

# ATRY'S HEALTH

Productos farmacéuticos y biotecnología

Luis Arredondo 917829158  
 Arredondol@bancsabaddell.com

## Viento en popa a toda vela...

Cierre (12-06-20): 6,00 euros/acc.

Rango valoración: 4,70-7,10 euros/acc.

### INFORMACIÓN CLAVE

Reuters / Bloomberg:	ATRY.MC/ATRY SM
Cap. Bursatil / EV	162 M / 179 M
# acciones:	25,6 M
12M Max/Min:	6,10/3,36
Perf. Rel. IBEX (1,3,6 meses):	8,7%/41,1%/19,0%
Vol. medio acc. M Eur/M Acc.	0,12/0,026
Beta (5 años)	0,55
Free-float:	32,5%
Rating(S&P, M, F)	NR / NR / NR

### Accionistas Principales

Inveready 14,0% Grupo Caser 12,4% Santiago de Torres 6,7%  
 Inversiones Industr. Serpis 5,4%, Serv. Inmob. Avilés 5,3%

BS(e)	2019	2020e	2021e
Ventas Totales	15	21	27
Crec. %	103,0%	40,1%	29,7%
EBITDA	3	7	10
Crec. %	52,4%	127,3%	36,0%
Margen EBITDA	21,0%	34,1%	35,8%
EBIT	1	4	5
Crec. %	57,8%	195,9%	50,1%
Margen EBIT	8,2%	17,3%	20,0%
BDI	0	1	3
Crec. %	-859,3%	n.a.	106,8%
x ACC.	2019	2020e	2021e
BPA	0,00	0,06	0,12
Crec. %	-821,1%	n.a.	106,8%
BPA Ajustado	0,00	0,06	0,12
Crec. %	-821,1%	n.a.	106,8%
DPA *	0,00	0,00	0,00
Crec. %	n.a.	n.a.	n.a.
CFPA	-0,71	-0,13	0,16
Crec. %	n.a.	n.a.	n.a.
RATIOS	2019	2020e	2021e
PER	-1483,52x	102,92x	49,78x
PER Ajustado	-1483,52x	102,92x	49,78x
PCF	-8,39x	-45,12x	38,22x
PVC	3,38x	3,69x	3,44x
ROE	-0,2%	3,6%	6,9%
Yield *	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Ventas	10,76x	8,77x	6,64x
EV/EBITDA	51,17x	25,67x	18,55x
EV/EBIT	131,44x	50,66x	33,17x
Deuda/EBITDA	7,91x	4,11x	2,69x

Fuente: Análisis BS

### Compañía vs País e Índice IBEX:



Fuente: Bloomberg.

Atrys es una compañía de **servicios de diagnóstico** y **tratamientos médicos de precisión** enfocados al campo de la oncología que cotiza en el MAB (162 M euros capitalización; +20% desde 2019; +54% desde inicio de cobertura en octubre'19) y que cuenta con 4 líneas de negocio: Diagnóstico oncológico (37% ventas'20 BS(e)), Diagnóstico On line (26% ventas'20 BS(e)), Radioterapia avanzada (24% ventas'20 BS(e)) y Smartdata (13% ventas'20 BS(e)). En esta nota revisamos al alza nuestras estimaciones **+13% en ventas y +17% en EBITDA promedio 2020-22** para recoger el impacto negativo de Covid-19 y la integración de IMOR en octubre'19 (quinta operación de M&A en 2 años), un centro de tratamiento oncológico especializado en radioterapia y braquiterapia. Financieramente aportará el 18% de las ventas y 24% del EBITDA'20 BS(e) de Atrys y tiene **buen encaje** porque (i) complementa la actividad de su nuevo centro CIMA Sanitas (ii) genera sinergias a nivel de costes que permitirán mejorar el EBITDA de IMOR +20% BS(e) y (iii) reforzará los resultados al aportar márgenes EBITDA más elevados (~60% vs 34% proforma de Atrys'19).

Con todo, esperamos una TACC'19-22e del +28% en ventas y +59% en EBITDA que permitirán multiplicar su BDI prof. por ~8x en 3 años. Estimamos un **FCF** promedio '19-22 de ~6 M euros (~4% yield) y una reducción del apalancamiento hasta 1,3x DFN/EBITDA'22 (ex M&A).

Tras esta revisión mejoramos un **+22% nuestra valoración base hasta 4,70 euros/acc** basada en un DCF (7,0% WACC y 2% g) sin crecimiento inorgánico. Por otro lado, **también mejoramos un +40% la valoración con M&A hasta 7,10 euros/acc.** (rango anterior 3,85-5,05). Es esta última valoración **la que vemos más probable** ya que estimamos operaciones de M&A hasta ~100 M euros de EV (+70% vs actual y vs >25 M euros EV invertido en 2019 BS(e)) en los próximos 2-3 años a múltiplos de ~7x EV/EBITDA (que está en línea con múltiplos de ~7,1x de M&A en el pasado) y generación de sinergias operativas a nivel de costes superiores al >15% en EBITDA manteniendo el endeudamiento <4x DFN/EBITDA gracias a su estrategia de financiación mixta (30% deuda/70% equity).

Tras su **buena evolución** (+19% desde máximos de febrero y +79% desde mínimos de marzo; +20% en 2020) cotiza a **~19x EV/EBITDA'21** vs ~12x de Eurofins, pero se justifica por sus mejores perspectivas de crecimiento (+59% EBITDA'19-22 vs +12%) y las **siguientes fortalezas:**

- **Continúa la buena evolución en Rdos.** Atrys multiplicó por 2x sus ventas'19, en línea BS(e), situándose a nivel proforma en 20,8 M euros (+88% vs 2018; vs *guidance* 19,5/20,0 M euros) gracias a un **crecimiento orgánico de +12,7%** y la DFN alcanzó 21,1 M euros (3x DFN/EBITDA proforma vs <4,25x *covenant*) en línea BS(e).
- **Sin miedo a Covid-19.** El aplazamiento de parte de las pruebas de diagnóstico (con recuperación en "V" desde finales del 2T'20) será compensada con mayores pruebas de Covid-19 (PCR y serológicas; entre 3.000 y 5.000 al mes) y un mayor volumen de Diagnóstico On line, una división que debería salir reforzada. A nivel proforma esperamos un 2020 alineado con 2019 y sin problemas de **liquidez** (11 M euros caja para 3,1 M euros de vencimientos deuda'20).
- Los **riesgos acotados** a la fuga de talento de médicos y directivos (clave) y la internalización de servicios por parte de sus clientes, (desarrollando por sí mismos servicios que ahora realiza Atrys).

## Índice

<b>1. CONTINÚA EL BUEN TRACK RECORD DE RESULTADOS .....</b>	<b>3</b>
<b>2. Y EL FUTURO PROMETE .....</b>	<b>4</b>
A PESAR DE COVID-19 .....	4
ÚLTIMA ADQUISICIÓN EN RADIOTERAPIA: IMOR .....	4
<b>3. REVISIÓN DE ESTIMACIONES: MEJORES PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO Y RENTABILIDAD.....</b>	<b>6</b>
RESULTADOS AL ALZA .....	6
BUENA POSICIÓN DE LIQUIDEZ Y SÓLIDA GENERACIÓN DE CAJA .....	8
<b>4. RANGO DE VALORACIÓN Y ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD .....</b>	<b>9</b>
VALORACIÓN POR DCF.....	9
ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD.....	10
<b>5. MULTIPLoS DE COMPARABLES .....</b>	<b>10</b>
<b>6. ANEXO: ¿QUÉ ES ATRYs? .....</b>	<b>11</b>
DIAGNÓSTICO ONCOLÓGICO (37% VENTAS'20E; MARGEN EBITDA 20-25%).....	11
DIAGNÓSTICO ON LINE (26% VENTAS'20E; MARGEN EBITDA 15%-20%).....	11
RADIOTERAPIA DE PRECISIÓN (24% VENTAS'20E; MARGEN EBITDA 35%-45%) .....	12
SMARTDATA (13% VENTAS'20E; MARGEN EBITDA 60%).....	13
<b>7. DATOS FINANCIEROS.....</b>	<b>14</b>
<b>8. DATOS OPERATIVOS .....</b>	<b>14</b>

## 1. CONTINÚA EL BUEN TRACK RECORD DE RESULTADOS

Los **ingresos** de Atrys se multiplicaron por 2x en 2019 hasta los 14,8 M euros en línea con nuestras estimaciones (14,7 M euros BS(e)) e impulsados por las últimas operaciones de M&A y por un extraordinario **crecimiento orgánico del +12,7%** al que contribuyeron todas las divisiones. Por su parte, el **EBITDA** alcanzó los 3,1 M euros, lo que ajustado por gastos no recurrentes (~2 M euros; principalmente relacionados con M&A y ampliaciones de capital) se hubiese situado en 5,1 M euros (+112% vs 2018), por encima de los 4,2 M euros estimados por nosotros.

*Las ventas proforma de Atrys crecieron un +88% impulsadas por un destacado crecimiento orgánico del +12,7%*

A nivel **proforma**, es decir, teniendo en cuenta el impacto a ejercicio completo de las adquisiciones en 2019 (Real Life Data en junio, Teleradiología Colombia en septiembre e IMOR en octubre), la cifra de negocios alcanzó los 20,8 M euros (+88% comparable), ligeramente por encima de su *guidance* (rango entre 19,5 y 20,0 M euros), mientras que el EBITDA ajustado alcanzó los 7 M euros, lo que se sitúa en la parte alta de su *guidance* (rango 6,6 y 7 M euros). Con todo, los márgenes EBITDA proforma se situaron en el 33,6%, lo que implica una expansión de +360pb frente al ejercicio anterior por un mayor peso de actividades más rentables (Radioterapia y Smartdata), mientras que el BDI se situó en 0,7 M euros, en línea con 2018.

