

# ATRYs

Productos farmacéuticos y biotecnología

Luis Arredondo 917829158  
 Arredondol@bancasabadell.com

## Consolidando el sector...

Cierre (08-01-21): 9,0 euros/acc.

Rango valoración: 8,0-9,75 euros/acc.

### INFORMACIÓN CLAVE

Reuters / Bloomberg:	ATRY.MC/ATRY SM
Cap. Bursatil / EV	302 M / 360 M
# acciones:	36,9 M
12M Max/Min:	8,88/3,36
Perf. Rel. IBEX (1,3,6 meses):	-14,1%/-0,4%/35,5%
Vol. medio acc. M Eur/M Acc.	0,103/0,022
Beta (5años)	0,56
Free-float:	38,7%
Rating(S&P, M, F)	NR / NR / NR

### Accionistas Principales

Inveready 10,33% Grupo Caser 9,43% Inversiones Industr.  
 Serpis 5,5% Serv. Inmob. Avilés 5,3% Santiago de Torres 5,2%  
 Sierrablu 4,6%

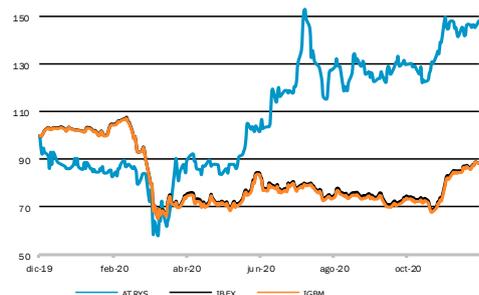
BS(e)	2019	2020e	2021e
Ventas Totales	15	29	70
Crec. %	103,0%	94,8%	143,0%
EBITDA	3	6	20
Crec. %	52,4%	100,8%	217,6%
Margen EBITDA	21,0%	21,7%	28,3%
EBIT	1	1	10
Crec. %	57,8%	13,0%	603,4%
Margen EBIT	8,2%	4,7%	13,7%
BDI	0	-1	4
Crec. %	-859,3%	n.a.	n.a.

x ACC.	2019	2020e	2021e
BPA	0,00	-0,04	0,11
Crec. %	-821,1%	n.a.	n.a.
BPA Ajustado	0,00	-0,04	0,11
Crec. %	-821,1%	n.a.	n.a.
DPA *	0,00	0,00	0,00
Crec. %	n.a.	n.a.	n.a.
CFPA	-0,90	-1,35	0,02
Crec. %	n.a.	n.a.	n.a.

RATIOS	2019	2020e	2021e
PER	-2241,76x	-243,61x	78,97x
PER Ajustado	-2241,76x	-243,61x	78,97x
PCF	-10,04x	-6,67x	451,19x
PVC	5,11x	4,10x	4,26x
ROE	-0,2%	-1,7%	5,4%
Yield *	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Ventas	15,17x	11,52x	5,12x
EV/EBITDA	72,12x	53,11x	18,07x
EV/EBIT	185,27x	242,53x	37,25x
Deuda/EBITDA	6,76x	4,92x	1,38x

Fuente: Análisis BS

### Compañía vs País e Índice IBEX:



Fuente: Bloomberg.

- Atrys es una compañía de **servicios de diagnóstico y tratamientos médicos de precisión** enfocados al campo de la oncología que cotiza en el BME Growth y cuenta con 4 líneas de negocio: Diagnóstico oncológico (20% ventas'22 BS(e)), Diagnóstico on line (49% ventas'22 BS(e)), Radioterapia avanzada (25% ventas'22 BS(e)) y Smartdata (5% ventas'22 BS(e)). Tras la extraordinaria evolución reciente en Bolsa (+210% en los últimos 2 años; ~300 M euros capitalización) y la mejora continua de sus niveles de liquidez (~5 M euros/mes; c.39% capital flotante) esperamos su salto al M.Continuo en 2021, un paso que el Consejo de Atrys ya habrá mandado al *management*.
- En esta nota revisamos nuestras estimaciones al alza un **+160% en ventas** y **+98% en EBITDA promedio 2021-22** para incorporar las 4 últimas operaciones de M&A, que en total suponen una inversión de c.85 M euros de EV BS(e) (múltiplo medio de ~7x EV/EBITDA BS(e)) y con un impacto estimado de +236% en EBITDA BS(e).

