



TRABAJO FIN DE GRADO

Tesis de inversión sobre Biosearch, S.A.

Investment thesis on Biosearch, S.A.

Autor: D. David Padilla Labella

Tutor: D. Federico Galán Valdivieso

Grado en Finanzas y Contabilidad

Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

UNIVERSIDAD DE ALMERÍA

Curso Académico: 2020 / 2021

Almería, mayo de 2021

ÍNDICE

RESUMEN.....	- 5 -
1. INTRODUCCIÓN	- 6 -
2. PRESENTACIÓN DE LA COMPAÑÍA.....	- 7 -
2.1. Datos generales.....	- 7 -
2.2. Historia de la compañía.....	- 9 -
2.3. Junta Directiva.....	- 10 -
3. ANÁLISIS ESTRATÉGICO	- 10 -
4. ANÁLISIS DE LAS LÍNEAS COMERCIALES.....	- 12 -
4.1. Probióticos.....	- 13 -
4.1.1. Características.....	- 13 -
4.1.2. Hereditum®	- 14 -
4.1.3. Valor del mercado de probióticos.....	- 15 -
4.2. Lípidos.....	- 17 -
4.2.1. Características.....	- 17 -
4.2.2. Eupoly-3®	- 18 -
4.2.3. Valor del mercado de lípidos Omega-3.....	- 19 -
4.3. Extractos naturales.....	- 20 -
4.3.1. Características.....	- 20 -
4.3.2. Exxentia®	- 21 -
4.3.3. Valor del mercado de extractos naturales.....	- 21 -
5. CONTEXTO ECONÓMICO.....	- 22 -
6. ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO.....	- 23 -
6.1. Balance.....	- 24 -
6.2. Cuenta de pérdidas y ganancias	- 26 -
6.3. Rentabilidad y solvencia.....	- 28 -
7. VALORACIÓN.....	- 29 -
7.1. Estimación de los flujos de caja libres.....	- 30 -
7.1.1. Estimación de los ingresos de la explotación.....	- 30 -
7.1.2. Estimación de los Flujos de Caja operativos antes y después de impuestos.....	- 32 -
7.1.3. Estimación de las inversiones en Activo No Corriente y en Capital Circulante.....	- 33 -
7.1.4. Cálculo del Flujo de Caja Libre total.....	- 33 -
7.2. Estimación del valor residual.....	- 34 -
7.3. Estimación de la tasa de descuento.....	- 35 -

7.4. Estimación del valor actual.....	- 36 -
8. CONCLUSIÓN.....	- 38 -
BIBLIOGRAFÍA.....	- 40 -
ANEXO 1. BALANCE PROFORMA DE BIOSEARCH S.A.	- 42 -
ANEXO 2: CUENTA DE RESULTADOS PROFORMA DE BIOSEARCH, S.A.	- 43 -
ANEXO 3: DESGLOSE DEL FLUJO DE CAJA LIBRE AL SERVICIO DE LA DEUDA (UFCF) Y ENTERPRISE VALUE.	- 44 -
ANEXO 4: PROYECCIÓN DEL BALANCE.....	- 45 -

TABLA DE FIGURAS

Imagen 1: Logotipo de Biosearch.....	5
Gráfico 1: Cotización histórica de Biosearch.....	8
Gráfico 2: Valor del mercado global de probióticos, por región.....	14
Gráfico 3: Proporción de las partidas de activo circulante respecto al activo total.....	23
Gráfico 4: Evolución de la estructura financiera.....	24
Gráfico 5: Ingresos de Biosearch por líneas de negocios, en miles de euros.....	25
Gráfico 6: EBITDA, en miles de euros; y EBITDA/Ingresos.....	26
Gráfico 7: Rentabilidades vs. Endeudamiento vs. Margen Global.....	27
Gráfico 8: Desglose del UFCF, en millones de euros.....	30
Tabla 1: DAFO.....	9
Tabla 2: Recomendaciones dietéticas de ácidos grasos.....	16
Tabla 3: Estimación de ingresos	32
Tabla 4: Inmovilizado Material y Diferencias en Capital Circulante.....	33
Tabla 5: : Flujos de Caja Libre al servicio de la deuda	34
Tabla 6: Flujos de caja y valor terminal.....	32
Tabla 7: Valoración.....	33
Tabla 8: Análisis de sensibilidad.....	33

RESUMEN

La dolorosa crisis del COVID-19 ha dejado algunas consecuencias positivas en la sociedad. La población ahora es más consciente que nunca sobre el cuidado de la salud y el bienestar, y sobre la prevención de enfermedades. El sector farmacéutico y nutricional ha visto como se ha incrementado la inversión hacia estas empresas. Una de ellas es Biosearch, S.A., una empresa biotecnológica española que se dedica a la investigación y comercialización de ingredientes naturales. El objetivo principal de este trabajo es valorar la compañía, tanto cualitativamente como cuantitativamente, de cara a comprobar si una OPA lanzada a esta el 15 de febrero de 2021 por el capital total de la sociedad se realizará a un precio justo y si la empresa adquirente efectuará esta operación de M&A con un margen de seguridad suficiente. Para ello, se analizan las diferentes líneas de productos de Biosearch, así como su sector y la estrategia corporativa; se efectúa un análisis sobre las cuentas pasadas y se estiman los flujos de caja que puede obtener de cara a conseguir una valoración de la empresa.

ABSTRACT

The painful COVID-19 crisis has left some positive consequences in society. The population is now more aware than ever about health care and wellness, and disease prevention. Pharmaceutical and nutritional sector has seen an increase in investment in these companies. One of them is Biosearch, S.A., a Spanish biotechnology company dedicated to natural ingredients research and commercialization. The main objective of this paper is to value the company, both qualitatively and quantitatively, in order to check whether a takeover bid launched on February 15th, 2021 for the total capital of the company will be carried out at a fair price and whether the acquiring company will carry out this M&A operation with a sufficient margin of safety. To this purpose, the different product lines of Biosearch are analyzed, as well as its sector and corporate strategy; an analysis of past accounts is made, and the cash flows that can be obtained are estimated to assess the valuation of the company.

1. INTRODUCCIÓN

El sector salud ha sido, tradicionalmente, una de las industrias que mayor atención ha suscitado entre los inversores, tanto minoristas como institucionales. Las altas barreras de entrada, la longevidad de las patentes o su papel clave en el bienestar de la población han supuesto un gran atractivo para el público inversor.

Dentro de dicho sector, el interés por las empresas del segmento farmacéuticos se ha incrementado exponencialmente durante el binomio 2020-2021, unos años que pasarán a la historia como aquellos en los que se afrontó una pandemia que, aunque hasta el momento no ha generado las tasas de mortalidad de otras crisis pandémicas (peste bubónica, gripe española...), sí ha superado a todas las demás en dos aspectos: su alcance global y el compromiso conjunto y coordinado de gobiernos, empresas y ciudadanos de todo el mundo. Las empresas farmacéuticas han dedicado, en este último año y medio, gran parte de sus esfuerzos de inversión y de I+D+i en desarrollar, en un corto lapso de tiempo, vacunas y métodos de detección precoz del virus SARS-CoV-2.

Sin embargo, existe un nicho de empresas que tradicionalmente han permanecido al margen del foco mediático, sino que su influencia y su importancia se han mantenido constantes a lo largo del tiempo. Se trata de empresas auxiliares tanto al sector farmacéutico como a otro tipo de empresas, fundamentalmente de alimentación, que las nutren de componentes básicos de origen natural para que sean incorporados en sus productos. Tal es el caso de la empresa granadina Biosearch, dedicada a la investigación, desarrollo y comercialización de nutrientes naturales.

En marzo de 2021, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) admitió a trámite la solicitud de autorización para la formulación de una Oferta Pública de Adquisición (OPA) presentada por Kerry Iberia Taste & Nutrition, sociedad íntegramente participada por la irlandesa Kerry Group (con sede en Irlanda), sobre la totalidad de las acciones de Biosearch por un importe de 126,93 millones de euros (Valencia Plaza, 2021). La empresa adquirente se dedica, al igual que Biosearch, al desarrollo de soluciones de sabor y nutricionales para los mercados de alimentación, bebidas y farmacéutico.

El objetivo de este estudio es realizar una valoración de las acciones de la empresa Biosearch, y comprobar si el precio ofertado es adecuado en base a las perspectivas y expectativas depositadas en la empresa granadina.

Este estudio se divide en dos partes principales, una cualitativa y otra cuantitativa. En la primera, la Sección 2 es dedicada a presentar los principales datos de la compañía analizada, describiendo la compañía, sus líneas de negocio y su estrategia corporativa. En la Sección 3 se realiza un análisis estratégico para determinar sus principales puntos fuertes y débiles. En la Sección 4 se realiza una extensa exposición de las diferentes líneas comerciales en las que la empresa desarrolla su actividad. Asimismo, en la Sección 5 se realiza una breve mención al contexto económico general en que se encuentra la compañía, y las principales tendencias futuras que pueden afectar a la actividad de la empresa. Los principales datos cualitativos de esta parte del trabajo servirán como base para establecer, de la forma más objetiva posible, las hipótesis de partida necesarias para el proceso de valoración.

La segunda parte, de corte más cuantitativo, comienza en la Sección 6 con un análisis económico-financiero, explorando el balance, cuenta de resultados y principales ratios contables en base a los datos de los últimos cuatro ejercicios económicos. La Sección 7 se centra en la valoración de las acciones de Biosearch utilizando el modelo financiero de descuento de flujos, en base a datos estimados para la empresa en el período 2021-2025. Como complemento, se realiza un análisis de sensibilidad de los resultados, para establecer un intervalo de valoración adecuado. Finalmente, la Sección 8 recoge las principales conclusiones del trabajo.

2. PRESENTACIÓN DE LA COMPAÑÍA.

2.1. Datos generales.

Biosearch, S.A. (TIKR: BIOS) es una empresa con sede en Granada que se dedica a la investigación, el desarrollo y la comercialización de ingredientes naturales para la industria farmacéutica y de alimentación. Cotiza en el Mercado Continuo de la bolsa de Madrid (ISIN: ES0172233118) y forma parte del índice IBEX Small Caps.

Imagen 1: Logotipo de Biosearch



Fuente: *biosearchlife.com*

Es una empresa con modelo de negocio B2B (*Business to Business*) que suministra los componentes desarrollados a otras empresas del sector para que estas puedan incorporarlos a sus productos. El fin que persigue esta compañía es el de mejorar el bienestar de la población, mejorar su calidad de vida y disminuir enfermedades; siendo referente en biotecnología a nivel global.

La misión de esta compañía consiste en aportar soluciones innovadoras basadas en ingredientes saludables de origen natural, integrando nuestras capacidades de I+D, producción y comercialización.

El compromiso por la calidad y la innovación que muestra Biosearch se enfoca en entender las necesidades del cliente, garantizar soluciones, trabajar de forma conjunta por y para el cliente, desarrollar nuevos productos asegurando el respeto por el medio ambiente, asegurar la calidad y seguridad de estos nuevos productos y demostrar los efectos beneficiosos de los mismos mediante ensayos de intervención nutricional en humanos.

Destacando que Biosearch Life estudia permanentemente la incorporación de cualquier nueva tecnología, basa su modelo de negocio en tres líneas de productos: Eupoly-3® (Omega-3), Hereditum® (Probióticos) y Exxentia® (Extractos botánicos). Son tres mercados (nutricional, farmacéutico y nutracéutico) en expansión que permiten que esté presente internacionalmente, diversificada y con una gran proyección de crecimiento. Además, ha conseguido distintas certificaciones de calidad como ISO (International Organization for Standardization), FSSC (Food Safety System Certification) o GMP (Good Manufacturing Practices).

La empresa cuenta con cuatro centros de trabajo en España. En Talayuela (Cáceres), la planta se centra en la producción de extractos funcionales de origen vegetal, con instalaciones de estandarización, molienda y envasado. En Peñafiel (Valladolid), se realiza el proceso de extractos de base acuosa y dispone de una unidad de biocatálisis para fabricación de extractos vegetales. En Madrid, han establecido las oficinas comerciales, de marketing y logística. En Granada, disponen de dos plantas: una en la que se producen los aceites Omega 3, y otra, las bacterias probióticas mediante fermentación y enriquecimiento de los microorganismos, y su posterior congelación. Todos estos centros están automatizados y controlan que el proceso productivo se mantenga en las mejores condiciones.

