

Resultados 6m 2022

Opinión ⁽¹⁾: Por debajo de lo esperado

Impacto ⁽¹⁾: Bajamos estimaciones

Luis Esteban Arribas – luis.esteban@lighthouse-ieaf.com

+34 915 904 226

Pangaea Oncology (PANG) es una compañía biotecnológica española (Zaragoza) de pequeño tamaño, especializada en diagnóstico y tratamiento oncológico diferenciado y servicios a empresas (diagnóstico molecular y descubrimiento de biomarcadores para la industria farmacéutica). Dirigida por un equipo médico de primer nivel y que incluye a sus fundadores (c.13% del capital). La Familia Solans (Hersol) y GPI (Mayoral) son socios de referencia.

Ante un giro estratégico significativo y creíble. Los Rdos 1S22 no son la "rueda a seguir"...

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	44,8	44,6
EV (Mn EUR y USD) ⁽²⁾	32,7	32,5
Número de Acciones (Mn)	30,5	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	2,09 / 1,61 / 1,31	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,01	
Rotación ⁽³⁾	8,4	
Factset / Bloomberg	PANG-ES / PANG SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%) ⁽⁷⁾

GPI (Familia Domínguez, Mayoral)	13,8
Hersol XXI (Familia Solans)	10,7
Vidaro Inv. (Fam. Villagrà Blanco)	8,2
Mirling Europe	6,6
Free Float	12,3

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2021	2022e	2023e	2024e
Nº Acc. ajustado (Mn)	20,0	27,1	30,5	30,5
Total Ingresos	4,6	5,5	6,5	7,7
EBITDA Rec.	-1,6	-1,5	-0,9	-0,2
% Var.	-2,8	3,1	38,7	79,0
% EBITDA Rec./Ing.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
% Var EBITDA sector ⁽⁴⁾	-3,6	34,8	7,8	24,6
Beneficio neto	-1,0	-0,6	-0,5	0,0
BPA (EUR)	-0,05	-0,02	-0,01	0,00
% Var.	46,3	51,3	38,2	101,1
BPA ord. (EUR)	-0,05	-0,03	-0,01	0,01
% Var.	54,1	33,0	60,4	144,8
Free Cash Flow Rec. ⁽⁵⁾	-2,2	-2,2	-1,6	-0,9
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	2,4	-8,4	-7,0	-6,4
DN / EBITDA Rec.(x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
ROE (%)	n.a.	n.a.	n.a.	0,0
ROCE (%) ⁽⁵⁾	n.a.	n.a.	1,1	3,0

Ratios y Múltiplos (x) ⁽⁶⁾

PER	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
PER Ordinario	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
P/BV	3,2	1,7	1,7	1,7
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	7,10	5,92	5,02	4,27
EV/EBITDA Rec.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EV/EBIT	n.a.	n.a.	n.a.	37,7
FCF Yield (%) ⁽⁵⁾	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

(1) La opinión sobre los resultados es sobre el EBITDA publicado respecto a nuestra estimación para el ejercicio (12m). El impacto refleja si, a raíz de los resultados, prevemos una revisión significativa (>5 - 10%, dependiendo del sector) de nuestra estimación de EBITDA (en cualquiera de los años estimados).

(2) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

(3) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.

(4) Sector: Europe Biotechnology.

(5) Otros: Fundadores 13,2%, Irigen 6,6%, Eléctrica del Oeste 6,6%, Inv. Industriales Serpis 5,9%, Alfonso Hidalgo 5,8%, Inv. Orensanas 5,5% y Proyecto Asfodel 5,1%

(6) Múltiplos y ratios calculados con cotización a fecha de este informe.

(*) Salvo que se indique expresamente, todos los datos de este informe tienen como fuente: La Compañía, Factset y Lighthouse.

CAÍDA EN INGRESOS 1S22 (EUR 2,3MN; -8,0% VS 1S21) POR LA MALA EVOLUCIÓN DE LA LÍNEA DE SERVICIOS A EMPRESAS...

PANG cierra el 1S22 con unos ingresos por debajo del 1S21 (-8,0%). La evolución por línea de negocio ha sido dispar: i) Gestión asistencial (+45,2% vs 1S21) resultado de la adquisición de QTI (75% de participación) que empuja la actividad quirúrgica y ii) Servicios a empresas (EUR 0,5Mn -61,7% vs 1S21) por el retraso en la facturación de los contratos con clientes farma (aunque la cartera de pedidos aumenta EUR 4,2Mn 1S22 vs EUR 3,7Mn 1S21).

... QUE SE TRASLADA AL EBITDA 1S22 (EUR -1,1MN).

La disminución en el margen bruto (-23,3p.p. vs 1S21) se produce por el mayor peso de la gestión asistencial en el mix de ingresos (c.79% s/Ingresos 1S22 vs 50% s/Ingresos 1S21) y presiona el EBITDA. Impactado, a su vez, por: i) un mayor gasto de personal (+8,7%) y ii) un aumento en otros gastos de explotación (+19,5%) por costes asociados al M&A.

REVISAMOS NUESTRAS ESTIMACIONES A LA BAJA.

Ante unos resultados por debajo de los esperados, hoy nuestro escenario central apunta a niveles de Ingresos 2022e de EUR 5,5Mn (-8,5% vs estimación anterior) y un EBITDA 2022e de EUR -1,3Mn (vs break-even estimación previa).

PANG MANTIENE UNA ESTRUCTURA DE BALANCE HIPERSANEADA TRAS LAS AMPLIACIONES DE CAPITAL...

Estimamos una Caja Neta a cierre de 2022e de EUR 8,4Mn (18% s/Mkt Cap; EUR 12Mn captados en las ampliaciones). Una posición financiera "holgada" que debiera permitir financiar su actividad y facilitar la búsqueda de crecimiento no orgánico.

... QUE HARÁ POSIBLE EJECUTAR UN GIRO ESTRATÉGICO A C/P CRECIENDO EN TAMAÑO Y RENTABILIDAD.

En "corto y por derecho", los resultados 2022 "cuentan" poco (o muy poco). PANG debe verse como una compañía que enfrenta la posibilidad de ejecutar un auténtico giro estratégico a corto plazo creciendo en tamaño y rentabilidad. Lo que implica que la acción debiera ganar *momentum* en los próximos trimestres. Así que la idea de giro estratégico a corto basta para "llamar la atención" sobre el valor. Sin necesidad de añadir el potencial que a largo plazo supondrá el despegue de la biopsia líquida en el negocio de diagnóstico molecular. PANG demanda, al menos, atención en los próximos trimestres.

Comportamiento relativo (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	12,2	-1,3	-10,1	-5,0	-12,3	-32,0
vs Ibex 35	5,5	0,8	2,4	4,6	4,6	-12,4
vs Ibex Small Cap Index	11,0	12,5	10,3	15,5	-15,3	-41,9
vs Eurostoxx 50	3,6	-0,3	5,3	13,0	-11,9	-31,2
vs Índice del sector ⁽⁴⁾	5,9	23,0	68,6	74,6	-4,1	-38,0

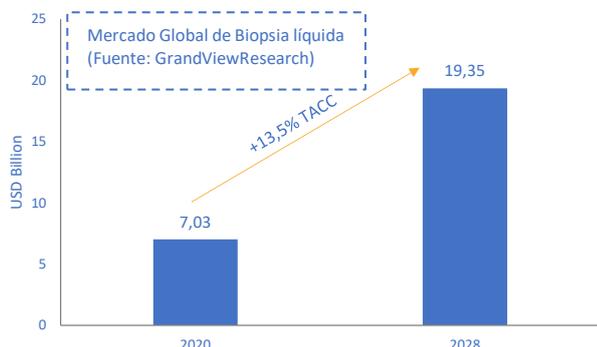
Pangaea Oncology (PANG) es una compañía del BME Growth

BME Growth es el segmento destinado a empresas medianas y pequeñas de BME MTF Equity, dirigido y gestionado por la Bolsa Española (BME), estando sujeto a la supervisión de la CNMV. BME MTF Equity no es un Mercado Regulado, estando considerado como un Sistema Multilateral de Negociación (SMN), tal y como se define en la Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID). En julio de 2020, BME Growth obtuvo el sello de SME Growth Market, nueva categoría de la normativa de la UE, en España denominada Mercado de Pymes en Expansión.

