

Company Update

Buy			
from Accumulate			
Share price: EUR	7.90		
closing price as of 13/07/2020			
Target price: EUR	8.86		
from Target Price: EUR 4.63			
Upside/Downside Potential	12.1%		
Reuters/Bloomberg		ATRY.MC/ATRY SM	
Market capitalisation (EURm)	203		
Current N° of shares (m)	26		
Free float	31%		
Daily avg. no. trad. sh. 12 mth	21		
Daily avg. trad. vol. 12 mth (m)	242.01		
Price high/low 12 months	7.90 / 3.36		
Abs Perfs 1/3/12 mths (%)	31.67/51.92/105.42		
Key financials (EUR)	12/19	12/20e	12/21e
Sales (m)	15	39	67
EBITDA (m)	3	7	19
EBITDA margin	21.0%	17.2%	29.2%
EBIT (m)	1	2	12
EBIT margin	8.2%	5.6%	17.9%
Net Profit (adj.)(m)	(0)	0	7
ROCE	-0.9%	-0.6%	7.5%
Net debt/(cash) (m)	21	38	32
Net Debt Equity	0.5	0.5	0.4
Net Debt/EBITDA	6.8	5.8	1.6
Int. cover(EBITDA/Fin.int)	3.1	3.2	7.8
EV/Sales	9.5	8.2	4.6
EV/EBITDA	45.4	47.4	15.8
EV/EBITDA (adj.)	nm	88.9	15.8
EV/EBIT	nm	nm	25.8
P/E (adj.)	nm	nm	42.9
P/BV	3.2	3.1	3.3
OpFCF yield	-2.4%	-0.5%	2.1%
Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%
EPS (adj.)	(0.00)	0.00	0.18
BVPS	1.56	2.54	2.37
DPS	0.00	0.00	0.00

Shareholders

Grupo Inveready 18%; Grupo Caser 15%; Family Offices 17%; Management 19%;



Source: FactSet

ATRY HEALTH MAB (Rebased)

Analyst(s)

Beatriz Rodriguez Fernandez
beatriz.rodriguez@gvcgaesco.es
+34 914 367 871

Reason: Company newsflow

14 July 2020

En la cresta de la ola del sector salud

Atrys Health disfruta de importantes drivers de crecimiento a largo plazo como: 1) envejecimiento de la población, 2) el constante aumento de casos oncológicos, 3) la necesidad de aumentar la prevención mediante diagnósticos certeros, y 4) la extensión de la telemedicina como forma de limitar el contacto y aumentar la productividad de los recursos médicos.

Nuestra valoración de 8.86EUR/Acc ofrece un potencial del 30% post ampliación de capital. El M&A y la fuerte inversión en I+D, podrían suponer fuentes de creación de valor adicionales para el accionista. Todo ello nos lleva a elevar nuestra de recomendar de Acumular a Comprar.

- ✓ **Presente en nichos de negocio con fuerte crecimiento orgánico y altos márgenes:** Atrys Health está reforzando su presencia en mercados de alto crecimiento y fuertes rendimientos: 1) 66% de las ventas 2020e vendrán de Telemedicina (mercado con crecimientos esperados de 18% CAGR17-25e y márgenes del 20%); 2) Diagnóstico (19% de las ventas, crecimientos de mercado del 5% y márgenes del 25%); 3) Radioterapia (10% ventas, crecimientos 7% y márgenes del 45%) y 4) Smart Data (6% ventas, crecimientos 13% y márgenes del 60%).
- ✓ **El M&A podría seguir siendo una fuente de creación de valor para el accionista:** En los últimos dos años, la cia ha realizado 5 adquisiciones (c. 90mEUR invertidos y EV/EBITDA medio de 7x), disparando sus ventas de 6mEUR FY17 a 14.8mEUR FY19 y EBITDA de 1.7mEUR a 3.1mEUR. Creemos que en el corto plazo se formalizarán nuevas adquisiciones, por una cantidad estimada de c. 55mEUR, que deberían permitir a la compañía generar unas ventas y un EBITDA de 74mEUR en 2022e.
- ✓ **Disciplina financiera (<3.0x DN/EBITDA Pro Forma):** El crecimiento se ha financiado siempre con una excelente disciplina financiera, manteniendo el ratio DN/EBITDA pro forma por debajo de 3.0x. Atrys ha sido capaz financiarse fácilmente con 1) Emisiones de Eur30m de bonos MARF (programa de hasta €50m MARF), 2) Deuda bancaria, 3) Deuda I+D con entidades públicas y 4) Ampliaciones de capital.
- ✓ **Crecimiento esperado de EBITDA y Beneficio Neto pro forma de 39% y 46% CAGR19-23e.** A través de crecimiento orgánico e inorgánico, esperamos que Atrys Health crezca a nivel EBITDA y Beneficio Neto un 39% y 46%. El desapalancamiento debería de ser importante, bajando de 2.7x DN/EBITDA pro forma 2020e a 0.8x en 2023e. Este desapalancamiento debería de producirse a pesar de fuertes inversiones (7% sobre ventas, parte en I+D), cuyos retornos no están reflejados en nuestra valoración (por falta de visibilidad).
- ✓ **Elevamos nuestra valoración hasta 8.86EUR/acc (vs. 4.47EUR/Acc pre ampliación):** Nuestra nueva valoración por DCF alcanza 8.86EUR/Acc, con unas hipótesis de WACC del 6.8% y márgenes del 24% en el largo plazo. Los multiplicadores implícitos en dicha valoración son de 15.1xEV/Ebitda y 31xP/E para 2022e, que nos parecen adecuados teniendo en cuenta los múltiplos comparables, el fuerte crecimiento esperado de la compañía (Beneficio Neto Pro Forma +46% CAGR19/23) y potencial M&A no incluido. **Aumentamos nuestra recomendación de Acumular a Comprar.**

CONTENTS

Investment Case	3
Un track récord inmejorable en todas las líneas de negocio	3
Impacto negativo por el COVID-19 limitado	3
Una tecnología innovadora y diferencial, potenciada por nuevo I+D	3
Sólida posición financiera y de liquidez	4
Revisamos nuestras estimaciones al alza debido a las nuevas incorporaciones	4
Nueva recomendación: Comprar. Nuevo PO: 8.86EUR/Acc (+47%).	4
Drivers de crecimiento	5
Modelo de negocio de Atrys Health	6
Diagnóstico (37% ventas 2019)	6
Radioterapia (22% ventas 2019)	7
Telemedicina (27% ventas 2019).	9
Big/Smart Data (14% ventas 2019)	10
I+D	10
COVID-19	11
Plan de negocio: Crecimiento orgánico e inorgánico	13
Perspectivas de crecimiento al alza	13
M&A, punto fuerte de Atrys Health	14
¿Qué esperar para este 2020?	15
Estimaciones: Crecimiento más allá del M&A	17
Análisis del Cash Flow	21
Balance: Mejora progresiva de la situación financiera	22
Valoración: DCF, incorporando las nuevas adquisiciones	23
Análisis de sensibilidad	24
Múltiplos comparables	24

Investment Case

Un track récord inmejorable en todas las líneas de negocio

Atrys Health continúa con su objetivo de **convertirse en una empresa líder en nichos del sector salud** (principalmente como actor de referencia en la lucha contra el cáncer), tanto en Europa como en Latam.

Por un lado, **el negocio se va a ver beneficiando de un crecimiento orgánico** en todas las áreas de negocio gracias a una serie de macro-tendencias que siguen impulsando su actividad año tras año: envejecimiento de la población, aumento de casos oncológicos, déficit de especialistas médicos e incremento de costes y gastos sanitarios.

Por otro lado, la compañía ha anunciado su intención de ejecutar **4 nuevas adquisiciones durante este 2020** que van a impulsar principalmente las ventas del área de la Telemedicina y Diagnóstico.

Estimamos un crecimiento inorgánico en ventas 2020e de c. +160%, que se traducirá en unas ventas pro forma 2020e de 55.4mEUR (+166% vs. FY19 prof.) y un EBITDA c. 14mEUR (+50% vs. FY10 prof).

Impacto negativo por el COVID-19 limitado

El parón de actividad en la totalidad del país provocó el cierre de las agendas de los hospitales, dando lugar al aplazamiento de muchas pruebas diagnósticas y tratamientos de radioterapia agendadas durante los meses de marzo-mayo.

La compañía supo adaptarse y aprovecha la situación, redefiniendo su actividad, y amoldándola a las oportunidades que ofrecía esta situación (realización de test PCR e inmunidad, extra de I+D enfocado al estudio de las características del virus, propagación y cura, etc.). Ello le ha permitido compensar en cierta manera lo perdido tras la anulación de los tratamientos y diagnósticos agendados.

Pensamos que la **recuperación va a ser prácticamente total durante el 2S20**. La vuelta a la normalidad trajo consigo un pico de trabajo (que aún hoy continúa) en el 2T20 debido a todas las pruebas, tratamientos y revisiones médicas acumuladas.

Además, el inicio de la desescalada y el miedo ante un posible rebrote en el futuro van a permitir que esos ingresos extras provenientes de los efectos de la pandemia continúen al menos en el medio plazo, por lo que podemos decir que es las pocas compañías que pueden salir reforzadas de esta crisis.

Una tecnología innovadora y diferencial, potenciada por nuevo I+D

Atrys ofrece un **servicio de diagnóstico integrado**, con un periodo breve de respuesta, abarcando la totalidad de las fases de la enfermedad, desde la prevención hasta la fase final del tratamiento.

Además, la compañía es actualmente líder en SD-IGRT en España. Es un **tratamiento de radioterapia innovador** que se diferencia del tradicional, principalmente, en la exposición a altos niveles de radiación y en su alto nivel de precisión, lo que permite reducción de costes gracias a las menores sesiones necesarias de menor tiempo, mejorando así la calidad de vida de los clientes.

A través de la **telemedicina**, impedirá el colapso de los centros médicos, evitando desplazamientos innecesarios, los cuales consumen muchos recursos, aportan además eficiencia al sistema.

Por último, la reciente entrada en el negocio de **Smart Data**, aportará beneficios tanto a nivel de ingresos como de márgenes, potenciando el trabajo de Atrys en el ámbito de la medicina predictiva, reforzando su área de I+D y desarrollando conocimiento sobre la evolución y la dimensión de las patologías, tendencias en los diagnósticos y tratamientos.

Sólida posición financiera y de liquidez

Según nuestras estimaciones, la compañía cuenta con una cómoda posición de liquidez para hacer frente a vencimientos de deuda de los próximos años (c. 3.5mEUR anuales hasta 2023). La creciente generación de caja en el futuro daría lugar a una posición de Caja Neta en 2025e, por lo que no tendrían problemas para alcanzar su objetivo de DFN/EBITDA pro forma ajustado <3,0x en 2024.

En caso de un posible rebrote, la compañía **dispone de suficiente liquidez** para seguir operando con **normalidad durante el 2020 y 2021** (Posición de liquidez a 15/03/20 7mEUR. A 20/6/20 era de 9.8mEUR).

Revisamos nuestras estimaciones al alza debido a las nuevas incorporaciones

Nuestras nuevas estimaciones para el periodo 2019-2025e, se traducen en un CAGR 19-25e en ventas +35%, EBITDA +45% y EBIT +61%

Atrys Health continúa con su plan de expansión entrando en nuevos mercados con nuevas adquisiciones que le permitirán doblar su tamaño en los próximos años, convirtiéndola en una potencial **candidata a pasar al Mercado Continuo en el corto plazo**. (Recordemos que Atrys Health salió al MAB con una capitalización de 16mEUR. Actualmente, supera los 190mEUR, lo que supone multiplicar por 11 su capitalización en cuatro años).

Nueva recomendación: Comprar. Nuevo PO: 8.86EUR/Acc (+47%).

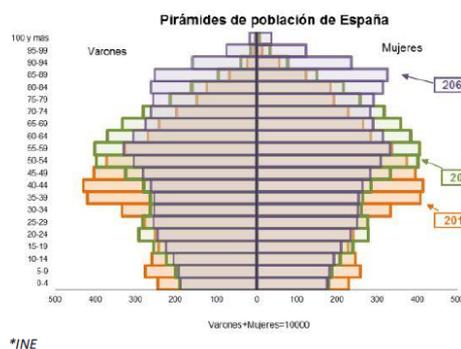
Elevamos nuestra recomendación desde Acumular a Comprar con un nuevo precio objetivo de 8.86EUR/Acc (vs. 4.7EUR/acc anterior +47%).

Además del potencial del +20% teniendo en cuenta la cotización actual hasta nuestra nueva valoración, la recomendación de compra esta basad en: 1) unos buenos resultados esperados provenientes de las nuevas adquisiciones, 2) unas perspectivas de crecimiento orgánico c. 5% para los próximos años, 3) un aumento en los márgenes gracias a la mejora productiva y al ahorro en costes (hasta Mg EBITDA c. 33% 2025e), 4) un potencial crecimiento inorgánico adicional no recogido en nuestra valoración y 5) el perfil defensivo de la compañía en este entorno de incertidumbre económica.

Drivers de crecimiento

Existe una serie de macro-tendencias en el sector salud que creemos que justifican las buenas perspectivas de crecimiento de Atrys Health durante los próximos años:

- **Envejecimiento de la población:** Según el Banco Mundial, las proyecciones actuales es que hasta 2050e la población mayor de 60 años de edad, se duplique desde los 600m hasta 2.000m, con una natalidad con tendencia a la baja.
- **Oncología:** Según estimaciones del Banco Mundial para 2050 se cree que la población que supere los 60 años de edad se situará en ~2bn de personas vs. 600m en 2014 lo que supone un crecimiento anual del +3.4% y un +233% en total. En un informe reciente de La Sociedad Española de Oncología Médica (SEOM), sostiene que, para 2035, el número de casos de cáncer crezca un +70% y un +104% si nos fijamos en personas mayores de 65 años.
- **Déficit de especialistas médicos.** El proceso de desertización que están sufriendo algunas áreas rurales obligan a buscar modelos alternativos ante la falta de personal cualificado fuera de las grandes ciudades. La telemedicina puede ser la solución.
- **Incremento de costes y gastos sanitarios.** El envejecimiento de la población unido al aumento de la esperanza de vida en las últimas décadas, ha dado lugar a un aumento significativo de enfermedades crónicas (larga duración y progresión lenta) y degenerativas. Se espera, además, que éstas continúen ganando peso, convirtiéndose el cáncer la segunda causa de muerte.



PROY. ESPERANZA DE VIDA AL NACIMIENTO Y A LOS 65 AÑOS

Año	Esperanza de vida la nacimiento		Esperanza de vida a los 65 años	
	Hombre	Mujer	Hombre	Mujer
2015	79.94	85.41	18.81	22.67
2016	80.26	85.71	19.08	22.97
2021	81.31	86.41	19.72	23.55
2026	82.3	87.08	20.37	24.13
2031	83.23	87.74	21.01	24.7
2036	84.12	88.37	21.64	25.26
2041	84.97	88.98	22.27	25.8
2046	85.79	89.57	22.89	26.34
2051	86.57	90.14	23.5	26.86
2056	87.32	90.69	24.09	27.37
2061	88.04	91.22	24.68	27.86
2065	88.6	91.64	25.13	28.28

*INE

Estos problemas llevan a los sistemas sanitarios a tener que afrontar una serie de retos en el medio plazo, debido a la necesidad de aplicar terapias más largas, caras y exigentes, lo que obligará a revisar los modelos actuales de gestión y a buscar alternativas más eficientes (por ejemplo, a través de la telemedicina o mediante la aplicación de tratamientos más eficaces como la Radioterapia de Dosis Única).