En España, la compañía tiene un total de 140 empleados a final de 2020, siendo más del 40% pertenecientes a las instalaciones de Granada. Actualmente, cuenta con más de 200 clientes en 30 países y tiene un importante acuerdo con Nestlé.

Esta compañía, cuyo CIF es A-18550111, se incluye en la Clasificación Nacional de Actividades Económicas (CNAE) dentro del subgrupo es 7211 – Investigación y desarrollo experimental de biotecnología. En España, existen 576 empresas que trabajan en este sector, siendo Biosearch una de las más grandes tanto por activo como por volumen de facturación. El código IAE es el 9361 – Investigación en ciencias exactas y naturales, y el US SIC de Estados Unidos es el 8731- *Commercial physical and biological research*.

2.2. Historia de la compañía.

Biosearch, con el nombre de Puleva Biotech, S.A. fue constituida en septiembre del 2000 bajo el paraguas de Puleva, S.A. Fue una escisión para las actividades de la rama de investigación y desarrollo de esta. En 2001, las acciones fueron admitidas a cotización en el SIBE (Sistema de Interconexión Bursátil) y en la Bolsa de Valores de Madrid.

El cambio de nombre a Biosearch, S.A se produjo en 2009, cuando la empresa absorbió las sociedades Exxentia, Grupo Fitoterapéutico, S.A. (adquirida en 2008) y Óleo Resinas de la Vera, S.L.

En 2010, la empresa mayoritaria era Ebro Food, S.A. (fusión resultante de Azucarera Ebro Agrícolas, S.A. y Puleva, S.A.), con una participación de 50,902%. Esta fue reduciéndose, vendiendo un 29,9% al Grupo Lactalis Iberia, S.A. A final de 2016, abandonó completamente la participación en Biosearch.

La cotización de Biosearch cambió el rumbo a partir de ese año, cuando pasó de tener una pérdida de 3,3 millones de euros a un beneficio de 2 millones. Triplicó el valor de mercado, desde los 35 millones hasta los 100 millones en 2018. Desde entonces, el valor de la acción fue decreciendo hasta la pandemia, que, aprovechándose de la inversión en el sector *pharma*, el precio de la acción llegó a situarse a 1,51 €, pre-OPA, alcanzando una capitalización bursátil de 87 millones de €.

Gráfico 1: Cotización histórica de BIOS



Fuente: Yahoo! Finance

El 15 de febrero de 2021, la empresa irlandesa Kerry Group, a través de su filial Kerry Iberia Taste & Nutrition, lanzó una OPA sobre el 100% de las acciones, al precio de 2,20 € la acción, valorando a Biosearch en 126,94 millones de €; siendo aceptada por la CNMV el 17 de marzo y por el Consejo de Ministros el 30 de abril.

2.3. Junta Directiva.

Actualmente, el presidente de la empresa es Ignacio Elola Zaragüeta quien tomó las riendas en octubre de 2019, sustituyendo a Aurelio Antuña Rodríguez, y este último a José Antonio Lalanda después de su dimisión por motivos profesionales en 2017. La junta directiva la completan Erick Boutry, Jose Cerecueta Rodríguez, Isidro Martínez de la Escalera Álvarez y María Jesús Alonso del Hoyo. El único que posee participación en la empresa es Isidro Martínez, con un 0,07% del total de acciones. El director ejecutivo es Jose María Roset Monros, cargo que desempeña desde 2010.

3. ANÁLISIS ESTRATÉGICO

El análisis estratégico es una técnica que ahonda en el entorno empresarial en el que opera una compañía. Es esencial para formular el proyecto estratégico en la toma de decisiones y el buen funcionamiento de la organización, con ello conocer cómo está la empresa actuando y cómo el sector y el entorno puede afectarle.

El análisis DAFO (Debilidades, Amenazas, Fortalezas y Oportunidades) recoge el diagnóstico del entorno exterior de la empresa, así como de la parte interna de ésta. Debe incluir, por tanto, un análisis de contexto externo que incida sobre las amenazas y oportunidades a las que debe hacer frente, y un análisis interno que haga referencia a las debilidades y fortalezas con las que cuenta. La siguiente tabla recoge los aspectos más relevantes que influyen en el desarrollo de Biosearch.

Tabla 1: Análisis DAFO

DEBILIDADES	AMENAZAS
Marketing y ausencia de imagen de marca Dependencia de la efectividad del I+D	Regulación estatal I+D por parte de clientes
FORTALEZAS	OPORTUNIDADES
Diversificación de productos Buen reconocimiento científico Patentes	Incremento de la esperanza de vida Conciencia por una mejor alimentación Mercados fragmentados Cooperaciones en la cadena de valor

Fuente: Elaboración propia

A continuación, se explican los principales aspectos mencionados en la tabla 1:

- Análisis Externo:
 - Amenazas. Existe una fuerte presión por parte de los reguladores, como la EFSA (*European Food Safety Authority*) en Europa o la FDA (*Food and Drug Administration*) en Estados Unidos, para que los nuevos componentes cumplan los estándares de calidad y exigencias requeridas y se puedan implementar en productos.
 - Otro factor externo puede ser que los clientes creen un departamento propio que se dedique a la investigación, creando sus propios componentes y no utilizando los de Biosearch.
 - Oportunidades. Ayuda el aumento de la esperanza de vida y del poder adquisitivo que se ha dado en los últimos años, especialmente en los países emergentes, que pueden buscar soluciones distintas y prevenir ciertas enfermedades. Esto se enlaza con una consciencia positiva hacía una mejor

alimentación, que ha ayudado fuertemente en occidente a que se consuman productos más beneficiosos para nuestro organismo.

Por otra parte, los sectores donde opera Biosearch están muy fragmentados, por lo que puede implementar distintas estrategias para ganarse al público.

- **Análisis Interno:**

- **Debilidades.** El modelo B2B deja en evidencia que depende exclusivamente de las ventas de sus clientes y del marketing que estos realicen, pudiendo incurrir en errores dañinos por malas prácticas que estos puedan realizar. Eso provocaría que el cliente no siga adquiriendo esos componentes si el público no compra los productos de estos.

Otra desventaja que puede tener la empresa es que las líneas de investigación se demoren, se incremente el coste en exceso, o que incluso, llegado el caso, se deba de abandonar esa línea por no alcanzar el objetivo deseado. Biosearch depende de que esa investigación salga adelante para poder ofrecer distintas variantes a un mercado que cambia rápidamente. Con las patentes actuales, debe de mantener buenas relaciones con sus clientes para que sigan utilizando sus componentes.

- **Fortalezas.** Como virtudes, hay que comentar que la gama de productos que ofrece actualmente Biosearch es amplia y está bien diversificada en los tres sectores, por lo que si decae alguno podrá seguir operando en los demás. Además, cuenta con un buen reconocimiento en el ámbito científico con las distintas publicaciones en revistas que realiza. Cuenta también con las patentes de los componentes, por lo que es difícil reemplazar exactamente los mismo en los productos de los clientes.

4. ANÁLISIS DE LAS LÍNEAS COMERCIALES.

Como se ha comentado, Biosearch trabaja en mercados diferentes con tres marcas distintas: Hereditum® (Probióticos), Eupoly-3® (Omega-3) y Exxentia® (Extractos botánicos). Se va a explicar cada una de ella, comentar el funcionamiento del mercado y la competencia.

4.1. Probióticos.

4.1.1. Características.

Los probióticos son microorganismos vivos, como bacterias o levaduras, que proporcionan efectos beneficiosos al cuerpo humano equilibrando la flora intestinal (microbiota). Los ingredientes probióticos estimulan los jugos digestivos naturales y las enzimas del cuerpo para garantizar el buen funcionamiento del sistema digestivo, y protegen a los organismos sanos de los dañinos. Hoy en día, se utilizan en el diagnóstico de enfermedades mentales y el tratamiento de problemas digestivos y trastornos neurológicos. Los productos probióticos refuerzan el sistema inmunitario humano, protegen las proteínas y los lípidos de la destrucción oxidativa y reducen los agentes patógenos del organismo, y pueden administrarse a través de los alimentos o en forma de suplementos.

Los principales factores que contribuyen a impulsar el mercado mundial es el aumento de la preferencia de los consumidores por los productos naturales, la creciente concienciación sobre la salud, especialmente en la generación *millennial*; y sus excelentes propiedades nutricionales. La demanda se ha incrementado debido al consumo de alimentos funcionales, que tienen efectos potencialmente positivos y eficaces en la salud, además de proporcionar una nutrición básica, así como por la preocupación de los consumidores en la atención sanitaria preventiva. Asimismo, factores como la prohibición del uso de antibióticos en la alimentación animal en varios países, el aumento de las innovaciones de productos en forma de chocolates, galletas y otros, y la mayor demanda de medicamentos basados en probióticos para enfermedades crónicas, como la diarrea o las enfermedades intestinales, impulsan este mercado. Por otro lado, se añade el incremento de la renta disponible y la mejora del nivel de vida que se ha producido en las economías en desarrollo, donde también ha aumentado la demanda de estos productos.

El mercado mundial de los probióticos se segmenta en función del ingrediente, la aplicación y la función:

- Según el ingrediente, el mercado se segmenta en bacterias y levaduras. Los alimentos probióticos, como el yogur, contienen bacterias probióticas en forma líquida. Los probióticos de levadura se utilizan también con fines terapéuticos. Las cepas bacterianas están disponibles en forma de polvo, líquido y gel, mientras que las cepas de levadura sólo están disponibles en forma de polvo.

- En función de la aplicación, el mercado se segmenta en alimentos y bebidas, suplementos dietéticos y piensos. Los alimentos y las bebidas son el modo de consumo preferido de los probióticos y se espera que mantengan su dominio durante el periodo de previsión. Se espera que el segmento de los suplementos dietéticos sea el de mayor crecimiento durante los próximos años, debido al aumento de la demanda de suplementos naturales para la salud.
- Según su función, el mercado se divide en regular, preventivo y terapéutico. Entre ellas, la función de salud preventiva crece a una tasa de crecimiento más alta debido al aumento de la aplicación en la industria farmacéutica para regular la digestión y normalizar el tracto intestinal.
- Hay que añadir que el uso de probióticos en la alimentación no es exclusivo de los humanos, sino que también se está empleando en animales, aunque la cuota de mercado es, por ahora, mínima.

Los problemas a los que se enfrenta este mercado son la falta de estandarización en cuanto a la concentración de microorganismos en los productos probióticos, los altos precios de los ingredientes y la falta de concienciación sobre los beneficios en los consumidores. Además, requieren de estrictos controles por parte de los reguladores para aprobar las patentes y empezar a comercializar los componentes.

Se espera que el apoyo proactivo del gobierno estadounidense, como la aprobación de la FDA para los suplementos dietéticos probióticos y los alimentos para usos específicos de la salud, ofrezca oportunidades lucrativas para el crecimiento del mercado y ayuden a impulsar la demanda. Además, varias publicaciones sobre probióticos, hojas informativas sobre alimentos funcionales y conferencias del *International Food Information Council (IFIC)* han aumentado la concienciación sobre estos productos, lo que se espera que cree oportunidades para seguir investigando y aumentar el número de productos.

La empresa Biosearch opera en el segmento de bacterias de ingredientes probióticos, donde los más común en la industria son los *lactobacilos* (52%). Otros tipos de bacterias son las *bifidobacterias* (36%) y los *streptococcus*.

4.1.2. *Hereditum*®

Hereditum® es la rama centrada en probióticos obtenidos a partir de leche materna. Biosearch Life ha identificado y aislado varias bacterias nuevas dentro de este fluido, el cual

se había considerado por la comunidad científica que no contenía bacterias; y ha demostrado que es la principal fuente de bacterias lácticas entre un bebé y una madre. Dispone de una colección de cepas aisladas, únicas en el mercado con este origen. La leche materna no sólo cubre las necesidades nutricionales del bebé, sino que también ayuda en el bienestar de los adultos.