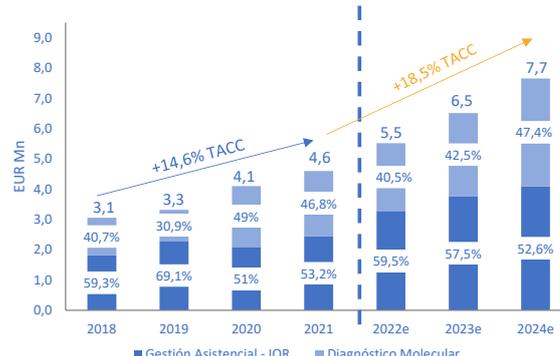
BME Growth es el mercado de renta variable español para las empresas de reducida capitalización que desean crecer, estando dotado de una regulación especial, diseñada específicamente para ellas, y con costes y procesos adaptados a sus características particulares. BME Growth (antiguo MAB) empezó a operar en julio del 2009. Actualmente cotizan en él c.120 compañías. Las empresas que cotizan en BME Growth pueden optar por presentar sus estados financieros bajo NIIF o el Plan General de Contabilidad (PGC) y el Real Decreto 1159/2010 (NOFCAC).

La compañía en 8 gráficos

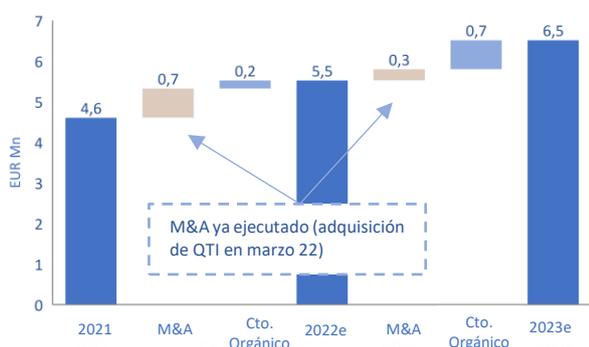
PANG apuesta por una tecnología (biopsia líquida) con expectativas racionales de alto crecimiento...



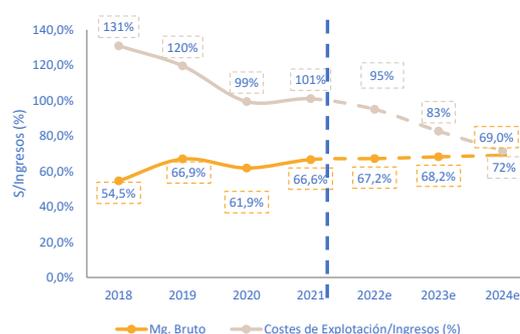
... y se encuentra bien posicionada para aprovecharlo (+18,5% TACC 2021-2024e)



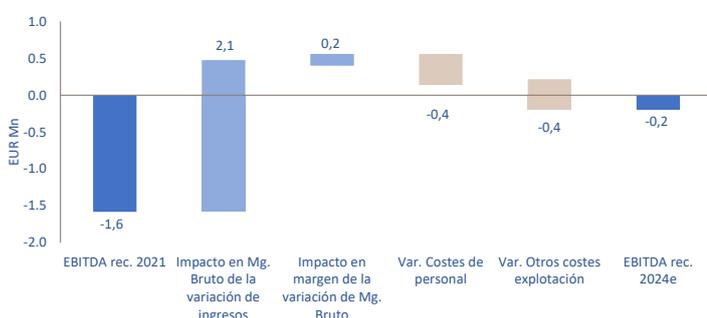
El M&A ya ejecutado en 2022 explica c.75% del crecimiento total del año (c.28% en 2023e)



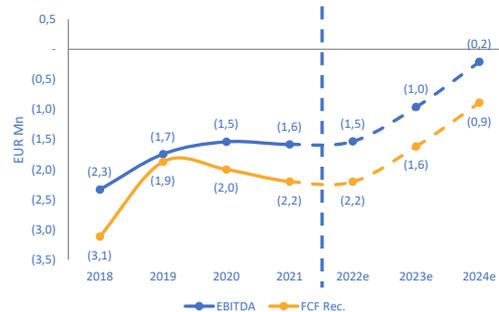
La mejora de márgenes es el gran catalizador del negocio (Mg. Bruto c.70% a partir de 2024e)



La combinación de crecimiento y mejora en márgenes apunta a break-even en EBITDA en 2024e...



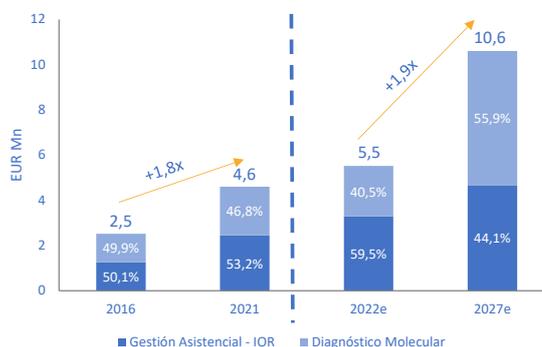
... por lo que continuará con un elevado consumo de caja



Con una estructura de balance sólida (caja neta) que permitirá financiar el crecimiento esperado



La velocidad de expansión del diagnóstico molecular (biopsia líquida) será una de las claves del equity story de PANG en el I/p



Descripción del negocio

Ajustamos estimaciones 2022 a la baja. Aunque toda la atención debe ponerse en el giro estratégico de PANG

PANG ha publicado los resultados 1S22 por debajo de lo esperado (Ingresos 1S22 EUR 2,3Mn; -8,0% vs 1S21). Los ingresos por línea de negocio han presentado una evolución dispar: i) la gestión asistencial ha cerrado con un crecimiento elevado (+45,2% vs 1S22) por la adquisición de QTI (compra del 75% de participación en marzo 2022; consolidación de 1 trimestre; c. EUR 0,7Mn en 2022) que se ha traducido en un aumento de la actividad quirúrgica (+18,6% vs 1S21) y ii) servicios a empresas ha disminuido hasta EUR 0,5Mn (-61,7% vs 1S21), debido al retraso en la facturación en los contratos con clientes farma frente al 1S21. Pese a ello, a fecha de este informe PANG tiene una cartera de pedidos pendientes de ejecución de EUR 4,2Mn (vs EUR 3,7Mn el 1S21), por lo que esperamos que la facturación se recupere durante el 2S22 y cierre en niveles similares a 2021.

Tabla 1. Resultados 1S22

EUR Mn	6m22 Real	6m21	6m22 Real vs 6m21	2022e	2022e vs 2021
Total Ingresos	2,3	2,5	-8,0%	5,5	19,9%
Gestión asistencial	1,8	1,2	45,2%	n.a.	n.a.
Servicios a empresas (DM)	0,5	1,2	-61,7%	n.a.	n.a.
Margen Bruto	1,3	2,0	-34,1%	3,7	20,9%
Margen Bruto / Ingresos	58,9%	82,2%	-23,3 p.p.	67,2%	0,6 p.p.
EBITDA (Recurrente)⁽¹⁾	-1,3	-0,3	-292,1%	-1,5	-3,1%
EBITDA Rec. / Ingresos	-58,2%	-13,7%	-44,6 p.p.	-27,8%	6,6 p.p.
EBITDA⁽²⁾	-1,1	-0,4	-203,1%	-1,3	-23%
EBITDA / Ingresos	-49,0%	-14,9%	-34,1 p.p.	-23,0%	12,7 p.p.
EBIT	-0,6	0,2	n.a.	-0,3	-50%
BAI	-0,7	0,0	n.a.	-0,7	-38%
BN	-0,9	0,1	n.a.	-0,5	-21%
BN ordinario	-0,7	0,2	n.a.	-0,7	16%
<i>Nuevos Pacientes</i>	937	887	5,6%		
<i>Visitas Totales</i>	12.506	13.201	-5,3%		
<i>Ensayos Clínicos</i>	100	99	1,0%		
<i>Actividad Quirúrgica</i>	134	113	18,6%		
<i>Clientes Farma</i>	76	75	1,3%		
<i>FCF rec.</i>	-1,5	-0,4	n.a.	-2,2	0,3%
<i>Deuda Neta⁽³⁾</i>	-8,2	-0,3	n.a.	-8,4	n.a.

Nota 1: El EBITDA recurrente no incluye subvenciones ni gastos capitalizados.