  - International Telemed Systems** (ITMS -Julio'20), compañía especializada en Diagnóstico on line con fuerte presencia en Chile y un EV de ~40 M euros (múltiplo 8,7x EV/EBITDA BS(e) que aportará 4,7 M euros de EBITDA Aj. BS(e) (75% de Atrys '20 BS(e)).
  - Axismed** (Agosto'20) compañía de telemedicina con base en Brasil y un EV de 1,6 M euros que genera un EBITDA *break even* (cercano a "cero") que utiliza herramientas de *Business Intelligence*.
  - ICM** (Octubre'20), especializada en Diagnóstico genético y genómico (con el que Atrys no contaba) y un EV de ~15 M euros BS(e) (múltiplo 5x EV/EBITDA). ICM aportará un EBITDA de ~3 M euros (~48% de Atrys'20 BS(e) vs 1,6 M euros en 2019).
  - Lenitudes** (Noviembre'20), compañía portuguesa que presta un amplio abanico de servicios médicos y reforzará especialmente su área de radioterapia. Cuenta con un EV de ~27 M euros BS(e) (6,8x EV/EBITDA) y aportará 4 M euros EBITDA Aj. (63% Atrys'20 BS(e)).
- Tras esta revisión, estimamos una **TACC'20-22e del +68% en ventas** (>5% orgánico) y **+96% en EBITDA** que permitirá la generación de un **FCF** promedio'21-22 de ~11 M euros ex *earn-outs* (4% *yield*) y una **reducción del apalancamiento** hasta ~1,1x DFN/EBITDA'22 BS(e). Las adquisiciones comentadas se financiarán con la entrega de acciones de Atrys (~13% BS(e)) y con los fondos obtenidos de (i) la ampliación de capital de 35 M euros (~12% capitalización; 4,40 euros/acc.; 3,1x sobredemanda) de julio'20, (ii) la disposición de 15 M euros del nuevo programa de bonos MARF (50 M euros; *Bullet* 2025) y (iii) la emisión de un bono convertible de 10 M euros con vencimiento 2026 (Interés 5,7% y opción ejercitable a 6 euros/acc.).
- Elevamos un **+70% nuestra valoración suelo hasta 8,0 euros/acc.** (+10% por *roll over* +90% por mejora de estimaciones) sin crecimiento inorgánico. También mejoramos nuestra valoración **con M&A hasta 9,75 euros/acc.** (vs 4,70-7,10 euros/acc. anterior). Esta última valoración es la que vemos más probable e incluye operaciones de hasta ~100 M euros de EV (~30% vs EV Atrys) en los próximos 2-3 años a múltiplos de 7x EV/EBITDA (en línea con las últimas operaciones) y la consecución de sinergias >15% en EBITDA. Atrys cotiza a 17,5x EV/EBITDA'21 por encima de las ~12x de su sector debido en nuestra opinión a sus mejores perspectivas de crecimiento y su potencial para generar valor adicional vía M&A.

## Índice

<b>1. M&amp;A EN EL ADN Y RESILIENCIA AL COVID.....</b>	<b>3</b>
M&A EN EL ADN.....	3
RESILIENCIA DE RDOS. AL COVID-19 .....	5
SALIDA AL CONTINUO: ESTRUCTURA ACCIONARIAL .....	6
<b>2. NUEVA REVISIÓN DE ESTIMACIONES AL ALZA .....</b>	<b>7</b>
<b>3. BALANCE SANEADO Y SÓLIDA GENERACIÓN DE CAJA. ....</b>	<b>9</b>
<b>4. RANGO DE VALORACIÓN Y ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD.....</b>	<b>11</b>
VALORACIÓN POR DCF.....	11
ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD A WACC Y CRECIMIENTO A PERPETUIDAD .....	12
<b>5. MÚLTIPLOS COMPARABLES .....</b>	<b>12</b>
<b>6. DATOS FINANCIEROS .....</b>	<b>13</b>
<b>7. DATOS OPERATIVOS.....</b>	<b>13</b>

## 1. M&A EN EL ADN Y RESILIENCIA AL COVID

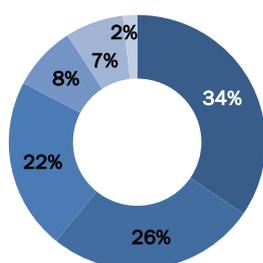
### M&A EN EL ADN

Atrys ha cerrado 4 operaciones de M&A en los últimos 5 meses, que en total suponen una inversión de c.85 M euros de EV BS(e) y que en media se han realizado a un múltiplo de ~7x EV/EBITDA. Esperamos que en conjunto tengan un impacto positivo del +236% en el EBITDA de la compañía.

Tras estas operaciones, Atrys pasará a ser una compañía mucho más diversificada geográficamente y sus **ventas internacionales** se incrementarán hasta el ~66% BS(e) (vs 12% antes). A nivel de **actividades**, la compañía seguirá teniendo un balance equilibrado, pero Diagnóstico *on line* ganará peso en el negocio hasta alcanzar el ~49% de las ventas (vs 26% antes). A continuación mostramos un gráfico con las ventas 2022 BS(e) por geografía y por actividad, una vez incorporadas de forma plena las últimas adquisiciones.