Las principales aplicaciones de esta gama son:

- Nutrición infantil.
- Salud intestinal
- Sistema inmune y prevención de infecciones
- Salud de la mujer
- Higiene bucal

Desde 2006, Biosearch ha publicado más de 30 escritos en prestigiosas revistas científicas que avalan esta marca. Los componentes que actualmente se están comercializando en esta línea son: “LC40”, “LC9+K8”, “HM6”, “K8” y “BfM26”. Son vendidos en sobres o cápsulas y a granel liofilizado (similar a un alimento deshidratado).

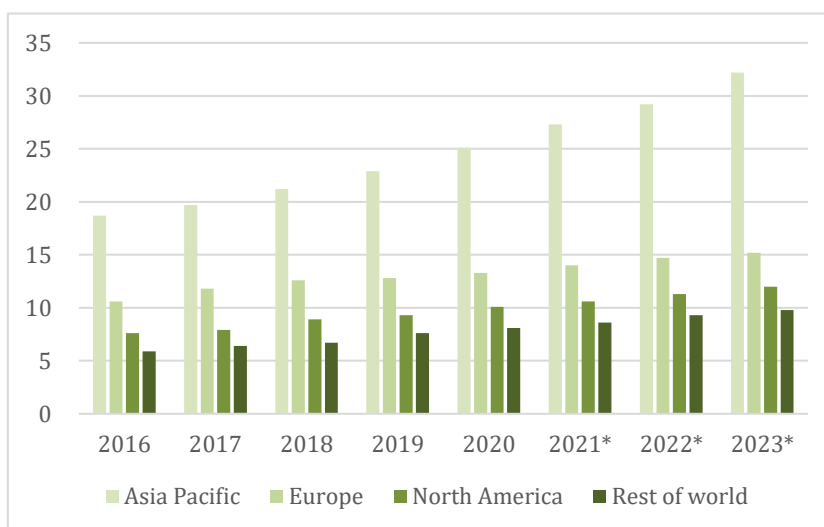
Entre estos, destaca la cepa Hereditum Lactobacillus Fermentum LC40, utilizada en el producto de Nestlé, “MATERNA Opti-Lac”, para la prevención y tratamiento de la mastitis. La mastitis es una inflamación dolorosa de una zona de la mama, acompañada o no de infección. Se produce cuando no hay un vaciado adecuado del pecho, generando un acúmulo de leche que predispone a la sobreinfección por bacterias. Suele producirse en mujeres lactantes en los primeros meses después del parto. Es uno de los productos más relevantes de la compañía. Otro producto destacado es “Lactanza”, de Angelini Pharma, lanzado en 2019 en Rusia con la misma función. Además, durante el 2020 esta cepa ha obtenido la certificación BIO, que se empleará para incorporarla en productos ecológicos.

4.1.3. Valor del mercado de probióticos.

El mercado global de probióticos fue valorado en 48.880 millones de dólares en 2019 (Fortune Business Insights, 2019). El aumento de la demanda de probióticos debido a la progresiva concienciación sobre la salud y sus excelentes propiedades nutricionales, son los elementos que contribuyen a impulsar el mercado mundial.

Por área geográfica, APAC (Asia Oriental, Sudeste Asiático y Oceanía) es la región con diferencia donde mayor demanda existe, seguido de Europa.

Gráfico 2: Valor de mercado global de probióticos, por región



Fuente: MarketsandMarkets

Se define como TAM (*Total Addressable Market*) al valor total estimado que puede conseguir cierto sector en el futuro. Ello permite conocer cuánto se espera invertir en el sector y cuál será su demanda, con lo que poder estimar la cuota de mercado de una empresa. El mercado de probióticos se espera que pueda alcanzar una TAM de 77.090.000 \$ en 2025, con una CAGR (*Compound Annual Growth Rate*) o Tasa de crecimiento anual compuesto (TCAC) del 7,7% para 2025.

El valor del submercado de ingredientes probióticos se estima en 1,74 miles de millones de \$ en 2019 (Grand View Research, 2019). Es un mercado muy competitivo, con un número considerable de actores nacionales e internacionales que se reparten el espacio del mercado. La innovación de productos y las fusiones y adquisiciones son algunas de las estrategias clave desplegadas por los principales actores para resistir a la competencia. Destacan las empresas: Ganeden, Inc.; Probiotal S.p.A.; Biocodex, Inc.; Sabinsa Corporation; BioGaia AB; Chr. Hansen Holding A/S; y Lallemand, Inc. entre otras.

Para valorar este segmento, se espera que la SAM (*Served Addressable Market*), valor del mercado por el que Biosearch puede competir; alcance los 3,56 miles de millones de \$ (Grand View Research, 2019) en 2025, con una CAGR de 7,9%. En los suplementos alimenticios y los alimentos funcionales, la CAGR se estima en 8,2% y 6,84%, respectivamente, para los próximos años.

4.2. Lípidos.

4.2.1. Características.

Los lípidos nutricionales son grasas que aportan al organismo calorías ricas en energía. Son los nutrientes que más demanda la población hoy en día. La conciencia sobre la dieta saludable en grasas entre las personas y el aumento de la demanda de complementos alimenticios que contienen lípidos han llevado a un aumento del consumo de estos productos. Se asocia principalmente con la necesidad de satisfacer los requisitos nutricionales de la población que envejece, el incremento del predominio de enfermedades crónicas, el aumento de la utilización de fórmulas para lactantes y complementos alimenticios, el crecimiento de la población obesa y el avance tecnológico.

Los beneficios para la salud de los lípidos nutricionales incluyen la reducción de la inflamación, la estabilidad de los latidos del corazón y la reducción de las lipoproteínas de baja densidad, entre otros. Las personas tienden a consumir lípidos nutricionales para controlar la deficiencia nutricional, ya que el cuerpo humano es incapaz de producir ácidos grasos Omega-3 y Omega-6.

Sin embargo, una gran parte de la población aún desconoce los beneficios de estas grasas saludables y tampoco conoce los tipos de grasas que se deben consumir. Además, el costo de las materias primas en las que se incurre para fabricar estos nutrientes es muy alto. Por el momento, se espera que estos factores restrinjan un crecimiento exponencial acelerado del mercado de lípidos nutricionales en lo que se reducen los costes de explotación.

El mercado de lípidos nutricionales está segmentado según la fuente, el tipo, la aplicación y la región. Según la fuente, el mercado se divide en plantas y animales. Según el tipo, se encuentran Omega-3, Omega-6, MCT y otros. En cuanto a su aplicación, se clasifica en preparados para lactantes, farmacéuticos, complementos dietéticos y otros.

Los ácidos grasos Omega-3 son una familia de 15 moléculas de grasa diferentes, de las cuales el ácido eicosapentaenoico (EPA) y el ácido docosahexaenoico (DHA) son los más importantes. La investigación clínica positiva, junto con el aumento de la conciencia sobre la salud, el reconocimiento regulatorio y la mejora del nivel de vida en varios países impulsan el mercado mundial de ácidos grasos Omega-3 en los próximos años. Los ácidos grasos Omega-3 tienen muchas funciones importantes, incluida la regulación del paso de nutrientes y productos de desecho a través de la membrana celular. Estos ácidos se encuentran principalmente en pescado, semillas de lino, semillas de chía, nueces, algas y otros aceites

vegetales. Una parte importante y valiosa del volumen de mercado de ácidos grasos Omega-3 se deriva del pescado y solo una pequeña parte de las algas. Debido al agotamiento del suministro de pescado, las algas pueden convertirse en una fuente más prometedora en un futuro próximo, aunque todavía su suministro es escaso.

Entre los efectos beneficiosos del consumo regular de Omega 3 en el organismo se encuentran:

- Mejoran la salud cardiovascular.
- Previenen la aparición de arritmias, la muerte súbita y reducen la presión arterial.
- Mejoran la función pulmonar y reducen el asma.
- Poseen efectos beneficiosos en enfermedades inflamatorias como la artritis reumatoide, inflamación intestinal y enfermedades de la piel (eczema y psoriasis).
- Reducen el crecimiento de células cancerígenas (contribuye a prevenir el cáncer de mama, próstata y colon)
- Son esenciales en el desarrollo del feto y el recién nacido.
- Benéficos para el tratamiento y prevención de ciertos trastornos mentales, principalmente la depresión.

Tabla 2: Recomendaciones dietéticas de ácidos grasos

		Omega-3		Omega-6	
		EPA	DHA	AL	AA
Adultos	EFSA	>250 mg/día			
	OMS/FAO	0,250-2 g/día		2,5-9*	–
Embarazo y lactancia	EFSA	>250 mg/día		–	
		–	100-200 mg/día	–	
	OMS/FAO	300 mg/día		–	
		–	200 mg/día	–	

*Porcentaje de la energía consumida. AA: ácido araquidónico; AL: ácido linoleico; DHA: ácido docosahexaenoico; EPA: ácido eicosapentaenoico.

Fuente: *elfarmacéutico.es*

4.2.2. Eupoly-3®

Eupoly-3 es la línea que se encarga de la investigación en los dos tipos principales de lípidos de Omega-3, EPA y DHA. Estos ácidos grasos se encuentran en alimentos como el pescado o en suplementos alimenticios como el aceite de pescado. El ácido eicosapentaenoico (EPA) y el ácido docosahexaenoico (DHA) son muy importantes para la salud y contribuyen al correcto funcionamiento del corazón. Además, el DHA contribuye al funcionamiento normal del cerebro y al mantenimiento de la visión en condiciones normales; donde colabora para

que las neuronas se comuniquen entre ellas y las protege de las sustancias dañinas, como las derivadas de la enfermedad del Alzheimer.

El abanico de productos de Biosearch en esta línea presentan distintas proporciones de DHA y EPA, y se aplican en productos funcionales, y son los siguientes:

- Eupoly-3 EPA, aceite para enfermedades cardiovasculares y como antiinflamatorio.
- Eupoly-3 DHA, aceite para el mantenimiento de la función cerebral y el desarrollo visual.
- Eupoly-3 DHA Infant, aceite en productos infantiles para el desarrollo del cerebro y la visión.
- Eupoly-3 Emulsion, para productos lácteos frescos.
- Eupoly-3 EPA Powder, componente en polvo para tratar enfermedades cardiovasculares.
- Eupoly-3 DHA Infant powder, otro componente en polvo para niños para el desarrollo cerebral.

Una ventaja que tiene Biosearch frente a la competencia es la duración de los componentes de aceites en la distribución a los clientes, pudiendo preservarse hasta 8 meses a temperatura ambiente (20 - 25 °C).

Otro producto de DHA con el que cuenta es Eupoly-3 DHA Algae, refinado a partir de microalgas, que puede ser utilizado para aquellas personas con alergia al pescado. Tiene la misma duración de 8 meses de conservación.

Los componentes de Biosearch son desarrollados para la mejora de productos de clientes con la intención de ser empleados en bebidas, como zumos, o batidos; en panadería, como pan, galletas, tartas, etc.; productos a partir de leche, como quesos, leche pasteurizada, untables, etc.; u otros complementos alimenticios.

4.2.3. Valor del mercado de lípidos Omega-3.

El tamaño del mercado mundial de ácidos grasos Omega 3 se valoró en 2,3 millones de dólares en 2019 y se espera que siga creciendo en el período de pronóstico, con una TCAC de 7,2% (Global Markets Insights, 2020). Dentro de los ingredientes funcionales, el éter efílico tuvo la mayor cuota de mercado, seguido del aceite refinado de anchoa y el de algas.

Las empresas principal en el mercado de lípidos nutricionales incluyen a Koninklijke DSM n.v., Clover Corporation, Friesland Campina, Omega Protein Corporation, Kerry Group, Polaris Nutritional Lipids, Nordic Naturals Inc, y Organic India.

El aceite de atún representa sobre el 10% (GOED, 2019). La SAM de la empresa, es decir, el valor de mercado de EPA y DHA que alcanzará se estima en 3.800 millones de euros para 2026. Biosearch podría ampliar su cuota de mercado, a la vez que este va creciendo. Es la línea que más ha crecido, suponiendo un 38,3% del total de ingresos de 2020.