Nota 2: El EBITDA no incluye gastos capitalizados.

Nota 3: La DN 1S22 incluye dos préstamos convertibles por importe de EUR 1Mn en 2022e (vs EUR 1,1Mn el 1S21).

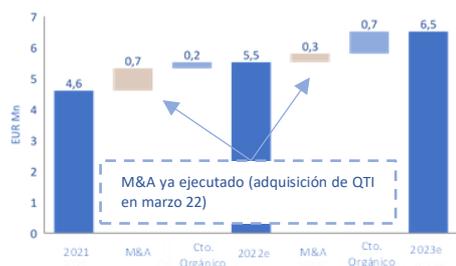
El mayor peso de la gestión asistencial (79% s/ingresos 1S22 vs 50% 1S21), la línea de negocio de menor valor añadido, ha lastrado el margen bruto hasta niveles de 58,9% (-23,3p.p. vs 1S21). Todo ello, sumado al aumento de costes de estructura: i) gastos de personal (+8,7% vs 1S21) derivados de la integración parcial de QTI (+5 empleados desde cierre 2021) y ii) otros gastos de explotación (+19,5% vs 1S21) por gastos asociados al M&A. Lo que mantiene el EBITDA rec. 1S22 alejado del break-even (EUR -1,3Mn).

Tras las dos operaciones de ampliación de capital llevadas a cabo en 2022: i) ampliación de EUR 4Mn (con exclusión de derecho de suscripción preferente) en junio y ii) la segunda ampliación (con derechos) de EUR 8Mn en julio, suscritas ambas al 100%, PANG cierra el 1S22 con EUR 8,2Mn de Caja Neta (de la que EUR 1Mn son préstamos convertibles con vencimiento a diciembre de 2022). Lo que garantiza una sólida posición de balance pese a la generación de caja negativa (FCF rec 1S22 EUR -1,5Mn).

Revisamos nuestras estimaciones a la baja. Aunque mantenemos un crecimiento en ingresos elevado (+18,5% TACC 2021-2024e)

La caída en ingresos (-8,0% vs 1S21) por la peor evolución de la línea de servicios a empresas (-61,7%) y en márgenes, debido al aumento de costes de estructura (+12% vs 1S21) derivados de la integración de QTI, llevan a una revisión a la baja en nuestras estimaciones 2022e:

Gráfico 1. Ingresos 2022e-2023e



- **Ingresos 2022e: EUR 5,5Mn (-8,0% vs estimación anterior; +19,9% vs 2021) por un crecimiento inferior al esperado en la línea de servicios a empresas...** El crecimiento estimado (+19,9% vs 2021) está explicado por: i) M&A: los ingresos derivados de la adquisición de QTI supondrán el 75% del crecimiento de 2022e (y c.28% del crecimiento estimado para 2023e por la incorporación al perímetro de consolidación de 12 meses de QTI, frente a 9 meses en 2022e) y ii) la mejora de la gestión asistencial por el aumento de nuevos pacientes y actividades asociadas (visitas, ensayos clínicos...). La desaceleración en el crecimiento frente a nuestra estimación anterior se debe al menor volumen de ingresos registrados en la línea de servicios a empresas (Diagnóstico Molecular).

El principal driver de crecimiento orgánico es el aumento de nuevos de pacientes; que desencadenará un mayor número de visitas oncológicas y pruebas diagnósticas, que permitirán a PANG acceder a un mayor número de contratos de investigación farmacéutica. Estimamos un crecimiento en las visitas oncológicas hasta 37.000 en 2024e (+15,7% vs 2021) que se traducirían en una TACC +18,5% en Ingresos 2021-2024e (Ingresos 2024e EUR 7,7Mn).

- **... lo que mantiene presionado el EBITDA 2022e por debajo del break-even (EUR -1,3Mn).** Pese a la presión en el margen bruto que arrojan los resultados 1S22, la recuperación en la línea de servicios a empresas (con mayor margen) durante el 2S permitirá aspirar a niveles de mg. bruto 2022e de (67,2%; +0,6p.p. vs 2021). Adicionalmente, a cierre del ejercicio estimamos un aumento en los costes de estructura (+12,7%) derivados del aumento del gasto de personal y los gastos asociados al M&A del año, que mantendrán el EBITDA rec. 2022e en niveles similares a los de 2020 (EUR -1,5Mn).

¿Y en 2024e? En un negocio de las características de PANG (con EBITDA aún por debajo de break-even) interesa preguntarse que cabría esperar en el más l/p. Si ponemos la vista en 2024e, el crecimiento orgánico estimado en ingresos (+17,8% TACC 2022e-2024e) junto con la capacidad (ya probada durante el período 2017-2020) de apalancarse sobre su estructura, apuntan al Break-even en EBITDA 2024e.

Tabla 2. Bridge EBITDA Rec. 2021-2024e

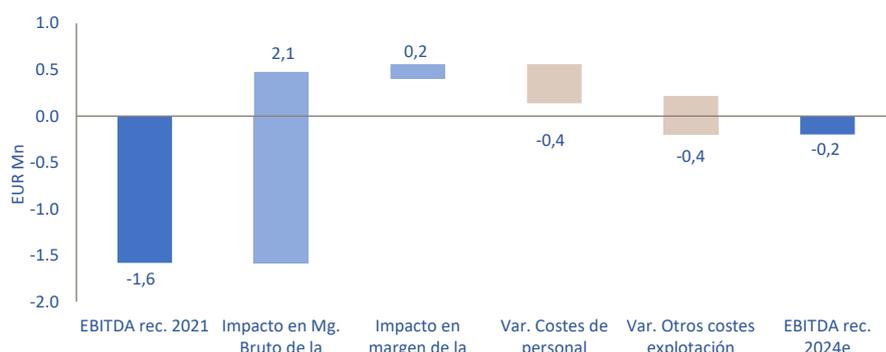


Gráfico 2. DN vs Ampliaciones de Capital

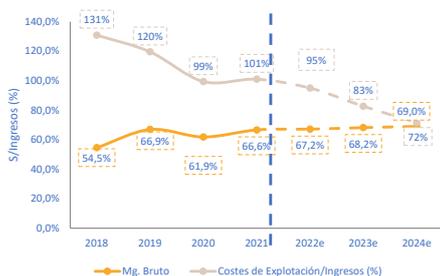


- **La superación del break-even en Beneficio Neto es posible... pero a partir de 2024e (EUR 0,4Mn en 2024e).** Los puntos anteriores, junto con: i) la capitalización de gastos en I+D (c.35% s/Ingresos) y ii) la posibilidad de aprovechar las bases imponibles negativas activadas, permitirán a PANG aspirar a niveles de BN en Break-even "ya" en 2023e.
- **La posición de Caja Neta va a ser determinante en la evolución de los siguientes años (Caja Neta 2022e EUR 8,4Mn; 18% s/Mkt Cap).** Consideramos que la estructura de balance de PANG es sólida y que no sólo le permitirá atender el consumo de caja necesario para financiar su actividad, sino que refuerza su potencial para generar valor continuando con su estrategia de crecimiento inorgánico (¿ya en el c/p? ¿visible en los próximos 6 meses?).

En conclusión, una posición financiera excelente para un auténtico “salto de escala”. El momento de mercado (por estricta caída de cotizaciones) parece óptimo para comprar. Los resultados 1S22 no son la “rueda a seguir”

A nuestro juicio, los resultados 1S22 no reflejan la “verdadera” capacidad de crecimiento PANG, por tres razones: i) el modelo de negocio de nicho (asistencia médica de precisión en oncología y servicios a clientes de farma) no aparece aún con materialidad en el P/L, ii) sector acíclico, descorrelacionado con el mercado, con capacidad real de crecimiento en contextos macro muy negativos (como el actual), y iii) la hipersaneada posición financiera tras el éxito de la ampliación de capital que abre la puerta a un cambio en la estrategia de la compañía (y que, obviamente, tampoco es visible en los resultados de 1S22).

Gráfico 3. Mg. Bruto vs Costes de Explotación



La “foto” hoy (Caja Neta 2022e EUR 8,2Mn) plantea el objetivo claro de crecimiento no orgánico, que se dirige (a priori) al área asistencial (no a diagnóstico molecular), lo que permitiría elevar el número de nuevos pacientes y generar masa crítica que derive en un mayor número de contratos farma, con adquisiciones en España llegando a nuevas zonas (Madrid, Aragón; hoy solo opera en Cataluña).

