FORMULADA POR

KANEKA

(KANEKA EUROPE HOLDING COMPANY NV)

Barcelona, a 9 de julio de 2019

Coordinador Global: EBN Banco de Negocios, S.A. / Banco Agente: Banco Santander, S.A.

Asesor Legal: Gómez-Acebo & Pombo Abogados, S.L.P.

ÍNDICE

1. ANTECEDENTES DE LA OFERTA	3
2. IDENTIFICACIÓN DE LA SOCIEDAD (“TARGET”)	4
3. IDENTIFICACIÓN DEL OFERENTE	4
4. ALCANCE DE LA OFERTA	5
5. PRECIO DE LA OFERTA.....	5
6. FINANCIACIÓN DE LA OFERTA	8
7. PLAZO PARA LA ACEPTACIÓN DE LA OFERTA	8
8. FORMALIDADES PARA LA ACEPTACIÓN DE LA OFERTA Y CONDICIONES DE PAGO	8
8.1. Declaraciones de aceptación	8
8.2. Procedimiento de aceptación	9
8.3. Publicación del resultado	10
8.4. Gestión de la adquisición y liquidación de la Oferta	10
9. COSTES RELACIONADOS CON LA ACEPTACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE LA OFERTA	11
10. FINALIDAD DE LA OPERACIÓN	11
11. APOYO A ESTA OFERTA.....	12
12. ESTATUTOS	13

En Barcelona, a 9 de julio de 2019

El presente anuncio (el "**Anuncio**") de una **oferta pública voluntaria de adquisición** (la "**Oferta**") sobre la totalidad de las acciones de AB-Biotics, S.A. ("**AB-Biotics**" o la "**Sociedad**"), las cuales se encuentran incorporadas a negociación en el Mercado Alternativo Bursátil (el "**MAB**"), es publicado por Kaneka Europe Holding Company NV ("**Kaneka**", el "**Oferente**" o, junto con las sociedades de su grupo, el "**Grupo Kaneka**").

1. ANTECEDENTES DE LA OFERTA

El 28 de marzo de 2018, la Sociedad y Kaneka Americas Holding, Inc. suscribieron un acuerdo de licencia por el cual se otorgó a favor de Kaneka Americas Holding, Inc. el derecho exclusivo de fabricar, importar, fermentar, usar, vender y ofrecer ciertos productos de AB-Biotics en Japón y Norteamérica.

Asimismo, y como parte inseparable del mismo acuerdo, el Grupo Kaneka, a través de la sociedad Kaneka Europe Holding Company NV (esto es, el Oferente), decidió invertir en el capital de AB-Biotics mediante la adquisición del 26,859% de su capital social a través de distintas adquisiciones privadas. Dicho porcentaje del capital social de la Sociedad se ha incrementado desde entonces y, a la fecha del presente Anuncio, el Oferente es titular de 5.005.234 acciones de AB-Biotics, que representan el 39,76% de su capital social, tal y como se refleja en la página web del MAB a la fecha del presente Anuncio.

El Oferente, en línea con sus anteriores adquisiciones, pretende alcanzar el 100% del capital social de la Sociedad principalmente por las razones que se indican en el apartado 10 siguiente. En este sentido, el Oferente ofrece por la presente a todos los accionistas de la Sociedad (distintos del Oferente) la adquisición de la totalidad de las acciones de AB-Biotics, que representan el 60,24% de su capital social.

El objetivo último de Kaneka tras la liquidación de la Oferta es promover la exclusión de la negociación de las acciones de AB-Biotics en el MAB, siguiendo para ello el procedimiento establecido en el artículo 34 de los Estatutos Sociales de AB-Biotics (el cual se remite al precio que resulte de los criterios previstos para los supuestos de exclusión de negociación en la regulación aplicable a las ofertas públicas de adquisición de entidades cotizadas), y de acuerdo con la Sección Sexta de la *Circular 2/2018 sobre requisitos y procedimientos aplicables a la incorporación y exclusión en el Mercado Alternativo Bursátil de acciones emitidas por empresas en expansión y por Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario (SOCIMI)* (la "**Circular del MAB 2/2018**"). En el apartado 10 del presente Anuncio se detallan las principales razones que justifican la exclusión de negociación de las acciones de AB-Biotics del MAB.

El presente Anuncio explica los términos y condiciones de la **oferta pública voluntaria de adquisición** formulada por el Oferente a todos los accionistas de la Sociedad.

2. IDENTIFICACIÓN DE LA SOCIEDAD ("TARGET")

AB-BIOTICS, S.A. es una sociedad española con domicilio social en Sant Cugat del Vallés (Barcelona), Avinguda de la Torre Blanca, número 57, edificio Esade-Creápolis, inscrita en el Registro Mercantil de Barcelona al Tomo 45561, Folio 33 y Hoja B-293983, y provista del número de identificación fiscal (NIF) A-63497473.

El capital social de AB-Biotics asciende, a la fecha del presente Anuncio, a 629.412,95 euros, representado por 12.588.259 acciones de 0,05 euros de valor nominal cada una, todas de una única clase, totalmente suscritas y desembolsadas, y representadas por medio de anotaciones en cuenta.

La totalidad de las acciones que constituyen el capital social de la Sociedad están incorporadas a negociación en el MAB. La estructura del capital social de la Sociedad, de acuerdo con la última información publicada por la Sociedad en la página web del MAB, es la siguiente:

ACCIONISTAS SIGNIFICATIVOS DE AB-BIOTICS	% DIRECTO EN LA SOCIEDAD	% INDIRECTO	
		EN LA SOCIEDAD	%TOTAL
Kaneka Europe Holding Company NV	39,76%	--	39,76%
D. Miquel Àngel Bonachera Sierra.....	8,92%	--	8,92%
D. Sergi Audivert Brugué	8,92%	--	8,92%
D. Luis Sánchez Lafuente-Mariol.....	8,87%	1,28*%	10,15%

(*) A través de Biolittletec, S.L. y Laboratorios Neusc, S.A.

3. IDENTIFICACIÓN DEL OFERENTE

KANEKA EUROPE HOLDING COMPANY NV es una sociedad belga, con domicilio social en Alma Court, Lenneke Marelaan, 4, Zaventem (Bélgica), constituida el 1 de octubre de 2015 en virtud de escritura pública otorgada ante el Notario Público Daisy Dekegel y registrada en Bruselas con el número 0640.747.653, y con el número español de identificación de extranjero (NIE) N0174239D.

El capital social del Oferente asciende a 62.628.935,25 euros, dividido en 3.173.670 acciones totalmente suscritas y desembolsadas. Kaneka es una filial controlada al 100% por Kaneka Corporation, compañía japonesa cuyas acciones ordinarias cotizan en las Bolsas de Tokio y Nagoya.

4. ALCANCE DE LA OFERTA

La presente Oferta es formulada por Kaneka y está dirigida a todos los accionistas de AB-Biotics (con excepción del Oferente) con el fin de adquirir de ellos la totalidad del capital social de la Sociedad que no sea propiedad del Oferente. En consecuencia, la presente Oferta se dirige al 100% del capital social de AB-Biotics, excluyendo las acciones que actualmente son propiedad de Kaneka. En este sentido, teniendo en cuenta el número de acciones en circulación, la oferta se dirige a un total de 7.583.025 acciones de AB-Biotics, que representan el 60,24% de su capital social.

A todos los efectos legales, se entenderá que con la publicación del presente Anuncio se da cumplimiento a las obligaciones establecidas en el artículo 8.2 de los Estatutos Sociales de la Sociedad.

5. PRECIO DE LA OFERTA

La presente Oferta de adquisición sobre las acciones de AB-Biotics se formula como una compraventa de acciones y habrá de liquidarse en efectivo de conformidad con las disposiciones establecidas en el apartado 8 de este Anuncio.

Los accionistas de AB-Biotics que acepten la Oferta recibirán en efectivo, a cambio de la venta de sus acciones, la cantidad de 5,00 euros por acción (el "**Precio de la Oferta**").

Sin perjuicio de que la Oferta (i) se realiza de forma voluntaria por el Oferente, y (ii) no está sujeta a las disposiciones establecidas en la normativa española sobre ofertas públicas de adquisición de acciones de sociedades cuyas acciones están admitidas a negociación en mercados regulados; el Oferente manifiesta que el Precio de la Oferta (esto es, 5,00 euros por acción) tiene la consideración de "precio equitativo" a los efectos del artículo 34 de los Estatutos Sociales y conforme a los criterios establecidos en los artículos 9 y 10 del *Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores* (el "**Real Decreto de OPAS**"). A dichos efectos, la firma independiente de evaluación Crowe Advisory SP, S.L. (el "**Evaluador Independiente**") ha emitido un informe con fecha 9 de julio de 2019 en el que se concluye que el precio que resulta de los criterios previstos en la regulación antes mencionada arroja, a la fecha de emisión del informe, un precio razonable de exclusión de 4,305 euros por acción. A efectos informativos, se adjunta como **Anexo 1** al presente Anuncio copia del citado informe del Evaluador Independiente.

En relación con el Precio de la Oferta, el Oferente considera conveniente indicar lo siguiente:

- (a) Que el Precio de la Oferta representa una prima del 16,14% sobre el precio razonable de exclusión de cotización identificado por el Evaluador Independiente (teniendo en

consideración el parámetro que arroja la cuantía más alta identificado por dicho Evaluador Independiente), siendo esta prima sobre el precio, a juicio del Oferente, una compensación justa para los accionistas de la Sociedad, teniendo en cuenta que el Oferente podría tomar el control de la misma;

- (b) Que el Precio de la Oferta representa una prima del 16,14% sobre el valor medio de cotización de las acciones de la Sociedad durante los 6 meses anteriores a este Anuncio, y del 32,63% sobre el valor medio de cotización de las acciones de la Sociedad durante los 12 últimos meses;
- (c) Que el Precio de la Oferta representa una prima del 29,87% sobre el último precio pagado por el Oferente en su última transacción con acciones de la Sociedad (adquisición de fecha 13 de junio de 2019);
- (d) Que el Precio de la Oferta representa una prima de, aproximadamente, el 53,85% sobre el precio pagado por el Oferente en marzo de 2018 al adquirir su primera participación significativa en la Sociedad de otros consejeros y accionistas significativos de la misma.
- (e) Que, además, el Precio de la Oferta representa (i) una prima del 19,62% sobre el precio por acción identificado por el Evaluador Independiente empleando el método de "descuentos de flujo de caja"; (ii) una prima del 93,05% y del 50,15% sobre el precio por acción identificado por el Evaluador Independiente empleando los métodos de "múltiplos de mercado" amplio y restrictivo, respectivamente; y (iii) una prima del 113,68% sobre el precio por acción identificado por el Evaluador Independiente teniendo en cuenta el método de "transacciones recientes". Se puede encontrar una referencia a todos estos parámetros de cálculo en el informe que se adjunta como Anexo 1 al presente Anuncio.
- (f) Que, sin que se hayan dado noticias significativas sobre la Sociedad, y contando ésta con un volumen de negociación de sus acciones medio diario (de acuerdo a *Bloomberg*) de 11.978 títulos (lo que implica un trading diario de unos escasos 53.350 euros, frente a una capitalización bursátil media de la Sociedad de más de 56 millones de euros), la acción de la Sociedad ha experimentado un significativo incremento de valoración, desde los 3,9 euros por título a inicios de febrero de 2019, hasta los actuales 4,98 euros (lo que implica una revalorización en 6 meses del +27,69%) .

En este sentido, el volumen medio en este período, además, se ha visto afectado por la venta en bloque de los 249.508 títulos que se cruzaron el reciente 13 de junio de 2019, a un precio de 3,85 euros por acción, entre accionistas significativos (Kaneka, D. Miquel Bonachera y D. Sergi Audivert).

Este significativo incremento del precio de la acción, impulsado por un volumen poco relevante diario en relación a su capitalización y sin que se haya publicado ninguna noticia corporativa extraordinariamente relevante o una presentación de resultados (mas allá de los del primer trimestre de 2019), que pudiesen cambiar significativamente lo previsto por los analistas, ha implicado superar, en algún caso de manera relevante, o alcanzar los precios objetivo o valoraciones a medio plazo de todas las reputadas casas de análisis que siguen el valor y que publican sus respectivos *Research* en la página oficial del MAB, recogiendo estimaciones fundamentadas y ajustadas con realismo y trazabilidad a la evolución de la Sociedad y al sector en el que opera. A efectos informativos, se incluye a continuación un link a dichos informes emitidos por Researchfly, GVC Gaesco y Morningstar, los cuales están disponibles igualmente en la página web del MAB:

https://www.bolsasymercados.es/docs/MorningStar/MorningStar_ES0109659013.pdf?iNDKJA;

https://www.bolsasymercados.es/mab/documentos/Analisis/2019/07/09659_Analisis_20190708.pdf;

https://www.bolsasymercados.es/mab/documentos/Analisis/2019/06/09659_Analisis_20190610.pdf;

https://www.bolsasymercados.es/mab/documentos/Analisis/2019/03/09659_Analisis_20190306.pdf;

La valoración de AB-Biotics, teniendo en cuenta el precio de referencia de 5 euros por acción (el mejor de los precios objetivo de los analistas) dan lugar a una exigente ratio de EV/EBITDA (al cierre de los resultados auditados de 2018) de 31,47x (*frente al ratio medio de 22,9x de las compañías comparables*) y un PER (al cierre de los resultados auditados de 2018) de 52,4x (*frente al ratio medio de 36,25x de las compañías comparables*), lo que supone incorporar primas muy elevadas frente a los de las empresas competidoras de referencia del sector.

En el informe emitido por el Evaluador Independiente se pone de manifiesto este supuesto particular, en el que existe una gran diferencia entre el precio equitativo a efectos de la exclusión y el precio actual de mercado, lo que se ve acentuado por el efecto de la baja liquidez de la acción y las sobre-expectativas que algunos inversores tienen sobre la cotización de AB-Biotics.

La Sociedad compite en un sector que atrae cada vez más competidores, lo que, a la vez que presionará a los márgenes a medio plazo (según pronóstico de los analistas sectoriales de bancos de inversión internacionales y casas de análisis), también implicará incrementar de manera significativa sus inversiones en capex, adquisiciones y los esfuerzos en su exposición Internacional y comercial, lo que podría estar

infravalorándose por los inversores más cortoplacistas frente a aquellos con una visión industrial y de muy largo plazo.

Teniendo en cuenta que el objetivo último de Kaneka es promover la exclusión de la negociación de las acciones de AB-Biotics del MAB, el Precio de la Oferta se considerará inicialmente, a todos los efectos legales oportunos, como valor razonable de exclusión de acuerdo con los criterios establecidos en los artículos 9 y 10 del Real Decreto de OPAS, a los que se remite el artículo 34 de los Estatutos Sociales de la Sociedad y la Circular del MAB 2/2018. Se deja constancia de que cualquier oferta posterior de exclusión de negociación de las acciones de la Sociedad que realice el Oferente con posterioridad a la presente Oferta se realizaría al mismo Precio de la Oferta (es decir, a 5,00 euros por acción).

6. FINANCIACIÓN DE LA OFERTA

Asumiendo como hipótesis que la Oferta fuera aceptada por todos los accionistas de AB-Biotics a los que se dirige la misma, y teniendo en cuenta el Precio de la Oferta (es decir, 5,00 euros por acción), Kaneka estaría obligada a abonar la cantidad total de 37.915.125 euros.

El Oferente cuenta con una fuerte posición financiera y hará frente al pago del Precio de la Oferta a través de financiación externa.

7. PLAZO PARA LA ACEPTACIÓN DE LA OFERTA

El plazo de aceptación de la Oferta empezará a contar desde el día hábil bursátil siguiente a la fecha de publicación del presente Anuncio, y vencerá el viernes 16 de agosto de 2019, a las 23:59 h (CET) (ambos incluidos) (el "**Plazo de Aceptación**").

El Oferente podrá prorrogar el Plazo de Aceptación de la Oferta, a su sola discreción. En tal caso, dicha prórroga será anunciada en los mismos medios que los utilizados para la publicación del presente Anuncio, con una anterioridad de al menos tres (3) días naturales respecto de la fecha de vencimiento del plazo inicial (esto es, hasta el martes 13 de agosto de 2019).

8. FORMALIDADES PARA LA ACEPTACIÓN DE LA OFERTA Y CONDICIONES DE PAGO

8.1. Declaraciones de aceptación

Las declaraciones de aceptación de la Oferta por los accionistas de la Sociedad serán admitidas desde el primer día del Plazo de Aceptación y hasta el último día, ambos inclusive. Las aceptaciones no serán válidas si estuvieran sometidas a condición y se considerarán emitidas sobre una base irrevocable, incondicional, firme y vinculante, de forma que se

conviertan en órdenes reales de transferencia de las acciones (con sus derechos políticos y económicos inherentes) tan pronto como se cierre y liquide la Oferta.

8.2. Procedimiento de aceptación

Cualquier accionista de la Sociedad que desee aceptar la Oferta deberá ponerse en contacto con el banco o entidad financiera en el que estén depositadas sus acciones, y manifestar por escrito su deseo de aceptar la Oferta.

Los accionistas de AB-Biotics podrán aceptar la Oferta respecto de la totalidad o parte de las acciones de la Sociedad de las que sean titulares.

Las acciones respecto de las cuales se acepte la Oferta deberán incluir todos los derechos de voto y económicos inherentes a las mismas. Dichas acciones deberán ser transmitidas libres de cargas, gravámenes y cualesquiera derechos a favor de terceros que limiten los derechos políticos o económicos o su libre transmisibilidad, y por persona legitimada para transmitirlos según los asientos del correspondiente registro contable, de forma que el Oferente adquiera la propiedad irrevocable sobre las mismas.