El modelo de negocio de Atrys Health intenta poner solución a todos estos problemas. La adquisición de equipos punteros y de tecnología de última generación es un aspecto clave para tanto para el sector sanitario como para la compañía, cuya intención es ofrecer una asistencia sanitaria cada vez más eficiente y de mejor calidad.

Entre los objetivos de la compañía encontramos: 1) Contribuir a la prevención de enfermedades, lo que reducirá la necesidad de asistencia sanitaria futura y, consecuentemente, los costes sanitarios; 2) Mejorar el diagnóstico y ayuda a la detección temprana de enfermedades, lo que permitirá una terapia más eficaz; 3) Mejorar los tratamientos en términos de rapidez, eficiencia y eficacia y 4) Mejorar la gestión de la información clínica, para buscar nuevas formas de trabajo, más eficientes, conectadas y globales.

Todo ello sumado a un muy buen track récord tanto orgánico como inorgánico, un crecimiento CAGR 19-25e esperado de +32% ventas y +61% EBIT, el anuncio de futuras adquisiciones en los próximos años, una situación financiera cómoda y estable y un impacto negativo limitado en sus números debido al COVID-19, dan lugar a unas excelentes perspectivas de negocio para los próximos años.

Modelo de negocio de Atrys Health

Atrys Health es una compañía española multinacional de referencia (con presencia en Latinoamérica y España) que presta servicios de diagnóstico y tratamiento médico a sus clientes, principalmente grupos hospitalarios públicos y privados (c. 70% de las ventas).

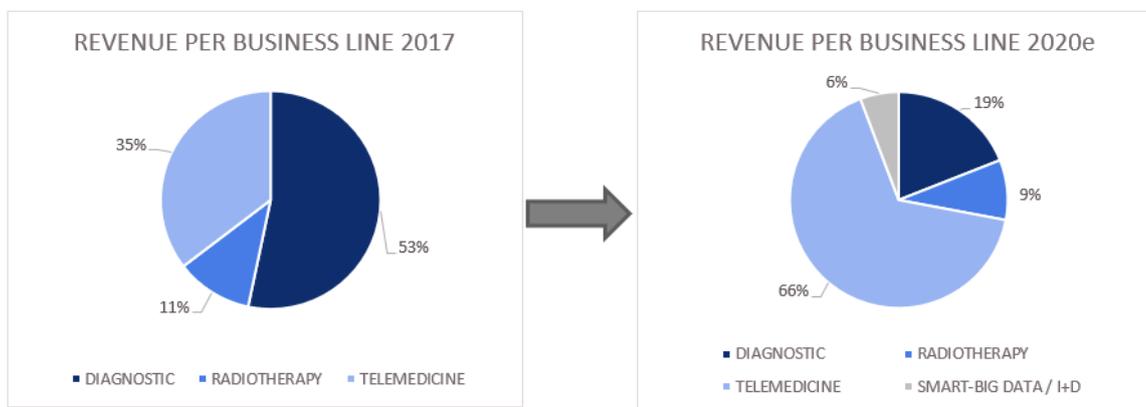


A través de sus cuatro unidades principales de negocio complementarias entre sí (diagnóstico, radiología, telemedicina y smart data), ayuda a las personas a tener vidas más saludables, facilitando el acceso a diagnósticos y tratamientos médicos de excelencia eliminando las barreras de ubicación.

La compañía se fundó en 2008 centrándose en servicios de diagnóstico, **para importar desde EE.UU. los últimos procesos y tecnología** a toda la geografía española adquiriendo importantes contratos con grupos de referencia en el sector.

Una vez consolidado el negocio, en 2016 Atrys decidió salir a bolsa (actualmente cotiza en el MAB) con el objetivo de captar recursos propios para financiar su desarrollo. Desde su salida a bolsa, la acción se ha revalorizado un 340% (último precio de cierre).

La compañía está **especializada en el manejo clínico del cáncer**, ofreciendo soluciones innovadoras, como su tratamiento de radioterapia de Dosis Única para muchos tipos de tumores, y asistencia médica a distancia a través de su propia plataforma, con las que se busca ofrecer un enfoque personalizado a cada paciente acompañándole en cada una de las fases de su tratamiento.



Diagnóstico (37% ventas 2019)

Esta incluye las especialidades de anatomía patológica, patología molecular y genética, así como servicios de segunda opinión, incorporando los últimos avances científicos para la identificación de tumores de forma individualizada. Gracias a la calidad del servicio, la innovación tecnológica y el equipo de profesionales que poseen, se consigue conocer las

características concretas de cada tumor y paciente para así poder ofrecer un tratamiento personalizado, preciso, preventivo y óptimo.

Atrys ofrece así un **servicio de diagnóstico integrado**, con un periodo breve de respuesta, abarcando la totalidad de las fases de la enfermedad, desde la prevención hasta la fase final del tratamiento.

Para atajar las enfermedades oncológicas de forma más efectiva, el pronóstico y diagnóstico rápido y preciso es esencial, lo cual depende directamente del nivel de experiencia de los facultativos y científicos que participan en su emisión. La compañía cuenta con una red de consultores que incluyen más de 15 patólogos y hematólogos que poseen experiencia reconocida en las diferentes subespecialidades, con vinculación académica y con actividad diaria en hospitales de referencia, para ofrecer asesoramiento o resolución de casos de consulta diagnóstica compleja y de segunda opinión.

La compañía desarrolla dicha actividad en sus cuatro laboratorios situados en Barcelona (Laboratorio Central, Hospital CIMA, Hospital Teknon y Hospital El Pilar) y uno especializado en I+D en Granada.

Esta línea de negocio representó un 37% de las ventas FY19, llegándose a realizar más de 1 millón de pruebas diagnósticas en el año. Estimamos que para 2020e, su peso disminuya hasta el 24% (principalmente debido al nuevo mix de negocio que presentará la compañía una vez se efectúen las nuevas compras del 2020). Este servicio se caracteriza, además, por tener un margen bruto de 60-70% y EBITDA del 20-25%. Las necesidades de inversión recurrentes (capex) son bajas.

Radioterapia (22% ventas 2019)

Atrys presta, de forma pionera, tratamientos de radioterapia de alta precisión en centros sanitarios públicos y privados.

Entre los más destacados, encontramos tratamientos personalizados de **radioterapia hipofraccionada y radioterapia avanzada de Dosis Única guiada por imagen** (SD-IGRT, Single Dose Image Guided Radiotherapy), dos modalidades más precisas y seguras para los pacientes.

Los ingresos provenientes de los tratamientos de radiología representaron un 22% del total de las ventas de 2019. Para 2020e, estimamos que el peso total sea c. 9%, el cual irá incrementando en los años posteriores una vez se ponga en funcionamiento el nuevo centro oncológico integrado: el Instituto Oncológico Avanzado (IOA). El margen bruto estimado es c. 60-70%, siendo el margen EBITDA de un 20-25%.

Las necesidades de **inversión en el momento inicial de los proyectos son muy elevadas**, debido a las características concretas de las instalaciones y el equipamiento necesario. El servicio de radioterapia de alta precisión del IOA contará con dos bunkers –un tac de planificación dedicado y un acelerador lineal de última generación TrueBeam STX, de Varian Medical Systems–, y Atrys ha invertido en total 6,5 millones de euros para su lanzamiento.

- Radioterapia avanzada de Dosis Única (SD-IGRT)

Atrys es actualmente líder en SD-IGRT en España. Es un tratamiento innovador que se diferencia de la radioterapia tradicional, principalmente, en la **exposición a altos niveles de radiación y en su alto nivel de precisión**.

El tratamiento de radioterapia tradicional utiliza dosis de radiación que afectan tanto a tejidos cancerosos como tejidos sanos, pero se sitúan en el límite aceptado por los tejidos sanos permitiendo su regeneración. Es la acumulación de estas dosis las que permite acabar con la enfermedad, pero a costa de sufrir importantes efectos secundarios.

El tratamiento SD-IGRT utiliza un acelerador lineal multienérgico de última generación que utiliza mayores tasas de radiación, superando incluso los límites admitidos por tejidos sanos. Gracias al diagnóstico por imagen que realizan previamente los especialistas, la precisión de la radiación es tan exacta, que afecta únicamente a las células cancerosas, sin perjudicar tejidos u órganos subyacentes sanos.

Este procedimiento puede administrarse en cualquiera de las diferentes fases del tratamiento, desde antes de la cirugía para reducir el tamaño, complementando/potenciando otros tratamientos e incluso como tratamiento único

Entre los beneficios destacamos:

- 1) **Mejora de la calidad de vida de los pacientes.** Por un lado, se reducen los efectos secundarios al ajustar el impacto de la radiación únicamente al tejido afectado (pudiéndose así, además, aplicar dosis de radiación más altas). Por otro, se consiguen tasas de respuesta positivas superiores al 90%, incluso en tumores tradicionalmente radio-resistentes.
- 2) **Reducción de costes** gracias a las **menores sesiones necesarias** (1-5 vs. 30-40 radioterapia convencional) además del **menor tiempo** necesario (3-5min vs. 20-40 min. radioterapia convencional);
- 3) **Mayor número de personas con acceso a este tratamiento** (una maquina puede realizar un mayor número de sesiones al año), etc.
- 4) **Aporta nuevas opciones de terapia a pacientes** que no pueden recibir cirugía, que padecen tipos de cáncer para los que hasta ahora no existía tratamiento, etc.

Convencional: 30-40 sesiones / 7-8 semanas.



SD-IGRT: 1-5 sesiones / 1 semana.



A pesar de ser un tratamiento innovador y con múltiples beneficios demostrados para los pacientes, **su utilización está aún poco extendida.**

Dos son los **principales problemas** que complican su expansión: 1) Existe un déficit muy importante de personal cualificado para la prestación de este nuevo tratamiento, cuyos especialistas requieren una formación muy específica que requiere mínimo dos años de preparación y 2) La preparación de las sesiones requieren de una especial dedicación por parte del equipo médico especialista, integrado principalmente por oncólogos radioterápicos y radiofísicos oncólogos

- **El Instituto de Oncología Avanzada (IOA)**

Desde 2016, Atrys ofrece la radioterapia SD-IGRT en el **Hospital Recoletas Campo Grande (Valladolid)**. El acuerdo es un modelo JV virtual cuya rentabilidad está asegurada, ya que se basa en una serie de KPI's por las cuales Atrys recibe unos ingresos recurrentes.

En septiembre de 2018, la compañía suscribió un acuerdo con el **Hospital CIMA de Barcelona** (Grupo Sanitas) para poner en marcha un nuevo centro de radioterapia de alta precisión en un centro oncológico integrado: **el Instituto Oncológico Avanzado (IOA)**.

En él, Atrys proveerá servicios de diagnóstico oncológico personalizado en patología y consejo genético y brindará tratamientos de radioterapia de alta precisión. Dicho centro será gestionado en su totalidad por Atrys, convirtiéndose en otra importante palanca de crecimiento de ingresos para la compañía en el medio plazo. Está previsto que entre en funcionamiento durante el segundo semestre de 2020.



Source: Company Data

El IOA promete convertirse en el centro de referencia en el tratamiento del cáncer en España, ofreciendo la totalidad de los servicios oncológicos existentes, con modalidades terapéuticas y herramientas diagnósticas de última generación y contando con un equipo de especialistas con gran reconocimiento internacional.

El cliente podrá disfrutar de una atención integral (incluida la ayuda de psicólogos, nutricionistas, terapeutas del sueño, etc.), y podrá ser tratado de cualquier tipo de cáncer, en cualquier estadio, sea cual sea el tipo de tumor y el órgano afectado.

Telemedicina (27% ventas 2019).

Atrys es capaz de prestar servicios de diagnóstico de excelencia y multi-especialidad a distancia, tanto a centros sanitarios públicos como privados y tanto a españoles como a internacionales. Atrys entró en este segmento en 2015 con la adquisición de **eDiagnostic**.

La compañía se centra en cuatro especialidades: cardiología, radiología, oftalmología y dermatología.

Pool Médicos Atrys



Este servicio lo prestan profesionales sanitarios especialistas (más de 150 especialistas médicos) a través una plataforma tecnológica propia, desarrollada de forma continua durante los últimos 15 años, que se adapta a los requisitos de los pacientes y que ya utilizan más de 100 hospitales y grupos sanitarios en toda España, realizando más de 250.000 diagnósticos al año.



Hospitales Pacientes



Está disponible las **24 horas del día los 365 días del año**.

A través de una plataforma en la nube, los médicos especialistas reciben las pruebas que el paciente se haya realizado (ya sea en un centro médico o en su propio domicilio), y mediante diferentes softwares adaptados se procede a la interpretación de las mismas.

El tiempo de respuesta varía según el tipo de informe: Desde <60min para informes urgentes (con un coste +60% superior) hasta <48h para informes de rutina o segunda opinión.

Entre los numerosos beneficios encontramos:

- 1) **Disponibilidad** de especialistas, servicios de urgencia y turnos de guardia en **áreas rurales** sin necesidad de incurrir en mayores costes.
- 2) **Evitar desplazamientos innecesarios** y el **colapso de los centros sanitarios**, proporcionando un extra de ahorro y comodidad tanto para el paciente como al sistema sanitario.
- 3) **Optimización asistencial**. Mejores tiempos de respuesta, reducción de listas de espera y mayor calidad en los diagnósticos y pruebas médicas.
- 4) **Optimización y reducción de costes y mejora de la productividad y eficiencia** en el uso de recursos (que muchas ocasiones, además de caros, son escasos).

El área de telemedicina de Atrys se encuentra entre las de mayor experiencia en este sector y cuenta con una fuerte penetración comercial en España y Colombia, país en el que ostenta una posición de claro liderazgo en la especialidad de radiología tras la adquisición en 2019 de la compañía Teleradiología de Colombia.

Las ventas aportadas por esta línea de negocio representaron el 27% de las ventas Atrys 2019. Pensamos que, tras la adquisición anunciada el pasado mes de junio de **Global Telmed Systems A.G ("ITMS")** (especializada en el diagnóstico online y líder en tele radiología y tele cardiología), esta rama podría alcanzar c. 66% de las ventas 2020e.

Esta adquisición convertiría a **Atrys en la compañía líder en telemedicina en lengua castellana y 4º en el mundo**.

Hay que tener en cuenta que esta nueva compañía alcanzó unas ventas de 23mEUR en 2019, lo que supone prácticamente doblar el tamaño actual de Atrys (14.8mEUR ventas totales Atrys), poniendo en evidencia la gran apuesta que están haciendo por esta rama de negocio, principalmente en Latam, donde el negocio tiene una enorme acogida.

El margen bruto de esta actividad se sitúa c. 40-50%, siendo el margen EBITDA c. 15-20%. A nivel de capex, las necesidades de inversión son bajas.