En todo caso, pese al giro actual en su estrategia (foco en área asistencial), el diagnóstico molecular (biopsia líquida, mercado aún pendiente de despertar) sigue siendo el catalizador en del crecimiento en el I/p. En concreto, PANG cuenta con un modelo “diferenciado” que está basado en la integración de su equipo de laboratorio con el equipo médico asistencial, lo que hace posible la generación de proyectos (I+D) en oncología.

Por tanto, el “equity story” de PANG se basa en 4 factores : i) Crecimiento orgánico en ingresos (+18,5% TACC 2021-2024e) por las sinergias entre las dos líneas de negocio (gestión asistencial y servicios a empresas), ii) oportunidad obvia de crecer no orgánicamente sin destruir valor; iii) posibilidad de mejorar en márgenes por puro reequilibrio del mix hacia ingresos más rentables y el apalancamiento de sus costes de personal y otros gastos de explotación (hoy con un peso elevado en el P&G; 95% s/Ingresos 2022e) y iv) el buen posicionamiento de PANG en el mercado de servicios de diagnóstico molecular (industria que tiene unas expectativas reales de alto crecimiento +13,5% TACC 2020-2028).

En “corto y por derecho”, los resultados 2022 “cuentan” poco (o muy poco). PANG debe verse como una compañía que enfrenta la posibilidad de ejecutar un auténtico giro estratégico a corto plazo, creciendo en tamaño y rentabilidad en su negocio de gestión asistencial. Lo que implica que la acción debiera ganar *momentum* en los próximos trimestres. Así que la idea de giro estratégico a corto basta para “llamar la atención” sobre el valor. Sin necesidad de añadir el potencial que a largo plazo supondrá el despegue de la biopsia líquida en el negocio de diagnóstico molecular.

Las ampliaciones de capital del pasado verano y el precio de la acción han aflorado una idea de inversión apartemente simple. Y por tanto valiosa en los tiempos que corren. PANG demanda, al menos, atención en los próximos trimestres.

Inputs de valoración
Inputs de valoración por DCF

	2022e	2023e	2024e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	(2,3)	(1,5)	(1,0)	n.a.			
Market Cap	44,8	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	-8,2	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 6m 2022)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	6,0%	Coste de la deuda neta			5,8%	6,3%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	4,8%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			4,6%	5,0%	
Risk free rate (rf)	3,1%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)			5,5%	6,5%	
Beta (B)	1,4	B (estimación propia)			1,3	1,5	
Coste del Equity	11,5%	Ke = Rf + (R * B)			10,3%	12,9%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	100,0%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	0,0%	D			=	=	
WACC	11,5%	WACC = Kd * D + Ke * E			10,3%	12,9%	
G "Razonable"	2,0%				2,0%	1,5%	

(1) El valor perpetuo calculado a partir del último FCF estimado no reflejaría las expectativas de crecimiento (positivas/negativas) de la compañía a fecha de emisión de este informe.

Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker	Mkt. Cap	PER 22e	BPA 22e-24e	EV/EBITDA 22e	EBITDA 22e-24e	EV/Vtas. 22e	Ingresos 22e-24e	EBITDA/Vtas. 22e	FCF Yield 22e	FCF 22e-24e
Biocept	BIOC-US	24,7	n.a.	22,4%	n.a.	n.a.	0,3	2,7%	n.a.	n.a.	n.a.
MDxHealth SA	MDXH-BE	118,5	n.a.	11,9%	n.a.	34,5%	3,3	27,2%	n.a.	n.a.	n.a.
Biocartis	BCART-BE	119,7	n.a.	27,8%	n.a.	70,1%	3,3	24,9%	n.a.	n.a.	n.a.
Atrys Health	ATRY-ES	513,5	26,0	9,4%	12,2	7,0%	3,1	5,9%	25,4%	5,7%	14,0%
Guardant Health Inc	GH-US	6.234,1	n.a.	11,1%	n.a.	2,9%	15,0	30,8%	n.a.	n.a.	21,4%
Exact Sciences Corp	EXAS-US	9.525,0	n.a.	27,3%	n.a.	60,3%	5,8	16,4%	n.a.	n.a.	31,6%
Neogenomics Inc.	NEO-US	1.149,9	n.a.	39,5%	n.a.	78,7%	2,6	12,1%	n.a.	n.a.	40,4%
Laboratorios de Diagnóstico Molecular			26,0	21,4%	12,2	42,2%	4,8	17,2%	25,4%	5,7%	26,9%
Thermo Fisher	TMO-US	208.027,0	24,6	10,6%	21,2	8,7%	5,9	6,6%	27,8%	3,2%	14,8%
Qiagen	QGEN-US	9.887,0	22,0	7,8%	15,3	6,1%	5,5	5,3%	35,8%	4,7%	2,0%
Danaher	DHR-US	177.681,5	24,8	7,8%	19,3	7,4%	6,7	6,2%	34,5%	4,0%	10,5%
Agilent	A-US	34.547,4	24,8	11,0%	19,9	9,3%	5,7	7,2%	28,5%	3,4%	19,1%
Becton Dickinson	BDX-US	68.551,9	20,2	7,6%	15,8	9,6%	4,4	4,4%	28,1%	5,0%	7,5%
Equipos Médicos Avanzados			23,3	8,9%	18,3	8,2%	5,6	5,9%	30,9%	4,1%	10,8%
Roche	ROG-CH	289.618,7	17,7	7,7%	12,2	5,9%	4,9	3,8%	39,9%	5,7%	5,3%
PANG	PANG-ES	44,8	n.a.	41,7%	n.a.	41,8%	5,9	17,8%	n.a.	n.a.	44,7%