4.3. Extractos naturales.

4.3.1. Características.

Las sustancias que se obtienen o extraen mediante diferentes procesos de la materia prima se conocen como extractos. Los extractos naturales son aquellos que se consiguen a partir de fuentes naturales como frutas, plantas y verduras. Estos son muy saludables para el cuerpo y tienen varias funcionalidades como pueden ser utilizados como colorantes, sabores, medicamentos, anti-infecciones, aceites comestibles, y muchos otros usos. Además, los extractos naturales tienen varias aplicaciones en diversas industrias como la cosmética, la alimentaria y la farmacéutica. De todas ellas, las industrias farmacéutica y de alimentos y bebidas son los mayores clientes del mercado mundial de extractos vegetales.

Este es un mercado que está experimentado un gran crecimiento en los últimos años y el aumento de sus aplicaciones son algunos de los factores que impulsan este sector. En comparación con los productos sintéticos, los consumidores ven los productos naturales como una alternativa más saludable. Tienen valor medicinal y muchas propiedades beneficiosas para la salud, como la cicatrización de heridas, el antidiarreico, el antioxidante, el antimicrobiano y las propiedades anticancerígenas.

Sin embargo, la falta de disponibilidad de materias primas y las elevadas fluctuaciones de precios de estas dificultan el impulso mundial. Además, ha habido muchos casos de falsificación por diversos medios. Estas conductas han afectado a la reputación de la industria a nivel mundial.

Aunque se espera que el aumento de las actividades de investigación y desarrollo en la industria de los extractos naturales, el incremento de la demanda de alimentos orgánicos y el aumento de la demanda de complementos alimenticios dietéticos impulsan el crecimiento

del mercado mundial de extractos naturales. Además, el desarrollo de la industria farmacéutica y el aumento de la población vegana también ha reforzado este crecimiento.

Por tipo de producto, este mercado se divide en fitomedicinas y extractos de hierbas, como mate, guaraná, acai y acerola (Allied Market Research, 2019). Pueden encontrarse en tés, flores, especias y hierbas.

4.3.2. *Exxentia®*

Esta línea de Biosearch es la que se encargará de desarrollar componentes a base de plantas botánicas y extractos vegetales. Generalmente ha sido la que mayor porcentaje de ingresos ha significado para la compañía, aunque en los últimos años se ha mantenido estable. Busca soluciones innovadoras, por lo que ha conseguido multitud de componentes para introducir a los productos.

De entre los más de 250 extractos patentados y probados, las marcas más destacadas son encuentran:

- Ursolia: El ácido ursólico extraído de *salvia officinalis L* y junto con el arándano rojo, ayuda a combatir la inflamación y la congestión en infecciones de orina.
- PF1: Extraído del algarrobo, este componente ayuda a equilibrar los niveles de colesterol.
- Caronositol. También procedente del algarrobo, ayuda a controlar la hiperglucemia y sirve como suplemento para mejorar el rendimiento deportivo.
- Caronositol D-Chiro-Inositol: Combate el síndrome de ovario poliquístico que pueden padecer algunas mujeres.
- Hydroliv: Es un extracto de la aceituna que actúa como protector en la arteriosclerosis y las enfermedades cardiovasculares.

4.3.3. *Valor del mercado de extractos naturales.*

Este mercado está muy fragmentado y no hay ningún claro competidor que remarque sobre el resto. No existe una compañía cotizada especializada; generalmente son parte de empresas privadas, por lo que existe poca información y datos para contrastar. Algunas empresas que pueden mencionarse son Finzelberg y Naturex (de Guivaudan).

Según Research and Market, el mercado global de extractos naturales facturó 4,9 miles de millones de \$ en 2020. Además, según el informe realizado, la TAM puede alcanzar los 8,2 miles de millones de dólares en 2027, lo que supone una TCAC de 7,6%.

5. CONTEXTO ECONÓMICO.

Sin duda, la pandemia COVID-19 ha supuesto un antes y un después a nivel mundial. En la mayoría de los ámbitos de la economía, la demanda fundamental se ha reducido. Al mismo tiempo, algunos mercados han crecido, como las videoconferencias y el aprendizaje electrónico; y algunos habituales se han evaporado, como el comercio minorista, los viajes, etc. Y es evidente que la "nueva realidad" del virus va a continuar durante un tiempo.

En general, las consecuencias económicas de la pandemia han sido graves, y tanto Estados Unidos como Europa han registrado descensos récord del producto interior bruto (PIB). El PIB real de EE. UU. disminuyó a un ritmo anual del 32,9% en el segundo trimestre de 2020. En el primer trimestre, el PIB real disminuyó un 5,0%. Europa también experimentó una caída récord del PIB en el segundo trimestre de 2020, todavía marcado por las medidas de contención del COVID-19 en la mayoría de los Estados miembros de la Unión Europea.

El descenso del PIB del segundo trimestre reflejó la respuesta al COVID-19, ya que las órdenes de "permanecer en casa" que se emitieron en marzo y abril de 2020, se levantaron parcialmente en algunos países en mayo y junio, y los pagos de ayudas gubernamentales por la pandemia se distribuyeron a hogares y empresas. Esto condujo a rápidos cambios en la actividad, ya que las empresas y las escuelas continuaron trabajando a distancia y los consumidores y las empresas cancelaron, restringieron o reorientaron sus gastos.

El descenso del PIB real reflejó la disminución de los gastos de consumo personal, las exportaciones, la inversión en inventarios privados, la inversión fija no residencial, la inversión fija residencial y el gasto de los gobiernos estatales y locales.

La disminución de los servicios sanitarios fue un factor que contribuyó a la caída del PIB. Pero sin duda, el último año fue un negocio inusual para el sector farmacéutico; el volumen de prescripciones aumentó inesperada y exponencialmente de la noche a la mañana, surgieron aún más carencias de medicamentos y muchos retos de personal.

En medio de la incertidumbre, los principales actores del sector de la salud adoptaron medidas de mitigación de riesgos y reordenaron las oportunidades para recuperarse de la pandemia y restablecer la confianza de los consumidores. Mientras se mantuvo la demanda

a corto plazo de pruebas, equipos de protección personal y respiradores, la carrera por esa inmunidad colectiva y un tratamiento para el COVID-19, las empresas sanitarias deben comprender lo que significa la nueva normalidad para el consumidor y preparar un plan de contingencia para evitar una futura crisis sanitaria.

Los dirigentes y responsables de sanidad de todos los países hablan de la flexibilización de las restricciones a la apertura de negocios y a la circulación de personas. Sin embargo, el entorno de "nueva normalidad" para todo el comercio minorista no es un momento de luz, sino más bien un interruptor de intensidad reducida para que la economía vuelva a funcionar.

La opinión pública es cada vez más consciente de las grandes cosas que hacen los farmacéuticos. Por lo tanto, no hay mejor momento que el actual para hacer las cosas de forma diferente. En este momento, existen oportunidades como que la consulta pase de ser un experto en medicación a un profesional de la salud que ayuda a los pacientes a practicar la prevención de enfermedades y a gestionar su estado de salud, o que estos nos atiendan de manera virtual.

Esta oportunidad va mucho más allá del distanciamiento social, la limpieza y el plexiglás. Estos son un hecho en la nueva realidad del comercio minorista. Significa que puede ser el momento de considerar cómo se podrían desarrollar servicios de asesoramiento virtual, pedidos en línea de medicamentos sin receta, entregas sin contacto, etc. La pandemia marcará el comienzo de una era de atención al paciente en línea.

Ahí es donde entra Biosearch y su dedicación a la prevención de enfermedades y mejora de la salud, para que estos cambios no hagan que el bienestar de las personas no empeore. La población, consciente de esta prevención de enfermedades, tomará medidas para mitigar riesgos.

Ahora mismo, debido a la enorme contracción económica, la demanda se reduce en general en todos los sectores. Sin embargo, en el rebote habrá muchas oportunidades y el reto será posicionarse para prosperar en ese repunte.

6. ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO

En este apartado se van a estudiar los estados financieros de Balance y Cuenta de Pérdidas y Ganancias de Biosearch, y a comentar los ratios principales de rentabilidad y solvencia dentro del período de años 2016 a 2020. Para ello, ambos estados financieros se han

agrupado y reclasificado siguiendo el modelo Proforma. Con este análisis, se muestra el efecto de las operaciones históricas llevadas a cabo por la empresa, ver la situación económico-financiera actual y es útil para ordenar las cifras presupuestadas y revisar su consistencia.

6.1. Balance.

El balance proforma clasifica las distintas partidas de activo, pasivo y patrimonio neto en masas patrimoniales, distinguiendo la estructura económica y la estructura financiera. Presenta la situación patrimonial en un momento determinado.

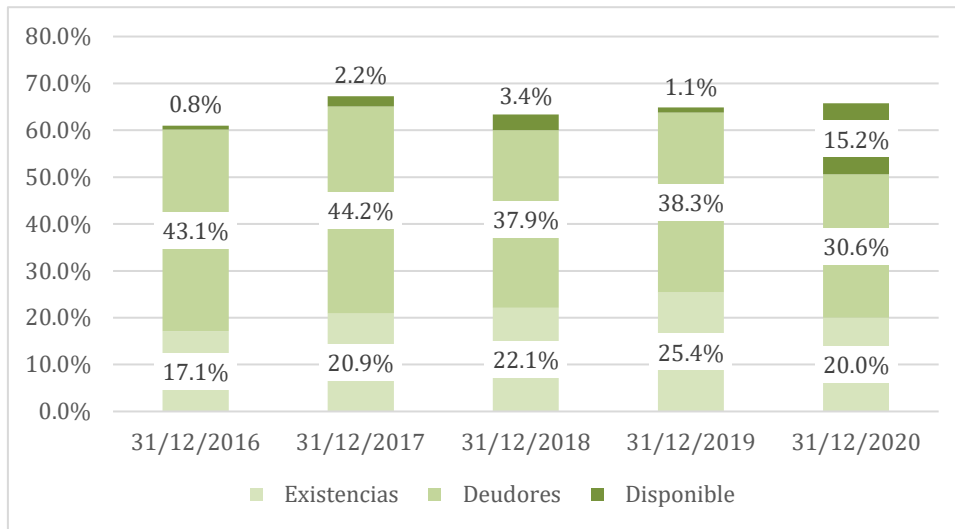
El activo o estructura económica de la empresa es el conjunto de bienes y derechos que esta posee. Se divide en activo fijo o no corriente, que permanecen durante más de un ejercicio económico y es necesario para llevar a cabo la actividad principal; y activo corriente o circulante, para las operaciones diarias que se realizan a corto plazo.

A fecha de 31 de diciembre de 2020, el activo total de Biosearch es de 34,7 millones de euros, siendo 11,9 millones de euros de activo fijo y 22,8 millones de euros de activo circulante (ver Anexo 1). La estructura entre ambos ha ido variando en el período, pero creciendo a una media anual del 2,1%. El activo no corriente representaba el 39% del activo total en 2015 y se ha ido disminuyendo hasta el 34,2% en 2020. Principalmente se debe a que en 2016 terminó de amortizar el fondo de comercio formado para la adquisición de las empresas ya comentadas entre 2008 y 2010. Además, el inmovilizado material se ha reducido debido a su amortización, no siendo así en el inmovilizado intangible, el cual, se ha incrementado desde 2017 por patentes y aplicaciones informáticas. Por ejemplo, la cuenta de patentes asciende a 6,1 millones de euros a final de 2020, cuando el inmovilizado intangible es de 7,3 millones de euros.

Por su parte, el activo circulante, el cual pesa un 65,8% sobre el activo total en 2020, se ha ido incrementando en un 4,1% de media anual. Destaca la acumulación de efectivo de 5,2 millones de euros que ha conseguido la empresa en 2020, llegando a representar un 15,2% del activo total, en comparación a los 255 miles de euros a final de 2016, un 0,8%. El porcentaje de existencias se ha mantenido, siendo un 21,1% de media anual, con un pico en 2019 debido a un *sobrestock* acumulado por un cliente. Por otro lado, los deudores y el activo diferido han disminuido considerablemente, pasando la masa patrimonial de deudores y otros activos circulantes del 43,1% del activo total en 2016 al 30,6% en 2020, situándose en los 10,6 millones de euros.

El activo ajeno a la explotación representa un 4,3% del activo a final del 2020, principalmente por las inversiones financieras, que aumentaron considerablemente en 2018 hasta los 2 millones de euros.

Gráfico 3: Proporción de las partidas de activo corriente respecto al activo total (2016-2020).