Big/Smart Data (14% ventas 2019)

Atrys comenzó a desarrollar esta actividad el año pasado tras la adquisición en junio 2019 de **Real Life Data**. Esta adquisición posicionó a la compañía como referente en la prestación de servicios Smart Data y gestión de datos en el sector salud.

La compañía basa la actividad en la explotación de su **base de datos BigPac, la base de registros electrónicos de salud más grande y amplia en España**.

Está construida con registros electrónicos clínicos anonimizados para posteriormente desarrollar informes, análisis y consultoría de alto valor estratégico para sus clientes. Esto les permite desarrollar y conocer en profundidad la evaluación y la dimensión de las patologías y los diagnósticos, facilitando la elección del tratamiento para cada caso particular.

Cuenta con una sólida cartera de clientes, compuesta principalmente por compañías farmacéuticas que operan en España.

Entre los servicios ofrecidos encontramos:

- **Epidemiología y salud pública.** Herramienta para conocer las necesidades de salud de la población y con ello alcanzar el conocimiento de los determinantes de la salud y su impacto
- **Outcomes research.** Creamos herramientas específicas que cumplan con las necesidades de los clientes. Servicios Ad Hoc para cada demanda
- **Economía de la salud.** Herramienta para la prevención y tratamiento desde el automanejo de las condiciones de salud y la adopción de un estilo de vida saludable.

Este negocio destaca principalmente por su rentabilidad. El margen bruto estimado es del 95%, siendo los **márgenes del EBITDA c. 60%**. Esta rama va a aportar beneficios tanto a nivel de ingresos como de márgenes, potenciando el trabajo de Atrys en el ámbito de la medicina predictiva, reforzando su área de I+D y desarrollando conocimiento sobre la evolución y la dimensión de las patologías, tendencias en los diagnósticos y tratamientos.

Con todo ello, creemos que este año representará c. 6% de las ventas totales 2020e.

I+D

En Atrys, la I+D es un área transversal a sus cuatro líneas de negocio y uno de sus principales vectores de diferenciación.

Una gran parte de los recursos (tanto propios como ajenos) son destinados a los proyectos que la compañía ha puesto en marcha (muchos de ellos en colaboración con centros académicos o de referencia, tanto nacionales como internacionales) y que se han enfocado en:

- El análisis integrado de las propiedades funcionales y moleculares de distintos tipos tumorales humanos que permitan definir un fenotipo específico para cada paciente.
- El desarrollo de modelos y herramientas de predicción de respuesta terapéutica en oncología que puedan generar test predictivos comercializables.

En 2019, Atrys centró su inversión en I+D en cuatro proyectos con una dotación presupuestaria de c. 1.6mEUR. También ha llevado a cabo publicaciones científicas, conferencias tanto a nivel nacional como internacional y diversas actividades de divulgación científica, entre otras.

Principales proyectos		1	2	3	4
PATOLOGÍAS	PROYECTOS I+D	BIOPSIA LÍQUIDA	BIOMARCADORES	PLATAFORMAS	IA
	GLIOBIOLÍQUID	✓	✓		
	GLIOMATHERAPY		✓		
	ONCOPRECISE / METABREAST	✓		✓	
	THERAYAP		✓		
	ONCOEXPERT / TRADIONP	✓	✓	✓	✓
	INMUNOSIGHT		✓		
	PROSTATE PREDICT		✓		
	PREDICTGYN ONLINE DIAGNOSIS			✓	✓

Source: Company Data

Todos los proyectos emprendidos por Atrys cuentan con financiación pública estatal o europea concedida a través de convocatorias públicas en concurrencia competitiva.

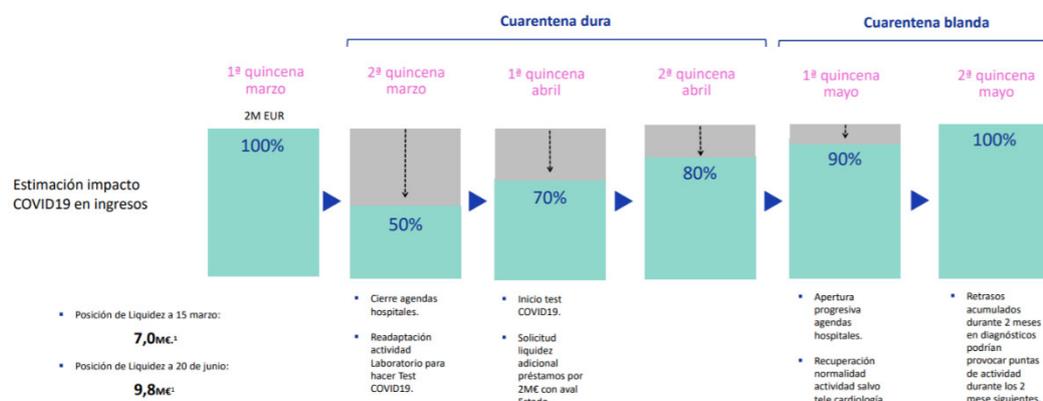
A ninguno de los Proyectos de Investigación se le asigna ningún tipo de probabilidad de éxito ni se consideran ingresos futuros en las proyecciones de la Compañía (debido a la falta de visibilidad), mientras todo el gasto e inversión sí se reconoce.

COVID-19

La presencia de la COVID-19 no ha dejado indiferente a nadie, y tampoco Atrys se ha librado de sus consecuencias.

El parón de actividad en la totalidad del país provocó el cierre de las agendas de los hospitales, dando lugar al aplazamiento de muchas pruebas diagnósticas y tratamientos de radioterapia agendadas durante los meses de marzo-mayo.

A finales de marzo, la compañía comunicó sus estimaciones sobre el posible impacto del COVID-19 en sus ingresos.



La compañía supo adaptarse y aprovecha la situación:

- El laboratorio de Barcelona tuvo que redefinir su actividad para intentar compensar los estragos del virus mediante la realización de test PCR para el diagnóstico del COVID y test de anticuerpos.
- El área de tele radiología cubrió las bajas en el departamento de radiología de los hospitales públicos diagnosticando TC y RX de Tórax de enfermos de COVID19.
- El área de Smart Data colaboró directamente con 3 CC.AA. para estimar la evolución del COVID19
- Se realizaron test PCR en varias residencias de mayores en Madrid y Barcelona.

Tal y como predijeron, tras cerca de 2 meses de crisis en los que se redujeron entre un 50-70% los ingresos, los hospitales comenzaron a abrirse de manera progresiva a principios de mayo, recuperando parte de la normalidad, alcanzando un pico de trabajo (que aún hoy continúa) en el 2T20 debido a todas las pruebas, tratamientos y revisiones médicas acumuladas

Pensamos que la **recuperación va a ser prácticamente total durante el 2S20**. Además, en caso de un posible rebrote, la compañía **dispone de suficiente liquidez** para seguir operando con **normalidad durante el 2020 y 2021** (Posición de liquidez a 15/03/20 7mEUR. A 20/6/20 era de 9.8mEUR).

El inicio de la desescalada y el miedo ante un posible rebrote en el futuro van a permitir que esos ingresos extras provenientes de los efectos de la pandemia continúen al menos en el medio plazo.

- Las áreas de Diagnóstico y Telemedicina se están viendo beneficiadas de la mayor necesidad de realizar un mayor número de test PCR y de inmunidad para conseguir una desescalada controlada. Las empresas, por ejemplo, se han visto prácticamente obligadas a realizar pruebas y análisis a sus trabajadores para acelerar la vuelta a los puestos de trabajo.
- La división de Smart/Big Data es imprescindible a la hora de controlar y anticipar la posible evolución de la enfermedad para poder buscar soluciones que eviten dar pasos hacia atrás.
- Por último, Atrys se ha puesto manos a la obra y ha comenzado a desarrollar 3 nuevos proyectos de I+D relacionados con COVID-19:

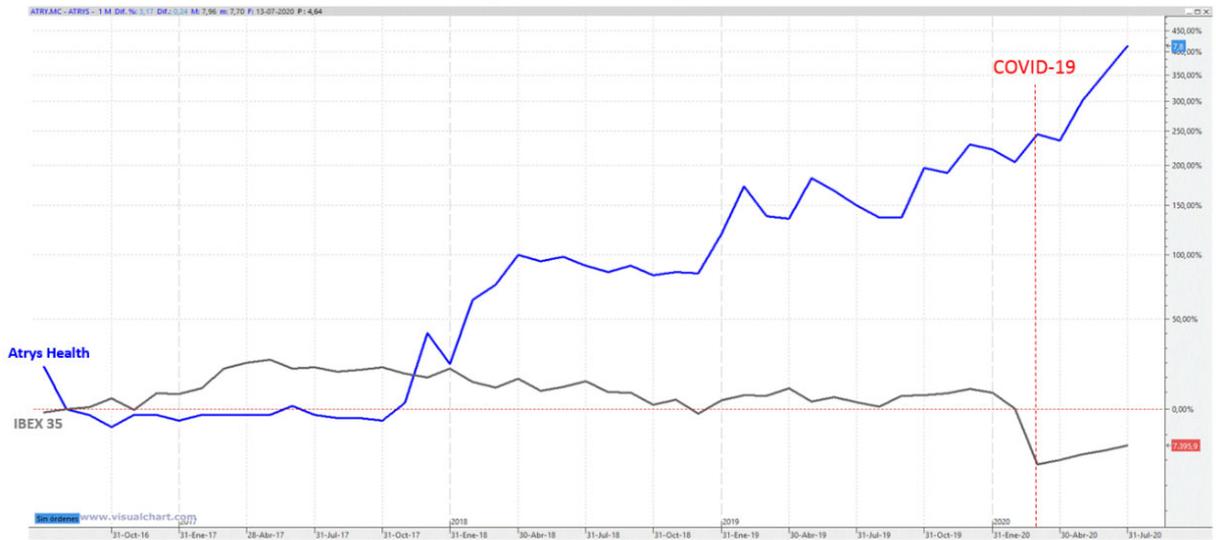
1. **Proyecto COVIG3**. Tiene tres objetivos principales: a) Desarrollo de un test rápido portátil de alta sensibilidad, con un tiempo de respuesta rápido (15 minutos) y un bajo coste; b) Análisis de los perfiles genéticos del Antígeno Leucocitario Humano (HLA) implicados en la respuesta a infecciones con el objeto de encontrar resistencia a la infección y predictores de evolución de la enfermedad en sus diferentes grados y c) estudio del proceso de inmunización de pacientes con sospecha o diagnóstico de COVID-19.

La duración del proyecto va a ser de 20 meses y el presupuesto c. 500kEUR.

2. **Proyecto RAP-ID**. En colaboración con la Universidad de Granada y la Universidad Complutense de Madrid, se está desarrollando un nuevo kit de diagnóstico basado en la tecnología de grafeno que va a permitir detectar la enfermedad de manera más rápida, así como conocer mejor la carga viral de los pacientes.

3. **Nuevo ensayo inmunológico para analizar la respuesta inmune contra el virus.** En colaboración con Mount Sinai, se ha firmado un acuerdo para evaluar la superioridad de sus ensayos y la mayor precisión de sus pruebas diagnósticas, y conseguir así la certificación europea que les permite obtener condiciones preferentes a su laboratorio.

PERFORMANCE ATRYS HEALTH vs. IBEX 35
(Julio 2016 – Julio 2020)



Source: Visualchart & GVC Gaesco Valores

Plan de negocio: Crecimiento orgánico e inorgánico

Perspectivas de crecimiento al alza

Atrys continúa superando tanto sus expectativas como las del mercado, poniendo en evidencia de nuevo su excelente track record, sobre todo, en lo que adquisiciones se refiere, consiguiendo aportar valor tanto para la compañía como para sus accionistas.

Un **crecimiento orgánico durante el 2019 c. 13%** (impulsado por todas las líneas de negocio) y una **estrategia de M&A precisa y eficaz**, han hecho que los ingresos de la compañía crecieran desde los 7.3mEUR en 2018, hasta los 14.8mEUR 2019 (+100% en el año).

A nivel pro forma, es decir, teniendo en cuenta el impacto a año completo de las cuentas PYG de las adquisiciones ejecutadas durante el ejercicio 2019 de Real Life Data (06/19), Teleradiología de Colombia (09/12) e IMOR (10/19), los ingresos hubieran alcanzado los 20.8mEUR FY19. Esto supone un +88% si tenemos en cuentas los ingresos pro forma del 2018 de 11.8mEUR.

Este año, debido al COVID-19, el negocio se ha visto ligeramente afectado debido al parón de actividad durante los meses de marzo a mayo. La recuperación esperada en el 2S20, nos hace estimar un crecimiento orgánico 2020e del +4% vs. 2019.

Sin embargo, creemos que va a ser su sólido pipeline de M&A anunciado en junio de 2020 lo que va a marcar un antes y después. (Crecimiento inorgánico estimado +155% (reportado), +161% (pro forma)).

Atrys Health continúa con su plan de expansión entrando en nuevos mercados con nuevas adquisiciones que le permitirán doblar su tamaño en los próximos años, convirtiéndola en una potencial **candidata a pasar al Mercado Continuo en el corto plazo**. (Recordemos que Atrys Health salió al MAB con una capitalización de 16mEUR. Actualmente, supera los 190mEUR, lo que supone multiplicar por 11 su capitalización en cuatro años).

M&A, punto fuerte de Atrys Health

Atrys Health continúa con su objetivo de **convertirse en una empresa líder en nichos del sector salud** (principalmente como actor de referencia en la lucha contra el cáncer), tanto en Europa como en Latam.

A finales de 2017, en la JGA Extraordinaria celebrada en diciembre, se acordó llevar a cabo tres ampliaciones de capital con el objetivo de financiar el crecimiento orgánico e inorgánico de la compañía en el período 2018-2019.

Dos fueron las adquisiciones realizadas en el 2018:

- **ITH (International Telemedicine S.L.) en mayo de 2018:** también destinada a la consolidación de la división de tele diagnóstico del Grupo y que posicionó a Atrys como líder en tele cardiología. (4.42x EV/EBITDA.).
- **Llebalust Patología, S.L. (“LLEBALUST”) en noviembre 2018:** se trata de uno de los principales operadores independientes en anatomía patológica en España. La incorporación de esta compañía permitió doblar la masa crítica de Atrys Health en el en el segmento del Diagnóstico Oncológico Personalizado. El pago del precio se realizó mediante una combinación de efectivo y acciones (emisión de 1 millón de acciones a un precio de 2.80 EUR/acc.

Durante este 2019, Atrys ha realizado 3 nuevas adquisiciones más.

- **Institut Mèdic d’Onco-Radioterapia (IMOR) en octubre 2019:** IMOR, es un centro monográfico especializado en la prestación de servicios de radioterapia oncológica y braquiterapia.

El grupo cuenta con dos sedes en Barcelona equipados con dos aceleradores lineales Varian Medical Systems (radioterapia hipo-fraccionada), una unidad de braquiterapia de alta dosis y otra de baja dosis, TAC de simulación, y otros muchos servicios que hace que el grupo cuente con los últimos avances tecnológicos.