Por su parte, la **deuda financiera neta** aumentó hasta los 21,1 M euros (vs 6,4 M euros en 2018) debido al esfuerzo inversor (capex ~21 M euros; c.1,5x ventas), tanto por operaciones de M&A (>16 M euros) como por la apertura del centro de radioterapia avanzada en el Hospital CIMA Sanitas (~2 M euros en 2019 BS(e)). Con todo, la **DFN/EBITDA proforma'19** se situó en ~3,0x, lo que deja una importante holgura a nivel de cumplimiento del *covenant* asociado a sus bonos MARF (<4,25x DFN/EBITDA'19).

### Resultados 2019

	PROFORMA			GAAP		
	2018	2019	Var %	2018	2019	Var %
<b>CIFRA NEGOCIOS</b>	<b>11,1</b>	<b>20,8</b>	<b>88%</b>	<b>7,3</b>	<b>14,8</b>	<b>103%</b>
<i>Diagnóstico Oncológico</i>	7,2	7,8	7,6%	3,8	7,7	101%
<i>Diagnóstico On line</i>	3,0	5,5	84%	2,6	3,8	46%
<i>Radioterapia precisión</i>	0,8	4,6	448%	0,8	1,4	64%
<i>Smartdata</i>	0,0	2,9	n.a	0,0	1,9	n.a
<b>MARGEN BRUTO</b>	<b>7,3</b>	<b>14,7</b>	<b>102%</b>	<b>4,9</b>	<b>10,4</b>	<b>113%</b>
<i>% s/ ventas</i>	65,8%	70,7%	496bps	66,8%	69,9%	304bps
<b>EBITDA</b>	<b>3,0</b>	<b>5,0</b>	<b>69%</b>	<b>2,0</b>	<b>3,1</b>	<b>52%</b>
<i>% s/ ventas</i>	26,7%	24,1%	(266)bps	28,1%	21,0%	(703)bps
<b>EBITDA Ajustado</b>	<b>3,3</b>	<b>7,0</b>	<b>111%</b>	<b>2,4</b>	<b>5,1</b>	<b>112%</b>
<i>% s/ ventas</i>	30,0%	33,6%	367bps	33,0%	34,4%	146bps
<b>BAI</b>	<b>1,0</b>	<b>1,2</b>	<b>23%</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>222%</b>
<i>% s/ ventas</i>	8,8%	5,8%	(305)bps	0,9%	1,4%	51bps
<b>BAI Ajustado</b>	<b>1,3</b>	<b>3,2</b>	<b>139%</b>	<b>0,4</b>	<b>2,2</b>	<b>421%</b>
<i>% s/ ventas</i>	12,1%	15,3%	327bps	5,8%	14,8%	902bps
<b>BDI</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>-4%</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>-858%</b>
<i>% s/ ventas</i>	6,6%	3,4%	(324)bps	0,2%	-0,6%	(78)bps

Fuente: Compañía y BS Análisis

## 2. Y EL FUTURO PROMETE

Las perspectivas de la compañía siguen siendo muy favorables no solo por el impacto limitado de Covid-19 en su negocio sino también por el sólido pipeline de M&A, a través del cual esperamos que siga generando valor para sus accionistas.

### A PESAR DE COVID-19

Covid-19 ha impactado negativamente en el negocio de Atrys puesto que se han **aplazado o anulado una parte importante de las pruebas diagnósticas programadas** durante el periodo de confinamiento. También algunas actividades como la tele-cardiología (~5% ventas) se han visto afectadas debido a que su actividad está ligada al desarrollo de revisiones médicas laborales.

Las previsiones de Atrys (lanzadas a finales de marzo'20) de fuerte impacto durante 2-3 meses y progresivo desconfiamento durante el mes de mayo se han cumplido perfectamente. Bajo este escenario asumimos una **recuperación en "V" en la segunda mitad de año** que implicaría la recuperación de la mayor parte de las pruebas diagnósticas que se han aplazado durante la fase de cuarentena dura.

Por otro lado, la compañía ha compensado parte de la caída de su negocio de diagnóstico re-direccionando la actividad de su laboratorio central de Barcelona a la realización de **pruebas diagnósticas PCR y test de anticuerpos de Covid-19** (entre 3.000 y 5.000 test al mes), principalmente para empresas que necesitan realizar pruebas a sus trabajadores. Además, el área de tele-radiología ha aumentado su actividad por la realización de **radiografías (RX) y TAC de tórax** a enfermos de Covid-19. Adicionalmente, esperamos que la pandemia tenga un efecto positivo a medio y largo plazo para su negocio de **Diagnóstico on line** (26% ventas'20 BS(e)), que debería ganar **penetración** y también para **Smartdata**, que debería jugar un papel relevante a la hora de anticipar la evolución general de enfermedades como Covid-19.

*Covid-19 ha aplazado o anulado una parte importante de las pruebas diagnósticas programadas, pero esperamos una recuperación en "V" desde finales del 2T'20*

Con todo, nuestras estimaciones apuntan a un **crecimiento de ingresos en 2020 del +40%** que a nivel proforma (incluyendo en 2019 las adquisiciones a año completo de compañías) sería más moderado (+5% vs 2019 hasta 21,8 M euros), y que dejarían un **EBITDA de 7,1 M euros**, prácticamente plano frente al año anterior (7 M euros 2019). Por otro lado, Atrys afronta la pandemia con una posición de **liquidez de 11 M euros** (52% DFN) incluyendo un préstamo de 2 M euros (con garantía ICO) que dadas las favorables perspectivas de negocio, debería ser más que suficiente para hacer frente a vencimientos de deuda de 3,1 M euros en 2020. Así, esperamos un crecimiento de su **deuda** de c.4,5 M euros hasta **25,6 M euros** (3,6x DFN/EBITDA'20), que dejaría todavía una posición cómoda de cara al cumplimiento de *covenants* (4x DFN/EBITDA'20).

Además, Atrys ha puesto en marcha el **proyecto de I+D COVig3** para del desarrollo de un kit de diagnóstico rápido de inmunización frente a coronavirus en consorcio con la fundación Vithas y el centro tecnológico Leitat, para el que ha recibido una financiación de 0,5 M euros (~2% deuda; 23% a fondo perdido).

La compañía también está colaborando en un proyecto junto a la Universidad Complutense y la de Granada para el desarrollo de un test para coronavirus denominado **RAP-ID19** basado en la tecnología de grafeno que además de detectar la enfermedad en los pacientes de forma rápida, permitirá cuantificar la cantidad de virus, es decir la **carga viral del paciente**.

### ÚLTIMA ADQUISICIÓN EN RADIOTERAPIA: IMOR

Atrys cerró en octubre'19 la adquisición del 100% del Institut Mèdic d'Onco-Radioterapia (IMOR), un centro de tratamiento oncológico en Barcelona especializado en la prestación de servicios de **radioterapia oncológica y braquiterapia** que complementará la actividad de su centro CIMA Sanitas de Barcelona (con apertura prevista en junio'20 BS(e)). IMOR cuenta con 2 centros equipados con 2 aceleradores lineales Varian (radioterapia hipo-fraccionada), una unidad de braquiterapia y TAC de simulación entre otros. A nivel financiero, IMOR no tiene deuda y según nuestras estimaciones podría aportar un ~18% y ~24% respectivamente de las ventas y EBITDA'20 BS(e) de Atrys.

*IMOR complementará la actividad de su centro de CIMA Sanitas, generará sinergias en costes superiores al 20% BS(e) y contribuirá a mejorar los márgenes de Atrys*

Aunque el valor de la transacción no ha trascendido, estimamos que la operación se cerró a un múltiplo en el entorno de las ~7,5x EV/EBITDA, si bien el múltiplo real será inferior por la generación de **sinergias en costes**, que estimamos son superiores al >20% (tanto en margen bruto como en EBITDA). La operación se ha financiado con una ampliación de capital de 5 M euros (3,5 euros/acc.; sobredemanda >6,5x veces) y la disposición de 5 M euros en bonos dentro de su programa MARF (vencimiento 5 años; Euribor +5,5%), así como de un pago en acciones (~1,1 M acciones; ~4% capital), lo que implica una estructura ~40% deuda/60% equity BS(e). Con todo, Atrys ha sido capaz de mantener en 2019 su endeudamiento en ~3x DFN/EBITDA.

Con la operación de IMOR, Atrys ha cerrado 5 operaciones de M&A en los últimos 2 años a unos múltiplos medios en el entorno de las ~7x EV/EBITDA. Además de IMOR, destacamos en 2019:

*Con la de IMOR, Atrys ha cerrado 5 operaciones de M&A en los últimos 2 años y ha conseguido mantener su endeudamiento en 3x DFN/EBITDA*

- **Teleradiología Colombia (TRC)** en septiembre'19. Compañía líder en tele radiología en este país que lleva a cabo 600.00 pruebas al año. Operación con buen encaje estratégico porque supone una plataforma para desarrollar acuerdos de colaboración en el país, especialmente con Sura, un importante grupo asegurador y financiero de Latinoamérica, líder en Diagnóstico (ventas de >6.500 M dólares anuales) con el que Atrys actualmente desarrolla el proyecto de I+D Surveprost (biopsia líquida para vigilar la evolución del cáncer de próstata). Genera unas ventas de ~2,5 M euros y un EBITDA superior a 1 M euros. El 75% del pago se realizó con cash y el 25% acciones.
- **Real Life Data (RLD)** en junio'19. Compañía española especializada en Smart y Big Data en el sector de la salud que en 2018 creció un +74% y que cuenta con márgenes EBITDA >60%. En 2019 ha generado unas ventas proforma de ~2,9 M euros y un EBITDA de ~1,7 M euros BS(e). El múltiplo implícito de la compra fue de 6,4x EV/EBITDA.