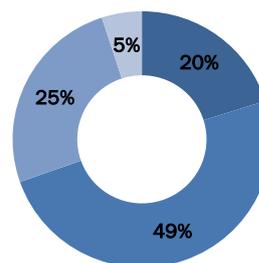
### Ventas proforma por geografía y por actividad tras M&A

Ventas por geografía



■ España ■ Chile ■ Portugal ■ Brasil ■ Colombia ■ Perú

Ventas por actividad



■ Diagnóstico Oncológico ■ Diagnóstico Online  
■ Radioterapia de alta precisión ■ Smartdata

Fuente: BS Análisis

#### INTERNATIONAL TELEMEDICAL SYSTEMS (ITMS) – JULIO'20

*En julio'20 cerró la adquisición de ITMS por un EV de ~40 M euros (8,7x EV/EBITDA), una compañía especializada en Diagnóstico on line y con fuerte presencia en Chile*

En julio'20 cerró la adquisición de ITMS por un **EV de ~40 M euros** (~8,7x EV/EBITDA BS(e)). Se trata de una compañía suizo-chilena especializada en diagnóstico *on line* (~18 años de experiencia), líder en teleradiología y telecardiología en Chile (donde genera ~75% de sus ventas) y con presencia en Colombia, Brasil y Perú. En 2019 generó unas ventas de ~23 M euros (~80% ventas Atrys 2020 BS(e)) y un EBITDA ajustado de 4,7 M euros. En los últimos 8 años, ha crecido a una tasa del +17% TACC y cuenta con una DFN de 2 M euros (~9,5% de la DFN'19 de Atrys).

Tras su incorporación, Atrys contará con unos 350 facultativos informando pruebas diagnósticas y se convertirá en la compañía líder en diagnóstico *on line* en lengua castellana con la realización de más de >4 millones de informes médicos al año.

La operación se realizará a través de un pago en efectivo y cuenta con un *earn out* a 2 años (~13,5 M dólares) en función de la evolución del EBITDA de la compañía, algo que de materializarse llevará el múltiplo EV/EBITDA de la transacción a 8,5x.

#### AXISMED – AGOSTO'20

*En agosto'20 compró Axismed (EV 1,6 M euros), una compañía con base en Brasil y especializada en telemedicina*

Compañía adquirida a Telefónica en agosto'20 por un **EV de ~1,6 M euros**. Axismed está especializada en la prestación de servicios de telemedicina en Brasil. En concreto, se encarga de la gestión a través de plataformas (app o web) y vía contacto telefónico de pacientes con perfiles de riesgo, pacientes crónicos, hiper usuarios (pacientes que hacen un uso intensivo de servicios médicos), embarazadas y otros con el fin de evitar admisiones innecesarias en hospitales.

Axismed cuenta con un *call center* médico 24/7 atendido por enfermeras y supervisado por médicos generales y especialistas que proporcionan respuestas a los usuarios en cuestiones médicas menores o redirigiendo a servicios de salud cuando así se requiera. Los principales clientes de la compañía son empresas de seguros privados, medicina prepagada y corporativas que cubren los costes de seguros médicos de sus empleados.

Axismed cuenta con herramientas de *Business Intelligence* (BI) y presta entre otros, servicios de consultoría estratégica para implementación de procesos de BI. Con todo, se espera que Axismed complemente la actividad e ITMS en LatAm, reforzando además el área de Smart Data.

Destacar por último que está previsto que Axismed cierre 2020 con unas ventas de 3 M euros y un EBITDA *break even* (cerca de "cero"). La operación se hará a través de un pago en efectivo y cuenta con un *earn out* de 0,64 M euros ligado a la facturación de ciertos clientes a cierre de 2022.

■ **ICM – OCTUBRE'20**

En octubre'20 cerró la adquisición de ICM, una compañía con un EV de 15 M euros (5x EV/EBITDA) especializada en diagnóstico genético y genómico

En octubre'20 Atrys adquirió el 100% de la compañía gallega ICM (Instituto de estudios Celulares y Moleculares) por un EV de ~15 M euros BS(e) (libre de deuda) a un múltiplo de 5,0x EV/EBITDA'20 . Se trata de una compañía española de diagnóstico genético y genómico que ampliará las capacidades de Atrys en medicina molecular y biopsia líquida.

ICM está dotada con tecnología de última generación para secuenciación y genotipado masivos y se integrará dentro del área de diagnóstico oncológico de Atrys complementando su abanico de servicios (hasta ahora la compañía no contaba diagnóstico genético oncológico). Sus clientes son clínicas/hospitales de alta especialización, por lo que el grueso de su negocio es B2B.

