

INFORME

**SOBRE LA VALORACIÓN
DE LA APORTACIÓN NO DINERARIA
AL CAPITAL SOCIAL DE LA MERCANTIL
BIOORGANIC RESEARCH AND SERVICES, SA**

Emitido: Andal Asesores S.L.P.

INFORME SOBRE LA VALORACIÓN DE LA APORTACIÓN NO DINERARIA AL CAPITAL SOCIAL DE LA MERCANTIL BIOORGANIC RESEARCH AND SERVICES, SA QUE EMITE EL EXPERTO INDEPENDIENTE NOMBRADO POR EL REGISTRADOR MERCANTIL DE ACUERDO CON EL ARTICULO 67 LSC.

Índice

1. Antecedentes.....	3
2. Descripción de la aportación no dineraria y acciones a emitir.....	3
3. Metodología aplicada para determinar la valoración de las participaciones sociales. Documentación analizada y trabajo realizado.....	4
4. Cuestiones previas a la valoración: referencias sobre Antibióticos de Leon, SL (ADL) y el sector de actividad.	5
5. Valoración según “Valor Teórico Contable Ajustado”(VTCA).	8
6. Valoración según “Descuento de Flujos de Caja Libre” (DFCL).	13
7. Síntesis y conclusiones.	15

Anexo.-

1. Antecedentes.

Mediante resolución de 15.12.2017, previa instancia cursada por D. Victor Manuel Infante Viñolo el 30.11.2017, en representación de BIOORGANIC RESEARCH AND SERVICES, SA, como Consejero Delegado, y tramitación del expediente con el numero 28/2017, el Sr. Registrador Mercantil de la provincia de Cádiz, procedió al nombramiento como experto independiente a la sociedad Andal Asesores, SL, para la valoración de las participaciones sociales representativas de la totalidad de capital social de la sociedad ANTIBIOTICOS DE LEON, SL, a los efectos de la emisión del informe preceptuado en el art. 67 TRLSC sobre la proyectada aportación no dineraria que se describe en el apartado 2.

Se procedió a la aceptación del nombramiento mediante escrito remitido con fecha 8.1.2018.

Los profesionales que han realizado el informe encomendado a la sociedad Andal Asesores, SL han sido: D Pedro Navarrete Molina y D. Roberto Ferrera Cordero, ambos Economistas de profesión.

2. Descripción de la aportación no dineraria y acciones a emitir.

BIOORGANIC RESEARCH AND SERVICES, SA, (en adelante BIO), proyecta realizar una ampliación de capital mediante la emisión de 28.844.342 nuevas acciones de valor nominal 0,05€ por acción, con una prima de emisión por acción de 2,59€, lo que hace que el precio de emisión por acción ascenderá a 2,64 €, y el desembolso total a 76.149.062,88€.

Esta ampliación de capital serían íntegramente suscrita y desembolsada por BTC Uno S.à.r.l. mediante la aportación de 29.774.530 participaciones sociales de ANTIBIOTICOS DE LEON, SL (en adelante ADL), representativas del 100% del capital social de dicha sociedad, de su titularidad.

Con fecha 7.12.2017 el Consejo de Administración de BIO ha formulado el informe requerido por la legislación vigente en relación con el acuerdo que se va a proponer a la Junta General de Accionistas sobre el aumento de capital social proyectado. En el apartado "3.2 Valoración" de este informe se dice lo que a continuación se transcribe:

"(...) el Consejo de Administración estima que las veintinueve millones setecientas setenta y cuatro mil quinientas treinta (29.774.530) participaciones sociales de ADL representativas del 100% de su capital social y que son objeto de aportación tienen un valor de setenta y seis millones ciento cuarenta y nueve mil sesenta y dos euros con ochenta y ocho céntimos de euro (76.149.062,88 €), lo que equivale a valorar en aproximadamente 2,5575 € cada participación social de ADL a aportar (...)"

El Consejo de Administración de BIO estima la valoración de la totalidad de las participaciones de ADL en la cantidad de 76.149.062,88€.

3. Metodología aplicada para determinar la valoración de las participaciones sociales. Documentación analizada y trabajo realizado.

Para determinar la valoración de las participaciones sociales de ADL, vamos a utilizar los métodos de valoración denominados: “Valor Neto Contable Ajustado” y “Descuento de Flujos de Caja Libres”.

El método de valoración denominado “Valor Neto Contable Ajustado” determina el valor de la empresa a través de la estimación del valor de su patrimonio contable; se trata de un método tradicionalmente utilizado que considera que el valor de una empresa radica fundamentalmente en la situación patrimonial que se desprenda de su balance de situación.

El “Valor Neto Contable” no tiene que coincidir con el valor de mercado de las empresas, entre otros motivos, porque de acuerdo con principios contables los bienes y derechos se contabilizan de acuerdo a su coste de adquisición, y por tanto no se registran las plusvalías tácitas que se hayan generado por una revalorización del precio en mercado de tales bienes. En consecuencia, se ajusta el valor del patrimonio contable de la empresa, agregando las plusvalías tácitas no realizadas a la fecha de valoración. Este método pondera en mayor medida el valor estático de una empresa referido a un momento concreto, infravalorando las expectativas futuras de generación de valor.

El método de valoración por “Descuento de Flujos de Caja Libre” consiste en valorar la empresa por la capacidad de generación de flujos de caja libres previsto obtener en el futuro. Para ello, se debe partir de la planificación estratégica de la empresa, a desarrollar por la Dirección en un horizonte temporal a medio o largo plazo (3 a 5 años), en el que deben detallarse las hipótesis de las variables fundamentales sobre la evolución de la empresa objeto de valoración y su sector económico.