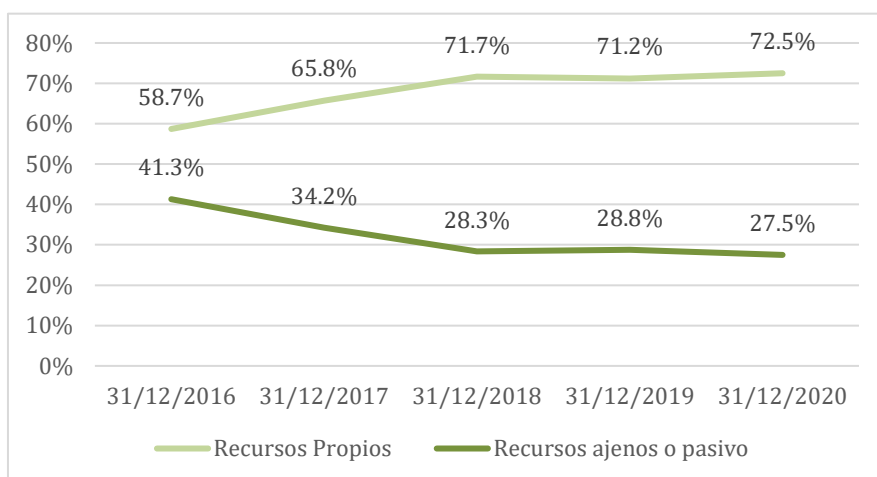
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Biosearch, S.A.

La estructura financiera de la empresa está formada por el capital que ha obtenido para llevar a cabo la actividad. Se distinguen entre recursos propios, pertenecientes a los propietarios y recursos ajenos o pasivo, los cuales habrá que devolverlos según la relación contractual establecida.

Esta estructura de Biosearch ha cambiado en este período, reduciendo notablemente su pasivo y aumentando el patrimonio neto. Estos recursos propios representaban el 58,7% de la estructura financiera a final de 2016, y se han incrementado hasta los 25 millones a final de 2020, siendo un 72,5% sobre el total. El cambio se debe a la tendencia positiva de los resultados obtenidos, que han hecho que se reduzcan los resultados negativos que llevaba acumulados, aunque estos todavía representan 12,76 millones de euros. El capital social y la prima de emisión se han mantenido al no realizar ninguna operación de ampliación de capital. Además, tiene acciones propias por valor de 839 miles de euros.

El pasivo total ha disminuido hasta representar el 27,5% en 2020. Esto se debe a que ha reducido su pasivo circulante, aminorando la deuda a corto plazo y los acreedores. Las obligaciones financieras a largo plazo ascienden a 4,6 millones de euros a final de 2020, siendo el 13,5% de la financiación total. Por su parte, el pasivo circulante representa el 14% del total, con la cifra de 4,8 millones de euros.

Gráfico 4: Evolución de la estructura financiera



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Biosearch, S.A.

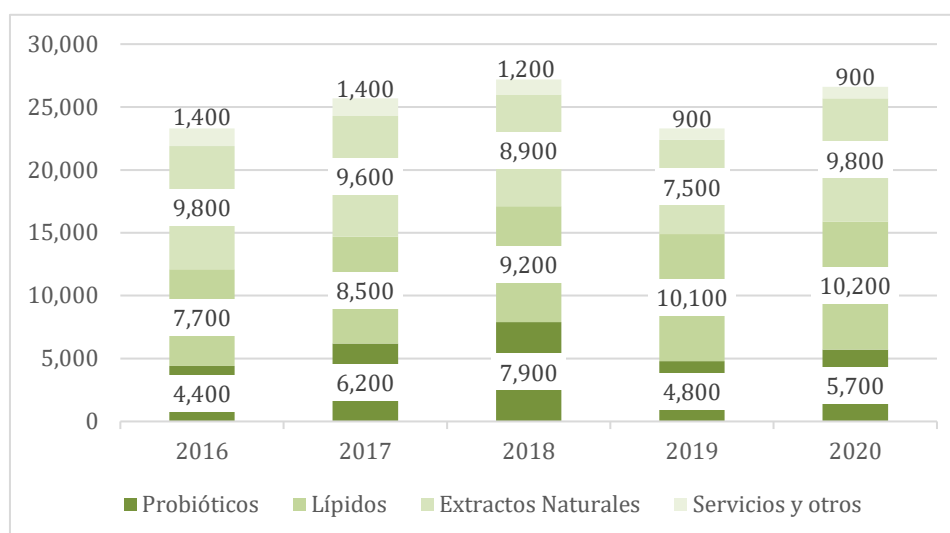
6.2. Cuenta de pérdidas y ganancias

La Cuenta de Pérdidas y Ganancias, o Cuenta de Resultados, recoge los ingresos y los gastos que presenta la empresa en un ejercicio económico. Es un estado financiero dinámico ya que, a diferencia del balance, agrupa la información de un período concreto.

La cifra neta de negocios (CNN), es decir, toda la facturación de ingresos realizada en Biosearch, asciende a 25,8 millones de euros durante el ejercicio económico de 2020. Exceptuando el año 2019 por una caída en la venta de probióticos, el volumen de negocio ha ido creciendo a una TCAC del 2,7% anual en el período 2016 a 2020, marcando un máximo de 26,7 millones en 2018 (ver Anexo 2).

Desglosando la cifra, los probióticos ascienden a 5,7 millones de euros en 2020, suponiendo una media anual del 22,8% del volumen total, con un pico máximo de 7,9 millones de euros en 2018, un 29% del total. La línea comercial de lípidos ha sido la que más ha crecido en el período, un 32,5% desde 2016, alcanzando la cifra de 10,2 millones de euros. Esto significa un crecimiento medio anual compuesto del 5,8%, la mayor rama de actividad en 2020 con un 38,3% sobre el total. Los ingresos por extractos naturales han ido decreciendo, aunque en 2020 facturó la misma cuantía que en 2016, 9,8 millones de euros, por lo que se han mantenido sin crecer en este período. Sin embargo, estos suponen un 36,8% de la CNN en 2020, cuando en 2016 era de 42,1%. Por otra parte, los servicios que presta a otras empresas y otros ingresos se han disminuido y apenas suponen un 3,4% de los ingresos en 2020.

Gráfico 5: Ingresos de Biosearch por líneas de negocios, en miles de euros



Fuente: Informes anuales de Biosearch

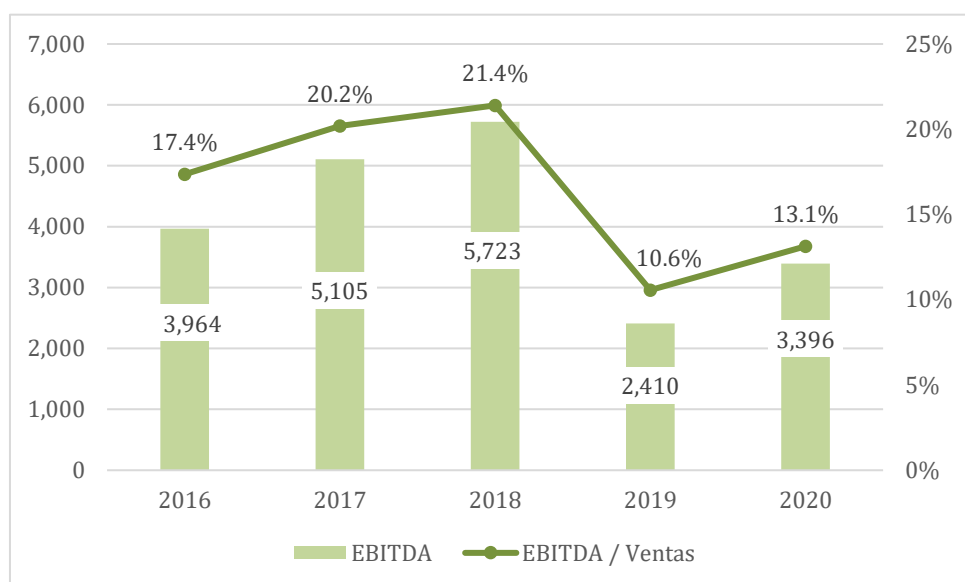
Continuando con la Cuenta de Resultados, los aprovisionamientos, otros gastos de explotación y los gastos de explotación son de 8,5, 5,7 y 7,4 millones de euros, respectivamente, alcanzando un resultado bruto de explotación (RBE) de 3,4 millones de euros, un 13,5% de margen sobre el valor de la producción. Los aprovisionamientos se han mantenido constantes desde 2017, mientras que los gastos en personal han ido creciendo.

La amortización ha ido decreciendo hasta la mitad de lo que significaba en 2016. Con ello el resultado neto de explotación alcanza los 1,9 millones de euros en 2020, siendo un 7,6% de margen sobre el valor de la producción. Este ha sido irregular, consiguiendo su máximo en 2018 con 4,2 millones de euros.

Por su parte, el resultado financiero apenas supone un 0,5% del valor de la producción, gracias a la disminución en gastos financieros del 80% desde 2016.

Con estos datos, se llega a un resultado antes de impuestos de 1,8 millones de euros en 2020, y se consigue un resultado del ejercicio de 1,5 millones de euros. A pesar de que no ha superado el máximo de 2018, el cual fue de 3,3 millones de euros, estos beneficios continuados suponen salir de la senda de resultados negativos que llevaba la empresa desde el año 2010. Biosearch ha conseguido crecer sus beneficios netos a una media anual del 4,46% desde 2016, el último año negativo.

Gráfico 6: EBITDA, en miles de euros; y EBITDA/Ingresos



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Biosearch, S.A.

6.3. Rentabilidad y solvencia.

En los últimos cinco años, esta empresa ha conseguido dar un golpe de efecto a sus cuentas financieras y posicionarse de cara a un gran crecimiento.

La rentabilidad de Biosearch ha mejorado con el tiempo. En 2016, la rentabilidad económica fue de -13,7%, y consiguió un cambio radical con un 7,5% en 2017 y un 13,1% en 2018. Los dos siguientes años fueron más modestos, con una rentabilidad de 2,8% y de 5,5%, respectivamente. Principalmente se dio a la gran mejora en el margen económico, pasando del -19,3% al 15,8% en 2018, un cambio de más de 30 puntos porcentuales.

Por su parte, la rentabilidad financiera siguió la misma senda, saliendo del -17,7% hasta el 14,3% en 2018. La evolución del margen financiero pasó del -14,6% hasta situarse en 2020 en un 7%.

En cuanto a las rotaciones, la rotación del activo fijo ha promediado un 2,14 y la del capital circulante un 1,17. La rotación de existencias se ha mantenido relativamente constante, con una media de 1,24.

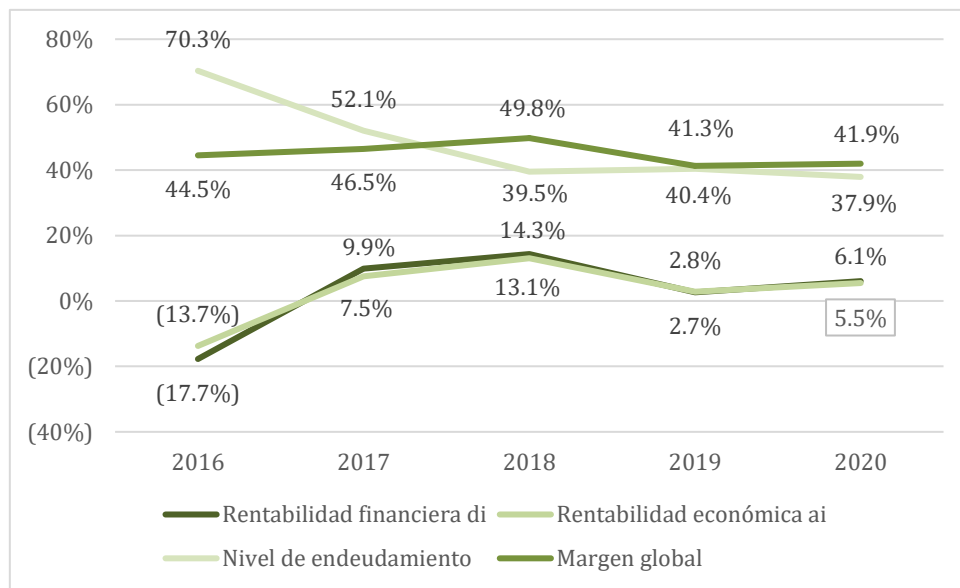
En cuanto al margen global, se ha mantenido de media en 44,8%, destacando el 50% en 2018. Los gastos de personal han sido constantes, promediando un 28,3% sobre ingresos y

la productividad, a pesar de no haber crecido en ingresos en exceso, ha disminuido ligeramente, desde el 1,63 de 2016 hasta el 1,45 de 2020.