Las declaraciones de aceptación se acompañarán de la documentación suficiente para que pueda procederse a la transmisión de dichas acciones y deberán incluir todos los datos identificativos exigidos por la normativa aplicable a este tipo de operaciones, incluyendo, a título enunciativo, nombre completo o denominación social, domicilio y número de identificación fiscal o, en caso de accionistas que no sean residentes en España y no tengan un número de identificación fiscal español, su número de pasaporte o de identificación, nacionalidad y domicilio.

Durante el Plazo de Aceptación, los participantes de Iberclear y MAB que reciban declaraciones de aceptación enviarán diariamente al Oferente, a través del representante que a tal efecto se designa según se estipula a continuación, la información relativa al número de acciones incluidas en las declaraciones de aceptación presentadas por los accionistas de la Sociedad.

El representante designado por Kaneka a tal efecto es Banco Santander, S.A. (el "**Agente**"), siendo sus datos de contacto los siguientes:

Banco Santander, S.A.

*D. Carlos Lopez Villa / D. Carlos Sanz Bautista
emisores.madrid@gruposantander.com*

Asimismo, a todos los efectos oportunos, incluyendo cualesquiera consultas y contactos sobre la presente Oferta, se hace constar que el Oferente ha designado a EBN Banco de

Negocios, S.A. como su Coordinador Global y Asesor en esta Oferta (el "**Coordinador Global**"). En este sentido, los accionistas pueden ponerse en contacto con el Coordinador Global para formular cualquier pregunta o solicitar la aclaración de cualquier punto relacionado con la presente Oferta. Los datos de contacto del Coordinador Global se indican a continuación:

EBN Banco de Negocios, S.A.

*D. Sergio García Sendón – Director de Mercados de Capitales (Deuda/Equity)
(ssendon@ebnbanco.com)*

D. Finbar Murray – Director de Tesorería y Mercados de Capitales (fmurray@ebnbanco.com)

D. Enrique Díez – Asociado de Tesorería y Mercados de Capitales (ediez@ebnbanco.com)

+34 917009844

En ningún caso el Oferente aceptará acciones adquiridas con posterioridad al Plazo de Aceptación. Es decir, aquellas acciones que se ofrezcan en venta deberán haber sido adquiridas no más tarde del último día del Plazo de Aceptación de la Oferta.

8.3. Publicación del resultado

Transcurrido el Plazo de Aceptación de la Oferta previsto en el presente Anuncio o el que resulte, en su caso, de su prórroga o modificación de conformidad con lo previsto en el apartado 7 anterior, el Agente notificará al Oferente y a AB-Biotics, en un plazo máximo de cinco (5) días hábiles a contar desde la expiración del Plazo de Aceptación, el total de las aceptaciones válidamente recibidas durante el Período de Aceptación y, por lo tanto, el resultado de la Oferta. Este resultado se publicará en la página web del MAB (www.bolsasymercados.es/mab/esp/MaB/Boletin.aspx) y en la página web de la Sociedad (<http://www.ab-biotics.com>).

8.4. Gestión de la adquisición y liquidación de la Oferta

La adquisición de las acciones será gestionada por el Agente, actuando como intermediario en la operación de adquisición y liquidación en nombre de Kaneka.

El Precio de la Oferta se liquidará y pagará a más tardar el octavo (8º) día hábil bursátil siguiente a la finalización del Plazo de Aceptación (la "**Fecha de Pago**"), de acuerdo con el procedimiento establecido al efecto en la norma 11 de la Circular 7/2017 del MAB sobre Normas de contratación de acciones de Empresas en Expansión y de Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario (SOCIMI) a través del MAB.

9. COSTES RELACIONADOS CON LA ACEPTACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE LA OFERTA

El Oferente asumirá los gastos originados por la tramitación de la Oferta y los que, en relación con su liquidación, correspondan al Oferente de acuerdo con las normas reguladoras establecidas por el MAB. En ningún caso el Oferente será responsable ni asumirá las comisiones y/o gastos que las entidades depositarias de las acciones puedan cobrar a sus clientes (accionistas aceptantes) por la tramitación de las declaraciones de aceptación de la Oferta.

Cualesquiera otros gastos no indicados en el párrafo anterior serán sufragados por quien incurra en ellos.

Los accionistas de la Sociedad serán los responsables de obtener el asesoramiento adecuado sobre el importe exacto de los gastos que deberán satisfacer en caso de aceptación de la Oferta.

10. FINALIDAD DE LA OPERACIÓN

Tal y como se ha anticipado, el primer objetivo que persigue el Oferente con esta Oferta es alcanzar el control de la Sociedad, toda vez que ha tenido la oportunidad de consolidar su posición y la *joint venture* durante el ejercicio anterior y ha podido confirmar las sinergias entre ambas entidades. Asimismo, la presente Oferta tiene por objeto (a) contribuir a un mayor desarrollo del negocio de la Sociedad, (b) lograr una consolidación mutua dentro del Grupo Kaneka mediante la creación de vínculos más fuertes entre la Sociedad, por un lado, y Kaneka, por otro, y (c) mejorar las sinergias y hacer que las políticas internas sean más eficientes en términos de gestión y gobierno corporativo.

Asimismo, como paso siguiente e inmediato, el objetivo último del Oferente en virtud de la presente Oferta es promover la exclusión de las acciones de AB-Biotics del MAB, de acuerdo con lo establecido en el artículo 34 de los Estatutos Sociales y de conformidad con lo establecido en la Sección Sexta de la Circular del MAB 2/2018. Esta decisión ha sido adoptada por el Oferente teniendo en cuenta las siguientes razones:

- (a) La industria de los Probióticos está en auge y el mercado tiende a consolidarse debido al aumento de la competencia que está provocando, por un lado, un aumento de los costes (CAPEX, I+D, etc.) y, por otro, una reducción progresiva del margen, tal y como prevén la mayoría de los participantes y analistas del sector. Debido a ello, la Sociedad tendrá que hacer frente a una integración vertical si desea competir de forma eficaz con nuevos productos, nuevos nichos de mercado y potenciales adquisiciones (M&A) que probablemente requerirán una financiación e inversiones de capital sustanciales (a través de los mecanismos pertinentes establecidos en la

legislación española para la aportación de capital y/o capitalización de deuda) para mantener su integridad financiera frente a clientes, proveedores y empleados.

Kaneka, actualmente accionista mayoritario y socio estratégico de la Sociedad, con una capitalización bursátil, a 9 de julio de 2019, de 275.074 millones de yenes (2.260 millones de euros), tiene los recursos y una clara vocación de participar en este proceso corporativo de forma decisiva, aportando capital en mejores condiciones que las que ofrecen los mercados de capitales, pero que podrían perjudicar a aquellos otros accionistas que no pueden o quieren hacer frente a estos retos materiales y a una potencial dilución de su participación accionarial en el largo plazo.

- (b) Cotizar en el MAB implica ciertos costes, formalidades y gastos que la Sociedad podría evitar para optimizar los márgenes y concentrar esfuerzos en la ejecución del exigente plan de actividades de la Sociedad, evitando a su vez la volatilidad y presión de los mercados de capitales, especialmente si se trata de un mercado secundario con poca liquidez.
- (c) El Grupo Kaneka reconoce a todos los accionistas de la Sociedad el importante apoyo recibido durante estos últimos años, especialmente por aquellos que apoyaron los diversos aumentos de capital en 2011, 2012, 2013 y 2016. En este sentido, la presente Oferta, incluyendo el Precio de la Oferta, representa una oportunidad para que dichos accionistas se beneficien de una contraprestación que ha sido cuidadosamente calculada para reflejar una importante prima sobre el precio equitativo de exclusión de negociación calculado por el Evaluador Independiente en su valoración independiente.
- (d) La Sociedad y el Grupo Kaneka han tenido que realizar importantes esfuerzos económicos y de dedicación de tiempo durante los últimos meses con el objeto de alinear la presentación de resultados e información relevante de ambas sociedades a sus respectivas entidades supervisoras, circunstancia esta que no se daría en caso de que la Sociedad fuera finalmente excluida del MAB.

Una vez liquidada la Oferta, el Oferente promovería la exclusión de la negociación de las acciones en el MAB siguiendo los mecanismos corporativos legalmente previstos a tal efecto.

11. APOYO A ESTA OFERTA

Se pone de manifiesto que D. Miquel A. Bonachera y D. Sergi Audibert, fundadores y accionistas significativos de la Sociedad, han expresado su apoyo a la presente Oferta así como la intención última de excluir de cotización las acciones de la Sociedad, y a los demás términos y condiciones aquí previstos. Igualmente, han informado verbalmente al Oferente

de su intención de transmitir acciones bajo esta Oferta, de conformidad con el procedimiento previsto en el apartado 8 anterior.

12. ESTATUTOS

El Oferente no tiene intención de modificar los Estatutos Sociales de la Sociedad ni de ninguna otra sociedad de su grupo como consecuencia de la Oferta. No obstante, si la Junta General de Accionistas de la Sociedad acordase la exclusión de las acciones de AB-Biotics del MAB tras la Oferta, se llevarían a cabo las pertinentes modificaciones de los Estatutos Sociales.

El presente Anuncio es firmado a 9 de julio de 2019 en nombre de Kaneka Europe Holding Company NV

D. Shinji Mizusawa
Presidente y Consejero Delegado de
KANEKA EUROPE HOLDING COMPANY NV

Anexo I
Informe de Experto Independiente

Proyecto AB

Valoración Independiente

9 julio, 2019

9 julio, 2019

Kaneka Europe Holding
Lenneke Marelaan 4, Zaventem,
Flanders 1932,
Belgium

Crowe I Financial Advisory
Paseo de la Castellana, 130
28016 Madrid

T. +34 914 517 030
F. +34 913 990 641
www.crowe.es

Estimados todos,

Según nuestro entendimiento de la transacción, Kaneka Europe Holding Company NV (el Cliente) estaría interesado en realizar una Oferta Pública de Adquisición sobre AB-Biotics, S.A. (en adelante "Target" o "Compañía" o "Negocio") sobre la cual posee actualmente el 39,8% de las acciones.

De acuerdo con sus instrucciones, hemos realizado una valoración del valor razonable del Target de acuerdo con lo establecido en el Real Decreto 1066/2007 en cuanto a las OPA de exclusión.

Según lo establecido en nuestra carta de propuesta con fecha de 5 de junio de 2019, se nos exigió realizar procedimientos de valoración sobre el Target e informarle sobre los asuntos establecidos en el Ámbito del trabajo como se detalla en nuestra carta de propuesta.

La información contenida en este informe se basa principalmente en información pública y análisis de expertos, que no buscamos verificar de forma independiente. Nuestro trabajo no constituye por tanto una auditoría.

En ningún caso, seremos responsables de cualquier pérdida o gasto que surja de alguna manera de actos fraudulentos, tergiversación o incumplimiento voluntario por parte del Target, sus directores, empleados o agentes.

Señalamos que el alcance de nuestro trabajo no incluye una revisión de los mercados del Target o su posición competitiva dentro de estos mercados, ni ninguna due diligence operacional o técnica.

Este informe no se ha actualizado para ninguna información posterior que pueda haber estado disponible después de esta fecha.

Este informe está destinado al uso exclusivo de los directores del cliente que actúan en relación con la Transacción propuesta. Si otros optan por confiar de alguna manera en el contenido de este informe, lo hacen bajo su propio riesgo. Las copias de este informe, o los extractos del mismo, no deben proporcionarse a terceros sin nuestro consentimiento previo por escrito.

Este informe se emite en el entendimiento de que la Dirección ha llamado nuestra atención a todos los asuntos, financieros o de otro tipo, de los cuales tienen conocimiento, pueden tener un impacto en

nuestro informe hasta la fecha de la firma de este informe. Los eventos y circunstancias que se produzcan después de la fecha de nuestro informe, a su debido tiempo, harán que nuestro informe quede desactualizado y, en consecuencia, no aceptaremos ni asumiremos la responsabilidad de las decisiones y acciones que se basen en tal desactualización. Además, no tenemos la responsabilidad de actualizar este informe para eventos y circunstancias que ocurran después de esta fecha.

Si hay algún asunto sobre el que requiera una aclaración o información adicional, comuníquese con el socio responsable del encargo.

Atentamente



Fernando Segú
Crowe I Financial Advisory

Glosario

#	Número	n/a	Not applicable - No aplicable
%	Porcentaje	NOL	Net Operating Loss - Perdida neta operativa
€	Euros	NV	Naamloze Vennootschap - Sociedad Anonima
1T19	Primer Trimestre 2019	OPA	Oferta Pública de Adquisición
Adjs.	Ajustes	OPEX	Operating expenses - Gastos operativos
AID / PID	Activos por impuestos diferidos - Pasivos por impuestos diferidos	P&L	Profit and Loss - Cuenta de resultado
BS	Balace de situación	p.p.	Percentage points - Puntos porcentuales
c.	Circa - Aproximadamente	PAI	Persona con acceso al informe
CAGR	Compound Annual Growth Rate - Tasa de crecimiento anual compuesto	PMC	Periodo medio de cobro
CAPEX	Capital expenditure - Inversión en capital	PMI	Periodo medio de inventario
CNAE	Clasificación Nacional de Actividades Económicas	PMP	Periodo medio de pago
COGS	Cost of Goods Sold - Aprovisionamientos	R&D	Research and Development - Investigación y desarrollo
Crowe	Crowe Advisory SP, S.L.	Rc	Risk- country - Riesgo país
D	Deuda	RD	Royal Decree - Real Decreto
D&A	Depreciación y amortización	Rd	Cost of Debt - Coste de la deuda
DCF	Discounted cash flow - Descuento del flujo de caja	Re	Cost of equity - Coste del patrimonio neto
E	Patrimonio neto / equity	Rf	Risk- free rate of return - Tasa libre de riesgo
EBIT	Earnings before interest and income taxes - Beneficio antes de intereses e impuestos	Rm	Rate market - Riesgo de mercado
EBITDA	Earnings before interest, income taxes, depreciation and amortisation - Beneficio antes de	ROCE	Retorno sobre el capital empleado
EBT	Earnings before income tax - Beneficio antes de impuestos	Rr	Regulatory risk - Riesgo regulatorio
El Cliente	Kaneka Europe Holding	Ru	Individual risk - Riesgo individual
El Target	AB - Biotics S.A.	S.A.	Sociedad Anonima
EU	European Union - Unión Europea	S.L.	Sociedad limitada
FCF	Free Cash Flow - Flujo de caja libre	SH	Shareholder - Accionistas
FTE	Full Time Equivalents - Equivalente a tiempo completo	Sp	Size premium - Tasa de tamaño
FX	Foreign Exchange - Tipo de cambio	ST/LT	Short term/Long term - Corto plazo/Largo plazo
FY16, FY17, FY18, etc.	Año fiscal finalizado en dic-16, dic-17, dic-18, etc.	Tc	Corporate tax rate - Tasa impuesto de sociedades
GDP	Gross Domestic Product - Producto interior bruto	U12M /LTM	Last Twelve Months - Últimos doce meses
IPC	Indice de precios de consumo	U6M/L6M	Last Six Months - Últimos seis meses
IS	Impuesto de Sociedades	US SIC	United States Standard Industrial Classification - Estandar de calsificación industrial en Estados Unidos
KPI	Key Performance Indicator - Indicadores clave de rendimiento	USD	Dólar Americano
La Compañía	AB - Biotics S.A.	Var.	Variación
m€	Euros en miles	VE	Valor de la empresa
M€	Euros en millones	VF	Valor final
MaB	Mercado Alternativo Bursatil	WACC	Weighted average cost of capital - Peso promedio del coste del capital
n.a.	Not available - No disponible	WCR	Working Capital Requirements - Requisitos de capital circulante
n.q.	Not quantified - No cuantificado	β	Beta apalancada

Agenda

Section

1. Acerca de Crowe	4
2. Alcance y limitaciones	10
3. Resumen ejecutivo	12
4. Visión general	19
5. Metodología	24
6. Múltiplos de mercado	27
7. Transacciones recientes	29
8. Precio medio por acción	31
9. Descuento de flujos	33
10. Valoración	42

Appendices

A. Apéndices	45
--------------	----



Acercas de Crowe

Crowe Global

- Una de las firmas líderes en Auditoría y Consultoría
- Volumen de negocio combinado de \$4,3MM
- Más de 36.000 personas en más de 142 países.

Crowe Global Services

Auditoría
Servicios de Forensic
Impuestos
Reestructuración
Legal
Due Diligence

Asesoramiento en Plan de Negocios
Consultoría estratégica
Gestión y soporte
Fusiones y Adquisiciones
Mercados de Capital
Valoraciones

Crowe Spain

Miembro de Crowe Global

- Volumen de negocio de aprox. €40 millones
- Liderada por 40 Socios con 400 personas.
- Operando desde 10 oficinas.





Acercas de Crowe

Los valores que inspiraron la creación de nuestra firma nos guían en todas nuestras decisiones.



Cuidar

Cuidamos de todos nuestros clientes, de nuestra firma y de nuestros grupos de interés y aspiramos a convertir en valor nuestros esfuerzos.



Compartir

Elegimos trabajar como una familia, compartiendo responsabilidades y éxitos. La colaboración, la formación y el soporte mutuo definen nuestras relaciones.



Invertir

Invertimos en las personas y desarrollamos nuestros recursos para ampliar el valor que aportamos a nuestros clientes. Abrazamos el cambio y fomentamos el aprendizaje continuo.



Creceer

Buscamos el crecimiento y la rentabilidad sustentados en el tiempo para alcanzar un mayor nivel como profesiones y dar respuesta a los retos que plantean nuestro clientes y comunidades.



Acercas de Crowe

Dilatada experiencia

del equipo con conocimiento profundo de numerosos sectores

Alta calidad de trabajo fruto de la experiencia adquirida y de los exhaustivos controles de calidad establecidos internamente a nivel mundial.