Destacamos además que ICM desarrolla servicios diagnósticos de Covid-19 a partir de saliva de alta sensibilidad, muy poco invasivos que pensamos deberían tener una buena acogida en mercado. En 2020 se espera que ICM genere unas ventas de 6 M euros (vs 3 M euros en 2019) y un EBITDA de 3 M euros (vs 1,6 M euros en 2019) lo que aportará unos márgenes EBITDA del 50%, muy por encima de los márgenes consolidados de Atrys en 2019 (~34% margen EBITDA ajustado proforma).

La operación se formalizará a través de un pago en efectivo y un pago en acciones que supondrá la emisión de ~1,1 M acciones (~3% del total) a un precio de 4,4 euros/acc. (-48% vs cotización). El acuerdo incluye un *earn out* hasta 2024 (no detallado) en función del EBITDA generado.

■ **LENITUDES – NOVIEMBRE'20**

En noviembre'20 adquirió el 91,7% de la portuguesa Lenitudes que reforzará su área de radioterapia avanzada, a un múltiplo de 6,8x EV/EBITDA

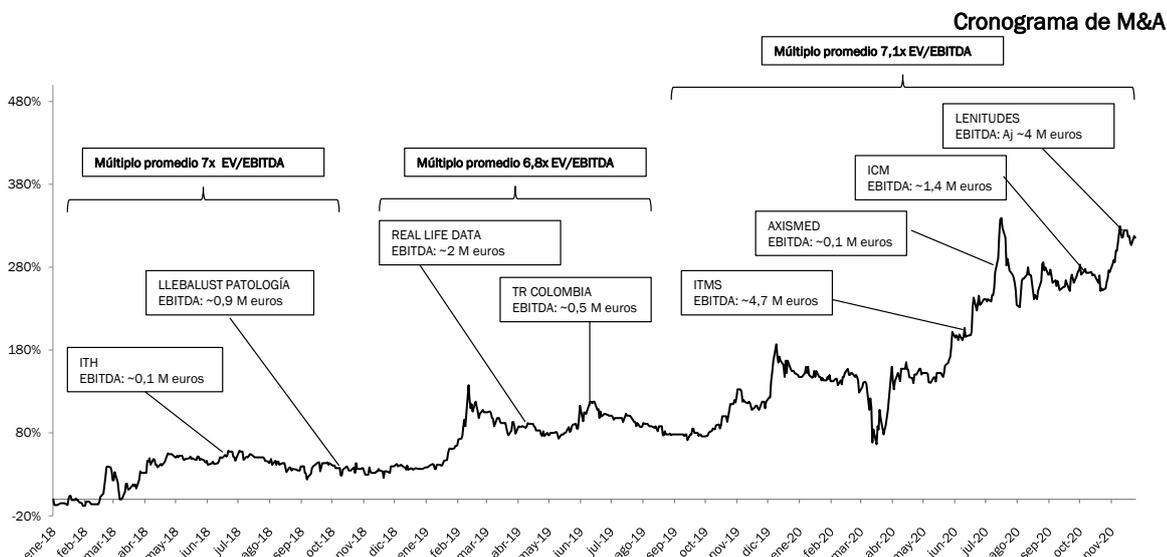
En noviembre'20 anunció un acuerdo para la compra del 91,7% de Lenitudes en virtud de un acuerdo con el fondo español MCH que valora la totalidad del **equity de la compañía en 17,1 M euros (~6,8x EV/EBITDA ajustado)**. Lenitudes es un grupo portugués especializado en servicios de radiodiagnóstico, medicina nuclear, radioterapia, quimioterapia y otros servicios oncológicos. Con esta incorporación, Atrys potenciará especialmente la actividad de radioterapia oncológica, ya que contará con 7 aceleradores lineales y podrá hacer una planificación centralizada de tratamientos. Adicionalmente, Lenitudes presta servicios de diagnóstico on line, diagnóstico oncológico (patología y genética) así como servicios de Inteligencia Artificial y servirá de plataforma para la prestación de otros servicios de Atrys en Portugal.

Se estima que en 2021 Lenitudes aportará a Atrys unas ventas de 16 M euros (~55% de ventas 2020 BS(e)) y un EBITDA ajustado de unos 4 M euros, así como una DFN de 10 M euros (~32% DFN'20 BS(e) de Atrys; 2,5x DFN/EBITDA) tras la desinversión de activos inmobiliarios que se destinará exclusivamente a reducir deuda.

La operación se formalizará con la entrega de acciones de Atrys. En concreto se emitirán ~2,2 M acciones (~2,3 M si se adhieren los minoritarios; +7% de acciones de Atrys) a un precio de 7,25 euros (-15% vs cotización). Así, el fondo español MCH, pasará a ser accionista de Atrys con una participación del 6,2% (sin representación en el Consejo de Administración) y contará con un periodo de *lock up* de 2 años. El cierre de la operación está previsto a lo largo del 1T'21.