A partir de las previsiones financieras realizadas en dicha planificación estratégica, se realiza una estimación de los flujos de caja libres previsto obtener en el horizonte temporal de planificación, que descontados o actualizados a una tasa determina el valor de la empresa. En este método se pondera en mayor medida el valor dinámico de la empresa, teniendo en cuenta las expectativas futuras de generación de valor, aunque presenta la dificultad de poder realizar estimaciones financieras fiables y objetivas que sean razonablemente realizables en el horizonte temporal de planificación.

Una combinación de estos métodos de valoración nos debe ofrecer un marco para establecer el valor razonable de una empresa (o sus participaciones sociales), ponderando las características y situaciones concretas de la empresa que es objeto de valoración.

En Anexo se relaciona la documentación más relevante que hemos analizado para realizar la valoración de las participaciones sociales de ADL.

Los principales procedimientos y trabajos que hemos realizados han consistido:

- Estudio del sector de actividad de ADL, y de las principales empresas que operan en él a nivel nacional.
- Revisión limitada de la información financiera a 31.12.2017 que la Dirección de ADL ha preparado que ha consistido en una revisión analítica de las variaciones de las principales masas patrimoniales.
- Análisis del valor de mercado de los inmuebles propiedad de ADL.
- Análisis del Plan de Negocios que ha preparado la Dirección de ADL para los próximos años.
- Visita a las instalaciones de ADL.
- Lectura de los contratos suscritos con los clientes que soportan las estimaciones de ingresos para los años considerados en las previsiones financieras incluidas en el Plan de Negocios.

4. Cuestiones previas a la valoración: referencias sobre Antibióticos de León, SL (ADL) y el sector de actividad.

ADL se constituyó el 4.7.2014 para la adquisición de la unidad productiva de ANTIBIOTICOS, SA; esta sociedad había sido declarada en concurso de acreedores en octubre de 2013 y mediante auto judicial el 5.2.2014 se apertura su liquidación concursal.

El 11.11.2014 BLACK TORO CAPITAL (en adelante BTC) a través de la sociedad ADL, formaliza el contrato de compraventa de la unidad productiva a ANTIBIOTICOS, SA, el precio de compra ascendió a 9.000.000€ más el compromiso de mantener 250 trabajadores. De este modo, ADL se configura como la sucesora de ANTIBIOTICOS, SA.

Referencias sobre ANTIBIOTICOS, SA como entidad antecesora de ADL.

ANTIBIOTICOS, SA fue constituida a finales de los años 40, en un principio su actividad consistió en el envasado de penicilina importada, hasta que en los años 60 inicia la producción de penicilina semi-sintética. A comienzos de los años 70 fue una de las mayores empresas farmacéuticas de España con una producción anual aproximada de 500 Tm de antibióticos (penicilinas y derivados) que comercializaba en un amplio número de países, llegando a tener una plantilla de aproximadamente unas 1.500 personas.

En 1985 ANTIBIOTICOS, SA fue comprada por el Grupo Abelló, para poco tiempo después venderla a la multinacional italiana Montedison, tras lo cual pasó por diversos propietarios

italianos sin conseguir rentabilizar la compañía, declarándose el concurso de acreedores a finales de 2013, tras llevarse a cabo diversos planes de reestructuración sin éxito.

En el procedimiento concursal de ANTIBIOTICOS, SA, como se ha dicho, BTC resultó adjudicataria de las instalaciones productivas de ANTIBIOTICOS, SA. El 11.11.2014 BTC, a través de ADL, formalizó el contrato de compraventa de la unidad productiva, pagando un precio de 9.000.000€ y asumiendo el compromiso de contratación de 250 antiguos empleados.

Plan de desarrollo de ADL: descripción de las instalaciones y líneas de negocio.

La fábrica de ANTIBIOTICOS, SA, adquirida por ADL está situada en la ciudad de León. Según nos han explicado sus actuales responsables, dispone de una superficie de 150.000 m², en la que se localizan, entre otras, las siguientes instalaciones: 3 naves para la fermentación industrial; 1 nave de 1.200 m² destinada como planta piloto para proyectos de desarrollo relacionados con la fermentación; una planta estéril con capacidad para fabricar 60.000 kg de antibióticos inyectables; una planta semi-sintética, con una capacidad de producción de hasta 1.000 toneladas año de antibióticos orales.

Estas instalaciones, en general, tienen de media entre 30 y 50 años y tras la adquisición por ADL, se han invertido en instalaciones 12 millones € aproximadamente, para la puesta a punto de las mismas.

De este modo, ADL dispone de una de las mayores plantas de fermentación industrial de Europa, y además dispone de plantas piloto en la que se pueden realizar pruebas y actividades I+D.

Estas características se consideran fortalezas estratégicas por la nueva Dirección de ADL, y sobre las que pretende desarrollar su plan estratégico, que distingue dos líneas de negocio diferenciadas:

- Una, "tradicional", consistente en la fabricación y comercialización de principios activos farmacéuticos ("APIs") para la producción de antibióticos (orales e inyectables).
- Y otra, de mayor innovación, consistente en el desarrollo de proyectos de fermentación y prestación de servicios utilizando sus instalaciones, fabricando para terceros, así como mediante acuerdos de desarrollo con clientes para optimizar sus procesos de fermentación.