Conocimiento, gracias a la extensa red de Crowe, de los diversos planes contables y leyes locales con un estándar de servicio garantizado.

Perfecta **coordinación** de equipos internacionales y multidisciplinares para operaciones cross-border

Nivel de **interlocución** senior siempre disponible, dando respuestas rápidas en los momentos críticos de toma de decisión

Enfoque proactivo dirigido a la **detección de los riesgos** de la transacción y a proponer soluciones para mitigarlos.



Acerca de Crowe

Credenciales recientes de valoración

 Crowe

Asesoró a

 EDF
energies nouvelles

En la Due Diligence y la valoración de la adquisición de diferentes proyectos en Francia, Alemania, Reino Unido, EEUU y Polonia

 Crowe

Asesoró a

 voltaia

En la valoración de 40 proyectos renovables en diferentes fases de desarrollo

 Crowe

Asesoró a

 eurona
telecom

En la valoración de la Compañía y valoración de sinergias de Stoneworks con el objeto de una transacción

 Crowe

Asesoró a

 MAGNETAR CAPITAL

Strategy appraisal Eurona Telecom (commercial & strategic Due Dilligence)

 Crowe

Asesoró a

 ÁGORA
Asesores Financieros EAFI

En la valoración de la sociedad Beloud Technologies

 Crowe

Asesoró a

 eurona
telecom

En la valoración de la Compañía y valoración de sinergias de Quantis España y Quantis Marruecos con el objeto de una transacción

 Crowe

Asesoró a

 REYNASA
RECAMBIOS

 DANJOA
GRUCEMA

En la valoración de ambas sociedades durante su proceso de fusión.

 Crowe

Asesoró a

 eurona
telecom

PPA y Test de deterioro de las Compañías: Sultan, Hablaya, Stoneworks, Quantis España, Quantis Marruecos y Kubi

 Crowe

Asesoró a

 COPE

En la valoración de sus participaciones en sociedades audiovisuales

 Crowe

Asesoró a

Confidencial

En la valoración de dos compañías de servicios profesionales en su proceso de fusión



Acerca de Crowe

Otras credenciales

 <p>Asesoró a</p>  <p>En la Due Diligence de adquisición por parte de este fondo de Private Equity de un grupo de ingeniería</p>	 <p>Asesoró a</p>  <p>En la Due Diligence de adquisición de un grupo en el sector de la perfumería</p>	 <p>Asesoró a</p>  <p>En la Due Diligence de compra durante la entrada en el capital de Grupo Iris.</p>	 <p>Asesoró a</p>  <p>En la Due Diligence de salida al MAB de varias SOCIMI en su calidad de asesor registrado</p>	 <p>Asesoró a</p>  <p>En la Due Diligence de adquisición de PEVAFERSA</p>	 <p>Asesoró a</p>  <p>En la Due Diligence de compra y proceso de valoración del Grupo Infaimon.</p>
 <p>Asesoró a</p>  <p>En la Due Diligence de adquisición del Grupo de Alimentación Solo Seafoods</p>	 <p>Asesoró a</p>  <p>En al Due Diligence de adquisición de Tarbis.</p>	 <p>Asesoró a</p>  <p>En la Due Diligence de adquisición de un grupo de telecomunicaciones en el sur de España</p>	 <p>Asesoró a</p>  <p>En el vendor assistance del proceso de inversión en una sociedad del sector de alimentación</p>	 <p>Asesoró a</p>  <p>En la Due Diligence de adquisición de un grupo de ingeniería</p>	 <p>Asesoró a</p>  <p>En la Due Diligence de compra y búsqueda de inversores de Pangea. The travel store</p>

Agenda

Section

1.	Acerca de Crowe	4
2.	Alcance y limitaciones	10
3.	Resumen ejecutivo	12
4.	Visión general	19
5.	Metodología	24
6.	Múltiplos de mercado	27
7.	Transacciones recientes	29
8.	Precio medio por acción	31
9.	Descuento de flujos	33
10.	Valoración	42

Appendices

A.	Apéndices	45
----	-----------	----



Alcance y limitaciones

Cualquier persona que no sea destinataria de este informe o que no haya firmado y devuelto a Crowe Advisory SP, S.L. ("Crowe") una Carta de Acceso en el formulario prescrito de Crowe no está autorizada a tener acceso a este informe.

Si una persona no autorizada obtiene acceso a este informe, dicha persona (el "Destinatario"), al leer este informe, acepta los siguientes términos:

1. El trabajo realizado por Crowe se realizó de acuerdo con las instrucciones proporcionadas por nuestro cliente destinatario según propuesta y se realizó exclusivamente para el único beneficio y uso de nuestro cliente destinatario.
2. Este informe se preparó bajo la dirección de nuestro cliente destinatario y puede que no incluya todos los procedimientos que se consideren necesarios para los fines del lector.
3. Crowe, sus socios, empleados y agentes, no deben ni aceptan ningún deber o responsabilidad hacia dicha persona, ya sea por contrato o de otra manera (incluso sin limitación, por negligencia o incumplimiento de cualquier deber legal), y no serán responsables con respecto a ningún pérdida, daño o gasto en que incurra esa persona como resultado de su uso de este informe, o como resultado de su acceso al informe. Además, el receptor acepta que no puede referirse ni citar este informe, en su totalidad o en parte, en ningún prospecto, declaración de registro, circular, presentación pública, préstamo, otro acuerdo o documento y no lo distribuirá a ninguna otra persona.
4. El destinatario no hará ninguna reclamación contra Crowe, sus socios, empleados o agentes que surjan de, relacionados con, o en relación con este informe o cualquiera de los contenidos aquí contenidos.

Nuestro trabajo y observaciones incluidas aquí se basaron principalmente en las siguientes fuentes de información:

- Toda la información utilizada para la elaboración de este informe es de conocimiento público y se originó principalmente en informes de la industria como GVC Gaesco y en informes publicados por el MaB.
- Adicionalmente utilizamos las Cuentas Anuales Auditadas para los años 2017 y 2018.
- Toda la información financiera, los índices de valoración y los precios de las acciones se obtuvieron de Infront analytics, Yahoo Finance, Thomson Reuters y Bloomberg.
- La Dirección del Target no proporcionó ninguna información.

Comentarios importantes al alcance:

- Dado que no teníamos acceso a la Dirección del Target, no pudimos contrastar con ellos algunas de las hipótesis de crecimiento establecidas por analistas de la industria. Por lo tanto, aplicamos nuestros mejores criterios profesionales para contrastar y verificar la razonabilidad de estas hipótesis entre varios informes de la industria y opiniones de analistas.
- Nos gustaría enfatizar que no somos expertos legales y que cualquier referencia en el informe a asuntos legales se ha incluido de acuerdo con los asesores del cliente.
- Nuestro trabajo se ha centrado en los estados financieros auditados de 2018 preparados en base al PGC español, las proyecciones hasta 2022 y la revisión de los principales inputs utilizados durante todo el período.
- Una vez recibidos los resultados del primer trimestre de 2019, procedimos a actualizar las proyecciones para 2019.

Agenda

Section

1.	Acerca de Crowe	4
2.	Alcance y limitaciones	10
3.	Resumen ejecutivo	12
4.	Visión general	19
5.	Metodología	24
6.	Múltiplos de mercado	27
7.	Transacciones recientes	29
8.	Precio medio por acción	31
9.	Descuento de flujos	33
10.	Valoración	42

Appendices

A.	Apéndices	45
----	-----------	----



Resumen ejecutivo | Cuenta de resultados

El EBITDA de la Compañía aumentó de (1,5)M€ en FY16 a 2M€ en FY18, principalmente impulsado por el aumento de los ingresos y el proceso de ahorro en costes

Cuenta de resultados - AB Biotics

Miles de €	FY16	FY17	FY18	Var. %	Var. %
				FY17 - FY18	YTD18 - YTD19
INCN	3,961	7,208	11,892	65.0%	52.6%
Trabajos realizados para su activo	1,137	512	701	37.0%	66.6%
Aprovisionamientos	(1,853)	(4,014)	(7,280)	81.4%	35.4%
Margen bruto	3,245	3,706	5,314	43.4%	79.3%
Otros ingresos operativos	289	259	633	144.7%	(41.7%)
Gastos de personal	(2,035)	(1,674)	(1,839)	9.9%	45.8%
OPEX	(2,304)	(1,811)	(2,046)	13.0%	18.1%
Bad debt	(848)	(267)	(99)	(62.9%)	(108.4%)
Otros resultados	199	0	39	22779.1%	1.9%
EBITDA	(1,454)	212	2,002	842.3%	730.8%
D&A	(1,090)	(1,137)	(1,190)	4.7%	10.3%
Enajenación de activos fijos	-	216	1	(99.8%)	n.a.
EBIT	(2,544)	(708)	812	(214.7%)	(184.0%)
Ingresos financieros	19	20	8	(61.5%)	250.3%
Gastos financieros	(271)	(236)	(243)	2.8%	(66.8%)
EBT	(2,797)	(924)	577	(162.5%)	(157.6%)
IS	(3,192)	29	641	2082.1%	n.a.
Resultado neto	(5,989)	(895)	1,218	(236.1%)	(143.1%)
Como % de ingresos					
Margen bruto	81.9%	51.4%	44.7%	-6.73p.p.	
Otros ingresos operativos	7.3%	3.6%	5.3%	1.73p.p.	
Gastos de personal	(51.4%)	(23.2%)	(15.5%)	7.76p.p.	
OPEX	(58.2%)	(25.1%)	(17.2%)	7.93p.p.	
Bad debt	(21.4%)	(3.7%)	(0.8%)	2.87p.p.	
EBITDA	(36.7%)	2.9%	16.8%	13.89p.p.	

Fuente: Cuentas anuales

Cuenta de resultados

La Compañía incrementó sus **ingresos** con una tasa de crecimiento compuesto (CAGR) de 73,3% entre FY16 y FY18 debido principalmente al crecimiento orgánico de la Compañía relacionado con el aumento de productos aprobados en Europa, LATAM y Asia. El 54,6% de los ingresos totales se generan en Europa y el 31,1% en Asia y el Pacífico.

Durante 2018, las exportaciones aumentaron un 80% principalmente por las ventas en Asia Pacífico y LATAM (121% y 123% respectivamente) con la apertura de nuevos mercados como Rusia y China.

Aprovisionamientos comprende principalmente compras de mercaderías por valor de 4,5 millones de euros en FY18 (2,2 millones de euros en FY17), y compras de materias primas por valor de 2,5 millones de euros en FY18 (1,4 millones de euros en FY17). Esta partida aumentó con un CAGR de 98,2%.

Otros ingresos operativos integrados principalmente por ingresos de las subvenciones. Los ingresos de las subvenciones corresponden a los intereses implícitos subvencionados por la concesión de préstamos de interés cero otorgados para proyectos de I + D.

Los **gastos de personal** disminuyeron de 51,4% como % de los ingresos en FY16 a 15,5% FY18 debido al proceso de ahorro de costos introducido por la Compañía durante el período. El promedio de empleados disminuyó de #38 en FY16 a #30 en FY18. Sin embargo, el coste promedio por empleado aumentó de 53,6m€ en FY16 a 61,3m€ en FY18.

El proceso de ahorro de costes desarrollado por la Compañía redujo la partida de **OPEX** como % sobre ingresos del 58,2% en FY16 al 17,2% en FY18, impulsado principalmente por la subcontratación en I + D y la subvención de los proyectos.

El **EBITDA** de la Compañía aumentó de (1,5)M€ en FY16 a 2M€ en FY18 principalmente impulsado por el aumento de ingresos y el proceso de ahorro de costes. En FY18, el EBITDA representó 16,8% como % de los ingresos.

La principal partida por debajo de EBITDA es **D&A** fue de (1,2)M€ en FY18, que comprende principalmente amortización de costos capitalizados en I + D por valor de (945)m€ en FY18.



Resumen ejecutivo | Balance

La Compañía cuenta con préstamos relacionados con proyectos de I+D concedidos por las administraciones públicas y entidades de crédito por importe de 3,9M€ y 335m€ respectivamente a dic-18

Balance - AB Biotics

Miles de €	dic-16	dic-17	dic-18
Inmovilizado intangible	7,223	6,290	6,430
Inmovilizado material	341	284	204
Inversiones financieras a LP	525	683	669
Activos fijos	8,090	7,258	7,303
Inventario	333	276	609
Deudores y otras cuentas a cobrar	1,201	2,149	3,724
Proveedores y otras cuentas a pagar	(1,411)	(2,147)	(2,583)
Periodificaciones	(68)	(550)	(131)
Capital Circulante	55	(273)	1,619
Deudas a largo plazo	(3,714)	(3,481)	(3,151)
Deudas a corto plazo	(1,559)	(1,053)	(1,045)
Inversiones financieras a CP	48	24	1,004
Efectivo y otros activos líquidos	2,688	2,430	1,769
Deuda neta	(2,538)	(2,079)	(1,423)
Activos por impuestos diferidos	87	-	652
Pasivos por impuestos diferidos	(127)	(165)	(128)
Provisiones	-	-	(9)
Periodificaciones a LP	-	-	(1,155)
Otros activos y obligaciones	(40)	(165)	(640)
Capital social	629	629	629
Prima de asunción	18,732	18,574	18,586
Reservas legales	4	4	4
Otras reservas	26	26	26
Resultados negativos de ejercicios anteriores	(6,761)	(12,750)	(13,645)
Subvenciones, donaciones y legados	382	496	384
Acciones y participaciones en patrimonio	(1,456)	(1,345)	(309)
Resultado del ejercicio	(5,989)	(895)	1,218
Ajustes por cambio de valor	0	0	(35)
Patrimonio neto	5,567	4,740	6,859
PMP (días)	82	96	74
PMC (días)	33	78	85
PMI (días)	66	25	31

Fuente: Cuentas Anuales

Balance

Los **activos fijos** de la Compañía a dic-18 comprenden (i) activos intangibles, incluidos proyectos de desarrollo relacionados con estudios clínicos por valor de 5,7M€, y patentes, licencias, software y anticipos por valor de 712m€ (ii) activos tangibles por valor de 204m€ relacionados con instalaciones técnicas y maquinaria e (iii) inversiones financieras a largo plazo por valor de 669m€ relacionadas con depósitos y fianzas, garantías, fondos de bonos y fondos de rendimiento.

Las **existencias** de la Compañía se componen principalmente de materias primas y otros aprovisionamientos por valor de 407m€, productos comerciales por valor de 156m€ de euros y anticipos a proveedores por valor de 46m€ a dic-18.

Deudores comerciales a cobrar está compuesto principalmente por (i) clientes por ventas y clientes de empresas del grupo y asociadas por 3,5M€, (ii) acreedores de la administración pública por 152m€ y (iii) personal por 27m€ a dic-18.

Acreedores comerciales a pagar de la Compañía comprenden (i) proveedores a corto plazo por un importe de 1,0M€, (ii) otros acreedores por un importe de 1,3M€, (iii) deudas de la administración pública por un importe de 155M€ y (iv) remuneraciones pendientes del personal por valor de 43m€ a dic-18.

La **deuda neta** de la Compañía comprende (i) préstamos relacionados con proyectos de I + D otorgados por la administración pública por un importe de 3,9M€, (ii) deudas con entidades de crédito por un valor de 335m€, (iii) inversiones financieras a corto plazo por valor de 1,0M€ relacionados con instrumentos de capital, préstamos a empresas y otros activos financieros y (iv) efectivo y equivalentes de efectivo por valor de 1,8M€ a dic-18.

Otros activos y obligaciones comprenden principalmente las periodificaciones a largo plazo relacionadas con el acuerdo de licencia de distribución exclusiva con Kaneka y los impuestos diferidos de la Compañía.

El **Patrimonio** de la Compañía comprende principalmente capital social (i) 629m€ (12.588.259 acciones por valor de 0,05€ por acción), (ii) prima de emisión por valor de 18,6M€ , (iii) reservas por valor de 30m€, (iv) Las subvenciones recibidas ascienden a 384m€ y (v) acciones propias que ascienden a (309)m€ a dic-18.

Resumen ejecutivo | Current trading

Cuenta de resultados - AB Biotics

Miles de €	FY17	FY18	YTD18	YTD19	Var. % FY17 - FY18	Var. % YTD18 - YTD19
INCEN	7.208	11.892	1.770	2.702	65,0%	52,6%
Trabajos realizados para su activo	512	701	157	261	37,0%	66,6%
COGS	(4.014)	(7.280)	(1.122)	(1.519)	81,4%	35,4%
Margen bruto	3.706	5.314	805	1.443	43,4%	79,3%
Otros ingresos operativos	259	633	140	82	144,7%	(41,7%)
Gastos de personal	(1.674)	(1.839)	(351)	(512)	9,9%	45,8%
OPEX	(1.811)	(2.046)	(473)	(558)	13,0%	18,1%
Bad debt	(267)	(99)	(95)	8	(62,9%)	(108,4%)
Otros resultados	0	39	33	34	22779,1%	1,9%
EBITDA	212	2.002	60	497	842,3%	730,8%
D&A	(1.137)	(1.190)	(281)	(310)	4,7%	10,3%
Enajenación de activos fijos	216	1	-	(2)	(99,8%)	n.a.
EBIT	(708)	812	(221)	186	(214,7%)	(184,0%)
Ingresos financieros	20	8	1	2	(61,5%)	250,3%
Gastos financieros	(236)	(243)	(67)	(22)	2,8%	(66,8%)
EBT	(924)	577	(287)	165	(162,5%)	(157,6%)
IS	29	641	-	(42)	2082,1%	n.a.
Resultado neto	(895)	1.218	(287)	124	(236,1%)	(143,1%)
Como % de ingresos						
Margen bruto	51,4%	44,7%	45,5%	53,4%	-6,73p.p.	
Otros ingresos operativos	3,6%	5,3%	7,9%	3,0%	1,73p.p.	
Gastos de personal	(23,2%)	(15,5%)	(19,8%)	(18,9%)	7,76p.p.	
OPEX	(25,1%)	(17,2%)	(26,7%)	(20,7%)	7,93p.p.	
Bad debt	(3,7%)	(0,8%)	(5,4%)	0,3%	2,87p.p.	
EBITDA	2,9%	16,8%	3,4%	18,4%	13,89p.p.	