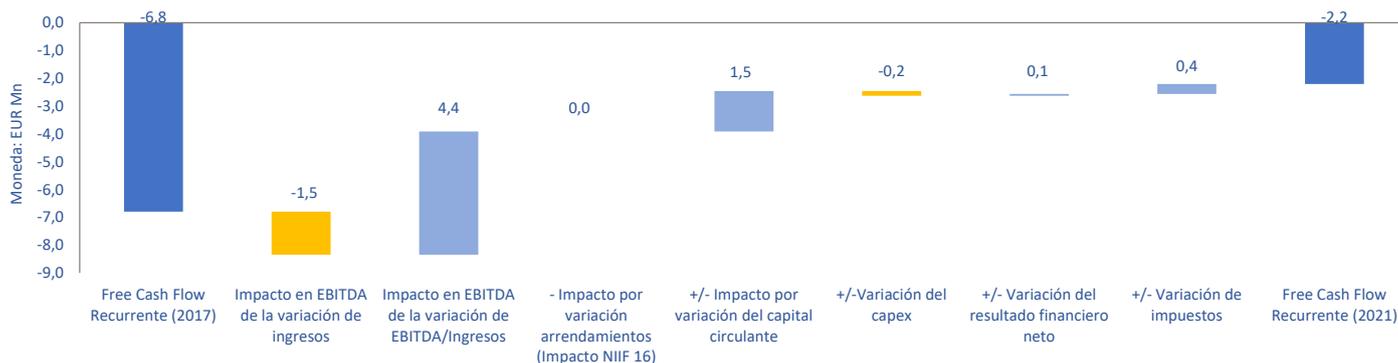
Anexo 1. Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e		
Inmovilizado inmaterial	10,0	10,3	7,1	7,0	8,2	9,7	10,9	12,1		
Inmovilizado material	0,9	0,8	0,6	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4		
Otros activos no corrientes	4,0	3,8	4,0	3,9	4,3	4,3	4,1	3,8		
Inmovilizado financiero	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,2	0,1	(0,1)		
Fondo de comercio y otros intangibles	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
Activo circulante	2,4	3,6	3,6	4,3	4,6	5,2	5,8	6,4		
Total activo	17,4	18,5	15,4	15,8	17,9	19,8	21,3	22,8		
Patrimonio neto	5,0	8,5	8,3	8,3	14,1	26,6	26,4	26,8		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	0,4	0,4	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-		
Deuda financiera neta	10,7	8,0	5,5	5,7	2,4	(8,4)	(7,0)	(6,4)		
Pasivo circulante	1,3	1,6	1,3	1,5	1,1	1,3	1,7	2,1		
Total pasivo	17,4	18,5	15,4	15,8	17,9	19,8	21,3	22,8		
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	TACC	
Total Ingresos	2,6	3,1	3,3	4,1	4,6	5,5	6,5	7,7	17-21	21-24e
<i>Cto. Total Ingresos</i>	<i>4,1%</i>	<i>16,7%</i>	<i>8,4%</i>	<i>23,6%</i>	<i>12,3%</i>	<i>19,9%</i>	<i>18,0%</i>	<i>17,6%</i>	<i>15,1%</i>	<i>18,5%</i>
Coste de ventas	(2,8)	(1,4)	(1,1)	(1,6)	(1,5)	(1,8)	(2,1)	(2,4)		
Margen Bruto	(0,2)	1,7	2,2	2,5	3,1	3,7	4,4	5,3	<i>n.a.</i>	<i>19,9%</i>
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>54,5%</i>	<i>66,9%</i>	<i>61,9%</i>	<i>66,6%</i>	<i>67,2%</i>	<i>68,2%</i>	<i>69,0%</i>		
Gastos de personal	(2,8)	(2,7)	(2,7)	(2,8)	(3,2)	(3,5)	(3,5)	(3,6)		
Otros costes de explotación	(1,4)	(1,3)	(1,3)	(1,2)	(1,5)	(1,8)	(1,9)	(1,9)		
EBITDA recurrente	(4,5)	(2,3)	(1,7)	(1,5)	(1,6)	(1,5)	(0,9)	(0,2)	22,8%	50,0%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	<i>-34,3%</i>	<i>47,7%</i>	<i>25,3%</i>	<i>11,7%</i>	<i>-2,8%</i>	<i>3,1%</i>	<i>38,7%</i>	<i>79,0%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,1)	0,3	0,3	0,2	(0,1)	0,2	0,2	0,2		
EBITDA	(4,5)	(2,1)	(1,4)	(1,3)	(1,6)	(1,3)	(0,7)	0,0	22,4%	26,2%
Depreciación y provisiones	(1,8)	(2,4)	(3,1)	(2,4)	(1,0)	(1,2)	(1,3)	(1,5)		
Gastos capitalizados	3,7	2,6	2,2	2,1	2,1	2,2	2,2	2,3		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
EBIT	(2,6)	(1,8)	(2,3)	(1,6)	(0,5)	(0,3)	0,2	0,9	32,7%	53,6%
<i>Cto. EBIT</i>	<i>-74,8%</i>	<i>30,3%</i>	<i>-26,7%</i>	<i>29,3%</i>	<i>67,1%</i>	<i>45,5%</i>	<i>170,2%</i>	<i>324,9%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>3,1%</i>	<i>11,3%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	(0,1)	0,0	(2,5)	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,4)	(0,3)	(0,2)	(0,2)	(0,4)	(0,3)	(0,3)	(0,3)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	(0,0)	(0,2)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
Beneficio ordinario	(3,1)	(2,1)	(5,0)	(1,9)	(1,1)	(0,7)	(0,2)	0,5	23,1%	34,6%
<i>Cto. Beneficio ordinario</i>	<i>-81,8%</i>	<i>32,4%</i>	<i>-134,2%</i>	<i>62,6%</i>	<i>41,1%</i>	<i>36,0%</i>	<i>72,3%</i>	<i>347,0%</i>		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	(3,1)	(2,1)	(5,0)	(1,9)	(1,1)	(0,7)	(0,2)	0,5	23,1%	34,6%
Impuestos	1,1	1,5	0,9	0,1	0,1	0,1	(0,3)	(0,5)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>99,0%</i>		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	(2,0)	(0,6)	(4,1)	(1,7)	(1,0)	(0,6)	(0,5)	0,0	16,3%	26,1%
<i>Cto. Beneficio neto</i>	<i>-81,6%</i>	<i>68,8%</i>	<i>-555,0%</i>	<i>58,1%</i>	<i>42,7%</i>	<i>34,1%</i>	<i>30,4%</i>	<i>101,1%</i>		
Beneficio ordinario neto	(3,1)	(2,4)	(5,3)	(2,1)	(1,0)	(0,9)	(0,4)	0,2	23,9%	29,7%
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>-76,1%</i>	<i>22,9%</i>	<i>-123,7%</i>	<i>60,3%</i>	<i>51,1%</i>	<i>9,2%</i>	<i>55,4%</i>	<i>144,8%</i>		
Cash Flow (EUR Mn)	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	TACC	
EBITDA recurrente						(1,5)	(0,9)	(0,2)	22,8%	50,0%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var. capital circulante						(0,3)	(0,3)	(0,3)		
Cash Flow operativo recurrente						-1,9	-1,2	-0,5	23,5%	41,3%
CAPEX						(0,2)	(0,3)	(0,3)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,3)	(0,3)	(0,3)		
Impuestos						0,2	0,2	0,2		
Free Cash Flow Recurrente						(2,2)	(1,6)	(0,9)	24,6%	26,4%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						0,2	0,2	0,2		
- Adquisiciones / + Desinversiones						(0,2)	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						(2,2)	(1,4)	(0,7)	20,2%	34,5%
Ampliaciones de capital						13,0	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						(10,8)	1,4	0,7		

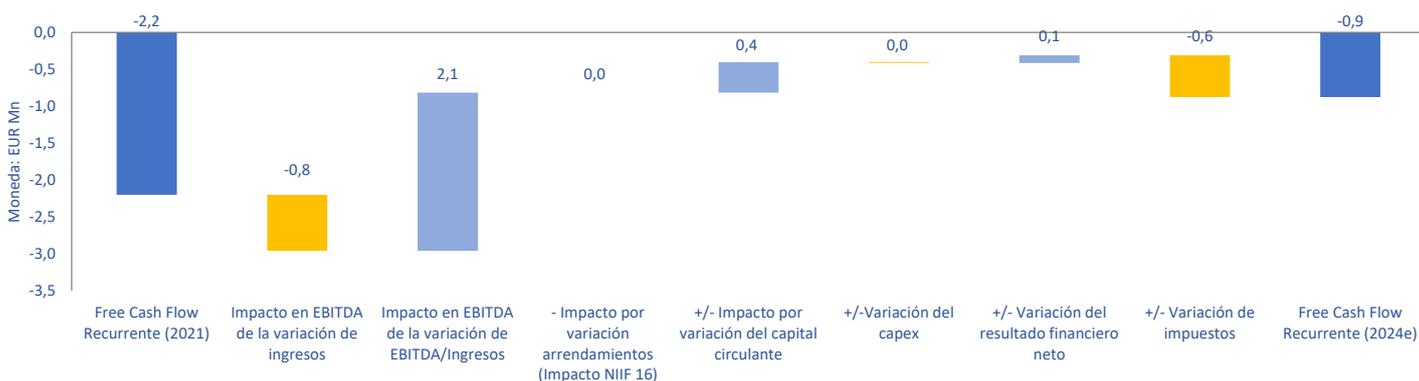
Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	TACC	
								18-21	21-24e
EBITDA recurrente	(2,3)	(1,7)	(1,5)	(1,6)	(1,5)	(0,9)	(0,2)	12,2%	50,0%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	47,7%	25,3%	11,7%	-2,8%	3,1%	38,7%	79,0%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	n.a.								
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(0,8)	(0,4)	(0,5)	(0,7)	(0,3)	(0,3)	(0,3)		
= Cash Flow operativo recurrente	(3,2)	(2,1)	(2,0)	(2,3)	(1,9)	(1,2)	(0,5)	10,8%	41,3%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	51,8%	33,9%	3,2%	-11,0%	16,6%	34,7%	62,9%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	n.a.								
- CAPEX	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,3)	(0,2)	(0,3)	(0,3)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,3)	(0,2)	(0,2)	(0,4)	(0,3)	(0,3)	(0,3)		
- Impuestos	0,4	0,4	0,3	0,7	0,2	0,2	0,2		
= Free Cash Flow recurrente	(3,1)	(1,9)	(2,0)	(2,2)	(2,2)	(1,6)	(0,9)	11,0%	26,4%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	54,2%	40,0%	-6,9%	-10,0%	-0,3%	27,6%	45,1%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	n.a.								
- Gastos de reestructuración y otros	0,4	0,2	(0,0)	0,1	0,2	0,2	0,2		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	(0,3)	(0,2)	(0,2)	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	(2,7)	(1,7)	(2,3)	(2,4)	(2,2)	(1,4)	(0,7)	4,8%	34,5%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	53,0%	39,4%	-41,1%	-0,8%	8,1%	36,7%	51,7%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	n.a.								
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	n.a.								
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	(6,8)	(3,1)	(1,9)	(2,0)	(2,2)	(2,2)	(1,6)		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(0,7)	(0,2)	(0,4)	(0,2)	(0,3)	(0,3)	(0,2)		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	2,9	0,8	0,6	0,1	0,4	0,9	0,9		
= Variación EBITDA recurrente	2,1	0,6	0,2	(0,0)	0,0	0,6	0,7		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	1,3	0,5	(0,1)	(0,2)	0,3	0,1	0,0		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	3,4	1,1	0,1	(0,2)	0,4	0,7	0,8		
+/- Variación del CAPEX	0,1	0,0	(0,1)	(0,3)	0,1	(0,0)	(0,0)		
+/- Variación del resultado financiero neto	0,1	0,2	(0,0)	(0,2)	0,1	-	-		
+/- Variación de impuestos	0,0	(0,0)	(0,1)	0,4	(0,6)	-	-		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	3,7	1,2	(0,1)	(0,2)	(0,0)	0,6	0,7		
Free Cash Flow Recurrente	(3,1)	(1,9)	(2,0)	(2,2)	(2,2)	(1,6)	(0,9)		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
EBIT	(1,8)	(2,3)	(1,6)	(0,5)	(0,3)	0,2	0,9	33,5%	53,6%
* Tasa fiscal teórica	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	30,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	-	-	(0,3)		
EBITDA recurrente	(2,3)	(1,7)	(1,5)	(1,6)	(1,5)	(0,9)	(0,2)	12,2%	50,0%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(0,8)	(0,4)	(0,5)	(0,7)	(0,3)	(0,3)	(0,3)		
= Cash Flow operativo recurrente	(3,2)	(2,1)	(2,0)	(2,3)	(1,9)	(1,2)	(0,5)	10,8%	41,3%
- CAPEX	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,3)	(0,2)	(0,3)	(0,3)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	-	-	(0,3)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	(3,2)	(2,1)	(2,1)	(2,6)	(2,1)	(1,5)	(1,0)	7,0%	25,8%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	52,5%	34,5%	-0,2%	-22,5%	17,7%	28,7%	30,5%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	n.a.								
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	(0,3)	(0,2)	(0,2)	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	(3,2)	(2,1)	(2,4)	(2,8)	(2,3)	(1,5)	(1,0)	4,1%	28,1%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	52,5%	34,5%	-15,8%	-16,1%	17,8%	34,8%	30,5%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	n.a.								
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	n.a.								