Con estas inversiones, ADL está reforzando sus nuevas líneas de negocio que ofrecerán una mayor diferenciación frente a la competencia y un producto de mayor valor añadido y mayores márgenes. Así, se espera que a lo largo de los próximos ejercicios, el 25% de la actividad provenga del negocio tradicional de ingredientes activos derivados de la penicilina (APIs),

mientras que el 75% corresponderá a otros procesos de fermentación de mayor valor añadido, y de esta parte, el 80% será para la industria alimentaria. Es importante señalar que los márgenes en los contratos de fermentación de alto valor añadido son sustancialmente más elevados que en el negocio tradicional de APIs.

ADL ha firmado una serie de contratos que aseguran un importante y creciente nivel de actividad de sus instalaciones para los próximos ejercicios.

En octubre de 2017, ADL, firmó un contrato a seis años por un importe total de 146 millones de euros para producir ingredientes específicos para leche de continuidad con una empresa alemana. También tiene firmado otro contrato de renovación anual para la producción de betacaroteno por 4,6 millones de euros al año. Y ha cerrado otro contrato con un cliente americano de relevancia en el sector químico con un plazo mínimo de dos años y una facturación de 5 millones de euros anuales.

En la división de Pharma (API's) tiene suscrito un contrato para la producción de penetamato (antibiótico estéril para uso en su división animal), que representa una facturación media anual de 4 millones de euros, aproximadamente, y está en vigor hasta el 2020.

En diciembre de 2016, ADL firmó varios acuerdos con una empresa bio-farmacéutica, que supuso la venta de una serie de activos de la planta de ADL, el arrendamiento de instalaciones, así como la prestación de determinados servicios.

Sobre el sector biofarmacéutico.

El sector biofarmacéutico (industria farmacéutica tradicional e industria biotecnológica), ha venido manteniendo cierta capacidad de innovación y sus actividades de I+D representan en términos de inversión real un valor aproximativo en torno al 12-16% de sus ventas. (EFPIA, 2011).

En España, se invierte poco más del 4% de toda la I+D biofarmacéutica europea (2010), mientras que las ventas representan un valor ligeramente superior al 10% del mercado paneuropeo.

Siendo la inversión en I+D elevada, una vez superadas las fases del complejo y largo proceso de esta función de la cadena de valor, el coste marginal por unidad de producción es generalmente muy reducido. Por ello, cuando culmina el periodo de protección de la patente, la competencia en precios entre firmas farmacéuticas puede ser potencialmente elevada, teniendo en cuenta el reducido coste marginal generado en el ciclo productivo.

Además, es bien cierto también que la industria biofarmacéutica tiene incertidumbres estructurales y de posicionamiento de mercado derivadas de la caducidades de los derechos de propiedad de determinados fármacos líderes en ventas, de la incierta cartera de insumos en

procesos de investigación, de la discontinua productividad, del incremento del uso de fármacos biosimilares, de la presión a la baja de precios de los medicamentos biológicos, o de los potenciales ajustes estructurales.

Según el análisis de la evolución del gasto farmacéutico público en España, publicado por farma-industria en febrero de 2017, el año 2016 terminó con un crecimiento del gasto farmacéutico público en oficinas de farmacia del +3,96%, algo superior al estimado inicialmente, en especial a causa del incremento sufrido por el gasto medio por receta. En el año 2017 terminó con un crecimiento del 2,6%, también positivo, pero notablemente inferior al de 2016.

El mercado de genérico supone más de la mitad del mercado español de medicamentos de prescripción en valores y alrededor del 80% del mercado en unidades dispensadas.

A diferencia del gasto farmacéutico público global, el gasto público en innovaciones mantiene un perfil decreciente, incluso después de julio 2013, fecha en la que el gasto total volvió nuevamente al crecimiento. El gasto público en medicamentos sujetos a deducciones (innovaciones) ha caído un -41,6% entre mayo 2011 y diciembre 2016.

El mercado farmacéutico español se encuentra inmerso en una dualidad, con importantes crecimientos de las ventas de los medicamentos genéricos, y fuertes caídas de ventas de los medicamentos bajo patente.

5. Valoración según “Valor Teórico Contable Ajustado”(VTCA).

A 31.12.2017 el capital social de ADL asciende a 29.774.530€, representado por 29.774.530 participaciones sociales de 1,00€ de valor nominal. La totalidad de las participaciones sociales de ADL son propiedad de BTC UNO, Sarl.

Se plantea un estudio de valoración del patrimonio empresarial que coincide con el valor de las participaciones representativas del capital social al 31.12.2017 que sigue el siguiente esquema de razonamiento: a) *“Una empresa según el principio de gestión continuada, debe tener más valor que el deducido de su Balance de Situación una vez ajustado a los valores de mercado, por su capacidad de generar beneficios en un determinado horizonte temporal.* b).- *“Todos los elementos del Activo Fijo del Balance de Situación de una empresa / sociedad, son y forman partes de un todo, indispensables para el funcionamiento de la empresa, mantenimiento de la actividad productiva, los puestos de trabajo, y solvencia ante terceros, por lo que no son elementos susceptibles de valorarlos de forma independiente bajo una óptica de especulación”.*

Por lo tanto, el valor de una compañía tiene dos componentes, uno primero que refleja el valor estático (Valor Neto Contable) de su Balance de Situación, que son los Fondos Propios, que una vez corregido, determina el valor real de su Patrimonio; y el segundo que refleja una plusvalía económica o fondo de comercio que se deriva de su capacidad de generar beneficios en un futuro temporal por encima de los niveles convencionales.

Sobre el patrimonio neto contable a 31.12.2017.