### 3. REVISIÓN DE ESTIMACIONES: MEJORES PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO Y RENTABILIDAD

#### RESULTADOS AL ALZA

Revisamos nuestras estimaciones un **+13% en ventas y +17% en EBITDA** promedio para el **periodo 2020-22** para recoger el impacto de **Covid-19** (que dejaría un 2020 prácticamente plano vs año anterior) y la integración de **IMOR**, (adquirida en octubre '19) que aportaría un 18% de las ventas y un 24% del EBITDA en 2020 BS(e).

#### Revisión de estimaciones

M euros	2020e			2021e			2022e			TACC 19-22e	
	Actuales	Antiguas	Difer. (%)	Actuales	Antiguas	Difer. (%)	Actuales	Antiguas	Difer. (%)	Actuales	Antiguas
<b>Ventas</b>	20,8	20,8	0,0%	27,0	23,8	13,4%	31,4	26,4	18,9%	28,3%	21,1%
Var. (%)	40,1%			29,7%			16,3%				
<b>EBITDA</b>	7,1	7,1	0,0%	9,6	8,2	17,1%	12,6	9,8	28,8%	59,2%	46,3%
Margen (%)	34,1%			35,8%			40,1%				
<b>EBIT</b>	3,6	3,2	12,5%	5,4	3,4	56,7%	8,0	4,9	65,1%	87,7%	58,8%
Margen (%)	17,3%			20,0%			25,6%				
<b>BDI</b>	1,5	1,1	33,2%	3,1	1,3	128,6%	5,7	2,5	131,8%	-497,0%	-400,0%
Var. (%)	n.a			106,8%			18,2%				

Fuente: BS Análisis

*Esperamos un crecimiento de las ventas +28% TACC'19-22 que podría ser conservados si continúa cerrando operaciones de M&A*

Así, esperamos un crecimiento en **ventas +28% TACC'19-22** (vs +21% anterior) impulsado por la integración de las últimas operaciones de M&A (Real Life Data, TR Colombia e IMOR en junio, julio y octubre '19) así como la apertura del nuevo centro de radioterapia de precisión en el Hospital CIMA Sanitas de Barcelona. Nuestras estimaciones recogen tasas de **crecimiento orgánico** superiores al +5% que no vemos exigentes teniendo en cuenta el +12,7% alcanzado en 2019 y que reflejan una mayor penetración de Radioterapia (24% ventas'20 BS(e)) y Smartdata (13% ventas BS(e)) que esperamos salgan reforzadas con la crisis sanitaria generada por Covid-19.

Por otro lado, seguimos esperando que la compañía continúe cerrando adquisiciones de compañías durante los próximos 2-3 años, por lo que no descartamos que nuestras estimaciones resulten conservadoras.

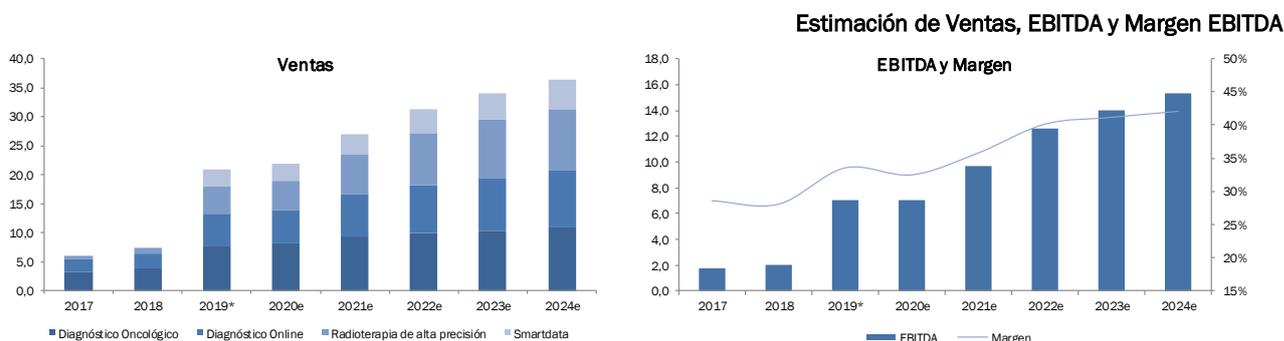
En la siguiente tabla incluimos nuestras previsiones de ingresos por división marcados por una mayor penetración de los servicios de la compañía en los principales grupos sanitarios y unas favorables dinámicas sectoriales a medio plazo (aumento del gasto sanitario, envejecimiento de la población, incidencia del cáncer, aumento campañas prevención...).

#### Estimación de ingresos por división

	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	TACC 19'24
<b>Diagnóstico Oncológico</b>	3,2	3,8	7,7	8,1	9,4	9,9	10,4	10,9	7,1%
Crto %	39,2%	19,7%	101,1%	4,5%	16,0%	5,5%	5,0%	5,0%	
<b>Diagnóstico Online</b>	2,1	2,6	3,8	5,7	7,2	8,2	9,0	9,7	20,6%
Crto %	22,1%	21,7%	46,1%	50,3%	26,1%	14,1%	9,9%	7,6%	
<b>Radioterapia de alta precisión</b>	0,7	0,8	1,4	5,2	7,0	9,1	10,0	10,6	50,3%
Crto %	39,3%	23,8%	64,3%	271,9%	34,8%	31,5%	9,5%	6,2%	
<b>Smartdata</b>	0,0	0,0	1,9	2,8	3,4	4,1	4,6	5,1	21,7%
Crto %	n.a	n.a	n.a	48,0%	21,0%	20,0%	12,0%	11,0%	
<b>TOTAL VENTAS NETAS</b>	6,0	7,3	14,8	21,8	27,0	31,4	34,0	36,4	19,6%
Crto %	32,3%	20,9%	103,4%	46,8%	23,7%	16,3%	8,5%	6,8%	

Fuente: BS Análisis

Por su parte el **EBITDA crecería un +59% TACC'19-22** (vs +46% anterior) con una destacada mejora de márgenes (+>500pb hasta niveles del 40% en 2022 BS(e)) por mayor peso de las actividades de Radioterapia Oncológica (+26% ventas en 2021 vs 9% en 2019) y Smartdata que cuentan con márgenes más elevados (45% y 60% vs ~25% promedio de Diagnóstico).



\* Datos proforma incluyendo adquisiciones de compañías al 100% y gastos no recurrentes

Fuente: BS Análisis

*Esperamos un crecimiento del EBITDA +59% TACC'19-22 impulsado por la evolución de las ventas y por una expansión de márgenes >500pb*

Destacamos el aumento de **gastos financieros** esperados desde 2020 debido en gran medida a la disposición de 15 M euros de su programa de bonos del MARF (~50% deuda bruta) en 2019 asociados a la apertura de nuevos centros de radiología y operaciones de M&A. Así, el **coste medio de su deuda** se sitúa por encima del 5,5%, aunque a efectos de salidas de caja sería del 3,5% debido al peso de su deuda con tipo de interés subvencionado (~27% del total). Con todo nuestras estimaciones recogen un significativo incremento del **BDI** (proforma), que se multiplicaría por 2,7x hasta 8,6 M euros en el periodo 2020-'24.

**Cuenta de pérdidas y ganancias**

Miles de euros	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	TACC'19-24
<b>CIFRA DE NEGOCIOS</b>	<b>7,3</b>	<b>14,8</b>	<b>20,8</b>	<b>27,0</b>	<b>31,4</b>	<b>34,0</b>	<b>36,4</b>	<b>19,6%</b>
<i>Crto. %</i>	<i>21%</i>	<i>103%</i>	<i>40%</i>	<i>30%</i>	<i>16%</i>	<i>9%</i>	<i>7%</i>	
Trabajos realizados para el activo	2,0	1,8	1,9	1,8	1,7	1,6	1,5	-3,8%
Imputación de subvenciones	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,1%
<b>Ingresos totales</b>	<b>9,7</b>	<b>17,0</b>	<b>23,0</b>	<b>29,1</b>	<b>33,4</b>	<b>36,0</b>	<b>38,2</b>	<b>17,6%</b>
Costes directos	-2,4	-4,2	-6,7	-8,9	-9,6	-10,1	-10,5	20,4%
<b>Beneficio Bruto</b>	<b>4,9</b>	<b>10,4</b>	<b>16,3</b>	<b>20,2</b>	<b>23,8</b>	<b>25,9</b>	<b>27,6</b>	<b>21,7%</b>
<i>Margen bruto</i>	<i>67%</i>	<i>70%</i>	<i>78%</i>	<i>75%</i>	<i>76%</i>	<i>76%</i>	<i>76%</i>	
Otros gastos de operación	-2,8	-7,3	-9,2	-10,5	-11,2	-11,9	-12,3	11,2%
<b>EBITDA</b>	<b>2,0</b>	<b>3,1</b>	<b>7,1</b>	<b>9,6</b>	<b>12,6</b>	<b>14,0</b>	<b>15,3</b>	<b>37,4%</b>
<i>Margen</i>	<i>28,0%</i>	<i>21,0%</i>	<i>34,1%</i>	<i>35,8%</i>	<i>40,1%</i>	<i>41,2%</i>	<i>42,1%</i>	
<i>Var %</i>	<i>19%</i>	<i>52%</i>	<i>127%</i>	<i>36%</i>	<i>30%</i>	<i>11%</i>	<i>9%</i>	
Amortización	-1,3	-1,9	-3,5	-4,3	-4,6	-4,9	-4,9	20,5%
<b>EBIT</b>	<b>0,8</b>	<b>1,2</b>	<b>3,6</b>	<b>5,4</b>	<b>8,0</b>	<b>9,2</b>	<b>10,4</b>	<b>53,8%</b>
Rtdo financiero	-0,6	-1,1	-1,7	-1,7	-1,6	-1,5	-0,9	-3,7%
Otros rtdos financieros	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	n.a
<b>BAI</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>1,9</b>	<b>3,7</b>	<b>6,4</b>	<b>7,6</b>	<b>9,5</b>	<b>115,0%</b>
Impuestos	-0,1	-0,3	-0,4	-0,6	-0,7	-0,8	-0,9	24,9%
<b>BDI</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>1,5</b>	<b>3,1</b>	<b>5,7</b>	<b>6,8</b>	<b>8,6</b>	<b>n.a</b>