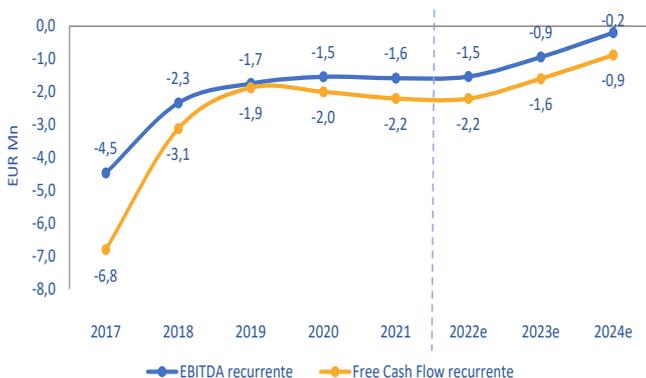
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2017 - 2021)



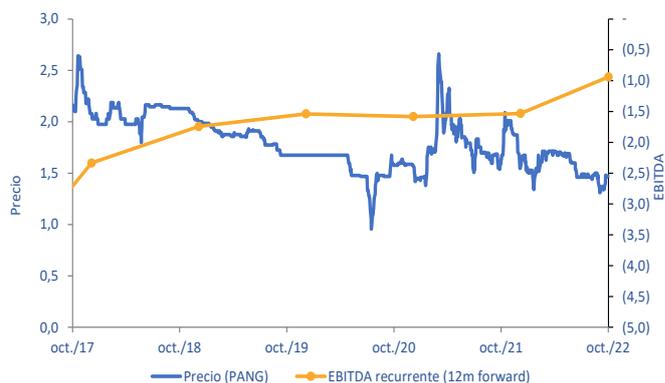
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2021 - 2024e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



Comportamiento del precio de la acción vs EBITDA (12m forward)



Anexo 3. Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	44,8	
+ Minoritarios	-	Rdos. 6m 2022
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,5	Rdos. 6m 2022
+ Deuda financiera neta	(8,2)	Rdos. 6m 2022
- Inmovilizado financiero	0,6	Rdos. 6m 2022
+/- Otros ⁽¹⁾	(3,8)	Rdos. 6m 2022
Enterprise Value (EV)	32,7	

(1) Bases imponibles negativas

Anexo 4. Comportamiento histórico (1)

Comportamiento histórico (EUR Mn)														TACC		
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	13-21	21-24e
Total Ingresos			3,1	1,7	1,9	2,5	2,6	3,1	3,3	4,1	4,6	5,5	6,5	7,7	5,1%	18,5%
Cto. Total Ingresos			17,7%	-44,4%	13,5%	29,1%	4,1%	16,7%	8,4%	23,6%	12,3%	19,9%	18,0%	17,6%		
EBITDA			(0,5)	(1,6)	(2,0)	(3,3)	(4,5)	(2,1)	(1,4)	(1,3)	(1,6)	(1,3)	(0,7)	0,0	-16,8%	26,2%
Cto. EBITDA			61,2%	-237,0%	-22,1%	-69,4%	-37,0%	54,0%	32,7%	8,1%	-27,6%	21,2%	44,8%	102,1%		
EBITDA/Ingresos			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,2%		
Beneficio neto			0,1	(0,2)	(0,5)	(0,6)	(2,0)	(0,6)	(4,1)	(1,7)	(1,0)	(0,6)	(0,5)	0,0	-35,7%	26,1%
Cto. Beneficio neto			124,9%	-289,1%	-147,7%	-22,2%	-238,2%	68,8%	-555,0%	58,1%	42,7%	34,1%	30,4%	101,1%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)			0,2	0,2	0,2	10,6	10,6	13,1	16,9	18,7	20,0	27,1	30,5	30,5		
BPA (EUR)			0,63	-1,20	-2,97	-0,06	-0,19	-0,05	-0,24	-0,09	-0,05	-0,02	-0,01	0,00	-9,6%	26,1%
Cto. BPA			n.a.	n.a.	n.a.	98,1%	n.a.	74,7%	n.a.	62,2%	46,3%	51,3%	38,2%	n.a.		
BPA ord. (EUR)			0,57	-1,28	-3,30	-0,06	-0,29	-0,18	-0,32	-0,11	-0,05	-0,03	-0,01	0,01	-9,7%	28,4%
Cto. BPA ord.			n.a.	n.a.	n.a.	98,3%	n.a.	37,6%	-73,7%	64,2%	54,1%	33,0%	60,4%	n.a.		
CAPEX			(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,5)	(0,2)	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,3)	(0,2)	(0,3)	(0,3)		
CAPEX/Vtas %			3,5%	3,5%	12,0%	21,8%	5,9%	0,9%	0,0%	1,7%	7,0%	4,4%	4,4%	4,4%		
Free Cash Flow			(0,7)	(1,9)	(2,8)	(2,8)	(5,8)	(2,7)	(1,7)	(2,3)	(2,4)	(2,2)	(1,4)	(0,7)	-17,4%	34,5%
DN/EBITDA (x) (2)			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-417,5x		
PER (x)			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
EV/Vtas (x)			1,19x	3,26x	4,30x	14,57x	13,67x	12,24x	10,38x	8,04x	8,21x	5,92x	5,02x	4,27x		
EV/EBITDA (x) (2)			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
Comport. Absoluto			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-22,0%	-3,8%	-16,3%	-5,9%	-1,9%	-5,0%	n.a.	n.a.		
Comport. Relativo vs Ibex 35			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-27,4%	13,2%	-25,2%	11,3%	-9,1%	4,6%	n.a.	n.a.		