■ **PIPELINE**

Al margen de estas 4 operaciones, Atrys aún está pendiente de cerrar la potencial adquisición de una **participación mayoritaria de una empresa peruana** que desarrolla actividad de teleradiología en este país (cuota de mercado del 4,5%) y que cuenta con una cifra de ventas de 4,5 M euros y un EBITDA de 0,8 M euros (~15% y ~13% de Atrys en 2020 BS(e)). De cara a 2021 la compañía cuenta un pipeline de **M&A centrado en Europa**. A continuación mostramos un gráfico con las últimas operaciones de M&A cerradas por la compañía.



Fuente: BS Análisis

## RESILIENCIA DE RDOS. AL COVID-19

En sus Rdos. 1S'20 Atrys reiteró su objetivo de situar el endeudamiento por debajo de <3x DFN/EBITDA proforma en 2020

Los Rdos. 1S'20 fueron débiles, sin embargo esperamos una rápida recuperación a partir del 2S'20. Las **ventas proforma cayeron un -19%** (+37% contable) motivado en gran medida por el aplazamiento o cancelación de pruebas diagnósticas (especialmente en 2T'20), así como por la reducción coyuntural de ciertas actividades como la tele-cardiología (5% ventas BS(e)), una actividad muy ligada a revisiones médicas laborales.

Por **geografías** (datos a septiembre'20), España (~88% ventas BS(e)) registró una caída de las ventas comparables (LfL) del -9%, mientras que Colombia (~12% ventas BS(e)) cayó un -38% vs 1S'19 debido a (i) unas cuarentenas por Covid-19 más prolongadas que en Europa y (ii) un entorno adverso de tipo cambio (fortaleza del euro vs monedas emergentes) que habría restado un -5% al crecimiento.

Con todo, Atrys consiguió redirigir parte de su actividad a la realización de **test Covid-19**. Tanto pruebas PCR (apoyando programas *back to work* de empresas), como test de Elisa, serológicos y de antígenos, a la vez que avanzando (con el apoyo de la recién incorporada ICM) en el desarrollo de unos test de saliva (también para Covid-19), que tienen la ventaja de ser mucho menos invasivos.

A pesar de la favorable evolución de los márgenes brutos (+260 puntos básicos hasta 72,9%), el **EBITDA proforma cayó un -50%** (+3% contable) debido al descenso de las ventas y a una contracción de márgenes de -10pp hasta el 17,1% que llevaron el **BDI** a terreno negativo (-0,8 M euros). Buenas noticias por el lado de la caja que tuvo una evolución favorable e hizo posible que la **DFN** se mantuviese **prácticamente estable** en los 23,2 M euros (vs 21,1 M euros en 2019). En este contexto, la compañía anunció su objetivo de situar su endeudamiento por debajo de **<3x DFN/EBITDA proforma en 2020** (en línea con nuestras estimaciones), lo que le permitiría cumplir con holgura los *convenants* para 2020 de sus bonos (Destacamos ≤4x DFN/EBITDA recurrente proforma'20).

	GAAP			PROFORMA		
	1S2020	1S2019	Var %	1S2020	1S2019	Var %
<b>CIFRA NEGOCIOS</b>	<b>8,3</b>	<b>6,1</b>	<b>37%</b>	<b>8,3</b>	<b>10,3</b>	<b>-19%</b>
<b>MARGEN BRUTO</b>	<b>6,1</b>	<b>4,1</b>	<b>50%</b>	<b>6,1</b>	<b>7,2</b>	<b>-16%</b>
<i>% s/ ventas</i>	<i>72,9%</i>	<i>66,6%</i>	<i>633bps</i>	<i>72,9%</i>	<i>70,3%</i>	<i>265bps</i>
<b>EBITDA</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>3%</b>	<b>1,4</b>	<b>2,9</b>	<b>-50%</b>
<i>% s/ ventas</i>	<i>17,1%</i>	<i>22,7%</i>	<i>(561)bps</i>	<i>17,1%</i>	<i>27,8%</i>	<i>(1.068)bps</i>
<b>EBITDA Ajustado</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>-1%</b>	<b>1,8</b>	<b>3,3</b>	<b>-45%</b>
<i>% s/ ventas</i>	<i>21,4%</i>	<i>29,5%</i>	<i>(804)bps</i>	<i>21,4%</i>	<i>31,8%</i>	<i>(1.035)bps</i>
<b>BAI</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,3</b>	<b>-315%</b>	<b>n.d</b>	<b>n.d</b>	
<i>% s/ ventas</i>	<i>-7,8%</i>	<i>4,9%</i>	<i>(1.273)bps</i>	<i>n.a</i>	<i>n.a</i>	
<b>BDI</b>	<b>-0,8</b>	<b>0,1</b>	<b>n.a</b>	<b>-0,8</b>	<b>-</b>	<b>n.a</b>
<i>% s/ ventas</i>	<i>-10,2%</i>	<i>2,1%</i>	<i>(1.229)bps</i>	<i>-10,2%</i>	<i>n.a</i>	<i>n.a</i>