Fuente: BS Análisis

### BUENA POSICIÓN DE LIQUIDEZ Y SÓLIDA GENERACIÓN DE CAJA

A pesar de la dificultades generadas por Covid-19, esperamos un **flujo de caja libre** promedio en el periodo 2020-24 en el entorno de los ~8 M euros (*6,5% yield*). El **flujo de caja para los accionistas** (FCFE) no alcanzaría cotas positivas hasta 2021 debido al esfuerzo inversor realizado en 2020 en relación con la puesta en marcha del centro CIMA Sanitas de Barcelona (inversión total 6,5 M euros) y *earn outs* correspondientes a operaciones de M&A de ejercicios anteriores (~1 M euros BS(e)).

	Estimación flujos de caja						
Miles de euros	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
EBITDA	2,0	3,1	7,1	9,6	12,6	14,0	15,3
Variación capital circulante	-2,0	-1,0	-0,8	-0,8	-0,7	-0,5	-0,4
Impuestos netos	0,0	0,0	-0,4	-0,6	-0,7	-0,8	-0,9
Otros cobros/pagos de actividades de explotación	0,0	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
<b>FLUJO CAJA EXPLOTACIÓN</b>	<b>0,0</b>	<b>1,8</b>	<b>5,6</b>	<b>7,9</b>	<b>10,8</b>	<b>12,3</b>	<b>13,6</b>
Pagos por inversiones	-7,7	-21,1	-8,9	-3,7	-3,6	-2,6	-2,5
Cobros por desinversiones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros flujos de inversión	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>FLUJO DE CAJA DE INVERSIÓN</b>	<b>-7,7</b>	<b>-21,1</b>	<b>-8,9</b>	<b>-3,7</b>	<b>-3,6</b>	<b>-2,6</b>	<b>-2,5</b>
Pagos por intereses	-0,6	-0,9	-1,1	-1,1	-1,0	-1,0	-0,5
Pago dividendos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ampliaciones de capital	4,0	5,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros flujos	1,3	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>VARIACIÓN DEUDA NETA</b>	<b>-3,0</b>	<b>-14,7</b>	<b>-4,4</b>	<b>3,1</b>	<b>6,2</b>	<b>8,8</b>	<b>10,6</b>
DEUDA NETA INICIO	3,4	6,4	21,1	25,6	22,4	16,2	7,5
<b>DEUDA NETA FINAL</b>	<b>6,4</b>	<b>21,1</b>	<b>25,6</b>	<b>22,4</b>	<b>16,2</b>	<b>7,5</b>	<b>-3,1</b>
<b>DEUDA NETA/ EBITDA</b>	<b>3,1x</b>	<b>6,8x</b>	<b>3,6x</b>	<b>2,3x</b>	<b>1,3x</b>	<b>0,5x</b>	<b>-0,2x</b>
<b>FCF</b>	<b>-2,0</b>	<b>0,0</b>	<b>3,7</b>	<b>6,1</b>	<b>9,1</b>	<b>10,7</b>	<b>12,1</b>
FCF Yield	-1,3%	0,0%	2,4%	4,0%	5,9%	7,0%	7,9%
<b>FCFE</b>	<b>-8,3</b>	<b>-20,2</b>	<b>-4,4</b>	<b>3,1</b>	<b>6,2</b>	<b>8,8</b>	<b>10,6</b>
FCFE Yield	-5,4%	-13,2%	-2,9%	2,0%	4,0%	5,7%	6,9%

Fuente: BS Análisis

Respecto al reparto de **dividendos**, la situación no ha cambiado y Atrys no tiene previsto remunerar al accionista en los próximos 4 años en la medida en que están expresamente prohibidos en los *covenants* del programa de bonos de 25 M euros en el Marf que formalizó en 2019. En cualquier caso y aunque esta limitación no hubiera existido, pensamos que teniendo en cuenta la fase de rápida expansión en la que se encuentra, tiene más sentido la reinversión de flujos en el propio negocio para seguir potenciando su crecimiento.

	Balance						
Miles de euros	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Inmovilizado intangible	18,9	19,6	19,4	18,7	17,6	16,1	14,5
Fondo de comercio de consolidación	8,2	35,4	36,7	37,9	39,1	39,4	39,7
Inmovilizado material	2,6	5,7	10,0	8,9	8,0	6,9	5,9
Activos financieros no corrientes	2,7	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6
Activos impuesto diferido	5,7	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6
Existencias	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	3,7	8,3	10,2	12,1	13,6	14,6	15,4
Activos por impuestos corrientes	0,4	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Otros activos financieros corrientes	1,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	9,8	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>54</b>	<b>88</b>	<b>95</b>	<b>97</b>	<b>97</b>	<b>96</b>	<b>95</b>
Patrimonio neto	26,4	40,0	41,4	44,5	50,2	57,0	65,6
Subvenciones	6,2	6,1	6,4	6,7	7,0	7,3	7,4
Provisiones no corrientes	0,7	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Pasivos financieros no corrientes	6,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4
Otros pasivos no corrientes	8,7	24,9	24,9	24,9	24,9	24,9	24,9
Provisiones corrientes	0,4	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Pasivos financieros corrientes	1,3	2,2	6,6	3,5	-2,7	-11,5	-22,1
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	1,2	2,9	3,9	5,1	6,0	6,5	6,9
Pasivos por impuestos corrientes y AA.PP.	0,4	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Otros pasivos corrientes	1,8	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>54</b>	<b>88</b>	<b>95</b>	<b>97</b>	<b>97</b>	<b>96</b>	<b>95</b>

Fuente: BS Análisis

Atrys cerró 2019 con una **deuda financiera** de 21,1 M euros (3,0x DFN/EBITDA proforma) que como ya hemos comentado deja a la compañía en una posición cómoda de cara al cumplimiento de sus **covenants** (<4x DFN/EBITDA en 2020). A pesar del impacto de Covid-19, esperamos que cierre 2020 con una deuda financiera de 25,6 M euros (3,6x DFN/EBITDA) debido a las inversiones para la finalización del centro CIMA Sanitas de Barcelona. Por otro lado, la compañía cuenta con una posición de **liquidez** de 11 M euros (52% DFN'19) para hacer frente a **vencimientos de deuda** de unos 3,1 M euros anuales en el periodo 2020/22. En cualquier caso, no hay amortizaciones significativas hasta 2024, fecha en la que vencerían sus bonos Marf (15 M euros; c.50% deuda).

#### 4. RANGO DE VALORACIÓN Y ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD

##### VALORACIÓN POR DCF

Tras esta revisión mejoramos un +22% nuestra **valoración base hasta 4,70 euros/acc** basada en un DCF (7,0% WACC y 2% g) sin crecimiento inorgánico. Por otro lado, también mejoramos un +40% la valoración **con M&A hasta 7,10 euros/acc.** (rango anterior 3,85-5,05 euros/acc.). Es esta última valoración la que vemos **más probable** ya que estimamos operaciones de M&A hasta ~100 M euros de EV (+70% vs actual y vs >25 M euros EV invertido en 2019 BS(e)) en los próximos 2-3 años a múltiplos de ~7x EV/EBITDA. Recordamos que Atrys cerró 2 adquisiciones en 2018 a un múltiplo medio de 7x EV/EBITDA y las 3 de 2019 se cerraron a 7,2x promedio BS(e)). Con todo, éste segundo escenario es el que vemos más probable.