Biosearch se encuentra en una situación de solvencia extraordinaria. El ratio de endeudamiento, los recursos ajenos sobre la estructura financiera total, ha disminuido desde el 41,3% de 2016 hasta el 27,5% de 2020, mejor dato de los cinco años.

El ratio de liquidez se situó a final de 2020 en 4,71 y la prueba ácida en 3,28, datos muy envidiables pero que tal vez demuestran que la empresa puede hacer algo más con la acumulación de efectivo. Se muestra en la prueba ácida de ese año, situándose en 1,09, algo excepcional en una gran compañía pero que también se debe al año inusual vivido.

Gráfico 7: Rentabilidades vs. Endeudamiento vs. Margen Global



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Biosearch, S.A.

7. VALORACIÓN.

A continuación, el trabajo se centra en estimar un posible valor presente de las acciones de Biosearch a partir de la estimación de los flujos de caja libres que puede generar la empresa en los próximos 5 años (desde 2021 hasta 2025). Una vez proyectados estos flujos, se determinará un valor residual, dado que se entiende que, una vez finalizado el horizonte temporal de valoración, la empresa todavía continuará generando flujos de caja para sus propietarios. Posteriormente se estimará la tasa de descuento a partir del método WACC, para así actualizar los flujos de caja generados. Finalmente se detraerá, de la cantidad

obtenida, la Deuda Financiera Neta, para así alcanzar la valoración del Patrimonio Neto de Biosearch y, por ende, de sus acciones.

Las principales hipótesis de partida se detallan a continuación, si bien serán desarrolladas en profundidad en apartados posteriores:

1. Se estima que, en los mercados en los que Biosearch desarrolla su actividad, la empresa irá ganando cuota de mercado a sus competidores por la calidad de sus productos y las posibles fructíferas investigaciones de los próximos años. Además, gracias a la eficiencia en los procesos productivos, podrá mejorar su margen operativo y reducir los gastos de explotación.
2. Otra suposición en la que se basa el estudio es que la empresa no aumentará la deuda durante estos años, financiándose con los beneficios generados y con la amortización de sus obligaciones financieras actuales. Además, se considera que no se repartirán dividendos, algo que esta nunca ha hecho en los años previos.
3. En cuanto al activo fijo, este se mantendrá prácticamente constante suponiendo que lo que se invierte en inmovilizado será similar a la depreciación anual de los activos. Sin embargo, el activo circulante aumentará considerablemente debido, principalmente, a la acumulación del efectivo generado en los años del período.

7.1. Estimación de los flujos de caja libres.

7.1.1. Estimación de los ingresos de la explotación.

Para calcular el valor teórico de Biosearch se va a utilizar el concepto de *Unlevered Free Cash Flow* (UFCF), Flujo de Caja Libre total o Flujo de Caja Libre al servicio de la deuda (sin apalancamiento), que es aquel flujo de efectivo al que todavía no se han descontado las obligaciones financieras a las que tiene que hacer frente una empresa ni el coste de estas. Es el mejor indicador del nivel real de rentabilidad económica, ya que permite estimar el efectivo generado sin atender a la estructura financiera. Incluso si este es negativo, no necesariamente indica que la empresa está fracasando, pues puede que haya realizado importantes inversiones de capital que aún no han comenzado a alcanzar el nivel esperado (ver Anexo 3).

Como se ha comentado anteriormente en la Sección 4, los tres mercados a los que se dedica Biosearch son el sector de las bacterias de ingredientes probióticos (más concretamente al

de los Lactobacilos), el sector del Omega-3 como suplemento, y el sector de los extractos botánicos. Se van a desglosar los ingresos a partir de estas tres ramas.

1. Para los ingresos de Hereditum, el mercado de las bacterias se estima que va a crecer a una Tasa de Crecimiento Acumulativo (TCAC) de 7,9% en los próximos años. Esta rama ha sufrido altibajos en los años anteriores, pero Biosearch ha sabido rehacerse y desarrollar nuevas cepas. Además, la distribución ya no se sustenta principalmente en el acuerdo con Nestlé, y el efecto de la pandemia Covid-19 no ha afectado en exceso al mercado asiático. Biosearch puede volver a recuperar el máximo de ventas que alcanzó en 2018 con 7,9 millones de euros. Es por ello, que, si al crecimiento del sector se le incluye un crecimiento de la cuota de mercado de 5% en 2021 y 2022, y 4% y 3% en los siguientes años, podría conseguir un volumen de facturación de 10,1 millones de euros en 2025, implicando una TCAC propia del 9,45%.
2. La rama más interesante es la de Eupoly-3, línea que más ha crecido y que además es la que mejor expectativas tiene. Supone casi un 40% de la facturación, aunque en proporción se ha ido reduciendo gracias a la diversificación. Esto se refleja en que los lípidos puedan llegar a alcanzar el volumen de 18,8 millones de euros en 2025, si se estima un crecimiento de la cuota de mercado de un 5% en 2021 para reducirse en los siguientes años y logrando una TCAC propia de 8,5%. La TCAC en el subsector de EPA y DHA se calcula sobre un 7,2%.
3. La línea comercial de extractos dependerá principalmente de la evolución de la economía estadounidense, donde ha sido el principal mercado en los años previos. Los primeros resultados reflejan que esta no ha sido tan erosionada como en otros países y que su recuperación se está consolidando rápidamente. La TCAC del mercado se estima en 7,6%. Considerando una ligera mejora de la cuota de mercado del 3% en 2021, de un 2% en 2022 y de un 1% los siguientes años, podría alcanzar unos ingresos de 15,3 millones de euros en Exxentia.

Tabla 3: Estimación de ingresos

	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025	TCAC
Probióticos	6,458	7,316	8,210	9,125	10,141	9.45%
TAM Bacterias	1,809,581	1,952,537	2,106,788	2,273,224	2,452,809	
Cuota de mercado	0.357%	0.375%	0.390%	0.401%	0.413%	
Crecimiento cuota	5%	5%	4%	3%	3%	
Lípidos	12,553	13,995	15,602	17,228	18,837	8.46%
TAM EPA y DHA	2,361,039	2,531,034	2,713,268	2,908,624	3,118,045	
Cuota de mercado	0.532%	0.553%	0.575%	0.592%	0.604%	
Crecimiento cuota	5%	4%	4%	3%	2%	
Extractos Naturales	10,861	11,920	12,955	14,078	15,300	7.09%
TAM Extracto Botánicos	4,616,020	4,966,837	5,344,317	5,750,485	6,187,522	
Cuota de mercado	0.235%	0.240%	0.242%	0.245%	0.247%	
Crecimiento cuota	3%	2%	1%	1%	1%	
Servicios y otros	858	819	781	745	710	(3.72%)
Variación anual	(4.6%)	(4.6%)	(4.6%)	(4.6%)	(4.6%)	

Fuente: Elaboración propia. Estimaciones de TAM de Grand View Research, Global Market Insights y Research and Markets

7.1.2. Estimación de los Flujos de Caja operativos antes y después de impuestos.

A partir de los ingresos obtenidos anteriormente, se calcula el EBIT o Resultado de explotación. Para ello, se debe determinar el coste de los productos y los gastos de explotación derivados de la actividad principal. En el primero se va a establecer la proporción de 34,9% sobre los ingresos, que ha sido la media de los últimos años y se va a suponer invariable durante el estudio, por lo que la cuantía aumentará proporcionalmente según aumente los ingresos. Sobre los otros gastos de explotación, Biosearch ha ido reduciendo estos sobre el total de ingresos, con la excepción de 2018, y puede continuar con esa tendencia. Por eso se va a estimar una mejora de estos de un 1% anual, lo que supondría un 46,7% sobre ingresos en 2025 (51,7% en 2020). Con estos datos, Biosearch puede alcanzar los 8,3 millones de euros de EBIT en 2025.

El siguiente paso es calcular el *Gross Cash Flow*, o Flujo de Caja Libre operativo antes de impuestos. A continuación, al EBIT se le restan la proporción en impuestos, para obtener el NOPAT (*Net Operating Profit After Taxes*), o Flujo de Caja Libre operativo después de impuestos. Este concepto concibe el beneficio neto que tiene una empresa al descontar la tributación si esta no tuviera resultados financieros u otros ajenos a la explotación. La cuantía de impuesto que se calcula es relativa y se ajustará más adelante a la real.

Para el *Gross Cash Flow* se incorporan las amortizaciones netas del efecto impositivo, para cancelar el efecto de la inversión, ya que cada empresa gasta distinto capital y esto altera los

flujos de caja. Este Flujo de Caja Bruto se estimaría en 4,4 millones de euros en 2021, logrando los 8 millones en 2025.

7.1.3. Estimación de las inversiones en Activo No Corriente y en Capital Circulante.

Para el cálculo de las amortizaciones del inmovilizado material ya presente se ha supuesto una recuperación en un plazo de 10 años, y lo mismo para la inversiones en el nuevo inmovilizado (CAPEX).

Las inversiones en capital circulante se estiman a partir del ciclo de conversión de caja. Los días que emplea Biosearch para el cobro de deudores de media en los años anteriores ha sido de 116 días. Los días que las existencias se han mantenido en el inventario ha sido de 110 días de media. El pago de acreedores ha sido de 66 días de media. Con ello, se puede estimar los deudores, acreedores y existencias. Estas inversiones se mantendrían en negativo hasta 2025 al ser este ciclo positivo y que las entradas de efectivo son más lentas que las salidas.

Tabla 4: Inmovilizado Material y Diferencias en Capital Circulante

	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025
Al comienzo	7,688	7,859	7,946	7,934	7,808
Inversiones	1,087	1,111	1,123	1,122	1,104
Amortización	(916)	(1,024)	(1,135)	(1,248)	(1,360)
Inmovilizado material	7,859	7,946	7,934	7,808	7,552
Deudores comerciales	(3,308)	(1,065)	(1,122)	(1,164)	(1,224)
Inventario	3,660	(355)	(374)	(387)	(407)
Acreedores comerciales	(1,778)	212	223	231	243
Inversiones en Capital Circulante	(1,426)	(1,208)	(1,273)	(1,320)	(1,388)

Fuente: Elaboración propia a partir de datos estimados del estudio

7.1.4. Cálculo del Flujo de Caja Libre total.

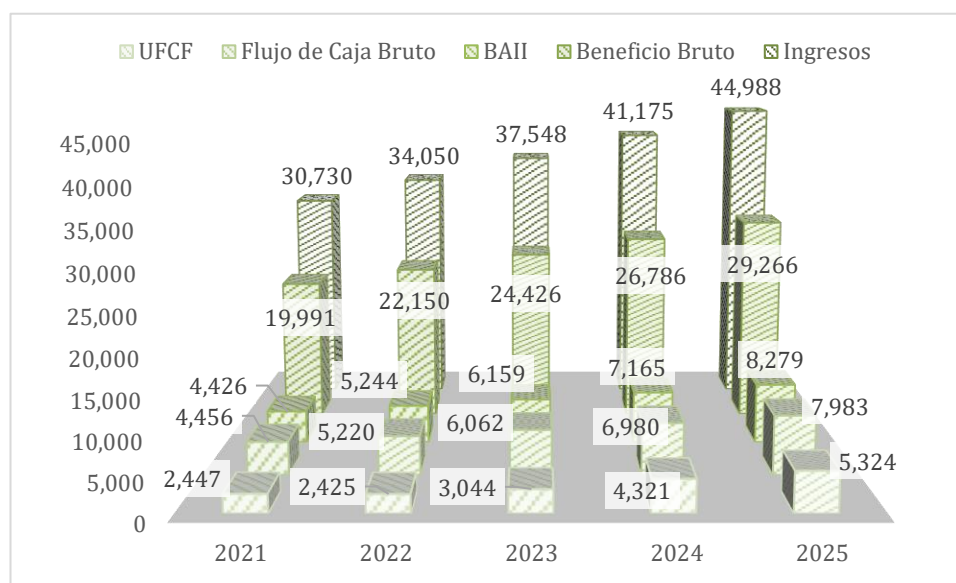
Por último, al *Gross Cash Flow* se le incorpora estas inversiones más lo invertido en CAPEX y las diferencias de otros activos y de otros pasivos, para obtener el Flujo de Caja Libre total, o Unlevered Free Cash Flow. La inversión en CAPEX supone un 14,1% del inmovilizado material; el inmovilizado intangible se va a considerar constante al compensar la amortización por las nuevas patentes. El UFCF alcanzaría los 2,4 millones de euros en 2021 hasta los 5,3 millones de euros en 2025. En la siguiente tabla se detallan todos los componentes del UFCF.