A continuación se extracta el balance de situación de ADL:

(Valores expresados en miles de euros)	31/12/2015 Auditado (1)	31/12/2016 Auditado (1)	30/06/2017 (2)	31/12/2017 No auditado (3)
A) ACTIVO NO CORRIENTE	22.511	24.296	25.327	30.626
I. Inmovilizado intangible	286	332	313	1.302
II. Inmovilizado material	22.212	21.796	21.954	25.824
III. Inversiones inmobiliarias	0	0	743	736
IV. Inversiones en emp.del grupo y asociadas l.p.	0	0	5	0
V. Inversiones financieras a largo plazo	13	815	1.099	1.412
VI. Activos por impuesto diferido	0	1.353	1.213	1.353
B) ACTIVO CORRIENTE	4.204	31.947	22.788	16.793
I. Existencias	2.861	7.491	8.050	7.440
II. Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	508	2.279	2.379	4.278
III. Inversiones financieras a corto plazo	504	1.289	10.046	2.567
IV. Periodificaciones a corto plazo	61	37	0	5
V. Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	269	20.850	2.313	2.503
(A + B) TOTAL ACTIVO	26.715	56.243	48.115	47.419
A) PATRIMONIO NETO	15.104	11.670	20.151	15.012
A-1) Fondos propios	15.104	11.670	20.151	15.012
I. Capital	14.791	14.791	29.775	29.775
III. Reservas	0	278	278	278
V. Resultados de ejercicios anteriores	8.606	0	(3.930)	(3.930)
VI. Otras aportaciones de socios	0	0	531	531
VII. Resultado del ejercicio	(8.293)	(3.399)	(6.503)	(11.642)
B) PASIVO NO CORRIENTE	6.957	35.695	21.970	21.319
I. Deudas a largo plazo	2.957	21.695	21.970	21.319
II. Deudas con empresas del grupo y asociadas a l/p	4.000	14.000	0	0
C) PASIVO CORRIENTE	4.655	8.877	5.994	11.088
I. Provisiones a corto plazo	36	46	152	0
II. Deudas a corto plazo	1.566	6.125	3.654	5.707
III. Deudas con empresas del grupo y asociadas a c/p	1.056	664	0	0
IV. Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	1.997	2.043	2.188	5.381
(A + B + C) TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	26.715	56.243	48.115	47.419
<p>1. Balance de situación incluido en las cuentas anuales de los ejercicios 2015 y 2016 formuladas por los Administradores de ADL, y auditada, emitiendo el auditor informe de auditoría favorable.</p> <p>2. Balance de situación incluido en los estados financieros intermedios formulados por los Administradores de ADL a 30.06.2017, y que han sido objeto de una Revisión Limitada por el auditor de la Sociedad, sin reseñarse ninguna observación significativa a los mismos.</p> <p>3. Balance de situación a 31.12.2017 preparado por la Dirección de ADL, pendiente de formulación por los Administradores de ADL, y que no ha sido auditados a la fecha.</p>				

Y en el siguiente cuadro se extracta la cuenta de pérdidas y ganancias de los 3 últimos ejercicios:

(Valores expresados en miles de euros)	2015 (1)	2016 (1)	2017 (2)
A) OPERACIONES CONTINUADAS			
1. Importe neto de la cifra de negocios	4.674	6.133	12.229
2. Variación de existencias de productos terminados y en curso de fabricación	1.177	2.993	504
3. Trabajos realizados por la empresa para su activo	0	0	979
4. Aprovisionamientos	(3.019)	(4.267)	(4.672)
5. Otros ingresos de explotación	127	44	561
6. Gastos de personal	(6.298)	(7.697)	(9.589)
7. Otros gastos de explotación	(3.813)	(6.451)	(10.033)
8. Amortización del inmovilizado	(662)	(836)	(877)
9. Imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y otras	0	0	0
10. Excesos de provisiones	0	14	15
11. Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado	0	6.846	(11)
12. Otros resultados	3	(49)	289
A.1) RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	(7.811)	(3.270)	(10.606)
13. Ingresos financieros	7	3	3
14. Gastos financieros	(196)	(1.266)	(1.011)
15. Variación de valor razonable en instrumentos financieros	0	(201)	(298)
16. Diferencias de cambio	13	(18)	(43)
17. Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros	0	0	313
A.2) RESULTADO FINANCIERO	(177)	(1.481)	(1.035)
A.3) RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	(7.988)	(4.751)	(11.642)
18. Impuestos sobre beneficios	(305)	1.353	0
A.4) RESULTADO DEL EJERCICIO PROCEDENTE DE OPERACIONES CONTINUADAS	(8.293)	(3.399)	(11.642)
B) OPERACIONES INTERRUMPIDAS	0	0	0
19. Resultado del ejercicio procedente de operaciones interrumpidas neto de impuestos	0	0	0
A.5) RESULTADO DEL EJERCICIO	(8.293)	(3.399)	(11.642)
1. Cuenta de Pérdidas y Ganancias incluida en las cuentas anuales de los ejercicios 2015 y 2016 formuladas por los Administradores de ADL, y auditada, emitiendo el auditor informe de auditoría favorable.			
2. Cuenta de Pérdidas y Ganancias del ejercicio 2017, preparada por la Dirección de ADL, pendiente de formulación por los Administradores de ADL, y que no ha sido auditado a la fecha.			

Los balances de situación a 31.12.2015 y 31.12.2016, y la cuenta de pérdidas y ganancias de los ejercicios 2015 y 2016 corresponden a las incluidas en las cuentas anuales de dichos ejercicios que han sido formulados por los Administradores de ADL, y han sido auditadas, con emisión de informe favorable por el auditor de cuentas.

El balance de situación a 30.06.2017 corresponde al incluido en los estados financieros intermedios que han sido formulados por los Administradores de ADL, y han sido revisados

por el auditor de cuentas con un alcance limitado, que no puede considerarse una auditoría de cuentas, emitiendo un informe sin reseñar ninguna observación relevante.