Fuente: Cuentas anuales

Balance - AB Biotics

Miles de €	dic-16	dic-17	dic-18	Mar-19
Inmovilizado intangible	7.223	6.290	6.430	6.516
Inmovilizado material	341	284	204	194
Inversiones financieras a LP	525	683	669	669
Activos fijos	8.090	7.258	7.303	7.379
Inventario	333	276	609	1.069
Deudores y otras cuentas a cobrar	1.201	2.149	3.724	2.706
Proveedores y otras cuentas a pagar	(1.411)	(2.147)	(2.583)	(2.685)
Periodificaciones	(68)	(550)	(131)	(107)
Capital Circulante	55	(273)	1.619	983
Deudas a largo plazo	(3.714)	(3.481)	(3.151)	(2.705)
Deudas a corto plazo	(1.559)	(1.053)	(1.045)	(1.078)
Inversiones financieras a CP	48	24	1.004	-
Efectivo y otros activos líquidos	2.688	2.430	1.769	2.208
Deuda neta	(2.538)	(2.079)	(1.423)	(611)
Activos por impuestos diferidos	87	-	652	604
Pasivos por impuesto diferido	(127)	(165)	(128)	(120)
Provisiones	-	-	(9)	(12)
Periodificaciones a LP	-	-	(1.155)	(1.099)
Otros activos y obligaciones	(40)	(165)	(640)	(627)
Capital social	629	629	629	629
Prima de asunción	18.732	18.574	18.586	18.586
Reservas legales	4	4	4	126
Otras reservas	26	26	26	26
Resultados negativos de ejercicios anteriores	(6.761)	(12.750)	(13.645)	(12.548)
Subvenciones, donaciones y legados	382	496	384	360
Acciones y participaciones en patrimonio	(1.456)	(1.345)	(309)	(164)
Resultado del ejercicio	(5.989)	(895)	1.218	124
Ajustes por cambio de valor	0	0	(35)	(14)
Patrimonio neto	5.567	4.740	6.859	7.125
PMP (días)	82	96	74	147
PMC (días)	33	78	85	108
PMI (días)	66	25	31	32

Fuente: Cuentas Anuales



Resumen ejecutivo | Cash flow

Durante FY16 y FY18, el principal movimiento de cash flow de la Compañía está relacionado con los ingresos, capital circulante, inversión en CAPEX y deuda financiera

Cash Flow FY16-FY18 - Proyecto AB

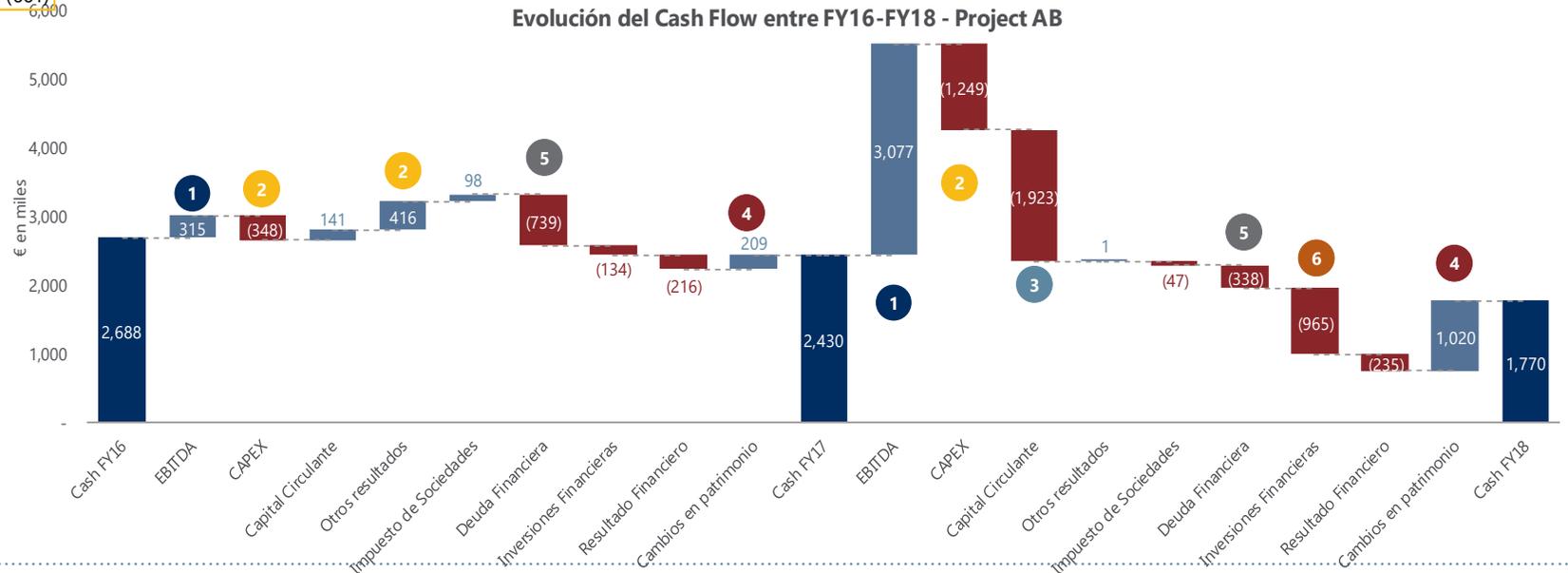
Miles de €	FY17	FY18
EBITDA caja	315	3.077
CAPEX	(348)	(1.250)
Capital Circulante	141	(1.923)
Otros resultados	416	1
Impuestos	97	(47)
Cash Flow operacional	622	(143)
Deuda financiera	(739)	(338)
Inversiones financieras	(134)	(965)
Resultados financieros	(216)	(235)
Cash Flow financiero	(467)	(1.681)
Cambios de patrimonio	209	1.020
Cash Flow total	(258)	(661)
Efectivo inicial	2.688	2.430
Efectivo final	2.430	1.769
Variación de Efectivo	(258)	(661)

Fuente: Cuentas anuales auditadas

Cash flow

- 1 Durante FY18, los ingresos de efectivo de la Compañía crecieron principalmente por la expansión en los mercados de Asia y LATAM y las periodificaciones a largo plazo del acuerdo firmado con Kaneka por importe de 1,2M€.
- 2 El CAPEX de la Compañía está principalmente relacionado con trabajos de I+D. Adicionalmente, durante FY17 la Compañía vendió el Desarrollo de un producto al Grupo Frutaron por valor de 416m€.
- 3 La variación del Capital Circulante disminuye durante FY18 debido principalmente al aumento del PMC y PMP (de 78 a 85 días y de 25 a 31 días respectivamente).
- 4 El aumento del patrimonio está relacionado con las subvenciones recibidas para proyectos de I+D.
- 5 El movimiento de la deuda financiera está relacionado con el pago de las deudas y la devolución de garantías durante FY17.
- 6 Las inversiones financieras están relacionadas principalmente con las inversiones a CP y fondos de inversión.

La proporción estimada de FCL / EBITDA para la Compañía asciende a un promedio de c.72% a lo largo de toda la proyección, este valor se encuentra en línea con los índices estimados de Biogaia y Probi. Ver apartado de flujo de caja descontado para más detalle.



Resumen ejecutivo

Recomendaciones

Observaciones

Recomendaciones

Valoración

Opciones de valoración de acuerdo con el artículo del RD 1066/2007

€	DCF	Múltiplos de mercado amplios	Múltiplos de mercado reducido	Transacciones recientes	Precio promedio de las acciones	Última transacción
VE/EBITDA	26.98	17.98	22.90	16.34	27.78	24.92
EBITDA	2,002,243	2,002,243	2,002,243	2,002,243	2,002,243	2,002,243
Valor de la Compañía	54,010,866	36,005,335	45,851,365	32,718,252	55,619,554	49,887,436
Ajuste de tamaño/liquidez	n/a	5.50%	5.50%	5.50%	n/a	n/a
Valor ajustado	54,010,866	34,025,041	43,329,540	30,918,749	55,619,554	49,887,436
Deuda neta	(1,422,639)	(1,422,639)	(1,422,639)	(1,422,639)	(1,422,639)	(1,422,639)
Valor del patrimonio	52,588,227	32,602,402	41,906,901	29,496,110	54,196,915	48,464,797
Número de acciones	12,588,259	12,588,259	12,588,259	12,588,259	12,588,259	12,588,259
Precio por acción	4.18	2.59	3.33	2.34	4.305	3.85

Fuente: Análisis de Crowe, Cuentas anuales auditadas, Infront analytics y Yahoo finance

- Dado que el propósito de la valoración es determinar un precio razonable para la OPA de exclusión que el Cliente planea promover sobre las acciones de AB-Biotics y considerando que el propósito final del Cliente es promover la exclusión de cotización de la Compañía, de acuerdo con los asesores legales de la Compañía, se debe tener en cuenta el Real Decreto 1066/2007 que establece las normas que rigen la determinación del valor razonable y el régimen de exclusión de las ofertas públicas de adquisición en España.
- La ley establece varios métodos de valoración que se utilizarán para determinar el valor razonable de la acción y el precio de exclusión en una en este tipo de procedimientos. El precio ofrecido en la OPA no debe ser inferior en ningún caso al valor más alto obtenido al aplicar estos métodos.
- Considerando que el precio de la acción aumentó significativamente durante los últimos meses, el valor más alto obtenido considerando todos los métodos de valoración establecidos en los artículos 9 y 10.5 del Real Decreto 1066/2007 es el precio promedio de las acciones de los últimos 6 meses con un precio por acción de 4,305€ a 9 de julio de 2019.
- En este sentido, el valor más alto entre todos los parámetros mencionados anteriormente sería el correspondiente al "Precio de la Acción Promedio" (es decir, el precio por acción que asciende a 4,305€).
- Sobre esta base, y para evitar cualquier duda sobre el valor, llegamos a la conclusión de que el valor de exclusión para el escenario analizado no debe ser inferior al parámetro más alto identificado aquí ("Precio de acción promedio"), es decir, el precio por acción que asciende a 4,305 € ".

Descuento de flujo de caja

- El DCF es el método más completo para calcular el precio por acción, dado que considera el crecimiento futuro del Target y toma en consideración los diferentes inputs contenidos en el WACC y los ajustes de tamaño y liquidez
- El método de flujo de caja descontado implica un valor de capital de 52,588m€ con un precio por acción de 4,18€. Este valor es inferior al de otros analistas en la industria, como GVC Gaesco o Researchfy. La diferencia se debe principalmente al aumento proyectado de los ingresos que hemos estimado aplicando el porcentaje de aumento de GVC Gaesco y la Dirección sobre las cifras reales de 2018. Por favor, consulte la sección de *Descuento de flujo de caja* para mayor detalle.



Resumen ejecutivo

Recomendaciones

Observaciones

Recomendaciones

Múltiplos

- Uno de los métodos generalmente aceptados para la determinación del valor razonable son los múltiplos de empresas cotizadas similares y las transacciones recientes.
- El precio por acción de los múltiplos de mercado oscila entre 2,59€ y 3,33€ dependiendo de si aplicamos una muestra más amplia de compañías o una reducida, considerando solo las compañías más similares (Probi, Biogai, Biosearch y CHR Hansen). Es importante tener en cuenta que el Target no cuenta con competidores claros y que algunas de las compañías de la misma industria pueden tener diferentes ratios financieros.
- Consideramos que este método podría utilizarse para fines de contraste, pero no tenemos en cuenta el crecimiento potencial del Target en comparación con las compañías similares.
- En el caso de transacciones recientes, el precio por acción obtenido es de 2,34€ después de considerar el ajuste de tamaño / liquidez, que es más bajo que los múltiplos de mercado. Consideramos que este método podría utilizarse para fines de contraste, pero no tenemos en cuenta el crecimiento potencial de Target en comparación con las transacciones recientes en la industria y no ofrece una amplia muestra de empresas similares.

Precios acción previos de adquisición

- Tener en cuenta que Kaneka adquirió a partir del 18 de marzo el 26,9% de la Compañía a un precio de 3,25€ por acción y al 13 de junio realizó otra adquisición a un precio de 3,85€ . Según el RD 1066/2007, el precio ofrecido no debe ser inferior a esta última transacción.

Alianza con Kaneka

- De acuerdo a informes anuales de la Compañía, Kaneka firmó un acuerdo de licencia con AB-Biotics que otorga a Kaneka un derecho exclusivo de producción, fermentación y distribución de los productos de AB- Biotics en Norte América (EEUU y Canadá) y Japón.
- El acuerdo inicial entre ambas compañías cuenta con una duración de 7 años y con este acuerdo Kaneka espera desarrollar y lanzar nuevos productos diferenciados. El objetivo de Kaneka es alcanzar los 90M\$ en 2022.
- Por otra parte, el potencial crecimiento de Kaneka en Norte América y Japón no será significativo hasta 2020.
- En el medio plazo, Kaneka ha expresado que se espera un fuerte crecimiento en el negocio de los suplementos alimenticios, La compañía japonesa cuenta con una inversión objetivo por importe de 1.630M€ incluyendo operaciones de M&A siendo el mercado estadounidense un mercado importante para el Grupo.
- Las principales estrategias de Kaneka/ AB-Biotics son las siguientes:

América

- Crear y expandir nuevos negocios en la industria de la salud.
- Orientación a fusiones y adquisiciones e innovaciones abiertas.
- Fortalecer aún más la producción y ventas en las empresas existentes.

Europa

- Ampliar la capacidad de producción y el crecimiento inorgánico.
- Expandir activamente el negocio de soluciones en nuevos negocios y campos.

Asia

- Maximizar los rendimientos de los gastos de capital a gran escala.
- Expansión agresiva de las ventas en los mercados de China, ASEAN e India.
- Expandir el negocio de la salud.

Agenda

Section

1.	Acerca de Crowe	4
2.	Alcance y limitaciones	10
3.	Resumen ejecutivo	12
4.	Visión general	19
5.	Metodología	24
6.	Múltiplos de mercado	27
7.	Transacciones recientes	29
8.	Precio medio por acción	31
9.	Descuento de flujos	33
10.	Valoración	42

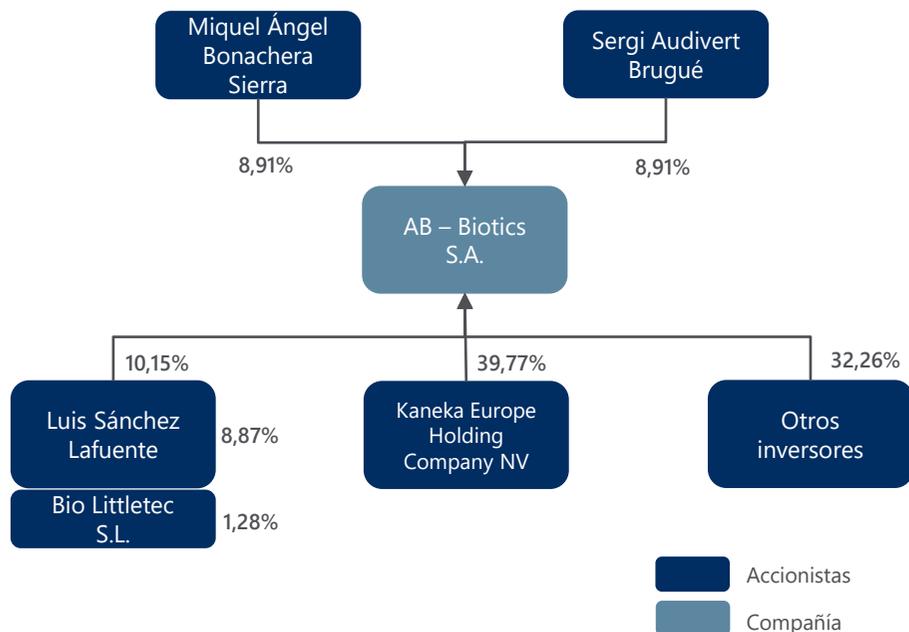
Appendices

A.	Apéndices	45
----	-----------	----



Visión general | La Compañía

AB-Biotics, S.A. es una Compañía en constante crecimiento con un valor de ingresos de 11.892m€ y con un crecimiento del EBITDA de un 842,3% entre FY17 y FY18



	FY16	FY17	FY18	1T19	FY19F
Ingresos (m€)	3.961	7.208	11.892	2.702	14.181
Deuda Neta (m€)	2.538	2.079	1.423	611	n/a
FTE (#)	38	35	30	37	n/a
EBITDA (m€)	(1.454)	212	2.002	497	2.620

Fuente: Cuentas anuales

Breve historia de la Compañía

AB-Biotics, S.A. se fundó en abril de 2004 como spin-off de la Universidad Autónoma de Barcelona. La Compañía está especializada en la investigación, el desarrollo, la innovación y la producción de soluciones biotecnológicas que mejoran la salud y el bienestar de las personas.

La Compañía está dividida en tres áreas de negocios principales (i) AB - Bióticos, ingredientes funcionales, dedicados al desarrollo de probióticos y nutracéuticos, (ii) AB - Genotipificación, dedicado a los análisis genéticos para la preparación de estudios de farmacogenética y (iii) AB-Biotics I+D outsourcing, un área de consultoría a cargo de la gestión integral de proyectos de investigación para la industria alimentaria y farmacéutica.