Nota 1: Los múltiplos son históricos, calculados en base al precio y EV de final de cada ejercicio, salvo (en su caso) en el año en curso, en que se darían múltiplos a precios actuales. El comportamiento absoluto y relativo corresponde a cada ejercicio (1/1 a 31/12). La fuente, tanto de múltiplos históricos como de evolución de la cotización, es Factset.

Nota 2: Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Anexo 5. Principales comparables 2022e

	Laboratorios de Diagnóstico Molecular								Equipos Médicos Avanzados					Líder Global			
	EUR Mn	Biocept	MDxHealth SA	BCART-BE	ATRY-ES	Guardant Health Inc	Exact Sciences Corp	Neogenomics Inc.	Average	Thermo Fisher	Qiagen	Danaher	Agilent	Becton Dickinson	Average	Roche	PANG
Datos Mercado																	
Ticker (Factset)	BIOC-US	MDXH-BE	BCART-BE	ATRY-ES	GH-US	EXAS-US	NEO-US		TMO-US	QGEN-US	DHR-US	A-US	BDX-US		ROG-CH	PANG-ES	
País	USA	Belgium	Belgium	Spain	USA	USA	USA		USA	Netherlands	USA	USA	USA		Switzerland	Spain	
Market cap	13,9	112,4	68,3	430,1	4.917,1	6.150,3	947,0		198.400,9	10.014,6	184.231,4	41.290,1	67.435,6		278.353,9	44,8	
Enterprise value (EV)	(1,4)	87,9	195,8	636,1	5.443,0	7.886,9	1.093,7		225.001,5	10.669,7	200.084,5	43.296,3	81.097,5		292.778,2	32,7	
Información financiera básica																	
Total Ingresos	48,3	40,9	82,9	202,3	464,2	2.021,3	492,2		43.890,0	2.123,3	30.891,9	6.793,9	18.913,6		64.822,7	5,5	
Cto. Total Ingresos	-21,6%	117,4%	71,7%	67,2%	23,6%	13,8%	1,1%		11,4%	-6,2%	4,4%	7,0%	-7,1%		2,3%	19,9%	
2y TACC (2022e - 2024e)	-42,4%	31,0%	23,8%	10,1%	30,0%	14,5%	11,1%		11,1%	4,5%	3,1%	3,9%	6,2%		4,4%	3,0%	
EBITDA	n.a.	(29,2)	(29,1)	44,2	(461,0)	(315,8)	(67,8)		11.925,2	777,4	10.646,4	1.968,8	4.825,2		25.512,9	(1,3)	
Cto. EBITDA	n.a.	-38,1%	48,5%	n.a.	-18,7%	39,9%	-103,5%		-14,4%	-8,1%	-11,4%	3,7%	16,0%		-2,2%	16,4%	
2y TACC (2022e - 2024e)	n.a.	27,0%	n.a.	21,3%	14,7%	40,1%	43,1%		29,2%	6,2%	3,6%	4,9%	7,9%		6,3%	4,7%	
EBITDA/Ingresos	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		21,8%	27,2%	36,6%	34,5%	29,0%		30,5%	39,4%	
EBIT	(12,7)	(32,1)	(41,4)	25,3	(477,2)	(744,5)	(172,5)		10.484,7	633,4	8.367,2	1.818,5	4.277,7		22.062,1	(0,3)	
Cto. EBIT	-423,4%	-35,4%	37,3%	236,6%	-16,2%	-1,6%	-80,2%		-40,4%	1,1%	-4,2%	3,4%	32,4%		12,6%	26,6%	
2y TACC (2022e - 2024e)	-45,4%	19,4%	46,4%	31,5%	7,5%	26,1%	20,4%		15,1%	6,8%	3,1%	5,4%	8,0%		6,2%	5,1%	
EBIT/Ingresos	n.a.	n.a.	n.a.	12,5%	n.a.	n.a.	n.a.		12,5%	23,9%	29,8%	27,1%	26,8%		26,0%	34,0%	
Beneficio Neto	(12,9)	(34,5)	(47,4)	14,1	(570,2)	(748,3)	(166,5)		9.112,2	508,8	7.863,8	1.530,9	3.279,5		15.872,4	(0,6)	
Cto. Beneficio Neto	-353,2%	-40,4%	33,7%	160,6%	-39,9%	-25,0%	n.a.		-44,0%	17,4%	-1,2%	23,3%	25,9%		24,2%	13,0%	
2y TACC (2022e - 2024e)	-44,8%	19,2%	23,1%	39,6%	13,8%	26,0%	20,2%		13,9%	5,4%	3,2%	2,7%	7,9%		5,8%	6,2%	
CAPEX/Ventas	n.a.	67,3%	4,9%	67,7%	19,1%	9,9%	7,7%		29,4%	5,8%	9,2%	4,0%	4,5%		5,9%	6,6%	
Free Cash Flow	n.a.	(58,8)	(35,1)	(41,4)	(369,5)	(584,7)	n.a.		6.979,3	497,5	7.498,5	1.139,7	2.883,9		17.557,4	(2,2)	
Deuda financiera Neta	n.a.	20,2	143,0	130,8	340,2	1.900,2	368,9		24.654,5	631,0	12.102,2	1.510,2	13.508,7		10.009,4	(8,4)	
DN/EBITDA (x)	n.a.	n.a.	n.a.	3,0	n.a.	n.a.	n.a.		3,0	2,1	0,8	1,1	0,8		1,5	0,4	
Pay-out	n.a.	0,0%	n.a.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%		0,0%	5,0%	0,0%	9,3%	16,5%		12,9%	52,0%	
Múltiplos y Ratios																	
P/E (x)	n.a.	n.a.	n.a.	26,2	n.a.	n.a.	n.a.		26,2	21,9	19,6	23,6	27,2		22,4	16,0	
P/BV (x)	n.a.	8,5	n.a.	1,0	17,2	2,0	1,0		5,9	4,4	2,9	3,7	7,6		4,2	8,1	
EV/Ingresos (x)	n.a.	2,1	2,4	3,1	11,7	3,9	2,2		4,3	5,1	5,0	6,5	6,4		5,5	4,5	
EV/EBITDA (x)	n.a.	n.a.	n.a.	14,4	n.a.	n.a.	n.a.		14,4	18,9	13,7	18,8	22,0		18,0	11,5	
EV/EBIT (x)	0,1	n.a.	n.a.	25,1	n.a.	n.a.	n.a.		12,6	21,5	16,8	23,9	23,8		21,0	13,3	
ROE	n.a.	n.a.	n.a.	3,7	n.a.	n.a.	n.a.		3,7	20,1	14,6	15,6	27,9		18,3	50,4	
FCF Yield (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		n.a.	3,5	5,0	4,1	2,8		3,9	6,3	
DPA	n.a.	0,00	n.a.	0,00	0,00	0,00	0,00		0,00	1,17	0,00	1,02	0,83		1,37	9,72	
Dvd Yield	n.a.	0,0%	n.a.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%		0,0%	0,2%	0,0%	0,4%	0,6%		0,6%	2,9%	

Nota 1: Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Factset). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).

Nota 2: Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

INFORMACIÓN LEGAL IMPORTANTE SOBRE ESTE INFORME

LIGHTHOUSE

Lighthouse es un proyecto de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Lighthouse es un proyecto de análisis plenamente financiado por Bolsas y Mercados Españoles S.A. Lighthouse persigue mejorar la cobertura de análisis de los "valores huérfanos" del mercado español: aquellos que carecen de una cobertura real y continuada de análisis. Los informes de Lighthouse no incluirán ni valoración ni precio objetivo. Lighthouse no persigue asesorar en materia de inversión a ninguna persona física o jurídica. Por este motivo, Lighthouse no dará ninguna recomendación personalizada de inversión de ninguno de los valores que analice.

IEAF Servicios de Análisis S.L.U. es una sociedad de nacionalidad española, cuyo objeto social es

1º) La prestación de servicios de información y análisis financiero de los valores emitidos por todo tipo de personas jurídicas que pueden cotizar o no en los mercados secundarios oficiales, y especialmente (pero no exclusivamente) de aquellos valores que no son objeto recurrente de información y análisis por los analistas financieros que intervienen en los mercados.

2º) La prestación de los servicios de publicidad y actualización de los referidos informes y análisis financieros, así como la monitorización y seguimiento de los valores objeto de información y análisis.