Debido a la cercanía con el **Hospital CIMA de Barcelona**, creemos que una vez se produzca su reapertura, ambos centros complementarán su actividad.

Cuenta además con una sólida cartera de clientes integrada por los principales grupos aseguradores sanitarios en España.

En 2018, IMOR registró unos ingresos y un EBITDA de 4,04 y 1,67 mEUR respectivamente.

La transacción se ha financiado a través de una combinación de efectivo, emisión de deuda y una ampliación de capital de 5mEUR sin derecho de suscripción preferente.

Utilizando los datos de las últimas adquisiciones realizadas, hemos aplicado un múltiplo de 7.5x EV/EBITDA a la compra, por lo que, aunque el valor de la transacción no se ha comunicado, creemos que es c. 12.5mEUR

- **Real Life Data (RLD) en junio 2019.** Compañía líder en la introducción de soluciones Smart y Big Data y gestión de la información sanitaria en España.

Su actividad principal se basa en la explotación de su base de datos BigPac, la base de datos de registros electrónicos de salud más importante del país. Está construida con registros electrónicos clínicos anonimizados para posteriormente desarrollar informes, análisis y consultoría de alto valor estratégico para sus clientes.

Durante el 2018, RLD creció un +74% vs. 2017, alcanzando unas ventas de 2mEUR y un EBITDA ajustado de 1.4mEUR (+97% vs. 2017). El margen EBITDA es c.70%. Este 2019, las ventas han crecido c. 40% hasta los c. 2.9mEUR, siendo su aportación estimada al EBITDA de la compañía c. 1.8mEUR.

El precio de la adquisición engloba una parte fija de 12mEUR (lo que supone un múltiplo EV/EBITDA de 6.7x) y una parte variable máxima de 2.5mEUR en función del EBITDA de la sociedad en el período 2019-2021.

- **Teleradiología de Colombia (TRC) en septiembre 2019.** Se trata de una compañía colombiana especializada en prestar servicios de teleradiología, líder en su país.

Tras esta adquisición, Atrys duplicó su tamaño en esta área de negocio y pasó a contar con un pool de más de 100 especialistas en radiología.

En 2019, estimamos que facturó c. 2.4mEUR en ventas y aportó EBITDA c. 0.6mEUR. El precio de la compra fue de c. 4.7mEUR (75% pagado en efectivo y 25% en acciones de Atrys Health).

En total, estimamos que el múltiplo promedio pagado en las compras llevadas a cabo en los últimos 2 años es c. 7.0x EV/EBITDA.

ATRY'S HEALTH: M&A ACTIVITY							
Target Company	Country	Activity	Date	Sales (mEUR)	EBITDA (mEUR)	EV/EBITDA ratio	Price (mEUR) (fixed + variable)
International Telemedicine S.L. (ITH)	Spain	Telediagnostic	May-18	0.5	0.2	4.42x	0.5+0.4
Llebalust Patología, S.L.	Spain	Pathological anatomy - Customized Oncological Diagnosis	Nov-18	4.5	1	7.4x	7.4
Institut Mèdic d'Onco-Radioterapia (IMOR)	Spain	Radiation oncology and brachytherapy	Oct-19	4.04	1.67	7.50x	c. 12.5
Real Life Data (RLD)	Spain	Smart and Big Data solutions and health information management	Jun-19	2	1.4	6.70x	c. 12
Teleradiología de Colombia (TRC)	Colombia	Teleradiology	Sep-19	2.5	1	4.7x	4.7
Global Telmed Systems A.G (ITMS)	Latam	Online diagnostic, telecardiology and teleradiology	Jun-20	23	4.7	8.50x	50

Source: GVC Gaesco Valores estimates

¿Qué esperar para este 2020?

Para continuar con la consolidación de sus diferentes líneas de negocio, la compañía ya ha anunciado su intención de realizar **cuatro nuevas adquisiciones durante este 2020** que financiará con una nueva ampliación de capital, la emisión de bonos convertibles y un nuevo Programa de Bonos MARF.

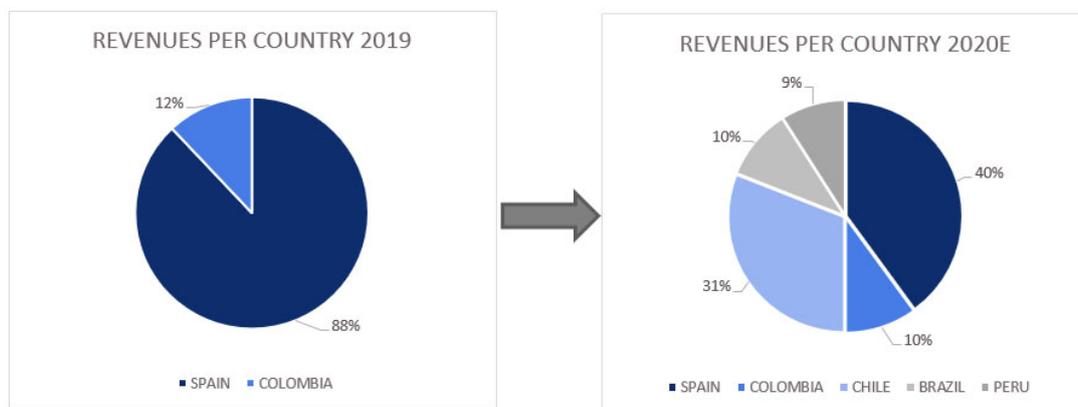
- **Global Telmed Systems A.G (“ITMS”) en junio 2020.** Atrys Health ha firmado una oferta vinculante para la adquisición de la compañía suiza ITMS, especializada en el diagnóstico online y líder en telecardiología y teleradiología en Chile, con presencia en Colombia, Brasil y Perú. Esta adquisición convertiría a Atrys en la compañía líder en telemedicina en lengua castellana y 4º en el mundo.

Durante el FY19, ITMS alcanzó unas ventas de 23mEUR (Ventas Atrys FY19 14.8mEUR) y 4,7mEUR de EBITDA aj. (Mg EBITDA 20%), siendo su posición de DN 2,2mEUR (0.46x DN/EBITDA). En los últimos años, el potencial de crecimiento ha sido CAGR 17%.

La compañía ha estado apostando por la innovación en el desarrollo de herramientas de inteligencia artificial para el diagnóstico de ECG y el diagnóstico automatizado de COVID-19.

El precio de la transacción dependerá del cumplimiento de las estimaciones previstas para el EBITDA. En caso de cumplirse, el múltiplo EV/EBITDA sería 8.5x, lo que supondría un EV c. 50mEUR incluyendo earn out.

- La compañía ha comunicado su intención de realizar **tres adquisiciones más** que irá comunicando a lo largo del año. Aunque aún no se ha dado información sobre las características de las nuevas adquisiciones, sí que sabemos que principalmente van a impulsar la rama de la telemedicina y el diagnóstico.



Source: GVC Gaesco Valores & Company Data

Con estas próximas adquisiciones, Latam pasa a convertirse en una zona geográfica clave para el negocio. Aunque aún es pronto, la compañía sí que ha mostrado su intención de **enforzar las futuras compras del 2021 en Europa**, con la intención de que el peso por regiones se distribuya y compense en cierta medida (Ventas 21e 60% EUR/USD, 40% divisa emergente).

Financiación del pipeline M&A 2020e

Como hemos comentado, Atrys financiará estas cuatro compras con una nueva ampliación de capital, la emisión de un bono convertible y un nuevo Programa de Bonos MARF (60.7% Equity, 15.6% híbrido, 23.5% Deuda Senior):

- Ampliación de capital dineraria sin derecho de suscripción preferente dirigida a inversores institucionales. Pº 4,40 euros la acción.
- Préstamo convertible duración 6 años. Tipo interés 5,70% (3%cash; 2,7% PIK), strike 6,0 euros por acción a 4 años.
- Programa de Bonos MARF de 50M€ al 5,5% + 0,25% por internacionalización, bullet 5 años, Call de 30M€ (que incluye tender para incorporar bonistas del Programa de Bonos MARF I por 15M€).

Estimaciones: Crecimiento más allá del M&A

Para llevar a cabo nuestras estimaciones, hemos partido de unas estimaciones de ingresos aproximados por línea de negocio (en función de diferentes tendencias macroeconómicas y de las potenciales adquisiciones futuras que va a ejecutar la compañía) que nos llevan a unas ventas consolidadas de grupo.

Nuestras estimaciones para las ventas de los próximos años por línea de negocio son las siguientes:

REVENUES FORECASTS PER BUSINESS LINE 2020e-2025e								
mEUR	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	CAGR 19-25e
DIAGNOSTIC								
Sales	6.6	9.1	12.6	13.9	14.6	15.2	15.6	15%
<i>Growth (%)</i>	0%	37%	39%	10%	5%	4%	2%	
EBITDA	1.3	1.4	3.3	3.6	3.9	4.0	4.1	21%
<i>MG EBITDA (%)</i>	20%	15%	26%	26%	27%	27%	27%	
RADIOTHERAPY								
Sales	1.4	5.0	6.5	8.1	9.8	10.8	11.0	41%
<i>Growth (%)</i>	65%	257%	30%	25%	21%	10%	2%	
EBITDA	0.2	1.0	2.9	3.9	4.9	5.4	5.5	73%
<i>MG EBITDA (%)</i>	15%	21%	45%	48%	50%	50%	50%	
TELEMEDICINE								
Sales	3.8	21.3	44.1	48.3	51.7	54.8	56.4	57%
<i>Growth (%)</i>	44%	461%	107%	10%	7%	6%	3%	
EBITDA	0.4	2.6	11.2	13.7	14.7	15.8	16.4	87%
<i>MG EBITDA (%)</i>	10%	12%	25%	28%	29%	29%	29%	
SMART-BID DATA / I+D								
Sales	3.0	3.2	3.4	3.7	4.2	4.8	5.4	10%
<i>Growth (%)</i>	200%	5%	6%	10%	14%	14%	12%	
EBITDA	1.2	1.7	2.0	2.3	2.7	3.1	3.5	19%
<i>MG EBITDA (%)</i>	40%	55%	60%	64%	65%	65%	65%	

Source: GVC Gaesco Valores estimates

- **DIAGNÓSTICO**

Junto con el área de Radioterapia, ha sido una de las actividades más afectadas por la COVID-19.

Parte del crecimiento orgánico de esta rama se ha visto mermado debido al parón sufrido por el COVID-19. A pesar de ello, como hemos comentado, Atrys ha sabido adaptarse a la situación redefiniendo su actividad, y amoldándola a las oportunidades que ofrecía esta situación (realización de test PCR e inmunidad, extra de I+D enfocado al estudio de las características del virus, propagación y cura, etc.). Ello le ha permitido compensar en cierta manera lo perdido tras la anulación de los tratamientos y diagnósticos agendados.

A pesar de que estimamos un crecimiento orgánico prácticamente plano para este año (c. +0.5% vs. FY19), creemos que tanto la incorporación del centro IMOR (cuya aportación a las ventas estimamos que es c. 3.6mEUR) como la de una de las potenciales adquisiciones previstas para este 2020e, pueden hacer generar unos ingresos totales de 9.1mEUR 2020e (+37.2% vs. FY19).

En cuanto al margen EBITDA, estimamos que para este año sea c. 14%, aumentando en los años siguientes tras la normalización de la actividad (25%) hasta alcanzar en 2025e un 27%. La aportación al EBITDA consolidado 2020e será de 1.4mEUR.

- **RADIOTERAPIA**

Como hemos comentado, ha sido la otra rama que más ha sufrido las consecuencias de la aparición del virus. Sin embargo, las últimas inversiones y adquisiciones reflejan la intención de la compañía de apostar en esta área.

Estimamos que la incorporación de IMOR a la actividad de la empresa va a aportar este año c. 3.6mEUR. Eso, sumado al efecto descorche que se lleva produciendo desde finales de mayo al iniciarse la desescalada y, por tanto, al retomarse todos los tratamientos radiológicos pendientes, nos llevan a estimar unos ingresos 2020e de 5.0mEUR (+257% vs. reportado FY19, +8.6% en términos comparables).

El retraso de la puesta en marcha del Instituto Oncológico Avanzado en el Hospital de CIMA, retrasa a su vez la recogida de beneficios que se esperaba para 2S20. La parte positiva es que será en 2021 cuando el funcionamiento normalizado de todos sus centros más el impacto positivo extra del centro IOA dé sus frutos, alcanzando unos ingresos de 6.5mEUR (+30% vs. 2020e sin tener en cuenta posibles nuevas adquisiciones).

Por otro lado, para este año atípico, estimamos un margen c. 20%, dando lugar a un EBITDA 1.0mEUR. Una vez se pongan en marcha todos los centros con normalidad 2021, se alcanzará un margen normalizado c. 45% (2.9mEUR EBITDA 2021e), ampliándose año tras año hasta alcanzar en 2025e un mg del 50%.

Esto se debe al fuerte apalancamiento operativo que ofrece la compañía debido a que la mayoría de costes asociados a su actividad son costes fijos, especialmente en radioterapia y telemedicina. Una mayor actividad, desembocará en un mayor margen y EBITDA.

- **TELEMEDICINA**

Este 2020e va a marcar un antes y después en la rama de la telemedicina en Atrys. La compañía ve clara la necesidad de la sanidad actual de aplicar soluciones innovadoras, más eficientes y que permitan solventar problemas de capacidad y de localización.

Con la reciente adquisición anunciada en junio de ITMS, Atrys pasa a doblar el tamaño de este negocio, llegando a alcanzar para 2020e-2021e un peso c.66% del total de las ventas del grupo.

La integración de TR Colombia, la aportación de ITMS (hemos contabilizado 6 meses del año) y unos potenciales ingresos extras provenientes del resto de adquisiciones que se van a llevar en los próximos meses, nos llevan a estimar unos ingresos 2020e de 21.3mEUR (+460% vs. FY19, +554% vs. FY2019 pro forma). (El crecimiento orgánico será c. +6%)

Una vez se integren por completo las nuevas compañías y se empiecen a recoger ciertos ahorros en costes gracias a las futuras sinergias y al mejor posicionamiento de la compañía en Latinoamérica, los ingresos pasarán a ser de 44.1mEUR en 2021e (+107% vs. FY20e).

En cuanto a los márgenes, aunque para este año estimamos que sea c. 12% (2.6mEUR EBITDA 2020e), creemos que el impulso de las nuevas compañías y el impacto positivo del apalancamiento operativo de la compañía, harán que alcancen un nivel normalizado del 20%-25% para 2021e-2022e, hasta alcanzar un 30% en 2025e.