						Valoración DCF
VALORACIÓN DCF	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	Valor terminal
<b>NOPLAT</b>	<b>2,7</b>	<b>4,0</b>	<b>6,0</b>	<b>6,9</b>	<b>7,8</b>	
+ Amortizaciones	3,5	4,3	4,6	4,9	4,9	
- Variación de Circulante	-0,8	-0,8	-0,7	-0,5	-0,4	
- Inversiones	-8,9	-3,7	-3,6	-2,6	-2,5	
± Ajustes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>FCF</b>	<b>-3,5</b>	<b>3,8</b>	<b>6,2</b>	<b>8,6</b>	<b>9,7</b>	
Flujo Descontado	-3,3	3,3	5,1	6,5	7,0	123
<b>EV</b>	<b>142</b>					
- DFN'19	21,1					
- Minoritarios	0					
± Ajustes	0,0					
<b>Valor total</b>	<b>120</b>					
<b>Por acción (euros/acc.)</b>	<b>4,70</b>					
						Valoración tras operaciones de M&A - Adquisición de activos por 100 M euros (EV) - Múltiplo 7x EV/EBITDA <b>7,10 euros/acc. (+2,4 euros/acc. por M&amp;A)</b>
<b>Hipótesis</b>						
WACC	7,0%					
g	2,0%					

Metodología: Modelos propios BS Análisis

Asignamos un rango de valoración entre 4,70 y 7,10 euros/acc. que recoge un escenario suelo sin crecimiento inorgánico y otro con M&A hasta 100 M euros (EV)

En cuanto a potenciales operaciones de **M&A**, teniendo en cuenta el esquema de financiación que esperamos de 30% deuda/70% *equity* y ~25% del precio pagado en acciones, pensamos que Atrys podría disponer de recursos en el entorno de los 100 M euros para seguir adquiriendo compañías del sector manteniendo su endeudamiento por debajo de las 4x DFN/EBITDA.

Además, estimamos que la compañía será capaz de alcanzar **sinergias** a nivel de costes que podrían ser superiores al >15% en EBITDA, (especialmente a nivel de margen bruto) teniendo en cuenta su apalancamiento operativo y que dejarían múltiplos implícitos de adquisición normalizados entre 1x y 2x EV/EBITDA inferiores a los reportados en el corto/medio plazo.

A continuación analizamos la potencial generación de valor vía M&A por parte de la compañía (en términos de precio por acción) y en función del múltiplo de adquisición así como su capacidad para generar sinergias. Para ello asumimos adquisiciones en el entorno de los 100 M euros de EV.

		Sinergias operativas				
		P.O. asumiendo M&A				
		0,0%	5,0%	15,0%	25,0%	30,0%
Múltiplo adquisición	8,5x	5,17	5,45	5,99	6,54	6,81
	8,0x	5,44	5,73	6,31	6,90	7,19
	7,5x	5,75	6,06	6,68	7,30	7,61
	7,0x	6,10	6,43	<b>7,10</b>	7,76	8,09
	6,5x	6,51	6,87	7,58	8,29	8,65
	6,0x	6,98	7,37	8,14	8,92	9,30
	5,5x	7,54	7,96	8,81	9,65	10,07

Fuente: BS Análisis

### ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD

Por último, analizamos la sensibilidad de nuestro P.O. suelo a variaciones en la **WACC** y a la **tasa de crecimiento a perpetuidad (g)**. Así, por cada 25pb de reducción en la tasa de descuento aplicada (WACC) nuestro P.O. mejora un +6,5%, mientras que variaciones de  $\pm 25$ pb en la tasa de crecimiento a perpetuidad tendría un impacto de  $\pm 5,5\%$  en nuestro P.O.

Tasa de crecimiento perpetuo (g)	WACC				
	8,0%	7,5%	7,0%	6,5%	6,0%
1,3%	3,19	3,58	4,03	4,57	5,24
1,5%	3,33	3,74	4,23	4,82	5,55
1,8%	3,48	3,92	4,45	5,10	5,90
2,0%	3,64	4,12	4,70	5,41	6,30
2,3%	3,82	4,33	4,96	5,75	6,75
2,5%	4,01	4,57	5,26	6,14	7,27
2,8%	4,22	4,83	5,60	6,58	7,87

Metodología: Modelos propios BS Análisis

### 5. MULTIPLOS DE COMPARABLES

Cotiza a 19x EV/EBITDA'21 frente al 12x y 10x de Eurofins y Medica Group por sus mejores perspectivas de crecimiento

La comparativa con otras compañías del sector es complicada en la medida en que hay muy pocas organizaciones que tengan un mix de actividades similar y que además coticen en Bolsa. La más parecida es la francesa Eurofins, si bien su tamaño es muy superior al de Atrys (capitaliza ~11.100 M euros) y la británica Medica Group, pero la actividad de esta última se restringe al campo de la teleradiología.

Así, el múltiplo de ~18,6x EV/EBITDA 2021 al que cotiza Atrys está por encima del 12x y 10x al que cotizan Eurofins y Medica Group, lo que en nuestra opinión se debe a las mejores perspectivas de crecimiento de Atrys (+59% EBITDA' 20-22 vs +12% Eurofins y +9% Medica Group), algo que además explica el hecho de que Atrys no tenga previsto repartir dividendos en el corto y medio plazo.

COMPARABLES	Capitalización	Múltiplos comparables					
		PER ajustado 20e/21e	P/BV 20e/21e	EV/Ventas 20e/21e	EV/EBITDA 20e/21e	EV/EBIT 20e/21e	Yield 20e/21e
ATRYs	154	102,9x / 49,8x	3,7x / 3,4x	8,8x / 6,6x	25,7x / 18,6x	50,7x / 33,2x	0% / 0%
Eurofins Scientific	11.126	31,4x / 25,7x	3,5x / 3,5x	2,9x / 2,6x	13,7x / 11,9x	23,6x / 19,6x	0,6% / 0,8%
Medica Group Plc	166	21,2x / 15,6x	3,6x / 3,6x	3,2x / 2,6x	13,7x / 9,7x	17x / 12x	1,6% / 1,9%
<b>MEDIA PONDERADA</b>		24,6x / 19,1x	3x / 3x	2,4x / 2,2x	12,5x / 10,8x	20,2x / 16,5x	0,8% / 1%

Fuente: BS Análisis

Por otro lado, seguimos viendo a Atrys como una candidata a pasar al Mercado Continuo. La compañía ha aumentado su capitalización de manera rápida (~6,5x desde 2017) en los últimos años y nuevas operaciones de M&A podrían dar continuidad a esta tendencia. Por otro lado, la liquidez de la compañía se acerca a los ~1,5 M euros mensuales, con un capital flotante que ha aumentado en los últimos meses hasta el 32,5% (vs 30,6% en octubre' 19 cuando iniciamos cobertura de Atrys).

## 6. ANEXO: ¿QUÉ ES ATRYs?

Atrys es una compañía biomédica dedicada a la prestación de **servicios de diagnóstico y tratamientos médicos de precisión** cuyo objetivo es facilitar el acceso de sus clientes a las más avanzadas modalidades terapéuticas y herramientas diagnósticas.

La compañía cuenta con **4 líneas de negocio** (que analizamos a continuación) y desarrolla su actividad principalmente en España (~85% de ventas)

### DIAGNÓSTICO ONCOLÓGICO (37% VENTAS'20E; MARGEN EBITDA 20-25%)

Esta línea recoge servicios de diagnóstico y pronóstico de excelencia enfocados al campo de la oncología y que se basan en la premisa de identificar con la mayor precisión posible las características del cáncer y la estructura genética del paciente con el fin de dar con el tratamiento más apropiado. Para ello, Atrys utiliza las **técnicas de trabajo y protocolos del Hospital Monte Sinaí** de Nueva York (EE.UU.) que se sitúan a la vanguardia de la lucha contra el cáncer.

La **fortalezas** de Atrys en este campo de actividad residen en **(i)** que cuenta con 20 patólogos especializados (un solo hospital no suele tener suficientes especialistas) y en **(ii)** su capacidad para acceder e implantar las técnicas y métodos de trabajo más innovadores en el campo del diagnóstico. Sus **clientes** son grupos sanitarios, principalmente del sector privado (65%-70% ventas) entre los que destacan por su importancia Sanitas, Grupo Quirón o Ribera Salud.

Los **drivers del negocio** son el precio (especialmente en el sector privado) y la calidad del servicio, esta última imprescindible para crear una relación de confianza con el cliente. El principal **riesgo** de esta actividad son los errores graves de diagnóstico, (considerados negligencia médica en el caso de que se desvíen de los estándares aceptados por la comunidad médica), con la consecuente pérdida de clientes relevantes e impacto reputacional.

Para el desarrollo de esta actividad Atrys cuenta con **4 laboratorios** situados en Barcelona (Hospital Teknon de Quirón Salud, Hospital CIMA de Sanitas y su Laboratorio Central) y uno en Granada, especializado en I+D.

En sus laboratorios se llevan a cabo pruebas de diagnóstico, pronóstico y predicción de respuesta al cáncer en el ámbito de la anatomía patológica, hematología y patología molecular, además de la realización de análisis genéticos y servicios de segunda opinión patológica (SOP), con los que suma más de **800.000 diagnósticos al año**.