3º) La realización de estudios y proyectos dirigidos a proponer e implantar medidas tendentes a mejorar la información y análisis financieros de los valores que cotizan en los mercados secundarios oficiales.

IEAF Servicios de Análisis S.L.U. es una sociedad cuyo socio único es el Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF), asociación profesional sin ánimo de lucro.

DISCLAIMER

El Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) certifica que todo Analista de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. cuyo nombre figure como Autor de este informe, expresa opiniones que reflejan su opinión personal e independiente sobre la compañía analizada. Sin que estas impliquen, ni directa ni indirectamente una recomendación personalizada de la compañía analizada a efectos de constituir un asesoramiento en materia de inversión. El informe se basa en la elaboración de proyecciones financieras detalladas a partir de información pública y siguiendo la metodología de análisis fundamental tradicional (no tratándose, por tanto de un informe de análisis técnico ni cuantitativo). Para la metodología de análisis empleada en la redacción de este informe, por favor, contacte directamente con el analista, cuyos datos de contacto figuran en la portada de este informe.

El informe incluye información básica de los principales parámetros a utilizar por un inversor a la hora de realizar por sí mismo una valoración (sea por descuento de flujos o por múltiplos). Dichos parámetros son la opinión o estimación personal del analista. La persona que reciba este informe deberá aplicar su propio juicio a la hora de utilizar dichos parámetros. Y deberá considerarlos un elemento más en su proceso de decisión en materia de inversión. Esos parámetros no constituyen una recomendación personalizada de inversión.

Normas de confidencialidad y conflictos de interés

Ninguna de las siguientes normas (12) de confidencialidad y conflictos de interés son de aplicación a este informe:

1. El presente informe es un análisis no independiente al estar realizado por encargo de la compañía analizada (emisor).
2. En los últimos 12 meses, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., han tenido mandatos de Finanzas Corporativas o bien han gestionado o cogestionado una oferta pública de los valores del emisor, o bien recibido de dicho emisor una remuneración por los servicios de Finanzas Corporativas, que excluyen los servicios de corredor por unos honorarios anticipados.
3. El Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., espera recibir o pretende obtener en los próximos 6 meses una remuneración por los servicios de Finanzas Corporativas prestados a esta empresa, que excluyen los servicios de corredor por unos honorarios anticipados.
4. El Analista de Inversiones o un miembro del Departamento de Análisis o alguien que viva en su casa tiene una posición larga en las acciones o los derivados del emisor correspondiente.
5. El Analista de Inversiones o un miembro del Departamento de Análisis o alguien que viva en su casa tiene una posición corta en las acciones o los derivados del emisor correspondiente.
6. A la fecha de producción, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U. tenían una posición larga superior al 0,5% del Capital del emisor.
7. A la fecha de producción, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U. tenían una posición corta superior al 0,5% del Capital del emisor.
8. Al fin del mes inmediatamente anterior a la publicación de este informe, o del mes previo si el informe se publica en los diez días siguientes al final del mes, la compañía analizada (el emisor) o cualquiera de sus filiales, poseían el 5% o más de cualquier clase de valores de renta variable del Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U.
9. Un alto directivo o ejecutivo del Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., o bien un miembro de sus departamentos es directivo, ejecutivo, asesor o miembro del Consejo de Administración del emisor y/o una de sus subsidiarias.
10. El Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., actúa en calidad de corredor del Emisor por los honorarios anticipados correspondientes.
11. El contenido de este informe que incluye el análisis financiero, proyecciones financieras, valoración, opinión y conclusiones del analista ha sido revisado por el emisor antes de su publicación.
12. El emisor ha realizado cambios en el contenido del informe antes de su distribución.

Los Analistas de Inversiones que han elaborado el presente Análisis de Inversiones son empleados de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Dichos analistas han recibido (o recibirán) una remuneración en función de los beneficios generales de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Para obtener una copia del Código de Conducta de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. (para la Gestión de Conflictos de Interés en el departamento de Análisis), contacte por correo electrónico con secretaria@ieaf.es o consulte el contenido de este Código en www.ieaf.es.

IEAF Servicios de Análisis está remunerado por Bolsas y Mercados Españoles, S.A. para la redacción de este informe. Este informe debe considerarse solo un elemento más en la toma de decisiones de inversión.

Un informe emitido por IEAF Servicios de Análisis S.L.U.

Todos los derechos reservados. Queda prohibido su uso o distribución no autorizados. Este documento ha sido elaborado y distribuido, según lo establecido en la MiFID II, por IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Su actividad empresarial está regulada por la CNMV. La información y las opiniones expresadas en este documento no constituyen ni pretenden constituir una oferta o la solicitud de una oferta para la compra o la venta de los valores referidos (es decir, los valores mencionados en el presente y los warrants, opciones, derechos o intereses relacionados con estos). La información y las opiniones contenidas en este documento están basadas en informaciones de carácter público y en fuentes consideradas fiables por IEAF Servicios de Análisis S.L.U., pero no se ofrece ninguna garantía en cuanto a su precisión o integridad. Todos los comentarios y las estimaciones facilitadas reflejan únicamente la

opinión de IFAF Servicios de Análisis S.L.U. y no ofrecen ninguna garantía implícita o explícita. Todas las opiniones expresadas están sujetas a cambio sin previo aviso. En el presente documento no se tienen en cuenta los objetivos de inversión concretos, el estado financiero, la actitud frente al riesgo ni otras cuestiones específicas de la persona que reciba este documento, de modo que ésta deberá aplicar su juicio al respecto. Ni el Instituto Español de Analistas Financieros ni su filial, IFAF Servicios de Análisis S.L.U., asumen responsabilidad alguna por las pérdidas directas o indirectas derivadas del uso de los análisis publicados, salvo en caso de conducta negligente por parte de IFAF Servicios de Análisis S.L.U. La información contenida en este informe se aprueba para su distribución a clientes profesionales, contrapartes elegibles y asesores profesionales, no a clientes particulares o minoristas. Se prohíbe su reproducción, distribución o publicación para cualquier fin sin la autorización por escrito de IFAF Servicios de Análisis S.L.U. El Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) y/o su filial IFAF Servicios de Análisis S.L.U., sus empleados y directivos, pueden tener una posición (larga o corta) en una inversión sabiendo que ese emisor será objeto de análisis y que ese análisis se distribuirá a inversores institucionales. Cualquier información adicional sobre el contenido de este informe se remitirá previa solicitud. IFAF Servicios de Análisis tiene como objetivo la publicación de (al menos) un informe o nota trimestral de actualización de la compañía analizada.

Estados Unidos. IFAF Servicios de Análisis S.L.U. no está inscrito en Estados Unidos y, por lo tanto, no está sujeto a la normativa de dicho país sobre la elaboración de análisis y la independencia de los analistas. Este informe se distribuirá únicamente a los principales inversores institucionales de EE.UU., con arreglo a la exención de inscripción estipulada por la Normativa 15a-6 de la Ley del Mercados de Valores de Estados Unidos de 1934, en su versión enmendada (la "Exchange Act") y en las interpretaciones de ésta realizadas por la Comisión de Valores de EE.UU. ("SEC").

Principales inversores institucionales de EE.UU. Este informe se distribuirá a los "Principales inversores institucionales de EE.UU." según la definición de la Normativa 15a-6 de la Comisión del Mercado de Valores de Estados Unidos y de la Ley del Mercado de Valores de EE.UU. de 1934.

Histórico de notas e informes

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
31-Oct-2022	n.a.	1,47	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2022 - Bajamos estimaciones	Luis Esteban Arribas
14-Jul-2022	n.a.	1,46	n.a.	n.a.	Noticia importante	Alfredo Echevarría Otegui
02-May-2022	n.a.	1,70	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2021	Alfredo Echevarría Otegui
29-Oct-2021	n.a.	1,64	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2021	Alfredo Echevarría Otegui
02-Sep-2021	n.a.	1,70	n.a.	n.a.	Noticia importante	Ana Isabel González García, CIAA
25-Jun-2021	n.a.	1,85	n.a.	n.a.	Noticia importante	Ana Isabel González García, CIAA
05-May-2021	n.a.	2,17	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2020 - Bajamos estimaciones	Ana Isabel González García, CIAA
03-Nov-2020	n.a.	1,58	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2020	Ana Isabel González García, CIAA
16-Oct-2020	n.a.	1,56	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	Ana Isabel González García, CIAA