Con respecto al balance de situación a 31.12.2017 y la cuenta de pérdidas y ganancias del ejercicio 2017, han sido preparados por la Dirección de ADL, porque a la fecha está pendiente la formulación de las cuentas anuales del ejercicio 2017 por los Administradores de ADL, así como se emita el informe de auditoría de dichas cuentas. No obstante, la Dirección de ADL considera que no debe haber diferencias significativas entre estos estados financieros y los que sean formulados por los Administradores de ADL.

Hemos realizado una revisión limitada del balance de situación a 31.12.2017 que ha consistido en un análisis de variaciones de las partidas más relevantes, así como pruebas sustantivas sobre los epígrafes más relevantes del balance de situación, sin que hayamos identificado errores significativos. No obstante, el alcance y enfoque de la revisión que hemos realizado, no es suficiente para garantizar que no puedan existir errores que no hayamos identificado en el balance de situación a 31.12.2017 que ha preparado la dirección de ADL.

De acuerdo con el balance de situación a 31.12.2017, los fondos propios ascienden a la cifra de 15.012.000 euros.

Sobre las plusvalías de activos inmobiliarios no reconocidas en balance.

El valor de los fondos propios obtenido del balance de situación de ADL a 31.12.2017, se debe corregir agregando las plusvalías tácitas no reconocidas en los libros de contabilidad. Dichas plusvalías se van a estimar considerando la continuidad de las operaciones de la empresa, por lo que no se va a proceder a realizar ajustes que correspondería a una situación de cese de actividad o liquidación.

A este respecto, tenemos que referir que con fecha 3.11.2015 se emitió un informe por la entidad Gesvalt, evaluando el valor razonable de los activos y pasivos relacionados con la unidad productiva adquirida por ADL; en dicho informe se concluyó que el valor razonable de la unidad productiva ascendía a 18.357.000€.

Hemos procedido a realizar una valoración de los terrenos y construcciones donde desarrolla su actividad ADL, mediante una comparativa con los valores de mercado extraídos del informe realizado por el ILDEFE (entidad local dependiente del Ayuntamiento de León), titulado "Situación del Suelo Industrial de León y su área de influencia" de 27.9.2017.

El metro cuadrado de suelo urbano industrial se valora a 95,93€/m², y el m²-construido de nave industrial se valora en 353,94. Asimismo, el precio del m² de suelo rustico en León capital se ha estimado en 40€, y el precio del m² de suelo urbano en 167,69€, de acuerdo con los precios incluidos en el informe de valoración realizado por la entidad MSC oficina técnica, realizado en febrero de 2018. Con esta información, hemos realizado una estimación de la valoración a precios de mercados de los inmuebles propiedad de ADL.

De este modo, el importe de las plusvalías no reconocidas en balances que resulta por la diferencia entre la valoración a precios de mercados y el valor contable reconocido en los libros de contabilidad se detalla a continuación:

- Plusvalías no reconocidas en balances correspondientes a los suelos:

Terrenos	Tipología	Superficie m2	PVP €/m2	Valor de mercado €	Valor contable €	Plusvalía o ajuste €
Finca nº 2506	Urbana uso industrial	91.268	95,93	8.755.339	1.030.997	7.724.342
Finca nº 8695	Urbana	1.682	167,69	282.054	235.703	46.351
Finca nº 1807	Urbana	432	167,69	72.442	54.327	18.115
Finca nº 9986	Urbana uso industrial	56.932	95,93	5.461.487	429.603	5.031.883
Finca nº 10073	Rústico	3.081	40,00	123.240	164.621	-41.381
Finca nº 2745	Rústico	193,98	40,00	7.759	0	7.759
Finca nº 2900	Rústico	33	40,00	1.302	0	1.302
Totales				14.703.624	1.915.252	12.788.372

- Plusvalías no reconocidas en balances correspondientes a las construcciones:

Construcciones	Superficie m2	PVP	Valor de mercado €	Valor contable €	Plusvalía o ajuste €
Finca nº 2506	47.538,00	353,94	16.825.656	8.805.160	8.708.204
Finca nº 9986	1.943,00	353,94	687.708	nd	nd
Totales			17.513.364	8.805.160	8.708.204

De esta manera, al valor de los fondos propios o patrimonio contable reflejado por el balance de situación a 31.12.2017 de ADL, se debe agregar las plusvalías tácitas no reconocidas en balance de los bienes, para calcular el "Valor Teórico Contable Ajustado" resultando:

	Euros
Fondos Propios según balance a 31.12.2017	15.012.000
Plusvalía tácitas no reconocidas en balance:	
De los terrenos y suelos	12.788.000
De las construcciones	8.708.000
Valor Neto Contable Ajustado (VNCA)	36.509.000

Otro componente de la valoración de la Compañía viene dado por su capacidad de generar beneficios futuros, cuya cuantificación determina el fondo de comercio.

ADL inició las operaciones (o continuó la explotación de la unidad operativa de la extinta ANTIBIOTICOS, SA) en el ejercicio 2015. Estas instalaciones habían estado cerradas al menos durante los 2 años anteriores, tras la declaración del concurso de acreedores de ANTIBIOTICOS, SA. La adaptación y puesta en marcha de nuevo de estas instalaciones ha

supuesto un esfuerzo financiero relevante, y aún no se ha alcanzado volúmenes de actividad que posibilite un funcionamiento eficiente de dichas instalaciones. Estos motivos, entre otros, han originado que ADL haya incurrido en significativas pérdidas como se puede observar en las Cuentas de Pérdidas y Ganancias que se ha sintetizado en el cuadro anterior.