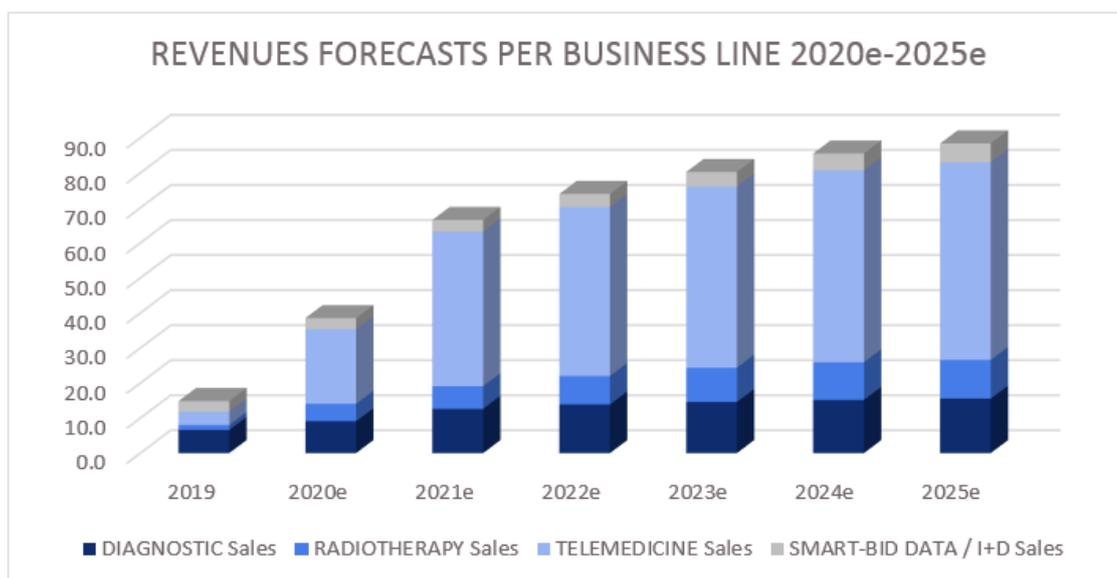
- **SMART DATA y I+D**

Esta división va a aportar beneficios tanto a nivel de ingresos como de márgenes, potenciando el trabajo de Atrys en el ámbito de la medicina predictiva, reforzando su área de I+D y desarrollando conocimiento sobre la evolución y la dimensión de las patologías, tendencias en los diagnósticos y tratamientos.

Hemos incluido los ingresos de I+D en esta rama, alcanzando para este 2020e unos ingresos c. 3.2mEUR (+5% vs. FY19). Estimamos un CAGR19-25e del +10% hasta alcanzar en 2025e los 5.4mEUR.

Se trata también de una división clave para la compañía al contar con unos márgenes del 60%. Este año estimamos un EBITDA 2020e 1.7mEUR (Mg EBITDA 55%). La vuelta a la normalidad sumado al crecimiento transversal del área al poder aportar beneficios a toda la

compañía en su conjunto, nos hacen pensar que será en 2021e cuando alcance ese margen del 60% (2mEUR EBITDA 2021e) hasta alcanzar un 65% en 2025e.



Source: GVC Gaesco Valores estimates

• ANÁLISIS CONSOLIDADO

Nuestras estimaciones para el periodo 2019-2025e, se traducen en un CAGR 19-25e en ventas +35%, EBITDA +45%, EBIT +61% y Beneficio Neto Pro Forma +34%.

P&L ESTIMATES 2020e-2025e								
mEUR	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	CAGR 19-25e
Sales	14.8	38.5	66.6	74.0	80.2	85.5	88.4	35%
Growth (%)	103%	160%	73%	11%	8%	7%	3%	
Sales Proforma	20.8	55.4	66.6	74.0	80.2	85.5	88.4	27%
Growth (%)	88%	166%	20%	11%	8%	7%	3%	
EBITDA	3.1	6.6	19.5	23.6	26.3	28.3	29.5	45%
Mg EBITDA(%)	21%	17%	29%	32%	33%	33%	33%	
EBITDA Proforma	7.0	14.0	19.5	23.6	26.3	28.3	29.5	27%
Mg EBITDA Prof. (%)	34%	25%	29%	32%	33%	33%	33%	
EBIT	1.2	2.2	11.9	16.1	18.3	20.3	21.4	61%
Mg EBIT(%)	8%	6%	18%	22%	23%	24%	24%	
NI	-0.1	0.1	6.6	10.3	12.9	15.1	16.6	n.m.
Growth (%)	n.m.	n.m.	n.m.	55%	25%	17%	10%	

Source: GVC Gaesco Valores estimates

Todo lo comentado anteriormente nos lleva a unos **ingresos consolidados** estimados 2020e de 38.5mEUR (+160% vs. FY19), principalmente impulsados por la integración definitiva del M&A llevado a cabo durante el 2019 y el nuevo que se va a ejecutar durante el año. A nivel Pro Forma, los ingresos alcanzarían los 55.4mEUR (+166% vs. FY19 pro forma).

A partir del 2021e no hemos tenido en cuenta crecimiento inorgánico, pero pensamos que la compañía va a seguir llevado a cabo nuevas adquisiciones, por lo que el escenario podría incluso mejorar.

La intención de la compañía es seguir expandiéndose y ganando peso en Europa, por lo que no descartamos nuevas adquisiciones a partir de 2021, las cuales no estamos teniendo en cuenta en nuestras estimaciones.

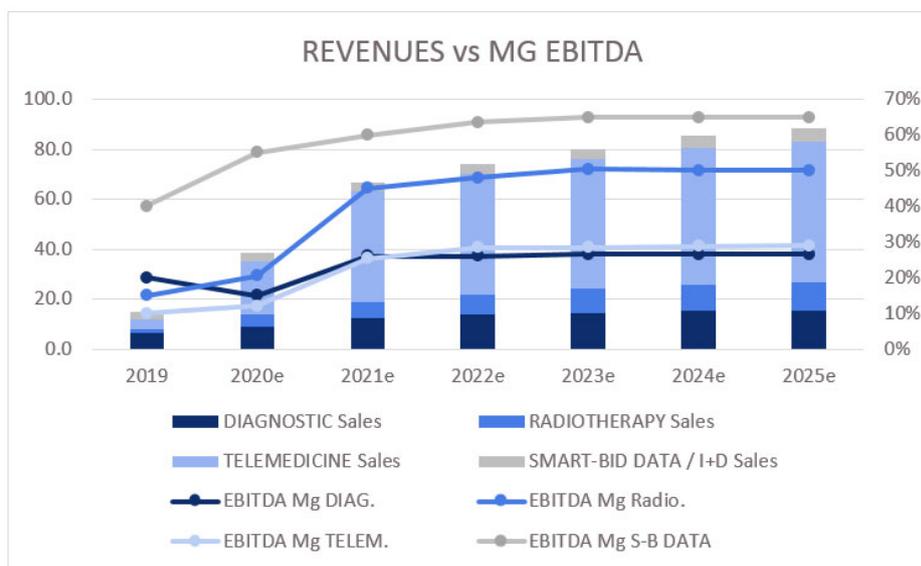
En cuanto al **EBITDA**, estimamos que para 2020e alcance los 6.6mEUR (Mg EBITDA 17.2%) siendo el EBITDA pro forma de 14.0 (Mg 25.2%), lo que supone en ambos casos multiplicar x2 la rentabilidad obtenida durante el 2019. Irá incrementando hasta alcanzar un 33% en 2025e gracias a la mejora de todas las líneas de negocio.

El mg EBIT 2020e se vería afectado pasando de 8.2% FY19 al 5.6% FY20e (**EBIT 2020e** 2.2mEUR) ya que no sería hasta el 2021e cuando se empezarían a recoger los beneficios de las inversiones realizadas durante estos dos últimos años y empezarían los ahorros en los costes gracias a las sinergias. Además, las **D&A** aumentan ligeramente (debido principalmente a la incorporación de los nuevos activos, ya que el impacto de IFRS16 es muy reducido <1mEUR) pasando de los 1.9mEUR en FY19 a los 7.5mEUR en 2021e.

Para 2021e, estimamos un mg EBIT del 17% (**EBIT 2021e** 11.9mEUR) creciendo gradualmente hasta c. 24% en 2025e (21.4mEUR).

Unos buenos resultados esperados de las nuevas adquisiciones, unas perspectivas de crecimiento orgánico c. 5%, un aumento en los márgenes gracias a la mejora productiva y al ahorro en costes y unos **gastos financieros** estables en los próximos años (2-2.5mEUR), nos hacen alcanzar un beneficio neto para 2021e positivo de 6.6mEUR hasta los 16.6mEUR en 2025e.

Unos buenos resultados esperados de las nuevas adquisiciones, unas perspectivas de crecimiento orgánico c. 5%, un aumento en los márgenes gracias a la mejora productiva y al ahorro en costes y unos gastos financieros estables en los próximos años (2-2.5mEUR), nos hacen alcanzar un **Beneficio Neto** para 2021e positivo de 6.6mEUR hasta los 16.6mEUR en 2025e.



Source: GVC Gaesco Valores estimates

Análisis del Cash Flow

Una esperada recuperación en V, unas adquisiciones acretivas en EBITDA y un gran esfuerzo en lo que a inversiones se refiere durante los últimos, van a permitir a la compañía generar un FCF positivo de c.6mEUR a partir del 2021e. Una vez los nuevos proyectos se pongan en marcha, estimamos que el FCF promedio del periodo 2021e-25e va a ser c. 12.6mEUR.

CASH FLOW 2020e-2025e							
mEUR	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
EBITDA	3.1	6.6	19.5	23.6	26.3	28.3	29.5
CASH FLOW BEFORE CHANGE IN	1.8	4.5	14.1	17.8	20.9	23.1	24.8
CHANGE IN NWC	-2.3	-0.7	-2.1	-1.4	-1.2	-1.2	-0.6
CAPEX	-18.9	-62.2	-6.2	-20.3	-6.3	-6.3	-6.3
FCF	-19.4	-58.4	5.9	-4.0	13.4	15.6	17.9
FCF preM&A	-3.1	-1.6	5.9	10.0	13.4	15.6	17.9
DIVIDENDS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
OTHERS	4.0	37	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3

Source: GVC Gaesco Valores estimates

Estimamos un **CAPEX** recurrente para los próximos años de c. 6mEUR (c. 1.6mEUR I+D y c. 4.7mEUR mantenimiento).

En este 2020e estimamos que la inversión alcanzaría los c.5.6mEUR ya que se van a ejecutar una serie de pagos pendientes relacionados con la puesta en marcha del centro IOA en el Hospital CIMA.

En el 2022e hemos incluido el pago de los 14mEUR de earn out contemplado en la compra de ITMS.

Para nuestras estimaciones, no hemos tenido en cuenta la posibilidad de nuevas aperturas de centros de radioterapia en el futuro. En el caso de producirse, hay que recordar que la inversión inicial de este tipo de proyectos es muy elevada. En función de las condiciones del centro (si posee ya bunker o no, por ejemplo), la inversión podría alcanzar los c. 6mEUR extras.

En cuanto al consumo de **WORKING CAPITAL**, el 2020 va a ser un año atípico debido al impacto negativo del COVID-19 en lo que a crecimiento orgánico se refiere. Estimamos un consumo de WC de 0.6mEUR, el cual aumentará a partir del 2021 (año en el que esperamos que el crecimiento de las compañías se normalice) hasta los 2.1mEUR, decreciendo en años posteriores.

Sin contar las nuevas adquisiciones del 2020, las administraciones públicas representan c.10% de los clientes, por lo que el riesgo de un posible retraso en los pagos por parte del Estado debido a la crisis actual es bajo.

Por último, en cuanto a los **DIVIDENDOS**, Atrys mantiene su postura de no remunerar al accionista para poder así reinvertir los beneficios en el crecimiento de la empresa. La compañía, además, sigue encontrando oportunidades de compra en el mercado con las que seguir potenciando el negocio.

En el supuesto caso de que en un futuro esta opción no fuera posible, se podrían plantear la posibilidad de repartir dividendos, siempre y cuando 1) los niveles de caja lo permitieran y 2) se pudiera negociar con los bonistas (uno de los *covenants* acordados con los bonistas es el no reparto de dividendos en los próximos 5 años).

Balance: Mejora progresiva de la situación financiera

Las adquisiciones anunciadas por la compañía para este año van a requerir financiación externa basada en nueva ampliación de capital, la emisión de un bono convertible y un nuevo Programa de Bonos MARF

DEBT SUMMARY mEUR	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
CASH	8.3	12.9	12.9	12.9	12.9	12.9
FINANCIAL DEBT S/T	3.5	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
FINANCIAL DEBT L/T	27.7	51.3	45.1	48.8	35.1	19.2
NET DEBT	21.2	38.2	32.1	35.7	22.1	6.2
ND/EBITDA	4.2x	5.8x	1.6x	1.5x	0.8x	0.2x
ND/EBITDA Aj. Proforma	3.0x	2.7x	1.6x	1.5x	0.8x	0.2x

Source: GVC Gaesco Valores estimates

Todo ello va a dar lugar a un aumento de la deuda neta hasta los 38.2mEUR (DN/EBITDA 5.8x; DN/EBITDA Pro forma 2.7x). Según nuestras estimaciones, la creciente generación de caja de los próximos años daría lugar a una posición de Caja Neta en 2025e, por lo que no tendrían problemas para alcanzar su objetivo de DFN/EBITDA pro forma ajustado de 3,0x en 2024.

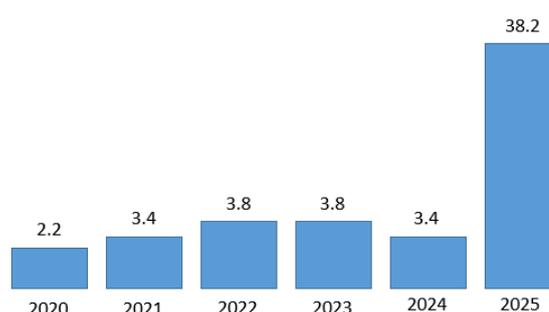
La compañía cuenta con una cómoda posición de liquidez para hacer frente a vencimientos de deuda de los próximos años (c. 3.5mEUR anuales hasta 2023). No es hasta 2025 cuando vencerían sus bonos MARF (se renueva el periodo de 5 años tras la nueva emisión), teniendo que hacer frente a un pago de C. 38mEUR.

POST-ACQUISITION FINANCIAL SITUATION 2020

Gross Financial Debt	52.7
MARF 50mEUR Bond Program	30.0
Bank Debt	16.2
R&D debt and others	6.5
Cash and cash equivalents	(14.5)
Net Financial Debt	38.2
NFD/EBITDA Ratio	5.8x
NFD/EBITDA Aj. Proforma Ratio	2.7x

Source: GVC Gaesco Valores estimates

DEBT AMORTIZATION SCHEDULE



Valoración: DCF, incorporando las nuevas adquisiciones

Hemos revisado nuestra valoración a partir de nuestras nuevas estimaciones lo que nos ha llevado a mejorar nuestro precio objetivo un +47%, hasta alcanzar 8.86 EUR/Acc (desde 4.70 EUR/Acc).

Tras la ampliación de capital y asumiendo que, tras el vencimiento de los bonos convertibles, la totalidad se convierte en acciones, el nuevo número de acciones sería de 35.9, que son las utilizadas para calcular nuestro nuevo PO.