Tabla 5: Flujos de Caja Libre al servicio de la deuda

	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025
BAlI	4,426	5,244	6,159	7,165	8,279
Impuestos Operativos	(885)	(1,049)	(1,232)	(1,433)	(1,656)
Beneficio Neto de Explotación Después de Impuestos	3,541	4,195	4,927	5,732	6,623
A&D	916	1,024	1,135	1,248	1,360
Flujo de Caja Bruto	4,456	5,220	6,062	6,980	7,983
Inversiones en Capital Circulante	(1,426)	(1,208)	(1,273)	(1,320)	(1,388)
Inversiones en Inmovilizado	(1,087)	(1,111)	(1,123)	(1,122)	(1,104)
Otros activos	419	(532)	(682)	(279)	(233)
Otros pasivos	85	57	60	62	66
Flujo de Caja Libre al servicio de la deuda	2,447	2,425	3,044	4,321	5,324
% Variación Interanual		(0.9%)	25.5%	42.0%	23.2%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos estimados del estudio

Gráfico 8: Desglose del UFCF, en millones de euros



Fuente: Elaboración propia a partir de datos estimados del estudio

7.2. Estimación del valor residual.

A partir del último año, la empresa se espera que siga generando efectivo, por lo que hay que estimar el valor terminal. Hay que calcular la perpetuidad de esta renta. Para ello se divide el último flujo de caja entre un descuento.

Este descuento será el calculado en el siguiente apartado más una tasa de crecimiento (g), que se ha estimado en un incremento anual del 1,5%. El buen crecimiento de los flujos de caja en los próximos años hace pensar que, siendo conservador, este crecimiento anual

podría darse sin ningún inconveniente. El valor acumulado que se obtiene es de 181,7 millones de euros. Al estar ese valor en 2025, habrá que actualizarlo a valor presente.

7.3. Estimación de la tasa de descuento.

El WACC (*Weighted Average Cost of Capital*), o Coste Medio Ponderado del Capital, es la tasa que se utiliza para descontar flujos de caja libres esperados, considerando tanto la rentabilidad que reclama el accionista para los fondos propios de la empresa, así como el coste de la deuda financiera a la que se tiene que hacer frente.

$$WACC = k_e * \frac{E}{E + D} + k_d * \frac{D}{E + D}$$

El coste del patrimonio (k_e) se ha calculado a partir del método *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), que estima la rentabilidad esperada de un activo en función del riesgo sistemático, medido este por el coeficiente beta. Este método asume que los inversionistas son personas aversas al riesgo y que existe una tasa libre de riesgo a la cual pueden endeudarse o colocar fondos. Además, se presupone que no existe asimetría de la información y que los inversores son racionales. La fórmula matemática es la siguiente:

$$R_i = R_f + (R_m - R_f) * \beta$$

Siendo:

- R_f = rentabilidad libre de riesgo.
- R_m = rentabilidad de la cartera de mercado.
- β = coeficiente *beta* de un activo, estimado con la covarianza entre el mercado y el activo en concreto y dividido entre la varianza del mercado. Mide el riesgo de un valor.

Los diferentes parámetros para el cálculo de K_e se han estimado en base a los siguientes datos:

- Para la tasa libre de riesgo se ha tomado como referencia la rentabilidad del Bono del Estado español a 10 años, que se ha situado en 0,55% en mayo de 2021.
- La rentabilidad del mercado se ha calculado a partir del índice Euro Stoxx 600 Health Care. Este índice, elaborado por la empresa Stoxx, agrupa las principales empresas del sector farmacéutico y de salud de Europa. Ha obtenido una rentabilidad promedio de 6,2% desde febrero de 2010 hasta mayo de 2021.

- A partir de los rendimientos diarios del citado índice y de las acciones de Biosearch, se ha calculado su beta, arrojando un valor de 0,77.

Así, se ha obtenido un umbral de rentabilidad requerido por los accionistas del 4,92%:

$$K_e = 0,55\% + (6,2\% - 0,55\%) * 0,77 = 4,92\%$$

El coste de la deuda financiera (k_d) se ha calculado a partir de la tasa libre de riesgo más una prima de riesgo por el interés de la deuda. Se ha empleado un 1,18% para el cálculo de los gastos financieros a lo largo de la valoración. A esta suma hay que reducirle el tipo impositivo, ya que los gastos de la deuda financiera son desgravables en el Impuesto de Sociedades. En consecuencia, k_d es 0.88%.

Por lo tanto, la tasa de descuento que se va a emplear en la valoración vendrá dada por la ponderación de k_e y k_d . Para dichas ponderaciones se ha utilizado el Patrimonio Neto y la deuda financiera a final de 2020.

$$WACC = 4,92\% * \frac{25.169}{25.169 + 3.490} + 0,88\% * \frac{3.490}{25.169 + 3.490} = 4,4\%$$

7.4. Estimación del valor actual.

Los UFCF para los próximos años y el valor terminal se pueden ver en la siguiente tabla:

Tabla 6: Flujos de caja y valor terminal

	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025
Flujos de Caja Totales	2,447	2,425	3,044	4,321	186,986

Con estos datos, y aplicando la tasa de descuento antes estimada, el valor de Biosearch que se obtendría es de 161,42 millones de euros. Este sería el *Enterprise Value*, el valor total del activo.

Sin embargo, este valor no es significativo de cara al accionista, el cual está interesado en maximizar el rendimiento de sus participaciones. Por ello, se debe calcular el *Equity Value*, el valor que tendría el Patrimonio Neto. Se debe descontar la deuda financiera neta (3,49 millones de euros) y los intereses minoristas e incorporar el efectivo disponible actual (5,27 millones de euros), obteniendo un valor presente de 163,2 millones de euros. En este caso, el Valor patrimonial es más elevado gracias a la fuerte posición de caja que tiene la empresa actualmente.

Para calcular el valor intrínseco, hay que dividir el *Equity Value* entre el número de acciones actuales en circulación. Este valor es de 2,83 euros la acción. En la siguiente tabla se encuentran todos los datos que se han comentado:

Tabla 7: Valoración

Valor de la Empresa	161,420 miles de €
Deuda Financiera	(3,490)
Efectivo y equivalentes	5,269
Valor Patrimonial	163,199 miles de €
Nº acciones	57,699,522
Valor Intrínseco	2.83 €

Fuente: Estudio propio

Por último, se ha realizado un análisis de la sensibilidad para ver cómo afectaría al *Enterprise Value* diferencias en la tasa de descuento y el valor terminal, dado que este representa un flujo importante en la valoración de la empresa. Estos distintos valores se observan en la siguiente tabla.

Tabla 8: Análisis de sensibilidad

Análisis de sensibilidad						
<i>Valor de la Empresa</i>		WACC				
		3.63%	4.03%	4.43%	4.83%	5.23%
g	2.0%	288,736	230,535	191,509	163,528	142,489
	1.5%	224,624	188,018	161,420	141,225	125,372
	1.0%	184,885	159,531	140,103	124,744	112,301

Fuente: Estudio propio

Como se aprecia, un decremento en la tasa de descuento aumentaría el valor presente de la compañía. Con una tasa de descuento de 3,63% y con un crecimiento del valor terminal del 2%, el *Enterprise Value* crece hasta los 288,7 millones de euros, lo que significaría un valor intrínseco de las acciones de Biosearch de 5,03 euros.

Las diferencias entre el precio, la cuantía que se paga; y el valor, la utilidad que se obtiene, hace que este resultado se deba calcular en un rango, ya que el precio fluctúa con fuerza en cortos períodos de tiempo mientras que al valor cambia ligeramente. Con el análisis de sensibilidad, el rango de precios que se ha obtenido, si se mantiene el crecimiento del valor residual en 1,5%, se encuentra entre 3,29€ y 2,48€. Variando también *g*, el rango se ampliaría para situar el precio entre 4,03€ y 2,19€ la acción.

A la vista de los resultados del estudio, la OPA lanzada por Kerry Group puede decirse que se está infravalorando a Biosearch, en la medida que el precio que se pague de 2,20€ por acción se considere justo por los accionistas actuales. El margen de seguridad del que dispone el adquirente es elevado, por lo que, para este, puede realizar una buena operación de M&A.

8. CONCLUSIÓN

Biosearch es una empresa que obtuvo una nueva vida después de años malos. Consiguió salir de la senda de los resultados negativos en 2016 pero se encontraba estancada con los últimos resultados financieros y se estaba estabilizando el crecimiento. Sin embargo, el año extraordinario de 2020 ha impulsado a la empresa con una buena cifra de ingresos, aunque todavía con mayor potencial.

Los mercados a los que Biosearch se dirige son mercados jóvenes, con mucho crecimiento y bastante fragmentados. Son jóvenes porque la industria biotecnológica todavía no ha llegado a su etapa de madurez y continuamente se consiguen nuevas patentes. Tiene mucho crecimiento porque la sociedad está virando su estrategia nutricional y está apostando por productos de base ecológica y saludables para el organismo humano. Y, además, el pastel es muy grande y están presentes muchas empresas, cada una con una propuesta de valor diferente y con un trabajo de investigación distinto.

El mercado de lípidos es el más destacado por el mayor potencial de crecimiento del sector. Es donde más ha crecido Biosearch en los últimos años y donde mayor expectativas existen, con sus distintos productos destacados. Los proyectos que tiene en curso pueden que haga que incremente el número de clientes interesados.

En esta industria con tanto competidores, en tantas zonas geográficas, y con tantos productos, hace que la estrategia implementada por Biosearch sea interesante. Ha decidido prescindir de la venta *retail*, con la disminución del valor de marca que eso conlleva, para apostar firmemente por la investigación, la actividad de explotación principal. Sus ventas dependen de cómo sus clientes consigan transmitir a la sociedad los beneficios de sus productos, para que estos clientes sigan adquiriendo las cepas de Biosearch. La cara buena es que ha aumentado los contratos de distribución en distintos países, que hace que sus cepas se extiendan a más cuotas.

A pesar de todo, el grado de diversificación y la potencial revalorización del sector hace muy atractivo invertir en esta empresa. Cotizar en la bolsa española, aun cuando sus ingresos apenas dependen de este país, la hace menos llamativa que otras empresas. Por lo que puede considerarse una pequeña joya encontrada.

Financieramente, la empresa tiene una buena posición con financiación propia. Podría permitirse un mayor grado de apalancamiento financiero, sin influir en la estructura del activo. Tiene bastante efectivo en balance, aunque debe de ser transitorio en lo que la situación pandémica se calme. Es factible una mejora en los márgenes operativos que ayuden a incrementar su beneficio operativo.

Es normal que tenga la OPA abierta, con Kerry Group al pendiente. El precio propuesto para esto es inferior al su valor intrínseco, lo que le da al grupo un buen margen de seguridad si sale adelante su plan. Si Biosearch consigue aumentar las ventas más de lo estimado, será una adquisición perfecta.