Esta situación ya era previsible en el momento de la compra de la unidad productiva por ADL, y en el ejercicio 2015 se valoró el fondo de comercio de ADL en un importe negativo de (9.358.000)€ de acuerdo con el informe de 9.11.2015 realizado por Gesvalt.

Esta situación está cambiando, y las previsiones financieras que ha preparado la Dirección de ADL para los próximos años son diferentes, prevé obtener beneficios y rentabilizar las inversiones realizadas, como se va a explicar en el apartado siguiente de este informe. De este modo, el valor del fondo de comercio de ADL en este momento va a depender de la confianza que podamos depositar en la realización del Plan de Negocios de la Sociedad, y en la obtención de los resultados positivos que prevé. Estas cuestiones las vamos analizar mediante la aplicación del método de valoración denominado "Descuentos de Flujos de Caja Libre" (DFCL).

6. Valoración según "Descuento de Flujos de Caja Libre" (DFCL).

La Dirección de ADL ha preparado un Plan de Negocios, que incluye unas previsiones financieras sobre la evolución de las diferentes líneas de negocio a medio plazo, que nos facilitaron para realizar la valoración mediante "Descuentos de Flujos de Caja Libre" (DFCL).

Para analizar dicho Plan de Negocios, se mantuvieron reuniones con el equipo directivo de ADL en las que nos explicaron el proyecto de negocio de la Compañía y las hipótesis que habían utilizado para realizar las previsiones financieras incluidas en su Plan de Negocio.

Además analizamos información económica y financiera de ADL de los 2 últimos ejercicios, e información sobre el sector de actividad para analizar la razonabilidad de las previsiones que nos habían facilitado la Dirección de ADL.

Dichas proyecciones financieras han sido revisadas, aunque el alcance de nuestro trabajo no ha incluido una revisión o auditoría de la situación contable, fiscal, legal, laboral, medioambiental, operativa o de otro tipo de la Sociedad.

No hemos incluido información anualizada relacionada con las previsiones financieras realizadas por la Dirección de ADL porque nos ha indicado que consideran que es información sensible que no debe distribuirse con carácter público.

No obstante, a continuación extractamos los rangos de valores considerados en las previsiones financieras entre los años 2018 y 2023 de las variables más relevantes (valores en miles de euros): los ingresos oscilan entre 31.300m€ y 83.282m€; el margen bruto entre 14.395m€ y 39.103€; el EBITDA entre 1.084m€ y 23.725m; y la tasa de actualización 12,2%.

Para obtener el valor de la empresa, se actualizan los flujos de caja libre (cash-flow libre), es decir, los flujos de caja generados por la operaciones antes de devolución de las fuentes de financiación, a una tasa de actualización que refleja el apalancamiento del sector y el riesgo de la empresa. A este valor, hemos de agregar el valor final estimado de la empresa en el último año considerado en el horizonte temporal.

Así se determina el valor de la empresa, y a este valor hemos de deducir el importe de la deuda financiera neta para determinar el valor de los fondos propios o participaciones sociales de la entidad. El importe de la deuda neta se ha calculado a partir del balance de situación a 31.12.2017 que ha preparado la Dirección de ADL (ver apartado 4), agregando las deudas a largo y corto plazo con entidades bancarias, acreedores por arrendamiento financiero y otros pasivos financieros, y aminorando la tesorería neta.

De este modo el valor de las participaciones sociales de ADL resulta:

	Miles de Euros
Valor de ADL (empresa)	114.207
Deuda financiera neta 31.12.2017	(-) 24.523
Valor del 100% de las participaciones sociales de ADL	89.684

Por tanto, según la metodología de valoración denominada “Descuentos de Flujos de Caja Libre” (DFCL), el valor del 100% de las participaciones sociales de ADL ascendería a 89.600.000 euros (redondeado).

En relación con la valoración que resulta por la aplicación de este método, debemos manifestar que una parte fundamental de las conclusiones se han basado en las proyecciones financieras de la Sociedad que ha realizado la Dirección, las cuales reflejan sus mejores estimaciones acerca de las perspectivas de sus negocios desde el punto de vista operativo y financiero. Dadas las incertidumbres inherentes a cualquier estimación sobre hechos futuros, algunas de las hipótesis o parámetros empleados en su preparación podrían no materializarse tal y como se han definido, afectando, por tanto, al resultado obtenido.

Asimismo, tenemos que resaltar los siguientes riesgos que consideramos pueden afectar de manera relevante a la valoración de las participaciones sociales de ADL:

- Para el desarrollo del Plan de Negocios de ADL es condición imprescindible que ésta pueda obtener la financiación necesaria para realizar las inversiones en capital fijos y circulantes indicadas en el plan, así como financiar las pérdidas previstas incurrir al menos para el ejercicio 2018. A este respecto, hemos de indicar que se nos ha proporcionado una manifestación escrita de BTC que señala que prestará el apoyo financiero necesario a ADL para el desarrollo de su Plan de Negocios.
- Casi un 50% de las previsiones de ventas de ADL para el periodo 2018-2023 corresponden a un acuerdo suscrito con un único cliente (es decir, de los 300 millones

de euros de ingresos previsto, 144 millones de euros corresponde a un cliente). Por tanto, la realización de las provisiones financieras de ADL, la continuidad de sus operaciones, y el valor de las participaciones sociales antes dicho está condicionado a la viabilidad financiera de este cliente y de las relaciones comerciales que con él se mantengan.