CASH FLOW (mEUR)								
mEUR	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	Norm. Year
Net sales	14.8	38.5	66.6	74.0	80.2	85.5	88.4	91.0
% change	103.4%	159.6%	72.8%	11.1%	8.5%	6.6%	3.4%	3.0%
EBITDA	3.1	6.6	19.5	23.6	26.3	28.3	29.5	30.4
% margin	21.0%	17.2%	29.2%	31.9%	32.8%	33.1%	33.4%	33.4%
EBIT	1.2	2.2	11.9	16.1	18.3	20.3	21.4	22.0
% margin	8.2%	5.6%	17.9%	21.8%	22.8%	23.7%	24.2%	24.2%
% change	57.8%	78.6%	450.2%	35.2%	13.3%	10.9%	5.5%	3.0%
Taxes (normative)	-0.3	0.0	-2.8	-3.4	-3.2	-3.8	-4.2	-4.4
Normative Tax Rate	150.7%	30.0%	30.0%	25.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
NOPLAT	0.9	2.1	9.1	12.7	15.1	16.5	17.2	17.6
Depreciation & other provisions	-1.9	-4.5	-7.5	-7.5	-8.0	-8.0	-8.1	-6.3
Gross Operating Cash Flow	2.8	6.6	16.6	20.2	23.1	24.5	25.3	23.9
Capex	-2.6	-5.4	-6.2	-6.3	-6.3	-6.3	-6.3	-6.3
Change in Net Working Capital	-2.3	-0.7	-2.1	-1.4	-1.2	-1.2	-0.6	-0.6
Other adjustment and capital increased	3	36	0	0	0	0	0	0
Cash Flow to be discounted	0.9	37.0	8.4	12.4	15.5	17.0	18.5	17.0

DCF VALUATION (EUR m)								
	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	Norm. Year
WACC			6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%
Discount Rate factor			0.91	0.85	0.80	0.74	0.70	0.65
Discounted Cash Flow			7.6	10.6	12.4	12.7	12.9	11.1
Cumulated DCF			7.6	18.2	30.5	43.2	56.1	

WACC & DCF ANALYSIS

Free Risk Rate	3.5%	Cumulated DCF	56.1
Company Risk Factor or Beta	1.50	Perpetual Growth Rate	3.0%
Mkt Risk Premium	5%	Normalised Annual CF	17.0
Cost of Equity	11.0%	Terminal Value at Nominal Year	460.6
Cost of Debt (gross)	3.5%	Disc. Rate of Terminal Value	0.65
Debt Tax Rate	25%	Discounted Terminal Value	300.8
Cost of Debt net	2.6%	Financial assets	0.0
Target Gearing	50%	Enterprise Value (EUR m)	356.9
% Ke	50%	Net Financial Debt 2020e	38.2
Normative Tax Rate	25%	Equity Market Value	318.6
WACC	6.8%	Number of shares	36.0
		Fair Value per Share*	8.9

Source: GVC Gaesco Valores estimates

*After capital increased

Nuestro escenario base parte de unos márgenes EBIT normalizados del 24%, una capex/ventas c. 7%, una WACC 6.8% y un crecimiento perpetuo del 3%. Los múltiplos obtenidos a partir de ello son los siguientes (Creemos que los múltiplos del 2020 pierden relevancia debido a la falta de visibilidad):

DCF Multiples	Norm. Year	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
EV/Sales	3.9 x	9.3 x	5.4 x	4.8 x	4.4 x	4.2 x	4.0 x
EV/EBITDA	12.6 x	53.8 x	18.3 x	15.1 x	13.6 x	12.6 x	12.1 x
EV/EBIT	16.2 x	164.5 x	29.9 x	22.1 x	19.5 x	17.6 x	16.7 x
P/E	18.6 x	n.m	48.2 x	31.0 x	24.7 x	21.1 x	19.2 x

Source: GVC Gaesco Valores estimates

Análisis de sensibilidad

Hemos calculado diferentes escenarios y efectos en el precio objetivo ante cambios en la WACC, en la tasa de crecimiento perpetuo (g) y margen EBIT, que hemos reflejado en las tablas de análisis de sensibilidad que encontramos a continuación

WACC	Perpetual Growth Rate (g)						
	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%	4.5%
8.3%	4.6	5.0	5.4	5.9	6.6	7.3	8.3
7.8%	5.1	5.5	6.1	6.7	7.5	8.5	9.8
7.3%	5.7	6.2	6.9	7.7	8.7	10.0	11.8
6.8%	6.3	7.0	7.8	8.9	10.2	12.1	14.7
6.3%	7.2	8.0	9.1	10.5	12.4	15.1	19.3
5.8%	8.2	9.3	10.7	12.6	15.4	19.7	27.2
5.3%	9.5	11.0	12.9	15.7	20.1	27.8	45.0

Source: GVC Gaesco Valores estimates

En un escenario óptimo y realista, con una tasa de crecimiento del 4% y una WACC c. 6%, el precio objetivo por acción alcanzaría los **15 EUR/Acc**, lo que supondría un upside del c. 90% teniendo en cuenta el precio actual de la acción.

Por el contrario, en el caso contrario (WACC 8% y g de 1.5%), el precio objetivo por acción se situaría en un **4.6 EUR/Acc**.

WACC	EBIT mg						
	26.0%	27.0%	28.0%	24.2%	30.0%	31.0%	32.0%
8.3%	6.3	6.6	6.8	5.9	7.3	7.5	7.8
7.8%	7.2	7.5	7.7	6.7	8.3	8.5	8.8
7.3%	8.2	8.5	8.8	7.7	9.5	9.8	10.1
6.8%	9.5	9.9	10.3	8.9	11.0	11.3	11.7
6.3%	11.3	11.7	12.1	10.5	13.0	13.4	13.8
5.8%	13.6	14.1	14.6	12.6	15.6	16.2	16.7
5.3%	16.9	17.6	18.2	15.7	19.5	20.1	20.8

Source: GVC Gaesco Valores estimates

En cuanto al mg EBIT, el caso óptimo daría un precio objetivo de la acción de **20.8 EUR/Acc**. Siendo **6.3 EUR/Acc** el peor de los casos.

Múltiplos comparables

Dado el *mix* de actividad, estrategias, mercados, etc., es muy complicada la comparativa con otras compañías si tenemos en cuenta, además, que sean compañías que coticen en bolsa.

Hemos seleccionado un listado de empresas cotizadas que por su actividad podrían asemejarse a Atrys Health.

PEERS	Market Cap	PER		EV/SALES		EV/EBITDA		EV/EBIT	
		2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e
ATRYS HEALTH	193	n.m	48.2x	9.3x	5.4x	53.8x	18.3x	164.5x	29.9x
EUROFINS	10,130	29.8x	24.4x	3.0x	2.8x	14.4x	12.7x	24.8x	20.9x
BIOTELEMETRY	1,440	31.7x	22.1x	4.1x	3.4x	16.5x	12.6x	35.3x	22.1x
MEDICA GROUP	139	21.1x	14.0x	3.1x	2.5x	13.7x	8.8x	17.5x	11.2x
IQVIA	27,250	n.m.	n.m.	0.0x	0.0x	17.5x	15.2x	n.m.	n.m
AVERAGE		27.6x	27.2x	3.9x	2.8x	23.2x	13.5x	60.5x	21.0x
MEADIAN		29.8x	23.2x	3.1x	2.8x	16.5x	12.7x	30.0x	21.5x

Source: GVC Gaesco Valores estimates

Creemos que son varias las razones que explican por qué Atrys Health se encuentra actualmente cotizando con una prima vs. sus competidores:

1. Tanto las perspectivas de crecimiento de Atrys en ventas y en EBITDA, como los márgenes de la compañía, son claramente superiores a los de sus peers.

GROWTH PROSPECTS	Sales growth		Mg EBITDA		Mg EBIT		EBITDA
	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	CARG 19-21e
ATRY'S HEALTH	160%	73%	17%	29%	6%	18%	150%
EUROFINS	9%	8%	20%	22%	12%	13%	20%
BIOTELEMETRY	-2%	19%	25%	27%	11%	15%	12%
MEDICA GROUP	-10%	26%	23%	28%	17%	22%	7%
IQVIA	-3%	11%	21%	22%	18%	19%	12%

Source: Factset and GVC Gaesco Valores estimates

2. Sólido pipeline de M&A para los próximos años. La compañía tiene identificados otros targets para seguir el proceso de build-up y seguir creando valor añadido para sus accionistas.
3. Tanto las compras anunciadas como las que se ejecutarán a lo largo del año, van a generar unas sinergias extras una vez se integran en la compañía que nosotros no hemos tenido en cuenta en nuestras estimaciones.
4. Las buenas perspectivas en las actividades llevadas a cabo por la compañía, el reducido tamaño (193mEUR Market Cap), las perspectivas de crecimiento (CAGR 19-25e en ventas +35%, EBITDA +45% y EBIT +61%), y las características de los principales inversores (Inveready, Caser Group, etc.), nos hacen pensar que puede ser adquirida por otra de mayor tamaño en el medio plazo.

Atrys Health: Summary tables

PROFIT & LOSS (EURm)	12/2017	12/2018	12/2019	12/2020e	12/2021e	12/2022e
Sales	6.0	7.3	14.8	38.5	66.6	74.0
Cost of Sales & Operating Costs	-6.5	-5.2	-11.7	-31.9	-47.1	-50.4
Non Recurrent Expenses/Income	0.0	0.4	2.0	3.1	0.0	0.0
EBITDA	1.7	2.0	3.1	6.6	19.5	23.6
EBITDA (adj.)*	1.7	1.7	1.1	3.5	19.5	23.6
Depreciation	-1.3	-1.3	-1.3	-3.9	-6.9	-6.9
Depreciation of Right-of-Use			-1	-1	-1	-1
EBITA	0.4	0.8	1.8	2.8	12.5	16.7
EBITA (adj.)*	0.4	0.4	-0.2	-0.3	12.5	16.7
Amortisations and Write Downs	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBIT	0.4	0.8	1.2	2.2	11.9	16.1
EBIT (adj.)*	0.4	0.4	-0.8	-0.9	11.9	16.1
Net Financial Interest	-1.1	-0.7	-1.0	-2.1	-2.5	-2.4
Other Financials	-0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Associates	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other Non Recurrent Items	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Earnings Before Tax (EBT)	-0.6	0.1	0.2	0.1	9.5	13.7
Tax	0.7	-0.1	-0.3	-0.0	-2.8	-3.4
Tax rate	<i>n.m.</i>	83.8%	<i>n.m.</i>	30.0%	30.0%	25.0%
Discontinued Operations	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Minorities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net Profit (reported)	0.1	0.0	-0.1	0.1	6.6	10.3
Net Profit (adj.)	0.1	0.0	-0.1	0.1	6.6	10.3
CASH FLOW (EURm)	12/2017	12/2018	12/2019	12/2020e	12/2021e	12/2022e
Cash Flow from Operations before change in NWC	0.4	1.3	1.8	4.5	14.1	17.8
Change in Net Working Capital	0.9	-0.4	-2.3	-0.7	-2.1	-1.4
Cash Flow from Operations	1.3	0.9	-0.5	3.8	12.1	16.3
Capex	-3.4	-2.0	-2.6	-5.4	-6.2	-6.3
Net Financial Investments	0.0	-0.5	-16.3	-56.8	0.0	-14.0
Free Cash Flow	-2.1	-1.6	-19.4	-58.4	5.9	-4.0
Dividends	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other (incl. Capital Increase & share buy backs)	9.2	4.4	4.0	36.8	0.3	0.3
Change in Net Debt			-16.0	-22.2	5.6	-4.3
NOPLAT	0.3	0.3	-0.6	-0.7	9.3	12.6
BALANCE SHEET & OTHER ITEMS (EURm)	12/2017	12/2018	12/2019	12/2020e	12/2021e	12/2022e
Net Tangible Assets	2.6	2.6	5.7	8.6	8.9	9.4
Net Intangible Assets (incl. Goodwill)	16.7	27.1	54.6	111	108	120
Right-of-Use Assets (Lease Assets)	0.0	0.0	0.4	0.4	0.4	0.4
Net Financial Assets & Other	7.4	7.4	7.9	7.9	7.9	7.9
Total Fixed Assets	26.7	37.1	68.6	128	125	138
Inventories	0.2	0.3	0.3	0.6	1.0	1.2
Trade receivables	3.8	3.7	8.3	14.3	21.1	24.1
Other current assets	0.1	1.3	0.9	0.9	2.5	2.5
Cash (-)	-9.3	-11.3	-9.9	-14.5	-14.5	-14.5
Total Current Assets	13.4	16.5	19.4	30.4	39.1	42.2
Total Assets	40.1	53.7	88.0	158	164	180
Shareholders Equity	23.3	26.4	40.0	78.3	85.2	95.8
Minority	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Total Equity	23.3	26.4	40.0	78.3	85.2	95.8
Long term interest bearing debt	10.0	14.0	27.7	51.3	45.1	48.8
Provisions	0.3	0.7	2.0	2.0	2.0	2.0
Other long term liabilities	1.6	7.1	8.6	8.6	8.6	8.6
Total Long Term Liabilities	11.9	21.8	38.3	61.9	55.7	59.4
Short term interest bearing debt	2.9	3.1	3.5	1.4	1.4	1.4
Trade payables	2.0	1.6	3.9	9.6	14.8	16.4
Other current liabilities	0.0	0.8	2.5	7.1	7.1	7.1
Total Current Liabilities	5.0	5.5	9.8	18.1	23.3	24.9
Net Capital Employed	28.7	39.5	72.9	132.9	132.1	146.3
Net Working Capital	2.0	2.3	4.7	5.3	7.4	8.8
GROWTH & MARGINS	12/2017	12/2018	12/2019	12/2020e	12/2021e	12/2022e
Sales growth	32.3%	20.9%	103.4%	159.6%	72.8%	11.1%
EBITDA (adj.)* growth	4.0%	-2.1%	-33.0%	212.7%	450.0%	21.3%
EBITA (adj.)* growth	-11.3%	-2.6%	<i>n.m.</i>	<i>n.m.</i>	<i>n.m.</i>	33.5%
EBIT (adj.)* growth	-11.3%	-2.6%	<i>n.m.</i>	<i>n.m.</i>	<i>n.m.</i>	35.2%