En la actualidad, la Compañía es una empresa líder en biotecnología, con presencia internacional en todo el mundo. La sede de la empresa se encuentra en Esade-Creápolis, Barcelona.

Los principales accionistas de la Compañía son (i) Miquel Ángel Bonachera Sierra con un 8,91%, (ii) Sergi Audivert Bruqué con un 8,91%, (iii) Luis Sánchez Lafuente con 10,15% (8,87% directamente y 1,28% a través de BioLittletec, SL) y (iv) desde junio de 2018, Kaneka Europe Holding Company NV con un 39,77%. Como resultado, Kaneka Holding se ha convertido en el principal accionista de AB-Biotics.

La Compañía creció significativamente durante los últimos años hasta un ingreso total de 11,9M€ durante 2018 con un EBITDA de 2M€ que representa una variación del 65,0% en comparación con los ingresos de 2017 (7,2M€). La Compañía firmó más de 80 acuerdos de licencia con diferentes compañías farmacéuticas y de complementos alimenticios en todo el mundo, la mayoría durante los últimos 4 años.

La Compañía aspira a establecer soluciones de vanguardia mediante el desarrollo de moduladores de microbiomas para mejorar la salud de las personas y prevenir enfermedades.

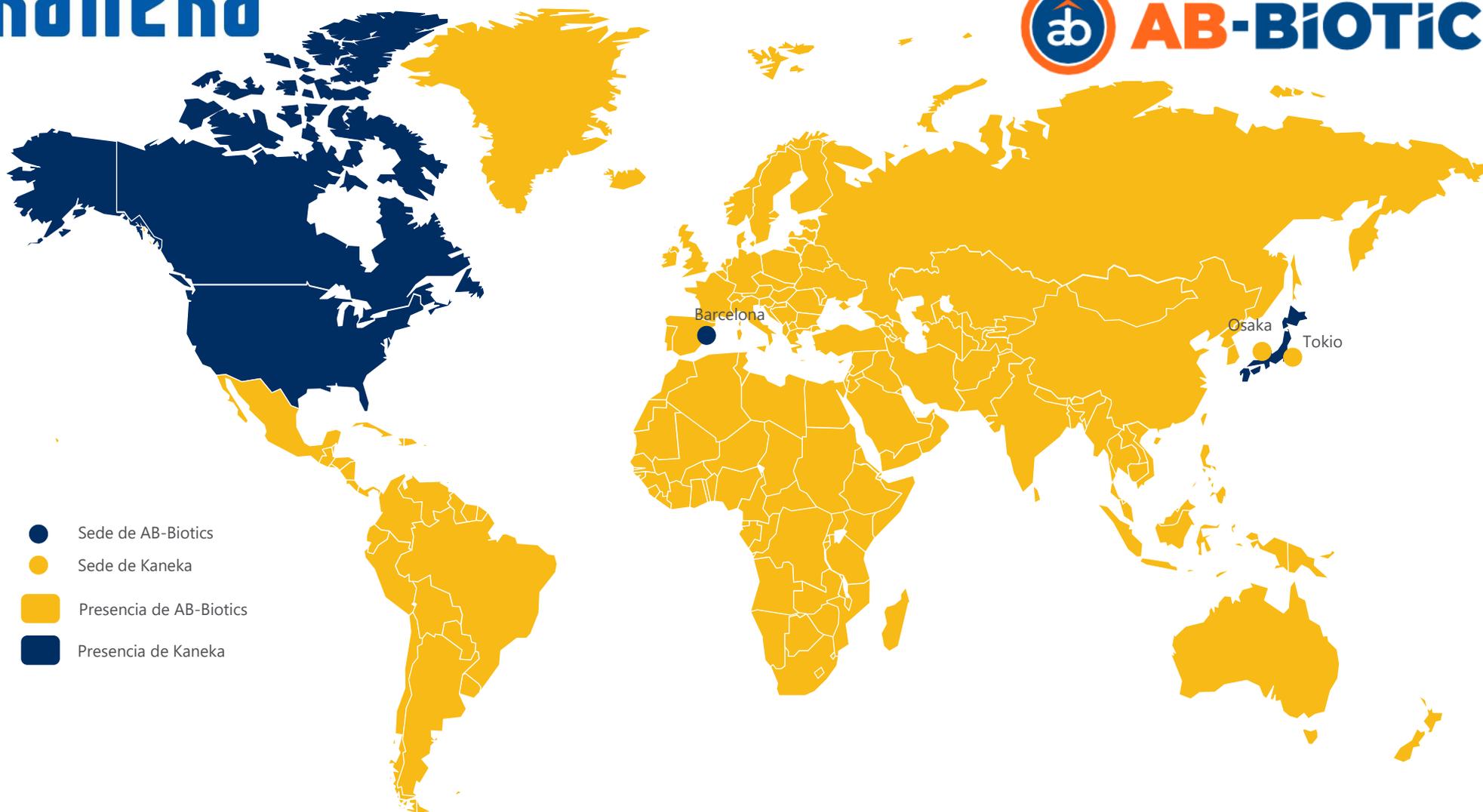
La Compañía cuenta con un equipo de profesionales altamente cualificados en una variedad de campos.



Visión general | Presencia global

La sede de AB-Biotics, S.A. se localiza en Barcelona, y cuenta con presencia en los cinco continentes, mientras que la sede de Kaneka Holding Inc. se encuentra en Tokio y tiene presencia principalmente en Japón y Norteamérica

KANEKA



- Sede de AB-Biotics
- Sede de Kaneka
- Presencia de AB-Biotics
- Presencia de Kaneka

Visión general | La Compañía



Fuente: GVC Gaesco y Researchfy



Visión general | Historia

AB-Biotics, S.A. fue fundada en 2004 como spin-off de la Universidad Autónoma de Barcelona. En 2018 Kaneka Holding Inc. Entró como accionista de la Compañía y creció en los mercados de EEUU, Canadá y Japón



Agenda

Section

1.	Acerca de Crowe	4
2.	Alcance y limitaciones	10
3.	Resumen ejecutivo	12
4.	Visión general	19
5.	Metodología	24
6.	Múltiplos de mercado	27
7.	Transacciones recientes	29
8.	Precio medio por acción	31
9.	Descuento de flujos	33
10.	Valoración	42

Appendices

A.	Apéndices	45
----	-----------	----



Metodología

Hemos realizado distintos procesos de valoración basados en los métodos establecidos en la RD 1066/2007 incluyendo Descuento de flujo de caja y múltiplos de compañías similares

Valoración

- El alcance de la propuesta es la determinación del valor de mercado del 100% de la sociedad cotizada AB-Biotics, S.A. en la fecha fijada por el cliente para cuantificar las expectativas futuras de generación de riqueza estimadas.
- Basándonos en métodos de valoración estándar, el método que se debe aplicar es el valor de mercado o "fair market value".
- El "fair market value" es definido como el precio más alto posible en el libre mercado sin restricciones entre partes interesadas y debidamente informadas, en condiciones de libre mercado y bajo ninguna coerción expresada en términos de moneda o valor monetario.
- No confundir valor con precio. Mientras que el valor es beneficio potencial en relación con la expectativa de creación de riqueza, el precio es el coste de adquisición y está determinado en la negociación entre el comprador y el vendedor bajo ciertas circunstancias.

Metodología

- Dado que el propósito de la valoración es determinar el precio justo para la OPA de exclusión que el Cliente está planeando realizar sobre las acciones de AB-Biotics, debemos tener en cuenta las reglas específicas especificadas en el Real Decreto 1066/2007 que rige el régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición en España.
- De conformidad con el artículo 10 del Real Decreto 1066/2007, la exclusión de cotización se realizará tras la aprobación de la junta general ordinaria de accionistas de la oferta de adquisición, dirigida a los accionistas que no votaron a favor de dicha exclusión.
- El artículo 10.5 del RD 1066/2007 establece que un informe de valoración debe ser presentado por la compañía que realiza la oferta pública de adquisición a los accionistas para justificar el precio ofrecido.
- Este informe debe incluir una justificación racional de la valoración realizada y el precio ofrecido en base a los siguientes métodos de valoración:

- 1) **Valor Neto Contable:** este es el valor resultante de dividir el capital de la Compañía entre el número total de acciones. No consideramos que este método sea representativo ya que no considera al Target como una compañía en operación pero utiliza un enfoque estático.
- 2) **Valor de liquidación:** Este es el valor resultante de añadir al capital del Target la estimación de la liquidación de los activos y pasivos. No consideramos representativo este método ya que se centra en compañías que van a ser liquidadas después de la adquisición y el precio resultante será significativamente inferior que el obtenido a través de otros métodos.
- 3) **Precio promedio ponderado de las acciones durante el anterior semestre:** Este es el valor resultante del precio promedio de las acciones durante los últimos 6 meses anteriores a la adquisición. El valor resultante de este método es generalmente más bajo que los obtenidos a través de otros métodos. Sin embargo, en el caso del Target, el precio de la acción ha aumentado significativamente durante los últimos 6 meses (c.64,1% durante los últimos 6 meses a la fecha de este informe) y este valor podría ser similar a una valoración obtenida utilizando otros métodos
- 4) **Ofertas previas:** En el caso de que se hayan realizado otras transacciones entre el comprador y el vendedor durante los últimos 12 meses, la oferta de la OPA de exclusión no debe ser inferior a la mayor de estas transacciones. En el caso del Target, no se promovió ninguna oferta pública de adquisición en los últimos 12 meses. Sin embargo, Kaneka adquirió el 18 de marzo el 26,9% de la Compañía a un precio de 3,25€ por acción y el 13 de junio realizó otra adquisición a un precio de 3,85€.
- 5) **Otros métodos de valoración:** el Real Decreto 1066/2007 establece métodos adicionales generalmente aceptados que deben ser utilizados para fines de valoración, tales como:
 - i. **Flujos de caja descontados:** Dado que no se nos proporcionó acceso a la dirección del Target, proyectamos los estados financieros basados en informes de la industria.



Metodología

El precio de la OPA no se debe ser inferior a la valoración obtenido de entre todos los métodos establecidos por los artículos 9 y 10 del Real Decreto 1066/2007

Metodología (cont.)

- ii. **Múltiplos de compañías similares:** Utilizamos múltiplos de empresas similares de la industria que coticen en mercados. Dado que las compañías encontradas cuentan con diferentes tamaños, hemos ajustado los múltiplos basados en tamaño.
 - iii. **Transacciones recientes de la industria:** Llevamos a cabo una investigación para encontrar transacciones recientes en la industria para contrastar los múltiplos encontrados con el anterior criterio.
- Además, de acuerdo con el artículo 9 del Real Decreto 1066/2007, la oferta pública de adquisición no debe ser inferior a ninguna oferta previa promovida durante los últimos 12 meses entre la oferta pública de adquisición y cualquier otro accionista afectado por el proceso de exclusión.
 - El precio ofrecido no debe ser inferior al precio más alto resultante de la metodología establecida en el artículo 10 del Real Decreto 1066/2007 y el precio justo establecido en el artículo 9 del Real Decreto 1066/2007.
 - Es importante comprender que una correcta valoración juega un papel clave en muchas áreas para comprender con precisión tanto el valor de un activo como qué impulsa dicho valor, y de esta manera tomar decisiones comerciales efectivas.
 - Sin embargo, la evaluación implica necesariamente un cierto grado de subjetividad. El valor está influenciado por una variedad de factores, tales como: (i) Ideas preconcebidas y sesgo del propietario del activo, (ii) la comprensión de la valorador del mercado, (iii) la metodología utilizada y (iv) la complejidad del negocio subyacente.
 - Creemos que las suposiciones contenidas en este informe son apropiadas, no son optimistas o innecesariamente pesimistas y poseen una base de argumentación sólida que proporciona un fuerte punto de referencia para comprender la base de las suposiciones.

Metodología (cont.)

- El valor de mercado del 100% de las acciones de AB-Biotics es el resultado de los valores siguientes:
 - (+) Valoración del negocio
 - (+/-) Deuda neta
 - (-) Deuda a LP y CP con terceras partes a 31 de diciembre de 2018.
 - (+) Inversiones financieras a LP y CP a 31 de diciembre de 2018.
 - (+) Tesorería a 31 de diciembre de 2018.

Agenda

Section

1.	Acerca de Crowe	4
2.	Alcance y limitaciones	10
3.	Resumen ejecutivo	12
4.	Visión general	19
5.	Metodología	24
6.	Múltiplos de mercado	27
7.	Transacciones recientes	29
8.	Precio medio por acción	31
9.	Descuento de flujos	33
10.	Valoración	42

Appendices

A.	Apéndices	45
----	-----------	----

Múltiplos de mercado

Las compañías de la industria más similares a nivel internacional tienen un ratio promedio VE/EBITDA DE 22,9x

Sociedades cotizadas de la industria

- Hemos realizado una investigación de compañías cotizadas de la industria para obtener un rango de múltiplos que podrían ser aplicables al Target. La mayoría de las compañías seleccionadas cuentan con un EBITDA y capitalización de mercado significativamente más altos que la Compañía Target. Sin embargo, aplicaremos un ajuste para compensar las desviaciones potenciales que se puedan generar. Hemos excluido del calculo las compañías con EBITDA negativo ya que la Compañía Target cuenta con un EBITDA positivo.
- El desglose de las compañías de la industria escogidas es el siguiente:

Compañías cotizadas de la industria

€ estimado	Capitalización bursátil	País	Beta	EBITDA (USD)	VE/EBITDA	ROCE
Amgen Inc	95.660.013.408	USA	0,93	10.958.140.680	9,3	18,32%
CHR Hansen	12.972.045.100	DNK	0,98	342.944.256	29,0	15,52%
BioGaia AB	695.712.436	SWE	1,36	19.660.009	27,1	38,78%
Biosearch S.A.	72.768.484	SPA	1,86	5.776.450	12,7	15,23%
Celgene Corporation	59.716.954.744	USA	1,24	6.867.815.960	10,4	20,95%
Emergent BioSolutions Inc	2.058.558.620	USA	1,43	150.752.579	17,7	3,28%
Exelixis Inc	5.362.969.420	USA	1,10	369.897.531	12,6	61,19%
Probi AB	360.805.936	SWE	0,83	15.338.144	23,1	7,61%
Regeneron Pharmaceuticals, Inc	28.824.286.100	USA	1,03	2.330.949.240	11,6	27,21%
Repligen Corporation	3.215.102.400	USA	1,10	42.609.038	73,5	n/a

Hay que tener en cuenta que el ROCE del Target asciende a 12,19% en comparación con el 19,3% de media de las compañías más similares.

Valores extremos excluidos del cálculo

Fuente: Infront analytics, Yahoo Finance y Bloomberg

Empresas más similares

Mediana	15,1	18,3%
Promedio sin valores extremos	18,0	23,7%
Promedio de las sociedades similares	22,9	19,3%

- Hay que tener en cuenta que la capitalización de mercado incluida fue la de la fecha del informe y el EBITDA incluido se calculó a la fecha del informe de los últimos doce meses.
- Obtuvimos un VE / EBITDA promedio de 18,0x y una mediana de 15,1x. Importante tener en cuenta que en el caso del promedio excluimos los valores extremos del cálculo.
- Si se tiene en cuenta las empresas consideradas más similares, el promedio de VE / EBITDA sería de 22,9x.
- Contrastamos estos resultados con los múltiplos proporcionados por Damodaran en enero de 2019 en el sector de Medicamentos (Biotecnología) que ascendieron a 13,4x en el mercado global, 12,8x en Europa y 12,0x en Estados Unidos. *Por favor, consulte los apéndices para más detalles.*
- Es importante destacar que los productos del Target están científicamente bien diferenciados de los de sus competidores, por lo tanto, la competencia no se basa en mismo principio activo, sino de los mismos conceptos terapéuticos. Las empresas similares seleccionadas en este informe no tienen exactamente los mismos productos que la empresa Target.

Agenda

Section

1.	Acerca de Crowe	4
2.	Alcance y limitaciones	10
3.	Resumen ejecutivo	12
4.	Visión general	19
5.	Metodología	24
6.	Múltiplos de mercado	27
7.	Transacciones recientes	29
8.	Precio medio por acción	31
9.	Descuento de flujos	33
10.	Valoración	42

Appendices

A.	Apéndices	45
----	-----------	----



Transacciones recientes

El valor medio y la mediana del ratio VE/EBITDA de las transacciones más recientes a nivel internacional son 16,3x y 13,2x respectivamente excluyendo valores extremos

Transacciones recientes de la Industria

- Se ha realizado una búsqueda en base de datos sobre las transacciones más recientes en la industria Biotecnológica (Código CNAE 7211 y Código US SIC 8731) con los siguientes resultados:

Transacciones recientes en la Industria

Fecha anunciada	Fecha efectiva	Empresa target	Empresa adquirente	VE/EBITDA
29/10/2018	14/02/2019	Karo Pharma AB	Karo Intressenter AB	13,79
29/06/2018	29/06/2018	ADM	Probiotics International Limited	16,20
30/06/2017	30/06/2017	CCSTEAM Srl	Tech-Value SpA	6,18
31/05/2017	08/06/2017	Oxford Gene Technology IP Ltd	Sysmex Corp	26,67
03/06/2016	15/09/2016	Source BioScience PLC	Sherwood Holdings Ltd	12,35
06/06/2016	06/06/2016	Nutraceutix	Probi AB	12,70

Fuente: Thomson Reuters

Mediana	13,2
Promedio sin valores extremos	16,3

Valores extremos excluidos del cálculo

- Todas las transacciones fueron realizadas en el mismo sector que el Target entre el 2016 y 2019. Consideramos necesario la omisión en el cálculo los valores extremos, en este caso, sería solo la adquisición de CCSTeam Srl por parte de Tech-Value SpA debido a su significativo menor valor.
- El promedio sin valores extremos y la mediana del ratio VE/EBITDA cuenta con un valor de 16,3x y 13,2x respectivamente, valores menores a los múltiplos del mercado (18,0x y 15,1x) y menor también a los múltiplos de la mayoría de empresas similares (22,9x).
- Todas las transacciones han sido realizadas en el sector del Target "Investigación y desarrollo experimental en biotecnología" y "Investigación comercial física y biológica".
- Según un análisis de expertos, la industria está creciendo y el mercado tiende a consolidarse debido al aumento de la competencia que llevará a un aumento en los costes (CAPEX, I + D, etc.) y podría disminuir los múltiplos pagados por este tipo de empresas en el futuro. La Compañía podría necesitar invertir en competitividad para nuevos productos, nichos de mercado y posibles adquisiciones.
- La industria tiene márgenes relevantes y atrae un creciente número de *players*, lo que hará disminuir la rentabilidad y la valoración intrínseca de las empresas.
- Durante los últimos años, se realizaron transacciones adicionales cuyos datos no se hicieron públicos, como la adquisición de **Life-Space Group (LSG)** por **By-Health Co Ltd** en 2018, la adquisición de **Ganeden por Kerry Group** en 2017 y la adquisición de **BioCare Copenhagen A / S por Royal DSM** durante 2017.