- Con respecto a los ingresos de la División Pharma, se resalta que a la fecha ADL está en trámite para obtener algunas autorizaciones de agencias públicas (FDA, entre otras) para sus API's estériles de titularidad propia, contando con las certificaciones de la planta de producción por parte de la FDA, AEMPS. La consecución de los ingresos previstos asociados a estos API's va a depender de que obtengan dichas autorizaciones.
- Elevado tamaño, y plantilla sobredimensionada para la actividad prevista en el año 2018, lo que implica un elevado apalancamiento operativo, que puede suponer una ventaja (o una debilidad) si se consigue o no el volumen de actividad previsto en el horizonte temporal.

7. Síntesis y conclusiones.

A modo de síntesis, resaltamos los siguientes puntos que consideramos relevantes a efectos de concluir sobre la valoración de las participaciones sociales de ADL:

- ANTIBIOTICOS, SA fue declarada en concursos de acreedores en octubre de 2013 y mediante auto judicial de 5.2.2014 se abrió su liquidación. En dicho procedimiento, BTC se adjudicó la unidad productiva de ANTIBIOTICOS, SA al precio de 9.000.000€ más el compromiso de mantener una plantilla de 250 trabajadores de la empresa.
- El 11.11.2014 BTC, a través de la sociedad ADL, formalizó el contrato de compraventa de la unidad productiva a ANTIBIOTICOS, SA, y reinició la actividad productiva después de haber estado cerrada desde la declaración del concurso de acreedores.
- Con fecha 9.11.2015 se emitió un informe de valoración de la unidad productiva adquirida por ADL realizado por la empresa GESVALT. Dicho informe tenía como finalidad determinar el valor razonable de la unidad productiva adquirida por ADL a efectos de realizar su registro en los libros de contabilidad de acuerdo con las normas contable. Este informe valora la unidad productiva en 18.357.726€, y cuantifica entonces el fondo de comercio en un valor negativo de -9.357.726€.
- BTC participó en el diseño del Plan de Negocios de ADL y configuró un nuevo equipo directivo para su desarrollo. En este periodo se ha invertido por BTC en ADL aproximadamente 34 millones de euros, que se han empleado para la renovación y puesta en marcha de la unidad productiva adquirida.

- De acuerdo con las previsiones realizadas por BTC, durante los años 2015 a 2017 ADL ha incurrido en significativas pérdidas que ha mermado el patrimonio contable, y se ha reequilibrado mediante aportaciones de capital que ha suscrito BTC.
- Considerando el método "Valor Teórico Contable Ajustado", las participaciones de ADL deben valorarse en 36.508.000€, que corresponde a la suma del patrimonio contable a 31.12.2017 que asciende a 15.012.000€, más las plusvalías de los activos inmobiliarios no reconocidas en balance que hemos estimado en 21.496.000€.
- El valor del patrimonio contable antes dicho, resulta de los estados financieros a 31.12.2017 que nos ha facilitado la Dirección de ADL que a la fecha no está formulado por el Consejo de Administración ni auditados, pero se estima por la Dirección de ADL que no debe haber cambios significativos en dichos estados financieros.
- Para complementar el método de valoración anterior, también hemos determinado el valor de las participaciones sociales de ADL aplicando el método "Descuento de Flujos de Caja Libres" que resulta de las previsiones financieras realizadas por la Dirección de ADL. Según este método, las participaciones sociales de ADL se valoran en 89.600.000€
- Resaltamos los siguientes riesgos que consideramos relevantes y pudieran afectar de manera significativa a la valoración:
 - (i) para llevar a cabo ADL el Plan de Negocios es condición imprescindible que pueda obtener los recursos para financiar las inversiones y las pérdidas previstas en el plan, se nos ha proporcionado una manifestación escrita de BTC que señala que prestará el apoyo financiero necesario a ADL;
 - (ii) casi un 50% de los ingresos previstos corresponden a un cliente, de este modo la realización de las previsiones financieras de ADL, la continuidad de sus operaciones, y el valor de las participaciones sociales está condicionado a la viabilidad financiera de este cliente;
 - (iii) está en trámite la obtención de autorizaciones de agencias públicas (FDA, entre otras) para los API's estériles para comercializar esos productos de la división Pharma en su zona de influencia, la consecución de los ingresos previsto de estos productos van dependen de obtener estas autorizaciones;
 - (iv) elevado tamaño, y plantilla sobredimensionada para la actividad prevista en el año 2018, esto supone una ventaja (o una debilidad) si se consigue o no el volumen de actividad previsto.

Estos riesgos hacen que la valoración de ADL sea muy sensible a cualquier modificación de las hipótesis contemplada en el Plan de Negocio, y en tal sentido podría variar al alza o a la baja en importes relevantes.

- El valor del 100% de las participaciones sociales de ADL debe estar comprendido entre 36.500.000€ y 89.600.000€ (valores redondeados), valores que hemos determinados de acuerdo con los métodos de valoración antes especificado. Una combinación de estos métodos nos debe aportar una valoración razonable de las participaciones sociales de ADL, y va a depender de la confianza que podamos depositar en la realización del Plan de Negocios de la Sociedad. En tal sentido, para determinar la ponderación de uno y otro método, hay que resaltar los siguientes aspectos:
 - BTC manifiesta que va a prestar a ADL el apoyo financiero que pueda requerir para que puede llevar a cabo su plan de negocios.
 - El actual equipo directivo de ADL dispone de acreditadas competencias profesionales para llevar a cabo el del plan de negocios.
 - En este momento, ADL tiene una cartera de clientes que le va a suponer unos ingresos comprometidos a la fecha que representa al menos un 65% de los ingresos previsto, sin vislumbrarse riesgo relevante de que no se puede realizar las previsiones realizadas en el corto plazo.
 - Consideramos que puede existir posibles mejoras de eficiencia que ADL podría conseguir en la medida que vaya aumentando su nivel de actividad.