### DIAGNÓSTICO ON LINE (26% VENTAS'20E; MARGEN EBITDA 15%-20%)

Presta **servicios de diagnóstico médico 24 horas, 7 días de la semana los 365 días del año** (24x7x365) mediante la utilización de tecnologías de la información y comunicación (TIC). Atrys cuenta con una **plataforma tecnológica propia (cloud)** que utilizan más de 100 hospitales y grupos sanitarios en España. Las principales ventajas que ofrece este servicio son:

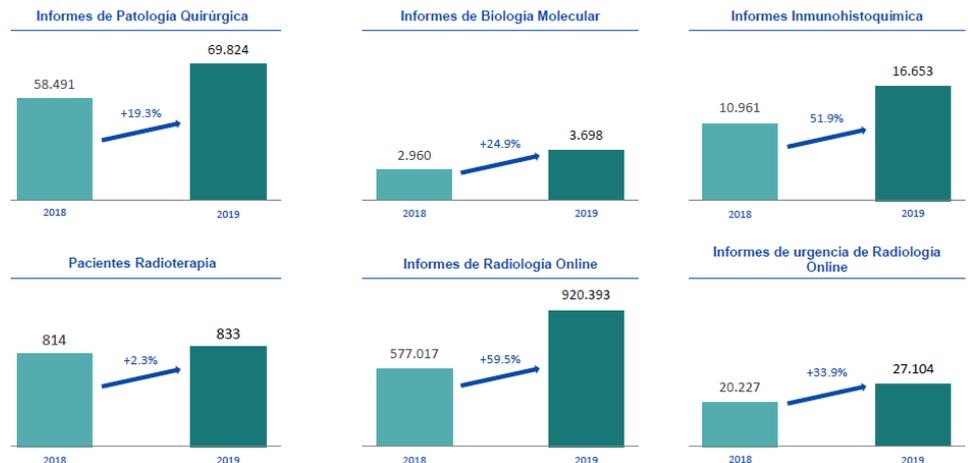
- Evita **desplazamientos innecesarios** a los pacientes y permite salvar la **ausencia de especialistas sanitarios** en determinadas áreas geográficas.
- Permite la **optimización de recursos**, reduciendo los costes de prestación del servicio (a modo de ejemplo, los servicios de diagnóstico entre las 21:00h y las 7:00h en España se prestan por médicos en Sudamérica que cuentan con titulación homologada) así como la **agilización del tiempo de respuesta**.
- Aporta **flexibilidad** a la compañía en la medida en que le permite mantener su estándar de servicio (tanto en términos de calidad como en tiempo), adaptando los recursos (principalmente personal) al volumen de actividad.

*Destaca por su capacidad para acceder e implantar las técnicas y métodos de trabajo más innovadores en el campo del diagnóstico*

*El diagnóstico on line permite salvar la ausencia de especialistas en determinadas áreas, así como la optimización de recursos, evitando desplazamientos innecesarios*

El servicio se presta con la colaboración de más de 100 profesionales (cardiólogos, radiólogos, hematólogos, dermatólogos, patólogos y oftalmólogos entre otros) y se realizan aproximadamente **250.000 diagnósticos al año**

**Principales KPIs operativos de Diagnóstico oncológico y on line**



Fuente: Compañía

**RADIOTERAPIA DE PRECISIÓN (24% VENTAS'20E; MARGEN EBITDA 35%-45%)**

Atrys implementa y gestiona de forma integral centros de **radioterapia hipofraccionada o de dosis única**, también conocida como SD-IGRT (*Single Dose Image Guided Radiotherapy*). Este tipo de tratamientos permite **reducir el número de sesiones de radioterapia de entre 30-35 sesiones (7 semanas) a 1-7 sesiones (1 semana)** mediante la aplicación de dosis de radiación más elevadas (de mayor intensidad). La clave de esta técnica es que se trata de un tratamiento de mayor precisión que la convencional (cobaltoterapia), lo que ofrece ventajas muy claras:

- La precisión de la radiación (sub-milimétrica) permite ajustar la radiación al perímetro del tumor, reduciendo el impacto negativo sobre el tejido adyacente sano, es decir **minimiza efectos secundarios**.
- Ofrece la posibilidad de **tratar tumores de menor tamaño** e incluso a pacientes con **metástasis** (propagación a través de la sangre de un foco canceroso).
- En términos de **eficacia**, la mayor intensidad de la radiación podría facilitar la destrucción de las células madre del tumor, lo que hace que sus efectos sean prácticamente equiparables a los de una cirugía, con la ventaja de poder llegar a localizaciones difíciles para esta última. Así, este tratamiento consigue que la tasa de no recurrencia a 5 años en la localización tratada sea superior al >90%.
- **Reducción del tiempo de cada sesión**, que estaría entorno a 3 minutos de media frente a los 15 minutos que dura la terapia convencional.

Aunque este tratamiento no es aplicable a tumores considerados radio-resistentes y a pesar de que en algunos tipos de cáncer la posibilidad de reducir el número de sesiones es más limitada (como el cáncer de mama), lo cierto es que la radioterapia hipofraccionada es **especialmente eficaz** en varios de los **tumores más comunes** como el de próstata o el de pulmón (sólo estos dos tipos supusieron un c.22% del total de cánceres diagnosticados en España en 2018).

Actualmente Atrys presta servicios de radioterapia de precisión en el **Centro Médico Recoletas de Valladolid** (desde 2016) y a partir del 4T'19 también en el **Hospital CIMA Sanitas de Barcelona**, donde pondrá en marcha un centro oncológico que contará con un nuevo acelerador *Varian True Beam Stx* (tecnología con la que se presta la radioterapia de dosis única).

Destacamos que la **tecnología SD-IGRT** ya está presente en otros centros de España (algunos de los equipos de radioterapia donados por Amancio Ortega a la Sanidad Pública ya cuentan con esta tecnología), sin embargo su **implantación aún es relativamente baja**. Según la Sociedad Española de Radiología Radioterápica (SEOR) el umbral mínimo para cumplir con las recomendaciones de la UE es de 7 aceleradores lineales por cada millón de habitantes y España contaba con 5,4x en 2018, lo que implicaría que habría un déficit de la menos 70 nuevos aparatos en nuestro país.

En cualquier caso, Atrys es pionero en la implantación de este tratamiento y lleva ventaja a sus competidores en la **formación de radiólogos especialistas** para la utilización de la tecnología (con una duración de ~2 años), lo que supone el principal cuello de botella para el crecimiento de esta línea de actividad.

Por último destacar que **a nivel de capex es la división más exigente** por la elevada inversión necesaria en equipamiento e instalaciones, que en el caso del nuevo centro CIMA supondrá alrededor de ~6 M euros en total.

*La radioterapia de dosis única permite reducir el número de sesiones de entre 30-35 a 1-7, reduciendo el impacto negativo de la radiación sobre el tejido adyacente sano*

*La radioterapia de precisión es especialmente eficaz en algunos de los tumores más comunes como el de próstata o el de pulmón*

**SMARTDATA (13% VENTAS'20E; MARGEN EBITDA 60%)**

Desarrolla **servicios de gestión de datos en el campo de la salud** (*Smart y Big data*), que incluyen la integración de datos, elaboración de informes, análisis estadísticos y publicaciones. Se trata, en definitiva, de analizar grandes cantidades de datos para identificar características o patrones (ej: relación entre edad, pronóstico o genética utilizando algoritmos) que faciliten a los médicos la identificación del diagnóstico y tratamiento más adecuados.

Para ello, Atrys dispone de la **más extensa base de datos médicos en España**, con la que desarrolla su conocimiento sobre la evolución y dimensión de las patologías, los diagnósticos y los tratamientos. Los datos médicos que utiliza proceden de sus **propios registros** y de la información pública de las principales comunidades autónomas españolas y sus **clientes** son principalmente compañías farmacéuticas. De los informes que prepara, aproximadamente un ~40% son informes de suscripción, es decir están carterizados (y tienen carácter recurrente) mientras que el resto son ad-hoc (*spot*).

La compañía ha comenzado a desarrollar esta actividad desde junio'19 tras la adquisición de la compañía **Real Life Data** en 2019. Se trata además de una división clave porque cuenta con **márgenes EBITDA del 60%** y porque presenta un importante potencial de **crecimiento transversal** (a través de la prestación de este servicio a otros clientes como grupos médicos, no sólo farmacéuticas) y de **valor añadido**, ante la posibilidad de añadir inteligencia a los cerca de 1 millón de informes de diagnóstico que Atrys genera anualmente.

Por último, destacar que además de contar con los márgenes más altos, esta división es **poco intensiva en capex**, tanto en fases iniciales como a nivel de mantenimiento.

*Desarrolla servicios de Smart y Bigdata, para lo que cuenta con la base de datos médicos más extensa de España*