Agenda

Section

1.	Acerca de Crowe	4
2.	Alcance y limitaciones	10
3.	Resumen ejecutivo	12
4.	Visión general	19
5.	Metodología	24
6.	Múltiplos de mercado	27
7.	Transacciones recientes	29
8.	Precio medio por acción	31
9.	Descuento de flujos	33
10.	Valoración	42

Appendices

A.	Apéndices	45
----	-----------	----



Precio medio por acción

El precio medio de una acción durante los últimos seis meses (hasta el 9 de julio de 2019) asciende a 4,305€ por acción

Precio promedio por acción durante los últimos 6 y 12 meses

Últimos doce y seis meses, cotización diaria- AB-Biotics

€	Apertura	Máximo	Mínimo	Cierre	Promedio diario
Promedio (U12M)	3.77	3.82	3.71	3.77	3.77
Promedio (U6M)	4.30	4.38	4.23	4.31	4.305

Fuente: Yahoo finance

- De acuerdo con el artículo 10 del Real Decreto 1066/2007, este es el valor resultante del precio promedio de las acciones durante los últimos 6 meses anteriores a la adquisición. El valor resultante de este método es generalmente más bajo que los obtenidos a través de la aplicación de otros métodos. Sin embargo, en el caso del Target, el precio de la acción ha aumentado significativamente durante los últimos seis meses (c. 64,1% en los últimos 6 meses a la fecha de este informe) y este valor podría ser similar a una valoración utilizando otros métodos. *Consulte los apéndices para obtener más detalles sobre el precio diario de las acciones.*
- El precio de la acción fluctuó entre un precio promedio de 3,24€ y 6,10€ por acción, con un promedio de 4,305€ durante los últimos 6 meses al 9 de julio de 2019.
- Tener en cuenta que el MaB no es un mercado de alta liquidez y que las pequeñas operaciones diarias podrían afectar significativamente el precio de la acción, que es la razón de la diferencia entre este y otros métodos aceptados que podrían reflejar mejor la valoración del Target. Durante los últimos 6 meses, el día con el mayor volumen de transacciones fue el 13 de junio con 267.394 (debido a la adquisición adicional del 2% por parte de Kaneka) pero con un promedio diario de 10.496 transacciones. *Consulte los apéndices para obtener más información sobre el volumen de operaciones diario.*

Cotización diaria últimos 6 meses- AB-Biotics

Concepto	Apertura	Máximo	Mínimo	Cierre	Volumen	Promedio diario
Media (Últimos 6M)	4.30	4.38	4.23	4.31	10,496	4.305
Max. (Últimos 6M)	5.70	6.10	5.60	5.70	267,394	5.70
Min. (Últimos 6M)	3.24	3.30	3.24	3.30	-	3.27

Fuente: Yahoo finance

Agenda

Section

1.	Acerca de Crowe	4
2.	Alcance y limitaciones	10
3.	Resumen ejecutivo	12
4.	Visión general	19
5.	Metodología	24
6.	Múltiplos de mercado	27
7.	Transacciones recientes	29
8.	Precio medio por acción	31
9.	Descuento de flujos	33
10.	Valoración	42

Appendices

A.	Apéndices	45
----	-----------	----



Flujo de caja descontado | Negocio actual

Los ingresos y el EBITDA en YTD19 (Mar-19) aumentaron un 52,6% y un 730,8% respectivamente en comparación con YTD18

Cuenta de resultados - AB Biotics

Miles de €	FY17	FY18	YTD18	YTD19	Var. % FY17 - FY18	Var. % YTD18 - YTD19
INCN	7.208	11.892	1.770	2.702	65,0%	52,6%
Trabajos realizados para su activo	512	701	157	261	37,0%	66,6%
COGS	(4.014)	(7.280)	(1.122)	(1.519)	81,4%	35,4%
Margen bruto	3.706	5.314	805	1.443	43,4%	79,3%
Otros ingresos operativos	259	633	140	82	144,7%	(41,7%)
Gastos de personal	(1.674)	(1.839)	(351)	(512)	9,9%	45,8%
OPEX	(1.811)	(2.046)	(473)	(558)	13,0%	18,1%
Bad debt	(267)	(99)	(95)	8	(62,9%)	(108,4%)
Otros resultados	0	39	33	34	22779,1%	1,9%
EBITDA	212	2.002	60	497	842,3%	730,8%
D&A	(1.137)	(1.190)	(281)	(310)	4,7%	10,3%
Enajenación de activos fijos	216	1	-	(2)	(99,8%)	n.a.
EBIT	(708)	812	(221)	186	(214,7%)	(184,0%)
Ingresos financieros	20	8	1	2	(61,5%)	250,3%
Gastos financieros	(236)	(243)	(67)	(22)	2,8%	(66,8%)
EBT	(924)	577	(287)	165	(162,5%)	(157,6%)
IS	29	641	-	(42)	2082,1%	n.a.
Resultado neto	(895)	1.218	(287)	124	(236,1%)	(143,1%)
Como % de ingresos						
Margen bruto	51,4%	44,7%	45,5%	53,4%	-6,73p.p.	
Otros ingresos operativos	3,6%	5,3%	7,9%	3,0%	1,73p.p.	
Gastos de personal	(23,2%)	(15,5%)	(19,8%)	(18,9%)	7,76p.p.	
OPEX	(25,1%)	(17,2%)	(26,7%)	(20,7%)	7,93p.p.	
Bad debt	(3,7%)	(0,8%)	(5,4%)	0,3%	2,87p.p.	
EBITDA	2,9%	16,8%	3,4%	18,4%	13,89p.p.	

Fuente: Cuentas anuales

Negocio actual

- Los resultados del 1T19 publicados por la Compañía muestran un aumento significativo en comparación con YTD18, con un aumento de 52,6% en los ingresos y un aumento de 730,8% en el EBITDA.
- Para proyectar los ingresos futuros de la Compañía, hemos considerado que el importe de YTD19 corresponde al 19,1% de los ingresos totales del año, que es el resultado de considerar el promedio de los tres principales competidores (Biogaia, Probi y CHR Hansen) y los porcentajes de YTD18 sobre los ingresos totales de FY18.
- Durante el FY19 estimado (FY19F), consideramos un ratio EBITDA / ingresos que asciende a 18,5%, que está en línea con el índice EBITDA del 1T19.
- De acuerdo con las Cuentas Anuales del 1T19, los primeros resultados del 1T19 se deben principalmente a:
 - Las exportaciones que aumentaron 78% (las ventas nacionales ascendieron a 4% en YTD19 en comparación con el 18% en YTD18), con China como el mercado más importante..
 - La alianza con Kaneka en Japón y Norteamérica está comenzando a tener un efecto en los estados financieros de la Compañía.
 - El área de "ingredientes funcionales" sigue siendo el principal impulsor de los ingresos de la Sociedad, mientras que el área de "Precision Medicine NeuroPharmaGen" sigue siendo una tecnología de alto potencial en la que la Compañía enfoca su estrategia de generar documentación científica sólida.

Flujo de Caja Descontado | Proyecciones (1 de 3)

El EBITDA proyectado del Target podría aumentar en un 39,5% de CAGR hasta el FY22 según los estados financieros de 2018, estimaciones de la industria e informes de expertos

Cuenta de resultados proyectada - AB Biotics

Miles de €	FY18	FY19e	FY20e	FY21e	FY22e	CAGR % FY18-FY22
INCN	11.892	14.181	18.866	21.848	23.677	18,8%
Trabajos realizados por la empresa para :	701	-	-	-	-	(100,0%)
Aprovisionamiento	(7.280)	(7.535)	(9.346)	(10.088)	(10.300)	9,1%
Margen bruto	5.314	6.646	9.519	11.760	13.377	26,0%
Otros ingresos de explotación	633	696	766	842	927	10,0%
Gastos de personal	(1.839)	(2.022)	(2.216)	(2.445)	(2.685)	9,9%
OPEX	(2.046)	(2.587)	(2.943)	(3.365)	(3.841)	17,1%
Deterioro y provisión de operaciones cor	(99)	(113)	(151)	(175)	(189)	17,6%
Otros resultados	39	-	-	-	-	(100,0%)
EBITDA	2.002	2.620	4.975	6.618	7.589	39,5%
Amortización de inmovilizado	(1.190)	(1.150)	(1.030)	(930)	(830)	(8,6%)
Deterioro y resultado de enajenación de	1	0	-	-	0	(100,0%)
EBIT	812	1.470	3.945	5.688	6.759	69,8%
Ingreso financiero	8	50	60	100	140	105,4%
Gastos financieros	(243)	(40)	(30)	(20)	(10)	(55,0%)
EBT	577	1.480	3.975	5.768	6.889	85,9%
IS	641	(150)	(350)	(820)	(1.120)	n.a.
Resultado del ejercicio	1.218	1.330	3.625	4.948	5.769	47,5%
Como % de INCN						
Margen bruto	44,7%	46,9%	50,5%	53,8%	56,5%	11,82p.p.
Otros ingresos de explotación	5,3%	4,9%	4,1%	3,9%	3,9%	-1,41p.p.
Gastos de personal	(15,5%)	(14,3%)	(11,7%)	(11,2%)	(11,3%)	4,13p.p.
OPEX	(17,2%)	(18,2%)	(15,6%)	(15,4%)	(16,2%)	0,98p.p.
Deterioro de operaciones comerciales	(0,8%)	(0,8%)	(0,8%)	(0,8%)	(0,8%)	0,03p.p.
EBITDA	16,8%	18,5%	26,4%	30,3%	32,1%	15,22p.p.

Fuente: Análisis de Crowe, Análisis sectorial y GVC Gaesco

Tener en cuenta que las proyecciones que utilizamos para FY19e son más altas que las estimaciones de la Dirección. (Ingresos por valor de 14 millones de euros frente a ingresos por importe de 13 millones de euros según la Dirección). Tener en cuenta que se proporcionó los datos de 1T19 y se actualizó FY19 estimado basado en estos. Es importante considerar en cuenta que la industria cuenta con márgenes importantes y está atrayendo a un número creciente de participantes, lo que reducirá la rentabilidad y la valoración intrínseca de las empresas.

Proyecciones de estados financieros

- Para realizar un análisis de flujo de caja descontado, proyectamos los estados financieros del Target a partir de las Cuentas Anuales Auditadas de 2018.
- Dado que no se obtuvo información por parte de la Administración, nuestras proyecciones se basaron en análisis e informes de expertos de la industria y los resultados del 1T19.
- Entre FY18 y FY22 consideramos un aumento del 18,8% de CAGR basado principalmente en lo siguiente:

- Se estima que la demanda global de ingredientes probióticos posee un crecimiento de entre 6,5% y 8,5% de CAGR. Alrededor de un 7,7% CAGR según la mayoría de los informes.
- Según los analistas de la industria, Probi y Biogaia, que son las compañías más similares en términos de cartera de productos y tamaño, tendrán un aumento de CAGR entre FY18 y FY21 que asciende a 15,7% y 16,4% respectivamente, en línea con las estimaciones de AB-Biotics.

Estimación en ventas de empresas similares- AB Biotics

%	CAGR % FY18 -			
	FY19e	FY20e	FY21e	FY21
Probi	6,0%	24,0%	18,0%	15,7%
BioGaia	9,7%	17,3%	22,7%	16,4%
CHR Hansen	7,1%	9,9%	8,9%	8,6%
Ventas				

Fuente: ABG Sundal Collier, JP Morgan y Market Screener

- En el caso de CHR Hansen, el CAGR entre FY18 y FY21 es más bajo que otras compañías similares debido a su tamaño y participación de mercado.
- Tener en cuenta que las empresas como AB-Biotics, Probi y Biogaia cuentan con mucho más margen de crecimiento que CHR Hansen, dada su cuota de mercado actual. Sin embargo, en términos absolutos, CHR Hansen crece a un ritmo mayor.



Flujo de Caja Descontado | Proyecciones (2 de 3)

El EBITDA proyectado del Target podría aumentar en un 39,5% de CAGR hasta el FY22 según los estados financieros de 2018, estimaciones de la industria e informes de expertos

Cuenta de resultados proyectada - AB Biotics

Miles de €	FY18	FY19e	FY20e	FY21e	FY22e	CAGR % FY18-FY22
INCN	11.892	14.181	18.866	21.848	23.677	18,8%
Trabajos realizados por la empresa para :	701	-	-	-	-	(100,0%)
Aprovisionamiento	(7.280)	(7.535)	(9.346)	(10.088)	(10.300)	9,1%
Margen bruto	5.314	6.646	9.519	11.760	13.377	26,0%
Otros ingresos de explotación	633	696	766	842	927	10,0%
Gastos de personal	(1.839)	(2.022)	(2.216)	(2.445)	(2.685)	9,9%
OPEX	(2.046)	(2.587)	(2.943)	(3.365)	(3.841)	17,1%
Deterioro y provisión de operaciones cor	(99)	(113)	(151)	(175)	(189)	17,6%
Otros resultados	39	-	-	-	-	(100,0%)
EBITDA	2.002	2.620	4.975	6.618	7.589	39,5%
Amortización de inmovilizado	(1.190)	(1.150)	(1.030)	(930)	(830)	(8,6%)
Deterioro y resultado de enajenación de	1	0	-	-	0	(100,0%)
EBIT	812	1.470	3.945	5.688	6.759	69,8%
Ingreso financiero	8	50	60	100	140	105,4%
Gastos financieros	(243)	(40)	(30)	(20)	(10)	(55,0%)
EBT	577	1.480	3.975	5.768	6.889	85,9%
IS	641	(150)	(350)	(820)	(1.120)	n.a.
Resultado del ejercicio	1.218	1.330	3.625	4.948	5.769	47,5%
Como % de INCN						
Margen bruto	44,7%	46,9%	50,5%	53,8%	56,5%	11,82p.p.
Otros ingresos de explotación	5,3%	4,9%	4,1%	3,9%	3,9%	-1,41p.p.
Gastos de personal	(15,5%)	(14,3%)	(11,7%)	(11,2%)	(11,3%)	4,13p.p.
OPEX	(17,2%)	(18,2%)	(15,6%)	(15,4%)	(16,2%)	0,98p.p.
Deterioro de operaciones comerciales	(0,8%)	(0,8%)	(0,8%)	(0,8%)	(0,8%)	0,03p.p.
EBITDA	16,8%	18,5%	26,4%	30,3%	32,1%	15,22p.p.

Fuente: Análisis de Crowe, Análisis sectorial y GVC Gaesco

Proyecciones de estados financieros (cont.)

- El Target es uno de los 10 principales líderes en el mercado de cepas clínicamente documentadas. Se estima que esta industria crecerá del 35% actual al 65% en los próximos cinco años. Las cepas clínicamente documentadas también cuentan con un precio más alto y el Target posee un banco de cepas únicas de 550 ejemplares (a diferencia de la mayoría de sus competidores).
 - Los productos del Target están bien diferenciados científicamente de los de sus competidores, por lo tanto, la competencia no cuenta como el mismo principio activo, sino con los mismos conceptos terapéuticos. Las empresas similares seleccionadas en este informe no cuentan con exactamente los mismos productos que el Target.
 - El aumento en los requisitos regulatorios europeos con respecto a la investigación clínica de los probióticos podría diferenciar los productos del Target en comparación con la falta de documentación clínica de algunos de sus competidores.
- A lo largo del período, pero especialmente entre el FY18 y el FY19, el aumento de los ingresos del Target tuvo en cuenta el aumento exponencial de la licencia y acuerdo estratégico con Kaneka que abrió el mercado norteamericano..
 - Teniendo en cuenta esto, aplicamos sobre las cifras reales de 2018 el porcentaje de crecimiento estimado por los analistas.
 - Según el análisis de GVC Gaesco, la principal palanca de crecimiento de la Compañía Target está relacionada con:
 - Cartera:** AB-Biotics estaría actualmente en la fase de precomercialización de la mayor parte de su cartera, dado el desarrollo de los proyectos de I+D. Esta es la fase en la que empieza a generarse efectivo dado que las necesidades de CAPEX restante serían inferiores a los ingresos originados con dicha cartera.