Por estas razones, consideramos que la valoración de las participaciones sociales de ADL se debe realizar combinando en proporción de 75% el valor determinado por el método DFCL y 25% el valor determinado por el método VTCA para ponderar los riesgos que se han detallado. De tal modo, consideramos que el valor razonable de mercado de la totalidad de las participaciones sociales de ADL ascendería a 76.300.000€ (valor redondeado que resulta de ponderar un 25% VTCA y un 75% DFCL).

Conclusión sobre la valoración de la totalidad de las participaciones sociales de ADL.

En nuestra opinión, según el trabajo que hemos realizado y de acuerdo con los criterios de valoración aplicados descritos en los apartados anteriores, con el objetivo de cumplir con los requisitos establecidos en el artículo 67 de la Ley de Sociedades de Capital y el artículo 338 del Reglamento del Registro Mercantil, concluimos que:

(i) el valor de mercado razonable del 100% de las participaciones sociales de ANTIBIOTICOS DE LEON, SL asciende a 76.300.000 euros;

(ii) el valor nominal y prima de emisión de las acciones que va a emitir BIOORGANIC RESEARCH AND SERVICES, SA como contrapartida a la aportación no dineraria del 100% de las participaciones sociales de ANTIBIOTICOS DE LEON, SL, según nos han comunicado ascienden a 76.149.062,88€, en consecuencia no supera y por tanto se corresponde con el valor de mercado razonable de dichas participaciones sociales, de acuerdo con el artículo 67 de la Ley de Sociedades de Capital.

22 de marzo de 2018

Anexo 1. Relación de documentación analizada.

- Resolución del Sr. Registrador Mercantil de Cádiz de 15.12.2017 de nombramiento como expertos independientes para la valoración de las participaciones sociales de ADL.
- Contrato de compraventa de la unidad productiva de ANTIBIOTICOS, SAU por ADL de fecha 11.11.2014.
- Informe de valoración realizado por GESVALT con fecha 9.11.2015 de los activos adquiridos de ANTIBIOTICOS, SAU.
- Informe de valoración de ADL realizado por Impulsa Capital en noviembre de 2017.
- Informe formulado por el Consejo de Administración de BIO en relación con la ampliación de capital de 7.12.2017.
- Plan de Negocios elaborado por la Dirección de ADL para los próximos ejercicios, junto a las proyecciones financieras.
- Presupuesto del ejercicio 2018 (hoja síntesis, con la cuenta de explotación previsional).
- Organigrama de la sociedad.
- Cuentas Anuales del ejercicio 2016 de ADL e informe de auditoría.
- Estados Financieros Intermedios a 30.06.2017 de ADL, junto con el informe de Revisión Limitada realizada por el Auditor de Cuentas.
- Balance de Situación y Cuentas de Pérdidas y Ganancias a 31.12.2017 preparadas por la Dirección de ADL, no auditadas.
- Balance de sumas y saldos a 31.12.2017, 31.12.2016 y a 31.12.2015. Acceso a los libros de contabilidad de ADL.
- Información económica de control de gestión de 2017, 2016 y 2015.
- Cálculo de los costes, precios y márgenes de los productos más relevantes.
- Contratos y acuerdos de suministros suscritos con clientes.
- Plano de las instalaciones productivas, detallando sus principales características y la capacidad de producción actual y prevista para los próximos años.
- Esquemas sobre el proceso productivo para los productos más relevantes.
- Resolución de 20 de abril de 2009, de la Dirección General de Prevención Ambiental y Ordenación del Territorio, por la que se hace pública la Autorización Ambiental a Antibióticos, S.A.U. para las instalaciones de fabricación de productos para la industria farmacéutica y química, mediante procesos fermentativos, síntesis enzimáticas y químicas, en el término municipal de León, concedida mediante Orden de 30 de diciembre de 2008.
- Orden de 22 de septiembre de 2016, por la que se actualiza la autorización ambiental otorgada a la Industria Farmacéutica y Química titularidad de Antibióticos de León, SLU, en el Término municipal de León, mediante Orden de 30 de diciembre de 2008 de la Consejería de Medio Ambiente.
- Autorización de la AEMPS de 15.01.2018 para la fabricación de sustancias activas antibióticas estériles de preparación aséptica.

- Convenio Colectivo de la Sociedad.
- Evolución mensual de la plantilla para 3 últimos ejercicios.
- Desglose de los gastos de personal del ejercicio 2017 por centro de costes datos históricos y previsionales).
- Copia de la escritura de constitución de ADL y de las ampliaciones de capital.
- Libro de Actas del Consejo de Administración, y Acuerdos del Socio Unipersonal.
- Informe sobre la situación del suelo industrial de León y su área de influencia del 27 de septiembre de 2017 elaborado por el Instituto Leones de Desarrollo Económico Formación y Empleo, dependiente del Ayuntamiento de León.
- Informe de valoración de los activos de ADL emitido en febrero de 2018 por la empresa MCS Oficina Técnica.
- Información financiera histórica de las empresas que integran el sector económico de ADL
- Información sobre los principales clientes de ADL, publicada en la web. .
- Estudio sobre las tendencias del mercado de la fermentación: "Fermentation Chemical Market, editado en 2017 por Grand View Research Inc USA".
- Carta de apoyo financiero del socio único BTC a ADL de 5.3.2018.
- Carta de manifestaciones de la Dirección de ADL de fecha 5.3.2018.