Atrys Health: Summary tables

GROWTH & MARGINS	12/2017	12/2018	12/2019	12/2020e	12/2021e	12/2022e
Net Profit growth	n.m.	-89.6%	n.m.	n.m.	12913.7%	55.4%
EPS adj. growth	n.m.	-89.6%	n.m.	n.m.	11048.7%	55.4%
DPS adj. growth						
EBITDA (adj)* margin	28.6%	23.1%	7.6%	9.2%	29.2%	31.9%
EBITA (adj)* margin	7.0%	5.6%	-1.2%	-0.9%	18.8%	22.6%
EBIT (adj)* margin	7.0%	5.6%	n.m.	n.m.	17.9%	21.8%
RATIOS	12/2017	12/2018	12/2019	12/2020e	12/2021e	12/2022e
Net Debt/Equity	0.2	0.2	0.5	0.5	0.4	0.4
Net Debt/EBITDA	2.2	2.8	6.8	5.8	1.6	1.5
Interest cover (EBITDA/Fin.interest)	1.6	2.9	3.1	3.2	7.8	9.8
Capex/D&A	262.2%	159.7%	197.6%	139.6%	89.6%	91.7%
Capex/Sales	56.6%	28.0%	17.4%	14.0%	9.3%	8.5%
NWC/Sales	32.7%	32.1%	31.4%	13.8%	11.1%	11.9%
ROE (average)	0.5%	0.0%	-0.3%	0.1%	8.1%	11.4%
ROCE (adj.)	1.5%	1.0%	-0.9%	-0.6%	7.5%	9.1%
WACC	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%
ROCE (adj.)/WACC	0.2	0.1	-0.1	-0.1	1.1	1.3
PER SHARE DATA (EUR)***	12/2017	12/2018	12/2019	12/2020e	12/2021e	12/2022e
Average diluted number of shares	21.6	21.6	25.7	30.8	36.0	36.0
EPS (reported)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.18	0.29
EPS (adj.)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.18	0.29
BVPS	1.08	1.23	1.56	2.54	2.37	2.66
DPS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
VALUATION	12/2017	12/2018	12/2019	12/2020e	12/2021e	12/2022e
EV/Sales	6.4	7.9	9.5	8.2	4.6	4.2
EV/EBITDA	22.5	28.3	45.4	47.4	15.8	13.2
EV/EBITDA (adj.)*	22.5	34.3	n.m.	88.9	15.8	13.2
EV/EBITA	92.0	75.3	78.0	113.6	24.6	18.6
EV/EBITA (adj.)*	92.0	141.2	-809.2	-949.5	24.6	18.6
EV/EBIT	92.0	75.3	n.m.	n.m.	25.8	19.3
EV/EBIT (adj.)*	92.0	n.m.	n.m.	n.m.	25.8	19.3
P/E (adj.)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	42.9	27.6
P/BV	1.8	2.3	3.2	3.1	3.3	3.0
Total Yield Ratio	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EV/CE	1.8	1.8	2.2	2.5	2.5	2.3
OpFCF yield	-5.0%	-1.9%	-2.4%	-0.5%	2.1%	3.5%
OpFCF/EV	-5.5%	-1.9%	-2.2%	-0.5%	1.9%	3.2%
Payout ratio	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Dividend yield (gross)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EV AND MKT CAP (EURm)	12/2017	12/2018	12/2019	12/2020e	12/2021e	12/2022e
Price** (EUR)	1.97	2.76	5.00	7.90	7.90	7.90
Outstanding number of shares for main stock	21.6	21.6	25.7	36.0	36.0	36.0
Total Market Cap	42	60	128	284	284	284
Net Debt	4	6	21	38	32	36
<i>o/w Cash & Marketable Securities (-)</i>	-9	-11	-10	-14	-14	-14
<i>o/w Gross Financial Debt (+)</i>	13	17	31	53	47	50
<i>o/w Lease Liabilities (+)</i>						
Other EV components	-7	-7	-8	-8	-8	-8
Enterprise Value (EV adj.)	39	58	142	314	308	312

Source: Company, GVC Gaesco Valores estimates.

Notes

* Where EBITDA (adj.) or EBITA (adj.) = EBITDA (or EBITA) +/- Non Recurrent Expenses/Income and where EBIT (adj.) = EBIT +/- Non Recurrent Expenses/Income - PPA amortisation

Sector: Healthcare/Healthcare

Company Description: Atrys is a biomedical company dedicated to provide diagnostic services and excellence medical treatments. It aims is to facilitate patients with individualized therapy, as well as to develop new therapeutic modalities and diagnostic tools.

European Coverage of the Members of ESN

Aerospace & Defense	Mem(*)	Tubacex	GVC	Marr	BAK	Industrial Transportation	Mem(*)
Airbus Se	CIC	Chemicals	Mem(*)	Sonae	CBI	Bollore	CIC
Avio	BAK	Air Liquide	CIC	General Industrials	Mem(*)	Clasquin	IAC
Dassault Aviation	CIC	Arkema	CIC	Adl Bionatur Solutions	GVC	Ctt	CBI
Figeac Aero	CIC	Plasticos Compuestos	GVC	Cembre	BAK	Insurance	Mem(*)
Latecoere	CIC	Electronic & Electrical Eq.	Mem(*)	Sergeferrari Group	CIC	Axa	CIC
Leonardo	BAK	Rexel	CIC	General Retailers	Mem(*)	Catalana Occidente	GVC
Lisi	CIC	Fin. Serv. Holdings	Mem(*)	Emova Group	IAC	Cattolica Assicurazioni	BAK
Safran	CIC	Cir	BAK	Fnac Darty	CIC	Generali	BAK
Thales	CIC	Corp. Financiera Alba	GVC	Inditex	GVC	Mapfre	GVC
Alternative Energy	Mem(*)	Digital Magics	BAK	Maisons Du Monde	CIC	Net Insurance	BAK
Encavis Ag	CIC	Eurazeo	CIC	Ovs	BAK	Unipolsai	BAK
Plc	BAK	Ffp	CIC	Unieuro	BAK	Materials, Construction	Mem(*)
Siemens Gamesa Re	GVC	Rallye	CIC	Healthcare	Mem(*)	Acs	GVC
Volitalia	CIC	Tip Tamburi Investment Partners	BAK	Abionyx Pharma	CIC	Aena	GVC
Automobiles & Parts	Mem(*)	Wendel	CIC	Amplifon	BAK	Astaldi	BAK
Brembo	BAK	Fin. Serv. Industrials	Mem(*)	Atrys Health	GVC	Astm	BAK
Faurecia	CIC	Bolsas Y Mercados Espanoles	GVC	Crossject	CIC	Atlantia	BAK
Ferrari	BAK	Dovalue	BAK	Diasorin	BAK	Buzzi Unicem	BAK
Fiat Chrysler Automobiles	BAK	Nexi	BAK	El.En.	BAK	Capelli	CIC
Gestamp	GVC	Tinexta	BAK	Fermentalg	CIC	Cementir	BAK
Indelb	BAK	Financial Services Banks	Mem(*)	Fine Foods	BAK	Clerhp Estructuras	GVC
Landi Renzo	BAK	Amundi	CIC	Genfit	CIC	Eiffage	CIC
Piaggio	BAK	Anima	BAK	Guerbet	CIC	Ezentis	GVC
Plastic Omnium	CIC	Azimut	BAK	Korian	CIC	Fcc	GVC
Sogefi	BAK	Banca Farmafactoring	BAK	Oncodesign	CIC	Ferrovial	GVC
Banks	Mem(*)	Banca Generali	BAK	Orpea	CIC	Groupe Adp	CIC
Banca Mps	BAK	Banca Ifis	BAK	Recordati	BAK	Groupe Poujoulat	CIC
Banco Sabadell	GVC	Banca Mediolanum	BAK	Shedir Pharma	BAK	Groupe Sipi S.A	CIC
Banco Santander	GVC	Banca Sistema	BAK	Theraclion	CIC	Herige	CIC
Bankia	GVC	Finecobank	BAK	Household Goods	Mem(*)	Hexaom	CIC
Bankinter	GVC	Poste Italiane	BAK	Abeo	CIC	Imerys	CIC
Bbva	GVC	Food & Beverage	Mem(*)	De Longhi	BAK	Kaufman & Broad	IAC
Bcp	CBI	Advini	CIC	Fila	BAK	Lafargeholcim	CIC
Bnp Paribas	CIC	Bonduelle	CIC	Groupe Seb	CIC	Maire Tecnimont	BAK
Bper	BAK	Campari	BAK	Industrial Engineering	Mem(*)	Mota Engil	CBI
Caixabank	GVC	Danone	CIC	Alstom	CIC	Obrascon Huarte Lain	GVC
Credem	BAK	Ebro Foods	GVC	Biesse	BAK	Sacyr	GVC
Credit Agricole Sa	CIC	Enervit	BAK	Caf	GVC	Saint Gobain	CIC
Creval	BAK	Fleury Michon	CIC	Carraro	BAK	Salcef	BAK
Intesa Sanpaolo	BAK	Italian Wine Brands	BAK	Cnh Industrial	BAK	Sonae Industria	CBI
Liberbank	GVC	Lanson-Bcc	CIC	Danieli	BAK	Tarkett	CIC
Mediobanca	BAK	Laurent Perrier	CIC	Datalogic	BAK	Thermador Groupe	CIC
Natixis	CIC	Ldc	CIC	Exel Industries	CIC	Vicat	CIC
Rothschild & Co	CIC	Orsero	BAK	Fincantieri	BAK	Vinci	CIC
Societe Generale	CIC	Pernod Ricard	CIC	Groupe Gorge	CIC	Webuild	BAK
Ubi Banca	BAK	Remy Cointreau	CIC	Haulotte Group	CIC	Media	Mem(*)
Unicredit	BAK	Tipiak	CIC	Ima	BAK	Arnoldo Mondadori Editore	BAK
Basic Resources	Mem(*)	Vidrala	GVC	Interpump	BAK	Atresmedia	GVC
Acerinox	GVC	Vilmorin	CIC	Manitou	CIC	Cairo Communication	BAK
Altri	CBI	Viscofan	GVC	Prima Industrie	BAK	Cofina	CBI
Arcelormittal	GVC	Vranken Pommery Monopole	CIC	Prysmian	BAK	Digital Bros	BAK
Corticeira Amorim	CBI	Food & Drug Retailers	Mem(*)	Talgo	GVC	Gedi Gruppo Editoriale	BAK
Ence	GVC	Carrefour	CIC	Zardoya Otis	GVC	GI Events	CIC
Semapa	CBI	Casino Guichard-Perrachon	CIC			Il Sole 24 Ore	BAK
The Navigator Company	CBI	Jerónimo Martins	CBI			Impresa	CBI

Ipsos	CIC	Quabit Inmobiliaria	GVC	Orange	CIC
Jcdecaux	CIC	Realia	GVC	Telecom Italia	BAK
Lagardere	CIC	Software & Computer Ser.	Mem(*)	Telefonica	GVC
M6-Metropole Television	CIC	Agile Content	GVC	Tiscali	BAK
Mediaset	BAK	Akka Technologies	CIC	Vodafone	BAK
Mediaset Espana	GVC	Alten	CIC	Travel & Leisure	Mem(*)
Nrj Group	CIC	Altran	CIC	Accor	CIC
Publicis	CIC	Amadeus	GVC	Autogrill	BAK
Rcs Mediagroup	BAK	Assystem	CIC	Beneteau	CIC
Solocal Group	CIC	Atos	CIC	Codere	GVC
Teleperformance	CIC	Axway Software	CIC	Compagnie Des Alpes	CIC
Tf1	CIC	Cappemini	CIC	Edreams Odigeo	GVC
Ubisoft	CIC	Cast	CIC	Elior	CIC
Vivendi	CIC	Catenon	GVC	Europcar	CIC
Vogo	CIC	Econocom	CIC	Fdj	CIC
Oil & Gas Producers	Mem(*)	Ekinops	CIC	Groupe Partouche	IAC
Ecoslops	CIC	Esi Group	CIC	I Grandi Viaggi	BAK
Enauta	CBI	Exprivia	BAK	Ibersol	CBI
Eni	BAK	Gigas Hosting	GVC	Int. Airlines Group	GVC
Galp Energia	CBI	Gpi	BAK	Melia Hotels International	GVC
Gas Plus	BAK	Groupe Open	CIC	Nh Hotel Group	GVC
Maurel Et Prom	CIC	Indra Sistemas	GVC	Pierre Et Vacances	CIC
Repsol	GVC	Lleida.Net	GVC	Sodexo	CIC
Total	CIC	Neurones	CIC	Sonae Capital	CBI
Oil Services	Mem(*)	Reply	BAK	Trigano	CIC
Bourbon	CIC	Sii	CIC	Utilities	Mem(*)
Cgg	CIC	Sopra Steria Group	CIC	A2A	BAK
Gtt	CIC	Visiativ	CIC	Acciona	GVC
Rubis	CIC	Worldline	CIC	Acea	BAK
Saipem	BAK	Support Services	Mem(*)	Albioma	CIC
Technipfmc Plc	CIC	Bureau Veritas	CIC	Audax	GVC
Tecnicas Reunidas	GVC	Cellnex Telecom	GVC	Derichebourg	CIC
Tenaris	BAK	Edenred	CIC	Edp	CBI
Vallourec	CIC	Enav	BAK	Edp Renováveis	CBI
Personal Goods	Mem(*)	Fiera Milano	BAK	Enagas	GVC
Basicnet	BAK	Inwit	BAK	Endesa	GVC
Brunello Cucinelli	BAK	Openjobmetis	BAK	Enel	BAK
Cellularline	BAK	Prosegur	GVC	Erg	BAK
Cie Fin. Richemont	CIC	Prosegur Cash	GVC	Falck Renewables	BAK
Geox	BAK	Rai Way	BAK	Greenalia	GVC
Hermes Intl.	CIC	Technology Hardware & Eq.	Mem(*)	Hera	BAK
Interparfums	CIC	Adeunis	CIC	Holaluz	GVC
Kering	CIC	Evolis	CIC	Iberdrola	GVC
L'Oreal	CIC	Hf Company	CIC	Iren	BAK
Lvmh	CIC	Ingenico	CIC	Italgas	BAK
Moncler	BAK	Memscap	IAC	Naturgy	GVC
Safilo	BAK	Osmozis	CIC	Red Electrica Corporacion	GVC
Salvatore Ferragamo	BAK	Stmicroelectronics	BAK	Ren	CBI
Smcp	CIC	Tier 1 Technology	GVC	Snam	BAK
Swatch Group	CIC	Telecommunications	Mem(*)	Solaria	GVC
Technogym	BAK	Altice Europe	CIC	Terna	BAK
Tod'S	BAK	Bouygues	CIC		
Real Estate	Mem(*)	Euskaltel	GVC		
Igd	BAK	Iliad	CIC		
Lar España	GVC	Masmovil	GVC		
Merlin Properties	GVC	Nos	CBI		

LEGEND: BAK: Banca Akros; CIC: CIC Market Solutions; CBI: Caixa-Banco de Investimento; GVC: GVC Gaesco Valores, SV, SA

as 25th May 2020

List of ESN Analysts (**)