Flujo de Caja Descontado | Proyecciones (3 de 3)

El Target posee una gran cartera y una estructura de costes que podría permitirle aumentar significativamente el EBITDA en los próximos años

Cuenta de resultados proyectada - AB Biotics

Miles de €	FY18	FY19e	FY20e	FY21e	FY22e	CAGR % FY18-FY22
INCN	11.892	14.181	18.866	21.848	23.677	18,8%
Trabajos realizados por la empresa para :	701	-	-	-	-	(100,0%)
Aprovisionamiento	(7.280)	(7.535)	(9.346)	(10.088)	(10.300)	9,1%
Margen bruto	5.314	6.646	9.519	11.760	13.377	26,0%
Otros ingresos de explotación	633	696	766	842	927	10,0%
Gastos de personal	(1.839)	(2.022)	(2.216)	(2.445)	(2.685)	9,9%
OPEX	(2.046)	(2.587)	(2.943)	(3.365)	(3.841)	17,1%
Deterioro y provisión de operaciones cor	(99)	(113)	(151)	(175)	(189)	17,6%
Otros resultados	39	-	-	-	-	(100,0%)
EBITDA	2.002	2.620	4.975	6.618	7.589	39,5%
Amortización de inmovilizado	(1.190)	(1.150)	(1.030)	(930)	(830)	(8,6%)
Deterioro y resultado de enajenación de	1	0	-	-	0	(100,0%)
EBIT	812	1.470	3.945	5.688	6.759	69,8%
Ingreso financiero	8	50	60	100	140	105,4%
Gastos financieros	(243)	(40)	(30)	(20)	(10)	(55,0%)
EBT	577	1.480	3.975	5.768	6.889	85,9%
IS	641	(150)	(350)	(820)	(1.120)	n.a.
Resultado del ejercicio	1.218	1.330	3.625	4.948	5.769	47,5%
Como % de INCN						
Margen bruto	44,7%	46,9%	50,5%	53,8%	56,5%	11,82p.p.
Otros ingresos de explotación	5,3%	4,9%	4,1%	3,9%	3,9%	-1,41p.p.
Gastos de personal	(15,5%)	(14,3%)	(11,7%)	(11,2%)	(11,3%)	4,13p.p.
OPEX	(17,2%)	(18,2%)	(15,6%)	(15,4%)	(16,2%)	0,98p.p.
Deterioro de operaciones comerciales	(0,8%)	(0,8%)	(0,8%)	(0,8%)	(0,8%)	0,03p.p.
EBITDA	16,8%	18,5%	26,4%	30,3%	32,1%	15,22p.p.

Fuente: Análisis de Crowe, Análisis sectorial y GVC Gaesco

Proyecciones de estados financieros (cont.)

- ii. **Apalancamiento operativo:** Debido a la estructura de costes y el apalancamiento operativo del Target, la mayor parte del beneficio operativo aumentará directamente el EBITDA.
 - iii. **Ahorro de costes:** Principalmente impulsado por (i) el proceso de reestructuración del personal y (ii) la subcontratación de I+D, incluidos los patrocinadores, que reducen significativamente los gastos de I+D.
 - iv. **Coefficiente de endeudamiento** en disminución debido a la capacidad del Target de tener beneficios sin financiamiento externo.
- Los gastos operativos restantes se proyectaron siguiendo las estimaciones de GVC Gaesco y la Dirección del Target.
 - Adicionalmente, proyectamos el capital circulante de la Compañía en base a las proyecciones de la cuenta de pérdidas y ganancias y el PMC, PMP y PMI promedio de los estados financieros históricos del Target.

Proyecciones de capital circulante - AB Biotics

Miles de €	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22
Existencias	609	834	1,035	1,117	1,141
Deudores y cuentas a cobrar	3,724	2,927	3,767	4,302	4,631
Acreedores y cuentas a pagar	(2,583)	(2,599)	(3,098)	(3,366)	(3,524)
Periodificaciones a corto plazo	(131)	(250)	(250)	(250)	(250)
Capital circulante	1,619	912	1,455	1,804	1,998

Fuente: Análisis de Crowe y la industria y GVC Gaesco

- Considerar que las principales estimaciones de evolución de capital circulante se encuentran en consonancia con las estimaciones de las empresas más similares (Probi and Biogaia).



Descuento de flujo de caja | Cálculo del WACC

El coste del equity de la Compañía cuenta con un valor de 12,79% incluyendo el riesgo tamaño con un valor de 5,5%

Coste del equity - Proyecto AB

Abreviatura	Concepto	datos	Fuente
Rf	Tasa libre de riesgo	1,42%	Bono Español a 10 años a dic-18, Expansión (CDS español a dic-18)
Rc	Riesgo país	0,81%	Worldgovernmentbonds.com
β	Beta apalancada	0,96	Thomson Reuters y Damodaran, Beta media para la compañía y la industria
Rm - Rf	Riesgo de mercado	5,28%	Expansión o Infobolsa riesgo de mercado a dic-18
Sp	Tasa de tamaño	5,50%	Damodaran
Ru	Riesgo individual	0,00%	Damodaran
Re	Coste del equity	12,79%	

Fuente: Análisis Crowe

Cálculo del WACC

Coste del Equity

- Hemos calculado el coste del equity a dic-18 para AB-Biotics utilizando la siguiente fórmula:

$$R_e = R_f + R_c + \beta(R_m - R_f) + S_p + R_u + R_r$$

- Tasa libre de riesgo (Rf):** Correspondiente a la tasa de una inversión cuyo riesgo es mínimo para el mercado de referencia. Generalmente se utiliza el Bono cupón cero del tesoro del Gobierno de España a diez años. El valor de este indicador es 1,42% a fecha de análisis (dic-18).
- Riesgo país (Rc):** Tasa de riesgo basada en la percepción del mercado real, incluyendo entre otros, riesgo de volatilidad, riesgo de moneda, riesgo regulatorio nacional y otras expectativas de los mercados financieros. Generalmente se utiliza el indicador Spread de los Credit Default Swap (Contratos de seguros en los que se aseguran instrumentos financieros en caso de impago por parte del emisor) para España. Para el cálculo el CDS se tomó de 5 años hasta la fecha de análisis con un valor de 0,81%, de acuerdo a la información histórica publicada en World Government Bonds.
- Beta apalancada (β):** Se trata del riesgo de la industria (en el mercado de referencia) que mide el impacto unitario en el valor de los activos de determinada industria respecto del movimiento unitario del mercado doméstico (o nacional). Para la determinación de esta, se usó la beta apalancada de empresas comparables en la industria.
 - De acuerdo a la información publicada por Damodaran en la Universidad de Nueva York para la industria de los "medicamentos (biotecnología), la Beta en el mercado global cuenta con un valor de 1,44.
 - Considerar que, dada la beta individual del Target por un importe de 0,49 de acuerdo a Thomson Reuters e Infront analytics, hemos considerado razonable utilizar un valor promedio entre 1,44 y 0,49 para la beta del coste del equity con un importe de 0,96.



Descuento de flujo de caja | Cálculo del WACC

El coste del equity de la Compañía cuenta con un valor de 12,79% incluyendo el riesgo tamaño con un valor de 5,5%

Coste del equity - Proyecto AB

Abreviatura	Concepto	datos	Fuente
Rf	Tasa libre de riesgo	1,42%	Bono Español a 10 años a dic-18, Expansión (CDS español a dic-18)
Rc	Riesgo país	0,81%	Worldgovernmentbonds.com
β	Beta apalancada	0,96	Thomson Reuters y Damodaran, Beta media para la compañía y la industria
Rm - Rf	Riesgo de mercado	5,28%	Expansión o Infobolsa riesgo de mercado a dic-18
Sp	Tasa de tamaño	5,50%	Damodaran
Ru	Riesgo individual	0,00%	Damodaran
Re	Coste del equity	12,79%	

Fuente: Análisis Crowe

Cálculo del WACC (cont.)

Coste del equity (cont.)

- **Prima de riesgo del mercado:** Prima de riesgo del mercado está definido como lo que espera ganar el empresario por invertir en una actividad empresarial respecto de una inversión libre de riesgo. Se calcula con la diferencia entre el spread del mercado español a fecha de la valoración y el spread de mínimo riesgo en el mercado, en este caso el bono español. A dic-18, el valor de la prima de riesgo es de 5,28% en base a la prima de riesgo del mercado de acuerdo a Statista (6,7%) y el bono español a 10 años (1,42%).
- **Riesgo por tamaño (Sp):** Dado la falta de liquidez del mercado del Target (MaB) en comparación con otras compañías similares y dado su diferencia en tamaño con sus competidoras hemos considerado que el riesgo por tamaño debe considerarse en el cálculo del coste del equity:
 - De acuerdo con los modelos de Damodaran, una compañía como AB-Biotics que cuenta con unos ingresos por importe de 11.892m€, resultado positivo y efectivo por importe de 1.769m€ y un volumen medio mensual de comercio de 452m€, el riesgo de tamaño y liquidez tendrá un importe c.5,5%.



Descuento de flujo de caja | Cálculo del WACC

Teniendo en cuenta la proporción actual de equity/deuda el valor del WACC es 11,42%

Cálculo WACC - Proyecto AB

Abreviatura	Concepto	datos	Fuente
E	Patrimonio Neto	6.859	Estados Financieros (Valor Patrimonio Neto)
D	Deuda	4.196	Estados Financieros (Deuda a corto y largo plazo)
D+E	Deuda y Patrimonio Neto	11.055	n/a
E/(D+E)	Patrimonio Neto sobre D+E	85,0%	Industria y Patrimonio Neto/Deuda específica
D/(E+D)	Deuda sobre D+E	15,0%	Industria y Patrimonio Neto/Deuda específica
Re	Coste de Patrimonio Neto	12,8%	n/a
Rd	Coste de la deuda	4,82%	n/a
Tc	Porcentaje IS	25%	n/a
WACC	Peso promedio del coste del capital	11,42%	

Fuente: Análisis de Crowe

Cálculo del WACC (cont.)

- Una vez obtenido el coste del equity, el cálculo del WACC es definido con la siguiente fórmula:

$$W.A.C.C = \frac{E}{D+E} \times R_e + \frac{D}{D+E} \times R_d \times (1 - T_c)$$

- De acuerdo con la información incluida en las últimas cuentas anuales auditadas a fecha 31 de diciembre, 2018. El patrimonio del Target cuenta con un importe de 6.859m€ y deudas por importe de 4.196m€.
- En este caso, hemos considerado apropiado utilizar el ratio Deuda/Equity objetivo el cual se encuentra en línea con el de la industria de acuerdo con Damodaran. Con un valor de 85,0% de patrimonio y 15,0% de deuda.
- El **coste de la deuda** está estimado teniendo en cuenta la deuda de la Compañía a 2018 y el pago de los intereses por un importe de 4.196m€ y 202m€ respectivamente.
- Dado los aspectos antes mencionados, se ha concluido determinar un WACC por un importe de 11,42% para el Target a 31 de diciembre, 2018.

Descuento de Flujo de Caja

Según el método de flujo de caja descontado, el valor presente neto de la Compañía ascendería a 54,01 millones de euros con un 1,5% de crecimiento perpetuo y una WACC de 11,42%

Descuento de flujo de caja

Miles de €	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22
EBIT	812	1.470	3.945	5.688	6.759
Amortización	1.190	1.150	1.030	930	830
CAPEX	-	(677)	(707)	(738)	(771)
FCL antes de RCC	2.003	1.943	4.268	5.880	6.818
RCC	1.891	(706)	542	350	194
IS	641	(153)	(358)	(840)	(1.153)
Flujo de caja libre	4.535	1.084	4.453	5.389	5.859
Valor terminal	-	-	-	-	59.963
Periodos a ser descontados	-	0,5	1,5	2,5	3,5
Factor de descuento	1	0,95	0,85	0,76	0,68
Flujo de caja libre descontado		1.027	3.786	4.113	45.084

Fuente: Análisis de Crowe y aportaciones GVC Gaesco

WACC	11,42%
Crecimiento perpetuo	1,50%
Valor neto presente	54.011
Número de acciones	12.588
Precio por acción	4,18

Tabla de sensibilidad de precio por acción

Crecimiento perpetuo	WACC							
	4,18	9,92%	10,42%	10,92%	11,42%	11,92%	12,42%	12,92%
0,5%	4,52	4,27	4,05	3,85	3,67	3,50	3,35	
1,0%	4,73	4,47	4,22	4,01	3,81	3,63	3,46	
1,5%	4,98	4,68	4,42	4,18	3,96	3,77	3,59	
2,0%	5,25	4,92	4,63	4,37	4,13	3,92	3,73	
2,5%	5,57	5,20	4,87	4,58	4,32	4,09	3,88	

Fuente: Análisis de Crowe

Descuento de Flujo de Caja

- Para obtener el valor de la empresa a través del método de flujo de caja descontado, calculamos el flujo de efectivo disponible para los estados financieros proyectados aplicando la siguiente fórmula a cada uno de los periodos:

$$DFCF = \frac{FCF_{19}}{(1+WACC)^1} + \frac{FCF_{20}}{(1+WACC)^2} + \frac{FCF_{21}}{(1+WACC)^3} + \frac{FCF_{22}+VF}{(1+WACC)^4}$$

- El valor terminal se estimó sobre la base de un crecimiento perpetuo del 1,50%, teniendo en cuenta la variación del PIB español de 2019 que asciende al 0,7%, la fluctuación del IPC en España del 0,8% y la estimación de GVC Gaesco del 2,0%. Teniendo en cuenta esto, el valor terminal ascendería a 59.963m€.

$$VF = \frac{FCF \times (1+g)}{(WACC - g)}$$

- El WACC escogido asciende a 11,42% a dic-18 (Por favor vaya a la sección de cálculo de WACC) que conlleva un valor presente neto de 54.011m€ y un precio por acción de 4,18€.
- El CAPEX estimado se basa en proyecciones de GVC Gaesco que ascienden a c.3,5% de los ingresos anuales, lo que coincide con las estimaciones de CAPEX de Probi AB (c.3,5% por año). Tener en cuenta que el CAPEX de FY19 representa un 4,8% sobre los ingresos por los proyectos de I + D que se están desarrollando en FY19. según análisis de expertos, la industria está prosperando y el mercado tiende a la consolidación debido al aumento de la competencia que llevará a un aumento en los costes de CAPEX / I+D.
- Considerar que la relación estimada de FCF / EBITDA asciende a un promedio de c.72% durante el período proyectado, en línea con las proporciones estimadas de Biogaia y Probi.
- La tabla de sensibilidad opuesta muestra que, considerando un WACC entre 9,92% y 12,92% y un crecimiento perpetuo entre 0,5% y 2,5%, el precio por acción fluctuaría entre 3,35€ y 5,57€.

Agenda

Section

1.	Acerca de Crowe	4
2.	Alcance y limitaciones	10
3.	Resumen ejecutivo	12
4.	Visión general	19
5.	Metodología	24
6.	Múltiplos de mercado	27
7.	Transacciones recientes	29
8.	Precio medio por acción	31
9.	Descuento de flujos	33
10.	Valoración	42

Appendices

A.	Apéndices	45
----	-----------	----



Valoración (1 de 2)

De acuerdo con el RD 1066/2007 que regula las OPAs, el precio debe ser el mayor precio obtenido aplicando los diferentes métodos establecidos en el art. 9 y 10. En este caso, el precio más alto por acción es 4,305€

Valoración

Opciones de valoración de acuerdo con el artículo del RD 1066/2007

€	DCF	Múltiplos de mercado amplios	Múltiplos de mercado reducido	Transacciones recientes	Precio promedio de las acciones	Última transacción
VE/EBITDA	26.98	17.98	22.90	16.34	27.78	24.92
EBITDA	2,002,243	2,002,243	2,002,243	2,002,243	2,002,243	2,002,243
Valor de la Compañía	54,010,866	36,005,335	45,851,365	32,718,252	55,619,554	49,887,436
Ajuste de tamaño/liquidez	n/a	5.50%	5.50%	5.50%	n/a	n/a
Valor ajustado	54,010,866	34,025,041	43,329,540	30,918,749	55,619,554	49,887,436
Deuda neta	(1,422,639)	(1,422,639)	(1,422,639)	(1,422,639)	(1,422,639)	(1,422,639)
Valor del patrimonio	52,588,227	32,602,402	41,906,901	29,496,110	54,196,915	48,464,797
Número de acciones	12,588,259	12,588,259	12,588,259	12,588,259	12,588,259	12,588,259
Precio por acción	4.18	2.59	3.33	2.34	4.305	3.85

Considerar que el ajuste de la deuda Neta incluye los instrumentos financieros a CP mantenidos por el Target.