Fuente: BS Análisis

A pesar de reducir su *guidance* 2020 de ventas proforma a 47 M euros, la compañía mantuvo su objetivo de EBITDA ajustado proforma en 13 M euros

De cara al **cierre 2020**, la compañía redujo su *guidance* de **ventas proforma a 47 M euros** (vs 55,4 M euros anterior; -15% y vs ~54 M euros BS(e)) debido a (i) una mayor duración de las cuarentenas en LatAm, (ii) el retraso de la adquisición de una compañía en Perú y (iii) el impacto negativo del tipo de cambio (esperamos 1,20 dólares/euro en 2021-22). En todo caso, **mantiene el objetivo de EBITDA ajustado proforma en 13 M euros** (vs rango 13-14 M euros anterior) gracias a una aceleración de las sinergias de costes en LatAm.

De cara a **2021** la compañía mantuvo inalteradas sus perspectivas de **crecimiento orgánico en ventas >+20% hasta 58-60 M euros** y **EBITDA ajustado proforma entre 19-20 M euros**, si bien esta previsión no incluye la reciente adquisición de la compañía portuguesa Lenitudes (ver punto 2).

**SALIDA AL CONTINUO: ESTRUCTURA ACCIONARIAL**

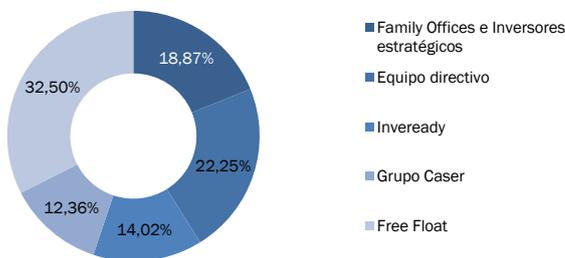
Tras la extraordinaria evolución reciente en Bolsa (+210% en los últimos 2 años; ~300 M euros capitalización) y la mejora continua de sus niveles de liquidez (~5 M euros/mes) esperamos su **salto al M.Continuo en 2021**, un paso que el Consejo de Atrys ya habría mandatado al *management* de la compañía.

El paso de Atrys al Mercado Continuo, además de aportar **visibilidad** pensamos que abrirá la puerta a la realización de operaciones de **M&A más relevantes** en la medida en que la compañía podría afrontar las inversiones con el apoyo de inversores institucionales internacionales que habitualmente tienen restricciones para invertir en compañías del BME Growth.

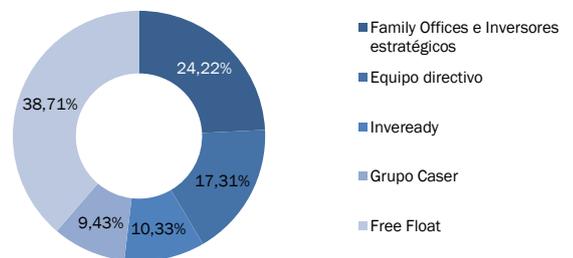
Por último, mostramos la estructura accionarial de Atrys tras la reciente ampliación de capital de 35 M euros (julio'20), que como hemos comentado refleja una mejora del **capital flotante** hasta el 38,7% (vs 32,5% a marzo'20) e incorpora nuevos accionistas de referencia como Mutua Madrileña, que ostenta un 5% del capital y la reducción de otros como *Inveready*, que reduce su participación hasta el c.9% (vs 18% en 2019). Destacamos también la próxima entrada en el capital del fondo de *private equity* MCH con un 6,2% en el marco de la adquisición de Lenitudes a partir del 2T'21 y que cuenta con un *lock up* de 2 años.

**Evolución accionariado**

**Marzo 2020**



**Octubre 2020**



Fuente: BS Análisis y Compañía

## 2. NUEVA REVISIÓN DE ESTIMACIONES AL ALZA

Revisamos nuestras estimaciones un **+160% en ventas y +98% en EBITDA** promedio para el **periodo 2021-22** con el fin de incorporar las 4 últimas operaciones de M&A. Así, asumimos la integración de ITMS, Axismed e ICM a lo largo del 2S'20 y la de Lenitudes a partir del 2T'21.