## 7. DATOS FINANCIEROS

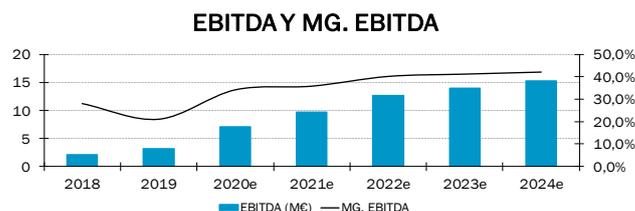
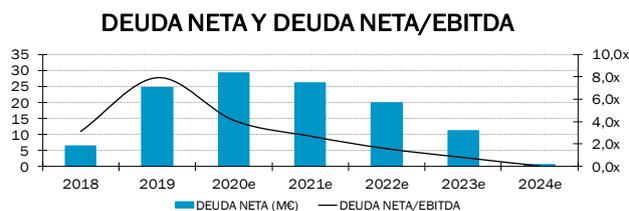
PERDIDAS Y GANANCIAS	2018	2019	2020e	2021e	2022e	TACC 19/22
<b>Ventas</b>	7,3	14,8	20,8	27,0	31,4	<b>28,3%</b>
<i>Crec%</i>	<i>21,1%</i>	<i>103,0%</i>	<i>40,1%</i>	<i>29,7%</i>	<i>16,3%</i>	
<b>EBITDA</b>	2,0	3,1	7,1	9,6	12,6	<b>59,2%</b>
<i>Crec%</i>	<i>18,7%</i>	<i>52,4%</i>	<i>127,3%</i>	<i>36,0%</i>	<i>30,5%</i>	
<i>Margen EBITDA</i>	<i>28,0%</i>	<i>21,0%</i>	<i>34,1%</i>	<i>35,8%</i>	<i>40,1%</i>	
<b>EBIT</b>	0,8	1,2	3,6	5,4	8,0	<b>87,7%</b>
<i>Crec%</i>	<i>51,3%</i>	<i>57,8%</i>	<i>195,9%</i>	<i>50,1%</i>	<i>48,9%</i>	
<i>Margen EBIT</i>	<i>10,5%</i>	<i>8,2%</i>	<i>17,3%</i>	<i>20,0%</i>	<i>25,6%</i>	
<b>Gastos financieros netos</b>	-0,6	-1,1	-1,7	-1,7	-1,6	<b>12,8%</b>
<i>Crec%</i>	<i>n.a.</i>	<i>79,2%</i>	<i>52,4%</i>	<i>-1,1%</i>	<i>-4,9%</i>	
<b>Impuestos</b>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	<b>n.a.</b>
<i>Tasa Impositiva (%)</i>	<i>-81,2%</i>	<i>-151,0%</i>	<i>-25,0%</i>	<i>-15,0%</i>	<i>-13,0%</i>	
<b>Minoritarios s/ BAI (%)</b>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
<b>BDI</b>	0,0	-0,1	1,5	3,1	5,7	<b>-497,0%</b>
Nº Accs medio	21,6	22,7	25,6	25,6	25,6	
BPA	0,00 €	0,00 €	0,06 €	0,12 €	0,22 €	<b>-481,2%</b>
<i>Crec%</i>	<i>-96,1%</i>	<i>-821,1%</i>	<i>-1545,8%</i>	<i>106,8%</i>	<i>85,3%</i>	
BPA Ajust.	0,00 €	0,00 €	0,06 €	0,12 €	0,22 €	<b>-481,2%</b>
<i>Crec%</i>	<i>-96,1%</i>	<i>-821,1%</i>	<i>-1545,8%</i>	<i>106,8%</i>	<i>85,3%</i>	
<b>DPA</b>	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	<b>n.a.</b>
<i>Payout (%)</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	
<i>Yield (%)</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	
<b>Capex</b>	7,7	21,1	8,9	3,7	3,6	<b>-44,3%</b>

FLUJOS DE TESORERIA (M euros)	2018	2019	2020e	2021e	2022e	TACC 19/22
<b>BDI</b>	0,0	-0,1	1,5	3,1	5,7	<b>-497,0%</b>
+Amortizaciones	1,3	1,9	3,5	4,3	4,6	<b>33,6%</b>
-Variación Circulante Neto	2,0	1,0	0,8	0,8	0,7	<b>-12,3%</b>
-Total Inversiones brutas	7,7	21,1	8,9	3,7	3,6	<b>-44,3%</b>
+/- Desinversiones y otros Ajustes	5,4	-2,2	-1,0	-0,9	-0,9	<b>-26,3%</b>
<b>Cash Flow Libre Operativo</b>	-3,0	-22,5	-5,8	2,0	5,0	<b>-160,6%</b>
-Dividendos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	<b>n.a.</b>
<b>Cash Flow Libre (después de dividendos)</b>	-3,0	-22,5	-5,8	2,0	5,0	<b>-160,6%</b>

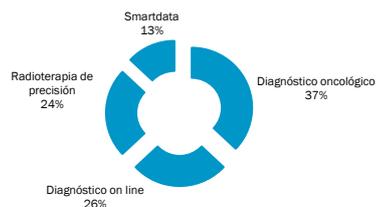
BALANCE (M Euros)	2018	2019	2020e	2021e	2022e	TACC 19/22
<b>Activo fijo</b>	13,4	-10,1	-7,4	-10,3	-13,5	<b>10,4%</b>
<b>Circulante neto</b>	2,8	5,7	6,5	7,4	8,1	<b>12,2%</b>
<i>% circulante neto / Ventas</i>	<i>37,9%</i>	<i>38,5%</i>	<i>31,5%</i>	<i>27,3%</i>	<i>25,7%</i>	
<b>Patrimonio neto atribuible</b>	26,4	40,0	41,4	44,5	50,2	<b>7,9%</b>
<b>Minoritarios</b>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	<b>n.a.</b>
<b>Deuda Neta</b>	6,4	24,7	29,1	26,0	19,8	<b>-7,1%</b>
<i>Deuda Neta / Equity</i>	<i>0,2x</i>	<i>0,6x</i>	<i>0,7x</i>	<i>0,6x</i>	<i>0,4x</i>	
<i>Deuda Neta / EBITDA</i>	<i>3,1x</i>	<i>7,9x</i>	<i>4,1x</i>	<i>2,7x</i>	<i>1,6x</i>	
<i>% circulante neto / Ventas</i>	<i>37,9%</i>	<i>38,5%</i>	<i>31,5%</i>	<i>27,3%</i>	<i>25,7%</i>	
<b>ROE</b>	0,0%	-0,2%	3,6%	6,9%	11,3%	
<b>ROCE</b>	0,4%	-1,0%	3,4%	6,5%	10,0%	

RATIOS DE MERCADO	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>EV/Ventas</b>	18,38x	10,76x	8,77x	6,64x	5,51x
<b>EV/EBITDA</b>	65,64x	51,17x	25,67x	18,55x	13,73x
<b>ROCE/WACC</b>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>PER</b>	10680,00x	-1483,52x	102,92x	49,78x	26,86x
<b>PER Ajustado</b>	10680,00x	-1483,52x	102,92x	49,78x	26,86x
<b>P/CF</b>	-15,27x	-8,39x	-45,12x	38,22x	21,62x
<b>P/VC</b>	4,84x	3,38x	3,69x	3,44x	3,05x
<b>FCF Yield</b>	-1,5%	0,0%	2,0%	3,4%	5,3%

## 8. DATOS OPERATIVOS



VENTAS POR LÍNEA DE NEGOCIO 2020e



VENTAS POR GEOGRAFÍA 2019 PROFORMA



**Dirección Análisis**

**Assistants**

Ana Torrente: [TorrenteA@bancsabadell.com](mailto:TorrenteA@bancsabadell.com)  
Eamon Donoghue: [DonoghueE@bancsabadell.com](mailto:DonoghueE@bancsabadell.com)  
Concha Galán: [GalanC@bancsabadell.com](mailto:GalanC@bancsabadell.com)  
Héctor Vicente: [VicenteH@bancsabadell.com](mailto:VicenteH@bancsabadell.com)

**Director Análisis**

Nicolás Fernández: [FernandezNi@bancsabadell.com](mailto:FernandezNi@bancsabadell.com)

**Financieras**

Esther Castro: [CastroEs@bancsabadell.com](mailto:CastroEs@bancsabadell.com)  
M.ª Paz Ojeda: [OjedaM@bancsabadell.com](mailto:OjedaM@bancsabadell.com)

**Utilities, gas y energía**

Javier Esteban: [EstebanJ@bancsabadell.com](mailto:EstebanJ@bancsabadell.com)  
Álvaro del Pozo: [Alvaro.DelPozo@bancsabadell.com](mailto:Alvaro.DelPozo@bancsabadell.com)

**TMTs**

Andrés Bolumburu: [BolumburuA@bancsabadell.com](mailto:BolumburuA@bancsabadell.com)  
Álvaro del Pozo: [Alvaro.DelPozo@bancsabadell.com](mailto:Alvaro.DelPozo@bancsabadell.com)

**Industriales**

Francisco Rodríguez: [RodriguezFra@bancsabadell.com](mailto:RodriguezFra@bancsabadell.com)  
Óscar Rodríguez: [RodriguezOsc@bancsabadell.com](mailto:RodriguezOsc@bancsabadell.com)  
Alfredo del Cerro: [delCerroA@bancsabadell.com](mailto:delCerroA@bancsabadell.com)  
Luis Arredondo: [ArredondoL@bancsabadell.com](mailto:ArredondoL@bancsabadell.com)

**Farmacia, química y  
papeleras**

Javier Esteban: [EstebanJ@bancsabadell.com](mailto:EstebanJ@bancsabadell.com)  
Luis Arredondo: [ArredondoL@bancsabadell.com](mailto:ArredondoL@bancsabadell.com)

**Construcción, materiales de  
construcción, inmobiliarias y  
REITS**

Ignacio Romero: [Romerolgnacio@bancsabadell.com](mailto:Romerolgnacio@bancsabadell.com)  
Alfredo del Cerro: [delCerroA@bancsabadell.com](mailto:delCerroA@bancsabadell.com)  
Luis Arredondo: [ArredondoL@bancsabadell.com](mailto:ArredondoL@bancsabadell.com)

**Distribución, retail, logística,  
alimentación y bebidas**

Ignacio Romero: [Romerolgnacio@bancsabadell.com](mailto:Romerolgnacio@bancsabadell.com)  
Arancha Piñeiro: [PineiroA@bancsabadell.com](mailto:PineiroA@bancsabadell.com)

**Hoteles, transportes y  
autopistas**

Francisco Rodríguez: [RodriguezFra@bancsabadell.com](mailto:RodriguezFra@bancsabadell.com)

**Derivados, Técnico y Cuantitativo**

Diego Ferrer: [FerrerDiego@bancsabadell.com](mailto:FerrerDiego@bancsabadell.com)

**Equipo Small&Medium**

Javier Esteban: [EstebanJ@bancsabadell.com](mailto:EstebanJ@bancsabadell.com)  
Ignacio Romero: [Romerolgnacio@bancsabadell.com](mailto:Romerolgnacio@bancsabadell.com)  
Alfredo del Cerro: [delCerroA@bancsabadell.com](mailto:delCerroA@bancsabadell.com)  
Luis Arredondo: [ArredondoL@bancsabadell.com](mailto:ArredondoL@bancsabadell.com)  
Andrés Bolumburu: [BolumburuA@bancsabadell.com](mailto:BolumburuA@bancsabadell.com)