Fuente: Análisis de Crowe, Cuentas anuales auditadas, Infront analytics y Yahoo finance

- El propósito de la valoración es determinar el "fair market value" para la exclusión de cotización que el Cliente propone realizar sobre las acciones de AB-Biotics. Debemos tener en consideración las reglas establecidas en el Real Decreto 1066/2007 sobre las Ofertas Públicas de Adquisición en España.
- El método de valoración por múltiplos suele utilizar el EBITDA cuando se valora una compañía. El múltiplo se muestra como un ratio entre el valor de la empresa y el EBITDA ($VE / EBITDA = X$). Este método permite estimar el valor de la Compañía basado en el múltiplo alcanzado, comparando empresas similares y el EBITDA obtenido ajustando la cifra reportada.
- Mediante el método de descuentos de flujos de caja se alcanza un valor del patrimonio de 52.588m€ con un precio por acción de 4,18€. Este valor es menor que los obtenidos por analistas como GVC Gaesco o Reseachfy. La diferencia se debe principalmente a la proyección de los ingresos que hemos estimado aplicando los factores de crecimiento de GVC Gaesco y la Dirección sobre los datos reales de 2018.
- El rango de múltiplos del precio por acción del mercado se encuentra entre 2,59€ y 3,33€ dependiendo de si se utiliza un muestreo amplio de compañías o uno reducido teniendo en consideración solo las compañías más similares (Probi, Biogai, Biosearch y CHR Hansen). Considerar que el Target no cuenta con competidores claros y algunas de las compañías de la misma industria pueden tener diferentes ratios financieros.
- El método del precio de la acción de las transacciones recientes cuenta con un valor de 2,34€ respectivamente. Dentro de todos los métodos de valoración, este muestra el menor ratio VE/EBITDA y el precio de la acción dado por los ratios en la industria biotecnológica cuenta con una amplia dispersión.
- Considerar que a 13 de junio de 2019, Kaneka adquirió un paquete de acciones con un precio por acción de 3,85€, el cual debe ser considerado en el método establecido en el RD 1066/2007.
- El precio medio de los últimos 6 meses conlleva un valor del patrimonio de **54.196m€ y un precio por acción de 4,305€ a fecha 9 de julio 2019 el cual representa el valor más alto de las opciones establecidas en el RD 1066/2007**, principalmente por el aumento continuo durante los últimos meses previos a la OPA de exclusión



Valoración (2 de 2)

De acuerdo con el RD 1066/2007 que regula las OPAs, el precio debe ser el mayor precio obtenido aplicando los diferentes métodos establecidos en el art. 9 y 10. En este caso, el precio más alto por acción es 4,305€

Valoración

Opciones de valoración de acuerdo con el artículo del RD 1066/2007

€	DCF	Múltiplos de mercado amplios	Múltiplos de mercado reducido	Transacciones recientes	Precio promedio de las acciones	Última transacción
VE/EBITDA	26.98	17.98	22.90	16.34	27.78	24.92
EBITDA	2,002,243	2,002,243	2,002,243	2,002,243	2,002,243	2,002,243
Valor de la Compañía	54,010,866	36,005,335	45,851,365	32,718,252	55,619,554	49,887,436
Ajuste de tamaño/liquidez	n/a	5.50%	5.50%	5.50%	n/a	n/a
Valor ajustado	54,010,866	34,025,041	43,329,540	30,918,749	55,619,554	49,887,436
Deuda neta	(1,422,639)	(1,422,639)	(1,422,639)	(1,422,639)	(1,422,639)	(1,422,639)
Valor del patrimonio	52,588,227	32,602,402	41,906,901	29,496,110	54,196,915	48,464,797
Número de acciones	12,588,259	12,588,259	12,588,259	12,588,259	12,588,259	12,588,259
Precio por acción	4.18	2.59	3.33	2.34	4.305	3.85

Considerar que el ajuste de la deuda Neta incluye los instrumentos financieros a CP mantenidos por el Target.

Fuente: Análisis de Crowe, Cuentas anuales auditadas, Infront analytics y Yahoo finance

- En resumen, en conformidad con el art.10.6 del Real Decreto 1066/2007, el precio equitativo no debería ser inferior al más elevado de los valores entre (i) el valor equitativo de las OPAs (art.9 del Real Decreto 1066/2007), y (ii) el resultado de una valoración, en forma conjunta y con la justificación de su respectiva relevancia, de los cinco (5) métodos explicados anteriormente.
- A este respecto, el valor más alto entre todos los métodos mencionados anteriormente sería el correspondiente al "precio de la acción promedio" (es decir, el precio por acción que asciende a 4,305€ a fecha 9 de julio de 2019).
- Sobre esta base, y para evitar cualquier duda al respecto, **llegamos a la conclusión de que el valor de exclusión para el escenario analizado no debe ser inferior al método más alto identificado aquí ("precio de la acción promedio"), es decir, el precio por acción que asciende a 4,305€.**

Agenda

Section

1.	Acerca de Crowe	4
2.	Alcance y limitaciones	10
3.	Resumen ejecutivo	12
4.	Visión general	19
5.	Metodología	24
6.	Múltiplos de mercado	27
7.	Transacciones recientes	29
8.	Precio medio por acción	31
9.	Descuento de flujos	33
10.	Valoración	42

Appendices

A.	Apéndices	45
----	-----------	----



Apéndices | Precio por acción de adquisiciones previas de Kaneka

Precios por acción previamente pagados por Kaneka

Vendedor	Nº de acciones	% sobre el total de acciones	Precio por acción	Precio total
Seed Capital Fund, S.L.	662.750	5,3%	3,25	2.153.938
Capital MAB, FCR de régimen Simplificado	413.341	3,3%	3,25	1.343.358
INFEMA, S.A.	213.542	1,7%	3,25	694.012
Corporación Ivamosa, S.A.	650.000	5,2%	3,25	2.112.500
Gestión y Administración Mobiliaria, S.A.	650.000	5,2%	3,25	2.112.500
D.R. Masclans	6.000	0,0%	3,25	19.500
D.F.X. Tey	19.762	0,2%	3,25	64.227
D.M. Tey	18.059	0,1%	3,25	58.692
Narrows, S.L.	59.288	0,5%	3,25	192.686
D.Buenaventura Guamis	189.074	1,5%	3,25	614.491
AB Biotics	500.000	4,0%	2,27	1.135.000
Miquel Angel Bonachera	124.754	1,0%	3,85	480.303
Sergi Audivert	124.754	1,0%	3,85	480.303
Total	3.631.324	28,8%		11.461.508

Fuente: información del MaB

Considerar que no tuvimos acceso al precio de adquisición de las acciones restantes hasta el 39,8% de propiedad de Kaneka.



Apéndices | Evolución de los accionistas

Accionariado mar-18	%
Kaneka	26,9%
Miquel Angel Bonachera	10,1%
Sergi Audivert	10,1%
Luis Sánchez	10,1%
Otros inversores	42,8%

Accionariado abr-18	%
Kaneka	34,1%
Miquel Angel Bonachera	10,1%
Sergi Audivert	10,1%
Luis Sánchez	10,1%
Otros inversores	35,6%

Accionariado jul-18	%
Kaneka	37,8%
Miquel Angel Bonachera	9,9%
Sergi Audivert	9,9%
Luis Sánchez	9,8%
Biolittletec, S.L	1,2%
Otros inversores	31,5%

Accionariado ene-19	%
Kaneka	37,8%
Miquel Angel Bonachera	9,9%
Sergi Audivert	9,9%
Luis Sánchez	10,2%
Otros inversores	32,3%

Accionariado jun-19	%
Kaneka	39,8%
Miquel Angel Bonachera	8,9%
Sergi Audivert	8,9%
Luis Sánchez	10,2%
Otros inversores	32,3%



Apéndices | Múltiplos de Damodaran

Damodaran múltiplos por sector

	EV/EBITDAR&D	Beta	EV/EBITDA	EV/EBIT
Medicamentos (Biotecnología) (Global)	7,4	1,44	13,4	30,6
Medicamentos (Biotecnología) (Europa)	7,7	1,43	12,8	39,3
Medicamentos (Biotecnología) (USA)	6,5	1,51	12,0	26,1
<i>Otras industrias similares</i>				
Medicamentos (Farmacéuticos)	8,7		13,5	20,0

Fuente: Universidad de NY y análisis Damodaran



Apéndices | Precio promedio por acción

Cotización diaria últimos 6 meses- AB-Biotics

Fecha	Apertura	Max.	Min.	Cierre	Volumen	Promedio	Fecha	Apertura	Max.	Min.	Cierre	Volumen	Promedio	
09/01/2019	3.28	3.32	3.28	3.30	15,413	3.29	09/04/2019	4.02	4.12	3.96	4.04	1,405	4.03	
10/01/2019	3.30	3.30	3.30	3.30	200	3.30	10/04/2019	4.12	4.24	4.02	4.20	8,134	4.16	
11/01/2019	3.30	3.30	3.30	3.30	1,230	3.30	11/04/2019	4.20	4.34	4.20	4.22	9,631	4.21	
14/01/2019	3.34	3.34	3.34	3.30	1	3.32	12/04/2019	4.22	4.22	4.22	4.22	280	4.22	
15/01/2019	3.24	3.42	3.24	3.30	13,098	3.27	15/04/2019	4.22	4.34	4.22	4.22	289	4.22	
16/01/2019	3.32	3.38	3.32	3.32	550	3.32	16/04/2019	4.32	4.34	4.32	4.34	1,000	4.33	
17/01/2019	3.34	3.42	3.30	3.38	4,451	3.36	17/04/2019	4.34	4.34	4.22	4.24	1,922	4.29	
18/01/2019	3.40	3.40	3.40	3.38	310	3.39	18/04/2019	4.22	4.32	4.22	4.30	570	4.26	
21/01/2019	3.40	3.42	3.38	3.40	3,591	3.40	23/04/2019	4.24	4.32	4.20	4.30	5,476	4.27	
22/01/2019	3.42	3.54	3.42	3.50	5,690	3.46	24/04/2019	4.20	4.30	4.14	4.14	7,706	4.17	
23/01/2019	3.50	3.62	3.50	3.62	7,754	3.56	25/04/2019	4.24	4.24	4.18	4.24	4,370	4.24	
24/01/2019	3.66	3.70	3.50	3.70	5,738	3.68	26/04/2019	4.26	4.28	4.20	4.28	2,372	4.27	
25/01/2019	3.72	3.74	3.72	3.74	2,828	3.73	29/04/2019	4.20	4.20	4.20	4.20	1,640	4.20	
28/01/2019	3.90	3.90	3.60	3.72	20,631	3.81	30/04/2019	4.20	4.20	4.20	4.20	-	4.20	
29/01/2019	3.68	3.70	3.60	3.68	4,496	3.68	02/05/2019	4.28	4.28	4.28	4.20	7	4.24	
30/01/2019	3.70	3.70	3.70	3.68	30	3.69	03/05/2019	4.28	4.30	4.16	4.18	28,044	4.23	
31/01/2019	3.70	3.76	3.70	3.76	1,671	3.73	06/05/2019	4.20	4.28	4.20	4.22	3,031	4.21	
01/02/2019	3.80	3.90	3.80	3.90	11,493	3.85	07/05/2019	4.24	4.28	4.18	4.18	2,010	4.21	
04/02/2019	3.90	3.90	3.54	3.88	7,386	3.89	08/05/2019	4.18	4.18	4.18	4.18	-	4.18	
05/02/2019	3.82	3.82	3.80	3.80	3,050	3.81	09/05/2019	4.22	4.26	4.22	4.24	1,032	4.23	
06/02/2019	3.74	3.74	3.70	3.70	839	3.72	10/05/2019	4.26	4.26	4.26	4.24	60	4.25	
07/02/2019	3.72	3.78	3.72	3.72	735	3.72	13/05/2019	4.20	4.28	4.18	4.24	1,608	4.22	
08/02/2019	3.72	3.88	3.72	3.74	12,951	3.73	14/05/2019	4.20	4.20	4.20	4.20	2,490	4.20	
11/02/2019	3.74	3.74	3.74	3.74	900	3.74	15/05/2019	4.24	4.28	4.24	4.28	6,306	4.26	
12/02/2019	3.74	3.84	3.74	3.84	8,265	3.79	16/05/2019	4.28	4.28	4.28	4.28	640	4.28	
13/02/2019	3.84	3.86	3.84	3.86	5,750	3.85	17/05/2019	4.28	4.34	4.20	4.32	8,407	4.30	
14/02/2019	3.84	3.84	3.84	3.84	630	3.84	20/05/2019	4.34	4.36	4.34	4.34	26,015	4.34	
15/02/2019	3.80	3.86	3.80	3.86	10,300	3.83	21/05/2019	4.36	4.50	4.36	4.44	16,962	4.40	
18/02/2019	3.86	4.10	3.86	4.10	52,859	3.98	22/05/2019	4.48	4.48	4.26	4.36	3,415	4.42	
19/02/2019	4.12	4.18	4.00	4.16	26,092	4.14	23/05/2019	4.38	4.40	4.38	4.38	1,500	4.38	
20/02/2019	4.16	4.32	4.16	4.24	27,329	4.20	24/05/2019	4.38	4.38	4.38	4.38	-	4.38	
21/02/2019	4.30	4.60	4.22	4.30	55,986	4.30	27/05/2019	4.40	4.66	4.32	4.62	21,711	4.51	
22/02/2019	3.98	4.28	3.94	4.12	23,748	4.05	28/05/2019	4.70	4.70	4.44	4.50	6,390	4.60	
25/02/2019	4.18	4.30	4.12	4.28	22,718	4.23	29/05/2019	4.60	4.60	4.50	4.50	1,505	4.55	
26/02/2019	4.36	4.38	4.02	4.02	15,628	4.19	30/05/2019	4.60	4.60	4.60	4.60	1,000	4.60	
27/02/2019	4.10	4.36	4.10	4.22	37,093	4.16	31/05/2019	4.62	4.62	4.48	4.48	8,846	4.55	
28/02/2019	4.36	4.38	4.08	4.28	41,818	4.32	03/06/2019	4.60	4.60	4.60	4.48	281	4.54	
01/03/2019	4.28	4.28	3.96	4.14	5,945	4.21	04/06/2019	4.60	4.60	4.46	4.50	525	4.55	
04/03/2019	4.00	4.16	3.90	4.14	8,265	4.07	05/06/2019	4.58	4.64	4.58	4.64	7,072	4.61	
05/03/2019	4.10	4.16	3.94	4.14	2,081	4.12	06/06/2019	4.64	4.66	4.64	4.64	328	4.64	
06/03/2019	4.10	4.10	3.90	4.02	5,855	4.06	07/06/2019	4.66	4.86	4.64	4.70	29,891	4.68	
07/03/2019	4.04	4.04	4.04	4.02	100	4.03	10/06/2019	4.80	4.94	4.80	4.82	15,184	4.81	
08/03/2019	4.00	4.18	4.00	4.18	4,787	4.09	11/06/2019	4.94	5.00	4.84	5.00	31,813	4.97	
11/03/2019	4.18	4.18	4.00	4.18	6,780	4.18	12/06/2019	5.10	5.15	5.00	5.00	11,390	5.05	
12/03/2019	4.00	4.14	4.00	4.14	373	4.07	13/06/2019	4.92	5.05	4.84	4.90	267,394	4.91	
13/03/2019	4.14	4.14	4.00	4.14	576	4.14	14/06/2019	5.05	5.20	5.00	5.10	51,911	5.08	
14/03/2019	4.14	4.14	4.14	4.14	125	4.14	17/06/2019	5.20	6.10	5.20	5.60	24,338	5.40	
15/03/2019	4.14	4.18	3.98	4.18	8,131	4.16	18/06/2019	5.60	5.70	5.45	5.55	7,954	5.58	
18/03/2019	4.10	4.30	4.08	4.26	8,748	4.18	19/06/2019	5.65	5.70	5.60	5.70	5,554	5.68	
19/03/2019	4.30	4.30	4.26	4.30	19,526	4.30	20/06/2019	5.70	5.70	5.55	5.65	4,312	5.68	
20/03/2019	4.30	4.40	4.08	4.40	11,109	4.35	21/06/2019	5.70	5.70	5.50	5.50	1,361	5.60	
21/03/2019	4.42	4.48	4.32	4.42	5,711	4.42	24/06/2019	5.65	5.90	5.60	5.60	26,262	5.63	
22/03/2019	4.32	4.44	4.32	4.44	7,280	4.38	25/06/2019	5.50	5.65	5.50	5.55	4,893	5.53	
25/03/2019	4.30	4.32	4.04	4.22	12,914	4.26	26/06/2019	5.65	5.65	5.60	5.55	215	5.60	
26/03/2019	4.30	4.36	4.20	4.36	7,429	4.33	27/06/2019	5.60	5.60	5.60	5.55	459	5.58	
27/03/2019	4.26	4.30	4.18	4.30	351	4.28	28/06/2019	5.65	5.65	5.20	5.35	3,941	5.50	
28/03/2019	4.26	4.26	4.16	4.24	3,267	4.25	01/07/2019	5.70	5.85	5.45	5.45	9,393	5.58	
29/03/2019	4.16	4.28	4.16	4.28	101	4.22	02/07/2019	5.70	5.70	5.20	5.50	5,929	5.60	
01/04/2019	4.24	4.28	4.16	4.24	4,240	4.24	03/07/2019	5.40	5.55	5.10	5.25	13,580	5.33	
02/04/2019	4.28	4.28	4.10	4.16	4,031	4.22	04/07/2019	5.25	5.45	5.10	5.35	4,854	5.30	
03/04/2019	4.10	4.16	4.08	4.16	915	4.13	05/07/2019	5.25	5.35	5.10	5.10	964	5.18	
04/04/2019	4.06	4.08	3.96	4.08	7,874	4.07	08/07/2019	5.10	5.10	4.68	4.98	14,202	5.04	
05/04/2019	4.12	4.12	4.00	4.10	845	4.11	09/07/2019	4.72	5.10	4.72	4.98	11,607	4.85	
08/04/2019	4.08	4.08	4.02	4.08	938	4.08								
							Promedio (Last 6M)	4.30	4.38	4.23	4.31	10,456	4.31	
							Max. (Last 6M)	5.70	6.10	5.60	5.70	267,394	5.70	

Fuente: Yahoo finance

About Crowe Global

The Crowe network consists of more than 200 independent accounting and advisory services firms in over 120 countries around the world.

Crowe Global member firms are known for their local knowledge, expertise, and experience balanced by an international reputation for the highest quality in audit, tax, advisory and risk services. They are unified through a shared commitment for impeccable quality service, highly integrated service delivery processes and a common set of core values and management philosophies that guide their decisions daily.

This unique combination of talent provides Crowe Global the worldwide capabilities of a highly integrated network to deliver value to multinational clients doing business across borders.

Follow us on:



Find out more about us at
www.crowe.es

Crowe Spain is a member of Crowe Global, a Swiss Verein. Each member firm of Crowe Global is a separate and independent legal entity. Crowe Spain and its affiliates are not responsible or liable for any acts or omissions of Crowe Global or any other member of Crowe Global. Crowe Global does not render any professional services and does not have an ownership or partnership interest in Crowe Spain.
©2019 Crowe Advisory SP, S.L.

This material is for informational purposes only and should not be construed as financial or legal advice. Please seek guidance specific to your organisation from qualified advisors in your jurisdiction.