### Revisión de estimaciones

M euros	2020e			2021e			2022e			TACC 19-22e	
	Actuales	Antiguas	Difer. (%)	Actuales	Antiguas	Difer. (%)	Actuales	Antiguas	Difer. (%)	Actuales	Antiguas
<b>Ventas</b>	<b>28,9</b>	<b>20,8</b>	<b>39,1%</b>	<b>70,2</b>	<b>27,0</b>	<b>160,6%</b>	<b>81,3</b>	<b>31,4</b>	<b>159,3%</b>	<b>76,3%</b>	<b>28,3%</b>
Var. (%)	94,8%			143,0%			15,7%				
<b>EBITDA</b>	<b>6,3</b>	<b>7,1</b>	<b>-11,7%</b>	<b>19,9</b>	<b>9,6</b>	<b>106,3%</b>	<b>24,1</b>	<b>12,6</b>	<b>91,3%</b>	<b>97,6%</b>	<b>59,2%</b>
Margen (%)	21,7%			28,3%			29,6%				
<b>EBIT</b>	<b>1,4</b>	<b>3,6</b>	<b>-61,8%</b>	<b>9,7</b>	<b>5,4</b>	<b>78,8%</b>	<b>12,6</b>	<b>8,0</b>	<b>56,6%</b>	<b>118,0%</b>	<b>87,7%</b>
Margen (%)	4,7%			13,7%			15,5%				
<b>BDI</b>	<b>-1,2</b>	<b>1,5</b>	<b>-183,4%</b>	<b>4,2</b>	<b>3,1</b>	<b>36,8%</b>	<b>7,3</b>	<b>5,7</b>	<b>27,8%</b>	<b>-530,9%</b>	<b>-497,0%</b>
Var. (%)	n.a			-439,1%			9,0%				

Fuente: BS Análisis

Revisamos nuestras estimaciones un **+128% en ventas y +71% en EBITDA** promedio para el periodo 2020-22

Según nuestras estimaciones, la rápida recuperación de su negocio a partir del 2S'20, unido a las recientes operaciones de M&A, permitirán a Atrys **multiplicar su tamaño por 2,8x** en los próximos 2 años, registrando un crecimiento en **ventas +68% TACC'20-22** (vs +23% antes). Por **divisiones** (ver tabla abajo), el mayor crecimiento vendría de la actividad de radioterapia de alta precisión debido a la incorporación de Lenitudes (a partir del 2T'20) y a la apertura del centro de radioterapia de alta precisión (IOA) de Barcelona que ha comenzado a operar en septiembre'20 (vs nuestra estimación inicial de 1T'20). Por su parte, Diagnóstico *on line* sería el segundo gran pilar de crecimiento con las incorporaciones de ITMS y Axismed (~37% y ~5% de las ventas'21 BS(e) respectivamente) en julio y agosto'20.

En la siguiente tabla incluimos nuestras previsiones de ingresos por división, que al margen de la aportación de las nuevas compañías, incluyen un **crecimiento orgánico** a partir de 2021 en el entorno del +5% (vs 12,7% alcanzado en 2019) impulsado por una mayor penetración de sus servicios en los principales grupos sanitarios (venta cruzada) y unas favorables dinámicas sectoriales a medio plazo (aumento del gasto sanitario, envejecimiento de la población, incidencia del cáncer, campañas de prevención...).

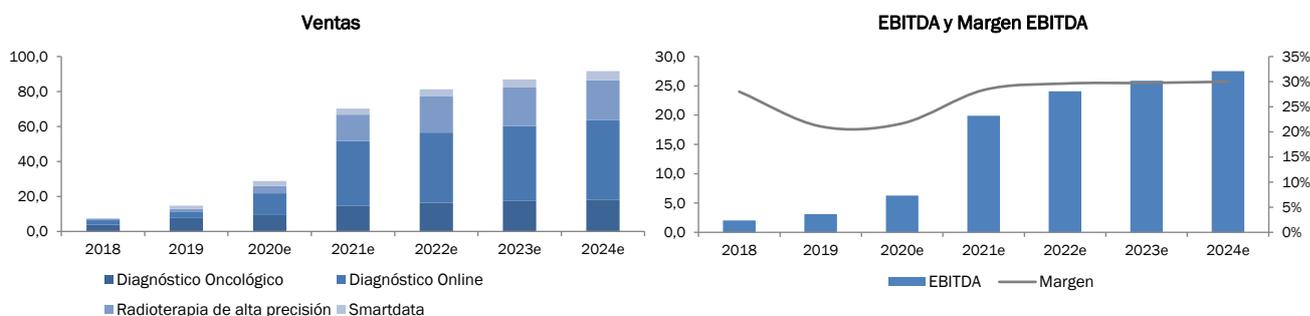
	Ingresos por división								
	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	TACC 19'24
<b>Diagnóstico Oncológico</b>	<b>3,2</b>	<b>3,8</b>	<b>7,7</b>	<b>9,3</b>	<b>14,7</b>	<b>16,4</b>	<b>17,4</b>	<b>18,3</b>	<b>18,7%</b>
Crto %	39,2%	19,7%	101,1%	20,7%	56,8%	11,8%	6,4%	4,7%	
<b>Diagnóstico Online</b>	<b>2,1</b>	<b>2,6</b>	<b>3,8</b>	<b>12,5</b>	<b>37,0</b>	<b>40,2</b>	<b>42,8</b>	<b>45,4</b>	<b>64,2%</b>
Crto %	22,1%	21,7%	46,1%	228,6%	196,7%	8,5%	6,4%	6,1%	
<b>Radioterapia de alta precisión</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>	<b>1,4</b>	<b>4,2</b>	<b>15,1</b>	<b>20,6</b>	<b>22,0</b>	<b>22,8</b>	<b>75,1%</b>
Crto %	39,3%	23,8%	64,3%	204,8%	257,7%	36,4%	6,8%	3,6%	
<b>Smartdata</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>1,9</b>	<b>2,8</b>	<b>3,4</b>	<b>4,1</b>	<b>4,7</b>	<b>5,3</b>	<b>22,5%</b>
Crto %	n.a	n.a	n.a	48,8%	20,0%	20,0%	15,0%	12,0%	
<b>TOTAL VENTAS NETAS</b>	<b>6,0</b>	<b>7,3</b>	<b>14,8</b>	<b>28,9</b>	<b>70,2</b>	<b>81,3</b>	<b>86,9</b>	<b>91,7</b>	<b>43,9%</b>
Crto %	32,3%	20,9%	103,4%	94,8%	143,0%	15,7%	7,0%	5,5%	