**Equipo Eurostoxx50**

Francisco Rodríguez: [RodriguezFra@bancsabadell.com](mailto:RodriguezFra@bancsabadell.com)  
Arancha Piñeiro: [PineiroA@bancsabadell.com](mailto:PineiroA@bancsabadell.com)  
Óscar Rodríguez: [RodriguezOsc@bancsabadell.com](mailto:RodriguezOsc@bancsabadell.com)  
Álvaro del Pozo: [Alvaro.DelPozo@bancsabadell.com](mailto:Alvaro.DelPozo@bancsabadell.com)

**Estrategia de Renta Variable y Estrategia de  
Crédito**

Glen Spencer Chapman: [chapmang@bancsabadell.com](mailto:chapmang@bancsabadell.com)  
Diego Ferrer: [FerrerDiego@bancsabadell.com](mailto:FerrerDiego@bancsabadell.com)  
Diego Fernández: [FernandezDi@bancsabadell.com](mailto:FernandezDi@bancsabadell.com)  
Virginia Romero: [RomeroVi@bancsabadell.com](mailto:RomeroVi@bancsabadell.com)  
Israel González: [israel.gonzalez@bancsabadell.com](mailto:israel.gonzalez@bancsabadell.com)  
Álvaro Ferrero: [FerreroAl@bancsabadell.com](mailto:FerreroAl@bancsabadell.com)  
Antonio Martos: [AnMartos@bancsabadell.com](mailto:AnMartos@bancsabadell.com)  
Pablo Esteve: [EstevePJ@bancsabadell.com](mailto:EstevePJ@bancsabadell.com)

**Specialist Sales**

Jorge Llorente: [LlorenteJo@bancsabadell.com](mailto:LlorenteJo@bancsabadell.com)  
Manuel Yagüez: [YagueezM@bancsabadell.com](mailto:YagueezM@bancsabadell.com)  
Pedro Álvarez: [AlvarezPe@bancsabadell.com](mailto:AlvarezPe@bancsabadell.com)

**Agentes**

Eduardo de la Fuente: [Eduardo\\_delafuente@agentes.bancsabadell.com](mailto:Eduardo_delafuente@agentes.bancsabadell.com)

## **Disclaimer sin asesoramiento de inversión**

Este informe de inversión se ha realizado de forma objetiva e independiente a petición de la propia compañía objeto de análisis en base a un contrato de servicio de análisis firmado entre las partes. La Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A (Banco Sabadell o la Entidad) ha implementado todas las medidas de control necesarias para asegurar que no hay ningún conflicto de interés en la elaboración de la valoración.

El periodo de validez del rango de valoración presentado se establece en 12 meses. El rango de valoración está basado en hipótesis razonables sobre diversas variables en la fecha de publicación y en modelos de estimaciones propios disponibles en las bases de datos de la Dirección de Análisis y que se pueden basar tanto en el descuento de flujos de caja, como en una suma de partes, la comparación de ratios, el descuento de dividendos y otros métodos comúnmente aceptados. La evolución posterior de alguna de esas variables (como por ejemplo: cambios sobrevenidos en tipos de interés, tipos de cambio, precios de materias primas, y otras variables que pueden ser tanto específicas de la compañía, como generales de su sector) podría motivar un cambio del rango de valoración que se daría a conocer mediante un nuevo informe de análisis, por lo que no hay un calendario de revisiones específico previsto.

El presente informe ha sido preparado por la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A., de forma objetiva e independiente basado en información pública disponible, empleando información de fuentes consideradas fiables, pero Banco de Sabadell, S.A. no se hace cargo ni acepta responsabilidad ante posibles errores en dichas fuentes ni en su elaboración, ni se responsabiliza de notificar cualquier cambio en su opinión o en la información contenida en el mismo o utilizada para su elaboración.

Banco de Sabadell, S.A. se encuentra supervisado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores y por el Banco de España.

Este informe, ha sido elaborado por la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A. con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe, y está sujeto a cambio sin previo aviso. Banco de Sabadell, S.A. no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento. En ningún caso contiene recomendaciones personalizadas, y tampoco implica asesoramiento en materia de inversión. Ni el presente documento ni su contenido constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base a ningún contrato o compromiso.

Los inversores deben tomar sus propias decisiones de inversión, basadas en sus objetivos específicos de rentabilidad y de posición financiera y empleando los consejos independientes que consideren oportunos, y no simplemente en el contenido de este informe. Las inversiones comentadas o recomendadas en este informe podrían no ser interesantes para todos los inversores. Banco de Sabadell, S.A. no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros. El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes de los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

Cuando una inversión se realiza en una moneda distinta de la de referencia del inversor, la evolución del tipo de cambio podría afectar a la inversión negativamente, tanto en su valor de mercado como en su rentabilidad.

### **Comunicación de intereses o conflictos de interés [Reglamento Delegado (UE) 2016/958]**

Durante los 12 meses precedentes a la elaboración del presente informe, Banco Sabadell ha participado en operaciones de colocación y aseguramiento de emisiones de renta variable o renta fija de las siguientes Compañías: Cellnex, Acciona, Telefónica, ACS, Euskaltel, CAF, CIE, FCC, Colonial, Ferrovial, Sacyr, Meliá, Fluidra, Insur, Aedas y Másmóvil.

A 14/05/2020 (i) Banco Sabadell no mantiene una posición larga o corta neta que sobrepase el umbral del 0,5 % del capital social total emitido por ningún emisor, (ii) Banco Sabadell tiene concedida la exención para las actividades de creación de mercado prevista en el artículo 17 del Reglamento (UE) 236/2012 para los siguientes valores: Abertis, Acciona, Acerinox, ACS, Amadeus, Aena, Banco Sabadell, BBVA, Bankia, Bankinter, CaixaBank, Cellnex, Colonial, Endesa, Enagas, Ferrovial, Grifols, Iberdrola, IAG, Indra, Inditex, Mapfre, Meliá, Merlin, Arcelor, Naturgy, Red Eléctrica, Repsol, Santander, Siemens Gamesa, Telefónica, Mediaset, Viscofan, DIA, Técnicas Reunidas, Applus Servicios, Antena 3TV, Gestamp, Euskaltel, Sacyr, Prosegur, Logista, Hispania y BME y (iii) Banco Sabadell actúa como proveedor de liquidez para los valores de renta variable emitidos por Azcoyen, Grenergy, Fluidra, Iberpapel, Sacyr, Indra y Metrovacesa.

A fecha de este informe ninguna Compañía objeto de análisis por parte de la Dirección de Análisis posee más de un 5% del capital de Banco Sabadell.

De acuerdo con la información correspondiente al último Informe Anual de Gobierno Corporativo publicado por Banco Sabadell, los siguientes miembros del Consejo de Administración de la entidad son a su vez Consejeros independientes de las siguientes sociedades cotizadas analizadas por la Dirección de Análisis de Banco Sabadell: D. José Javier Echenique Landiribar de ACS, Ence y Telefónica. Doña María José García Beato de Red Eléctrica. Don George Donald Johnston de Acerinox y Merlin. Ningún Consejero del Banco tiene una relación comercial relevante con la(s) Compañía(s) objeto de análisis en este informe.

El Grupo Banco Sabadell tiene establecidos procedimientos de actuación y medidas de control que constan en el Reglamento Interno de Conducta del Grupo Banco Sabadell en el ámbito del mercado de Valores (aprobado por el Consejo de Administración de Banco de Sabadell el 24 de mayo de 2018), aplicable a los miembros de la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A., para prevenir y evitar los conflictos de interés en el desarrollo de sus funciones. Dichas medidas incluyen la obligación de los miembros de la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A. de informar de los conflictos de interés a que estén sometidos por sus relaciones familiares, su patrimonio personal o por cualquier otra causa, y mantener dicha información actualizada, así como el establecimiento de barreras y medidas de separación entre las distintas áreas de actividad que desarrolla la entidad relacionadas con valores negociables o instrumentos financieros y con respecto al resto de áreas y departamentos de Banco de Sabadell, S.A. de conformidad con lo previsto en la legislación aplicable, a fin de que la información y documentación propia de cada área de actividad se custodie y utilice dentro de ésta y la actividad de cada una de ellas se desarrolle de manera autónoma con respecto a la de las demás. Los empleados de otros departamentos de Banco de Sabadell, S.A. u otra entidad del grupo Banco Sabadell pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opciones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo Banco de Sabadell, S.A. o cualquier otra entidad del grupo Banco Sabadell puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento.

Dicho Reglamento Interno de Conducta puede consultarse en la Web corporativa del Grupo Banco Sabadell ([www.bancsabadell.com](http://www.bancsabadell.com)).

Ninguna parte de este documento puede ser copiada o duplicada de ningún modo, reproducida, redistribuida o citada sin el permiso previo por escrito de Banco de Sabadell, S.A.

Queda prohibida la distribución del presente informe en Estados Unidos, y en todas aquellas jurisdicciones en que la misma pueda estar restringida por la ley.

La remuneración de los analistas que han elaborado estos informes no esta vinculada, ni directa ni indirectamente, a las recomendaciones u opiniones expresadas en los mismos. Los factores de remuneración de los analistas pueden incluir los resultados de Banco de Sabadell, S.A., parte de los cuales puede ser generado por actividades de banca de inversión.