BIBLIOGRAFÍA

Allied Market Research (2020) *Fish Oil Market. Global Opportunity Analysis and Industry Forecast, 2021-2027*

Allied Market Research (2020) *Natural Extracts Market. Global Opportunity Analysis And Industry Forecast, 2021-2027*

Baltziskueta, E.(2016. 20 de setiembre) Ácidos grasos esenciales. *Elfarmacéutico.es*
<https://elfarmacéutico.es/index.php/cursos/item/7349-acidos-grasos-esenciales#.YKg1p6gzbb0>

Biosearch, S.A. (2021, 29 de marzo) *Cuentas Anuales Correspondientes Al Ejercicio Anual Terminado El 31 De Diciembre De 2020*

Biosearch, S.A. (2020, 3 de abril) *Cuentas Anuales Correspondientes Al Ejercicio Anual Terminado El 31 De Diciembre De 2019*

Biosearch, S.A. (2019, 22 de marzo) *Cuentas Anuales Correspondientes Al Ejercicio Anual Terminado El 31 De Diciembre De 2018*

Biosearch, S.A. (2018, 23 de marzo) *Cuentas Anuales Correspondientes Al Ejercicio Anual Terminado El 31 De Diciembre De 2017*

Biosearch, S.A. (2017, 24 de marzo) *Cuentas Anuales Correspondientes Al Ejercicio Anual Terminado El 31 De Diciembre De 2016*

Bolsa de Madrid. *Ficha de Biosearch, S.A.*

<https://www.bolsamadrid.es/esp/asp/Empresas/FichaValor.aspx?ISIN=ES0172233118>

Calera Martínez, F. (2020, 7 de junio) *Análisis Económico De Las Empresas Biotecnológicas En España. Realidad Y Perspectivas De Futuro.* [Universidad Politécnica de Valencia]

Coface (2021) *Economic Studies and Country Risks on Pharmaceutical.*
<https://www.coface.com/Economic-Studies-and-Country-Risks/Pharmaceutical>

Fortune Business Insights (2020) *Probiotics Market Size, Share & Trends Analysis Report By Product (Food & Beverages, Dietary Supplements), By Ingredient (Bacteria, Yeast), By End Use, By Distribution Channel, And Segment Forecasts, 2019 – 2025*

Global Market Insights (2020) *EPA/DHA (Omega 3) Ingredients Market Size*

González García, A. I. (2019, 31 de enero) Inicio de cobertura (Informe sobre Biosearch, S.A) LightHouse – IEAF.

González García, A. I. (2021, 16 de febrero) OPA de Kerry Group (Informe sobre Biosearch, S.A) LightHouse – IEAF.

González García, A. I. (2021, 30 de abril) Resultados 3m (Informe sobre Biosearch, S.A) LightHouse – IEAF.

Grand View Research (2019) *Probiotic Ingredients Market Size, Share & Trends Analysis Report Analysis By Ingredients (Bacteria, Yeast), By Application, By End Use, By Form, By Region, And Segment Forecasts, 2019 – 2025.*

Grand View Research (2019) *Probiotics Market Size, Share & Trends Analysis Report By Product (Food & Beverages, Dietary Supplements), By Ingredient (Bacteria, Yeast), By End Use, By Distribution Channel, And Segment Forecasts, 2019 – 2025*

MarketandMarkets (2019) *Omega-3 Market by Type (DHA, EPA, and ALA), Application (Dietary Supplements, Functional Foods & Beverages, Pharmaceuticals, Infant Formula, and Pet Food & Feed), Source (Marine and Plant), and Region - Global Forecasts to 2025*

Obregón, N. (2021, 17 de marzo) Biosearch: la OPA de Kerry Group sigue adelante. *Estrategias de inversión.*

<https://www.estrategiasdeinversion.com/actualidad/noticias/bolsa-espana/biosearch-la-opa-de-kerry-group-sigue-adelante-n-470189>

Research and Markets (2021) *Botanical Extracts – Global Market Trajectory & Analytics*

Santiago Moreno, I. (2015) *Propuesta Metodológica De Valoración Del Sector Biotecnológico Y Sus Intangibles* [Tesis doctoral, Universidad de Sevilla]

Valencia Plaza (2021). *La CNMV admite a trámite la OPA sobre el 100% de Biosearch.*
<https://valenciaplaza.com/la-cnmv-admite-a-tramite-la-opa-sobre-el-100-de-biosearch>

ANEXO 1. BALANCE PROFORMA DE BIOSEARCH S.A.

	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020
Activo Fijo	12,498	10,277	11,816	11,701	11,882
Económico	11,781	9,532	9,143	10,182	10,389
Activos tangibles	9,458	8,706	8,118	8,875	8,878
Activos intangibles	2,323	826	1,025	1,307	1,511
Financiero	717	745	2,673	1,519	1,493
Activo Circulante	19,531	21,129	20,439	21,632	22,831
Económico	19,531	21,129	20,439	21,632	22,831
Existencias	5,478	6,553	7,135	8,468	6,942
Deudores y otros activos circulantes	13,790	13,886	12,221	12,783	10,620
Disponible	263	690	1,083	381	5,269
Financiero	0	0	0	0	0
Activo afecto a la explotación	31,312	30,661	29,582	31,814	33,220
Activo ajeno a la explotación	717	745	2,673	1,519	1,493
Activo total	32,029	31,406	32,255	33,333	34,713
Recursos Propios	18,802	20,652	23,115	23,736	25,169
Capital social	32,821	32,821	31,986	31,986	31,986
Beneficios retenidos	(11,050)	(14,384)	(12,271)	(8,956)	(8,525)
Resultado del ejercicio	(3,334)	2,041	3,315	631	1,538
Otros Recursos propios	365	174	85	75	170
RP ajustados por ajenos	18,085	19,907	20,442	22,217	23,676
Recursos ajenos o pasivo	13,227	10,754	9,140	9,597	9,544
Recursos ajenos a LP	3,881	2,372	4,112	3,641	4,700
Oblig. financieras a LP	2,974	2,314	3,778	3,601	4,627
Otras deudas a LP	907	58	334	40	73
Pasivo circulante	9,346	8,382	5,028	5,956	4,844
Oblig. financieras CP	4,512	3,565	733	988	807
Acreedores y otros pasivos circulantes	4,834	4,817	4,295	4,968	4,037
Pasivo afecto a la explotación	31,312	30,661	29,582	31,814	33,220
Pasivo ajeno a la explotación	717	745	2,673	1,519	1,493
PN + Pasivo	32,029	31,406	32,255	33,333	34,713

ANEXO 2: CUENTA DE RESULTADOS PROFORMA DE BIOSEARCH, S.A.

	2016	2017	2018	2019	2020
Operaciones continuadas					
Importe neto de la cifra de negocios.	22,845	25,283	26,743	22,808	25,839
Variación de existencias de productos terminados y en curso de fabricación.	672	468	923	526	(1,397)
Trabajos realizados por la empresa para su activo.	0	0	128	0	0
Otros ingresos de explotación.	487	321	366	779	658
Valor de la producción (VP)	24,004	26,072	28,160	24,113	25,100
Aprovisionamientos.	(7,748)	(8,559)	(8,659)	(8,653)	(8,566)
Otros gastos de explotación.	(6,080)	(5,757)	(6,188)	(6,043)	(5,697)
Valor añadido de la empresa (VAE)	10,176	11,756	13,313	9,417	10,837
Gastos de personal.	(6,212)	(6,651)	(7,590)	(7,007)	(7,441)
Resultado bruto de la explotación (RBE)	3,964	5,105	5,723	2,410	3,396
Amortización del inmovilizado.	(2,921)	(2,002)	(1,604)	(1,520)	(1,467)
Imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y otras.	77	191	108	18	18
Excesos de provisiones.	0	0	0	0	0
Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado.	(5,527)	(1,107)	(16)	15	(11)
Diferencia negativa de combinaciones de negocio	0	0	0	0	0
Otros resultados	5	170	2	23	(18)
Resultado neto de explotación (RNE)	(4,402)	2,357	4,213	946	1,918
Ingresos financieros.	8	2	0	0	1
Gastos financieros.	(319)	(167)	(96)	(74)	(64)
Variación de valor razonable en instrumentos financieros.	0	0	0	0	0
Diferencias de cambio.	14	28	(30)	(23)	(55)
Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros.	0	0	0	0	0
Resultado financiero	(297)	(137)	(126)	(97)	(118)
Resultado antes de impuestos	(4,699)	2,220	4,087	849	1,800
Impuestos sobre beneficios	1,365	(179)	(772)	(218)	(262)
Resultado del ejercicio procedente de operaciones continuadas	(3,334)	2,041	3,315	631	1,538
Operaciones interrumpidas					
Resultado del ejercicio procedente de operaciones interrumpidas neto de impuestos	0	0	0	0	0
Resultado del ejercicio	(3,334)	2,041	3,315	631	1,538

ANEXO 3: DESGLOSE DEL FLUJO DE CAJA LIBRE AL SERVICIO DE LA DEUDA (UFCF) Y ENTERPRISE VALUE.

	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025	TCAC
Probióticos	6,458	7,316	8,210	9,125	10,141	9.4%
Lípidos	12,553	13,995	15,602	17,228	18,837	8.5%
Extractos Naturales	10,861	11,920	12,955	14,078	15,300	7.1%
Servicios y otros ingresos	858	819	781	745	710	(3.7%)
Ingresos Totales	30,730	34,050	37,548	41,175	44,988	7.9%
<i>% Variación Interanual</i>	18.9%	10.8%	10.3%	9.7%	9.3%	
Coste de los bienes vendidos	(10,739)	(11,900)	(13,122)	(14,390)	(15,722)	
Beneficio Bruto	19,991	22,150	24,426	26,786	29,266	7.9%
<i>% Variación Interanual</i>	30.9%	10.8%	10.3%	9.7%	9.3%	
<i>% Margen Bruto</i>	65.1%	65.1%	65.1%	65.1%	65.1%	
Otros Gastos Operativos	(15,565)	(16,906)	(18,267)	(19,620)	(20,987)	
Resultado de Explotación - BAI	4,426	5,244	6,159	7,165	8,279	13.3%
Impuestos Operativos	(885)	(1,049)	(1,232)	(1,433)	(1,656)	
Beneficio Neto de Explotación Después de Impuestos	3,541	4,195	4,927	5,732	6,623	
A&D	916	1,024	1,135	1,248	1,360	
Flujo de Caja Bruto	4,456	5,220	6,062	6,980	7,983	
Inversiones en Capital Circulante	(1,426)	(1,208)	(1,273)	(1,320)	(1,388)	
Inversiones en Inmovilizado	(1,087)	(1,111)	(1,123)	(1,122)	(1,104)	
Otros activos	419	(532)	(682)	(279)	(233)	
Otros pasivos	85	57	60	62	66	
Flujo de Caja Libre al servicio de la deuda	2,447	2,425	3,044	4,321	5,324	16.8%
<i>% Variación Interanual</i>	(42.3%)	(0.9%)	25.5%	42.0%	23.2%	
Valor terminal					181,662	
Flujos de Caja Totales	2,447	2,425	3,044	4,321	186,986	
Tasa de Descuento	0.96	0.92	0.88	0.84	0.81	
Valor Presente de Flujos de Caja Totales	2,343	2,224	2,673	3,633	150,547	
Valor de la Empresa	161,420,473 €					

ANEXO 4: PROYECCIÓN DEL BALANCE

	31/12/2020	Proyección				
		31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025
Efectivo y Equivalentes	5,269	7,110	9,296	12,057	15,886	20,626
Deudores Comerciales	6,553	9,861	10,926	12,048	13,212	14,436
Inventario	6,942	3,282	3,637	4,011	4,398	4,805
Activo Circulante	18,764	20,253	23,859	28,116	33,497	39,867
Inmovilizado Material	7,688	7,859	7,946	7,934	7,808	7,552
Inmovilizado Intangible	1,511	1,511	1,511	1,511	1,511	1,511
Activo por Impuesto Diferido	4,067	3,660	3,254	2,847	2,440	2,034
Otros activos a l/p	2,683	2,264	2,796	3,478	3,757	3,991
Activo Total	34,713	35,548	39,366	43,886	49,013	54,954
Acreedores Comerciales	3,737	1,959	2,171	2,394	2,625	2,868
Deuda a c/p	663	300	349	564	664	764
Otros pasivos corrientes	444	529	586	646	708	774
Pasivo Circulante	4,844	2,788	3,106	3,604	3,998	4,406
Deuda a l/p	2,827	2,527	2,178	1,614	950	186
Otros Pasivos a l/p	1,873	1,873	1,873	1,873	1,873	1,873
Pasivo Total	9,544	7,188	7,157	7,091	6,821	6,465
Patrimonio Neto	25,169	28,360	32,209	36,795	42,193	48,489
Pasivo + Patrimonia Neto	34,713	35,548	39,366	43,886	49,013	54,954