Artur Amaro	CBI	+351 213 89 6822	artur.amaro@caixabi.pt
Helena Barbosa	CBI	+351 21 389 6831	helena.barbosa@caixabi.pt
Agnès Blazy	CIC	+33 1 53 48 80 67	agnes.blazy@cic.fr
Andrea Bonfà	BAK	+39 02 4344 4269	andrea.bonfa@bancaakros.it
Jean-Baptiste Bouchet	CIC	+33 1 53 48 80 69	jeanbaptiste.bouchet@cic.fr
Giada Cabrino, CIIA	BAK	+39 02 4344 4092	giada.cabrino@bancaakros.it
Nuno Castro	CBI	+351 21 389 68 39	nuno.castro@caixabi.pt
Pierre Chédeville	CIC	+33 1 53 48 80 97	pierre.chedeville@cic.fr
Emmanuel Chevalier	CIC	+33 1 53 48 80 72	emmanuel.chevalier@cic.fr
David Da Maia	CIC	+33 1 53 48 89 36	david.damaia@cic.fr
Dominique Descours	CIC	+33 1 53 48 81 12	dominique.descours@cic.fr
Christian Devismes	CIC	+33 1 53 48 80 85	christian.devismes@cic.fr
Andrea Devita, CFA	BAK	+39 02 4344 4031	andrea.devita@bancaakros.it
Enrico Esposti, CIIA	BAK	+39 02 4344 4022	enrico.esposti@bancaakros.it
Rafael Fernández de Heredia	GVC	+34 91 436 78 08	rafael.fernandezdeheredia@gvgaesco.es
Gabriele Gambarova	BAK	+39 02 43 444 289	gabriele.gambarova@bancaakros.it
Pietro Gasparri, CIIA, CEFA	BAK	+39 02 4344 4238	pietro.gasparri@bancaakros.it
Alexandre Gérard	CIC	+33 1 53 48 80 93	alexandre.gerard@cmcic.fr
Ebrahim Homani	CIC	+33 1 53 48 80 94	ebrahim.homani@cic.fr
Carlos Jesus	CBI	+351 21 389 6812	carlos.jesus@caixabi.pt
Jean-Christophe Lefèvre-Moulenq	CIC	+33 1 53 48 80 65	jeanchristophe.lefevremoulenq@cic.fr
Charles Henry Mata	CIC	+33 1 53 48 80 64	charleshenry.mata@cic.fr
Marisa Mazo, Ph.D, CFA	GVC	+34 91 436 7817	marisa.mazo@gvgaesco.es
Fanny Meindre, PhD	CIC	+33 1 53 48 80 84	fanny.meindre@cic.fr
Emanuele Oggioni	BAK	+39 0243 444 237	emanuele.oggioni@bancaakros.it
Jaime Pallares Garcia	GVC	+34 91 436 7818	jaime.pallares@gvgaesco.es
Victor Peiro Pérez	GVC	+34 91 436 7812	victor.peiro@gvgaesco.es
Juan Peña	GVC	+34 91 436 78 16	juan.pena@gvgaesco.es
Alexandre Plaud	CIC	+33 1 53 48 80 90	alexandre.plaud@cic.fr
Francis Prêtre	CIC	+33 4 78 92 02 30	francis.pretre@cic.fr
Eric Ravary	CIC	+33 1 53 48 80 71	eric.ravary@cic.fr
Iñigo Recio Pascual	GVC	+34 91 436 7814	inigo.recio@gvgaesco.es
Beatriz Rodriguez Fernandez	GVC	+34 914 367 871	beatriz.rodriguez@gvgaesco.es
Jean-Luc Romain	CIC	+33 1 53 48 80 66	jeanluc.romain@cic.fr
Paola Saglietti	BAK	+39 02 4344 4287	paola.saglietti@bancaakros.it
Francesco Sala	BAK	+39 02 4344 4240	francesco.sala@bancaakros.it
Luigi Tramontana	BAK	+39 02 4344 4239	luigi.tramontana@bancaakros.it

(**) excluding: strategists, macroeconomists, heads of research not covering specific stocks, credit analysts, technical analysts

Information regarding Market Abuse and Conflicts of Interests and recommendation history available in our web page: www.valores.gvcgaesco.es and our offices

The information and opinions contained in this document have been compiled by GVC Gaesco Valores S.V., S.A., from sources believed to be reliable (including accounts audited and published). This document is not intended to be an offer, or a solicitation to buy or sell relevant securities. GVC Gaesco Valores S.V., S.A., will not take any responsibility whatsoever for losses which may derive from use of the present document or its contents. GVC Gaesco Valores S.V., S.A., can occasionally have positions in some of the securities mentioned in this report, through its trading portfolio or negotiation. Additionally, there can exist a commercial relation between GVC Gaesco Valores S.V., S.A., and the mentioned companies. This document and others compiled by GVC Gaesco Valores and ESN members is only one source of information, among others, and is not intended to be an investment decision tool in itself. In no way may this or any other research documents produced by us be used for investment decisions. Each investor is responsible for his or her own decisions and this document or others are only a source of supplementary information. This document has been distributed only to professional, qualified and selected investors or potential investors and has not distributed in a generic form

As of the date of this report, GVC Gaesco Valores S.V., S.A.,

- acts as registered advisor, agent or liquidity provider for the following companies: AB Biotics; Catenon SA; Clever Global SA; Eurospes, S.A.; Facephi Biometría SA., Grifón Ecologic SA, Lleidanetworks Serveis Telematics SA., NBI Bearings Europe S.A.; Trajano Iberia (Socimi), SA; Asgard Investment Hotels (antes Obsido Socimi SA); Euronat Telecom SA; IFFE Futura, S.A.; Secuoya Grupo de Comunicación SA; Mercal Inmuebles (Socimi); Student Properties Spain (Socimi); Solaria Casiopea (bonos MARF); Atrys Health; Quonia (Socimi); TIER1 Technology; Excem Capital Partners Sociedad de Inversión Residencial (Socimi YEXR); Agile Content; Imaginarium, SA. ENCE Energía y Celulosa; Plásticos Compuestos SA; Clerhp Infraestructuras, S.A., Holaluz Clidom SA
- has participated and/or participates as lead or co-lead manager in corporate operations with the following companies: Clever Global SA; Dogi International Fabrics SA; Inypsa; Lleidanetworks Serveis Telematics SA, MasMovil Ibercom; Globasol (Solaria); ADL Bionatur Solutions; Plásticos Compuestos SA ; Holaluz Clidom SA
- Accessor
- has a liquidity contract as outlined by the CNMV's Circular 1/2017 with: Melia Hotels International; Española de Viviendas en Alquiler S.A. (CEVASA); eDreams ODIGEO; ENCE Energía y Celulosa; Cementos Molins, Deoleo
- has signed a Corporate Brokerage agreement that includes a contractually agreed provision of research services that in return, GVC Gaesco Valores receives a compensation. These reports may/could have been previously shown to the companies: Agile Content; Atrys Health; Gigas Hosting; Catenon; Greenalia; Quabit Inmobiliaria; TIER1 Technology; ADL Bionatur Solutions; Lleidanetworks Serveis Telematics SA ; Codere SA

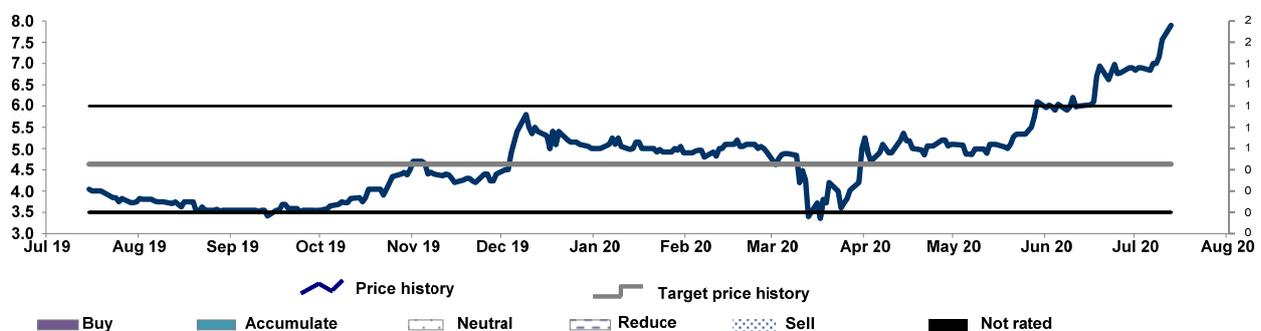
Recommendation history for ATRYS HEALTH

Date	Recommendation	Target price	Price at change date
11-Jun-19	Accumulate	4.63	4.34
06-Jun-19	Accumulate	4.34	4.04
12-Jun-18	Accumulate	3.45	2.92

Source: Factset & ESN, price data adjusted for stock splits.

This chart shows GVC Gaesco Valores continuing coverage of this stock; the current analyst may or may not have covered it over the entire period.

Current analyst: Beatriz Rodriguez Fernandez (since 19/07/2019)



ESN Recommendation System

The ESN Recommendation System is **Absolute**. It means that each stock is rated based on **total return**, measured by the upside/downside potential (including dividends and capital reimbursement) over a **12-month time horizon**. The final responsible of the recommendation of a listed company is the analyst who covers that company. The recommendation and the target price set by an analyst on one stock are correlated but not totally, because an analyst may include in its recommendation also qualitative elements as market volatility, earning momentum, short term news flow, possible M&A scenarios and other subjective elements.



The ESN spectrum of recommendations (or ratings) for each stock comprises 5 categories: **Buy (B)**, **Accumulate (A)**, **Neutral (N)**, **Reduce (R)** and **Sell (S)**.

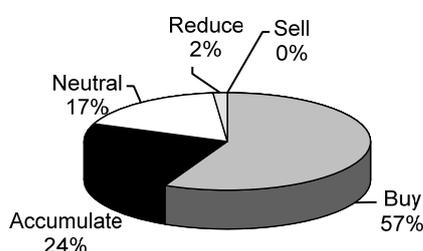
Furthermore, in specific cases and for a limited period of time, the analysts are allowed to rate the stocks as **Rating Suspended (RS)** or **Not Rated (NR)**, as explained below.

Meaning of each recommendation or rating:

- **Buy:** the stock is expected to generate total return of **over 15%** during the next 12-month
- **Accumulate:** the stock is expected to generate total return of **5% to 15%** during the next 12-month
- **Neutral:** the stock is expected to generate total return of **-5% to +5%** during the next 12-month
- **Reduce:** the stock is expected to generate total return of **-5% to -15%** during the next 12-month
- **Sell:** the stock is expected to generate total return **under -15%** during the next 12-month
- **Rating Suspended:** the rating is suspended due to: a) a capital operation (take-over bid, SPO, etc.) where a Member of ESN is or could be involved with the issuer or a related party of the issuer; b) a change of analyst covering the stock; c) the rating of a stock is under review by the Analyst.
- **Not Rated:** there is no rating for a stock when there is a termination of coverage of the stocks or a company being floated (IPO) by a Member of ESN or a related party of the Member.

Note: a certain flexibility on the limits of total return bands is permitted especially during higher phases of volatility on the markets

GVC Gaesco Valores, S.V., S.A. Ratings Breakdown



For full ESN Recommendation and Target price history (in the last 12 months) please see ESN Website [Link](#)

Date and time of production: 14 July 2020 12:45 CET

First date and time of dissemination: 14 July 2020 12:50 CET

Disclaimer:

These reports have been prepared and issued by the Members of European Securities Network LLP ("ESN"). ESN, its Members and their affiliates (and any director, officer or employee thereof), are neither liable for the proper and complete transmission of these reports nor for any delay in their receipt. Any unauthorised use, disclosure, copying, distribution, or taking of any action in reliance on these reports is strictly prohibited. The views and expressions in the reports are expressions of opinion and are given in good faith, but are subject to change without notice. These reports may not be reproduced in whole or in part or passed to third parties without permission. The information herein was obtained from various sources. ESN, its Members and their affiliates (and any director, officer or employee thereof) do not guarantee their accuracy or completeness, and neither ESN, nor its Members, nor its Members' affiliates (nor any director, officer or employee thereof) shall be liable in respect of any errors or omissions or for any losses or consequential losses arising from such errors or omissions. Neither the information contained in these reports nor any opinion expressed constitutes an offer, or an invitation to make an offer, to buy or sell any securities or any options, futures or other derivatives related to such securities ("related investments"). These reports are prepared for the professional clients of the Members of ESN only. They do not have regard to the specific investment objectives, financial situation and the particular needs of any specific person who may receive any of these reports. Investors should seek financial advice regarding the appropriateness of investing in any securities or investment strategies discussed or recommended in these reports and should understand that statements regarding future prospects may not be realised. Investors should note that income from such securities, if any, may fluctuate and that each security's price or value may rise or fall. Accordingly, investors may receive back less than originally invested. Past performance is not necessarily a guide to future performance. Foreign currency rates of exchange may adversely affect the value, price or income of any security or related investment mentioned in these reports. In addition, investors in securities such as ADRs, whose value are influenced by the currency of the underlying security, effectively assume currency risk. ESN, its Members and their affiliates may submit a pre-publication draft (without mentioning neither the recommendation nor the target price/fair value) of its reports for review to the Investor Relations Department of the issuer forming the subject of the report, solely for the purpose of correcting any inadvertent material inaccuracies. Like all members employees, analysts receive compensation that is impacted by overall firm profitability. For further details about the analyst certification, the specific risks of the company and about the valuation methods used to determine the price targets included in this report/note, please refer to the specific disclaimer pages prepared by the ESN Members. In the case of a short note please refer to the latest relevant published research on single stock or contact the analyst named on the front of the report/note for detailed information on the valuation methods, earning estimates and risks. A full description of all the organisational and administrative measures taken by the Members of ESN to manage interest and conflicts of interest are available on the website of the Members or in the local disclaimer of the Members or contacting directly the Members. Research is available through the ESN Members sales representative. ESN and/or ESN Members will provide periodic updates on companies or sectors based on company-specific developments or announcements, market conditions or any other publicly available information. Unless agreed in writing with an ESN Member, this research is intended solely for internal use by the recipient. Neither this document nor any copy of it may be taken or transmitted into Australia, Canada or Japan or distributed, directly or indirectly, in Australia, Canada or Japan or to any resident thereof. This document is for distribution in the U.K. only to persons who have professional experience in matters relating to investments and fall within article 19(5) of the financial services and markets act 2000 (financial promotion) order 2005 (the "order") or (ii) are persons falling within article 49(2)(a) to (d) of the order, namely high net worth companies, unincorporated associations etc (all such persons together being referred to as "relevant persons"). This document must not be acted on or relied upon by persons who are not relevant persons. Any investment or investment activity to which this document relates is available only to relevant persons and will be engaged in only with relevant persons. The distribution of this document in other jurisdictions or to residents of other jurisdictions may also be restricted by law, and persons into whose possession this document comes should inform themselves about, and observe, any such restrictions. By accepting this report, you agree to be bound by the foregoing instructions. You shall indemnify ESN, its Members and their affiliates (and any director, officer or employee thereof) against any damages, claims, losses, and detriments resulting from or in connection with the unauthorized use of this document. For disclosure upon "conflicts of interest" on the companies under coverage by all the ESN Members, on the "interests" and "conflicts" of the analysts and on each "company recommendation history", please visit the ESN website:

http://www.esnpartnership.eu/research_and_database_access

or refer to the local disclaimer of the Members, or contact directly the Members:

www.bancaakros.it regulated by the CONSOB - Commissione Nazionale per le Società e la Borsa

www.caixabi.pt regulated by the CMVM - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

www.cic-marketsolutions.eu regulated by the AMF - Autorité des marchés financiers

www.valores.gvcgaesco.es regulated by the CNMV - Comisión Nacional del Mercado de Valores

Members of ESN (European Securities Network LLP)



CIC Market Solutions
6, avenue de Provence
75441 Paris - Cedex 09
France
Phone: +33 1 5348 8193



Caixa-Banco de Investimento
Avenida João XXI, 63
1000-300 Lisboa
Portugal
Phone: +351 21 313 7300



GVC Gaesco Valores, S.V., S.A.
C/- Fortuny, 17
28010 Madrid
Spain
Phone: +34 91 436 7813