Fuente: BS Análisis

Por su parte, el **EBITDA crecería un +96% TACC'20-22** (vs +33% anterior) impulsado por el fuerte crecimiento de las ventas y una mejora de márgenes de +c.800pb vs 2020 derivada del (i) efecto apalancamiento operativo, (ii) un mix de actividades más favorable y (iii) la consecución de sinergias operativas (especialmente a nivel de costes) en las compañías adquiridas.

Destacamos no obstante que respecto a nuestras anteriores estimaciones, los márgenes EBITDA promedio que esperamos son inferiores (31% vs c.40% anterior) debido principalmente al mayor peso de la actividad de Diagnóstico *on line*, que cuenta con menor rentabilidad y su importancia relativa aumenta tras la adquisición de ITMS.

### Estimación de Ventas, EBITDA y Margen EBITDA



Fuente: BS Análisis

Por debajo de EBITDA destacamos el fuerte incremento en **amortizaciones**, debido al aumento de activos fijos (especialmente los aceleradores lineales de Lenitudes) y en **gastos financieros**, por el incremento de la deuda bruta, que en 2021 alcanzaría un pico de c.70 M euros (vs 31 M euros en 2019) tras la disposición de 15 M euros del programa de bonos MARF, la emisión de un bono convertible por 10 M euros y la incorporación de la deuda de Lenitudes (DFN ~10 M euros BS(e)).

### Cuenta de pérdidas y ganancias

Miles de euros	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	TACC'19-24
<b>CIFRA DE NEGOCIOS</b>	<b>7,3</b>	<b>14,8</b>	<b>28,9</b>	<b>70,2</b>	<b>81,3</b>	<b>86,9</b>	<b>91,7</b>	<b>43,9%</b>
<i>Crto. %</i>	<i>21%</i>	<i>103%</i>	<i>95%</i>	<i>143%</i>	<i>16%</i>	<i>7%</i>	<i>5%</i>	
Trabajos realizados para el activo	2,0	1,8	1,9	1,8	1,7	1,6	1,5	-3,8%
Imputación de subvenciones	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	3,3%
<b>Ingresos totales</b>	<b>9,7</b>	<b>17,0</b>	<b>31,1</b>	<b>72,4</b>	<b>83,3</b>	<b>88,9</b>	<b>93,6</b>	<b>40,7%</b>
Costes directos	-2,4	-4,2	-11,4	-25,4	-27,7	-29,3	-30,8	49,2%
<b>Beneficio Bruto</b>	<b>4,9</b>	<b>10,4</b>	<b>19,7</b>	<b>46,9</b>	<b>55,6</b>	<b>59,6</b>	<b>62,8</b>	<b>43,3%</b>
<i>Margen bruto</i>	<i>67%</i>	<i>70%</i>	<i>68%</i>	<i>67%</i>	<i>68%</i>	<i>69%</i>	<i>68%</i>	
Otros gastos de operación	-2,8	-7,3	-13,5	-27,0	-31,5	-33,7	-35,3	37,2%
<b>EBITDA</b>	<b>2,0</b>	<b>3,1</b>	<b>6,3</b>	<b>19,9</b>	<b>24,1</b>	<b>25,9</b>	<b>27,5</b>	<b>54,5%</b>
<i>Margen</i>	<i>28,0%</i>	<i>21,0%</i>	<i>21,7%</i>	<i>28,3%</i>	<i>29,6%</i>	<i>29,7%</i>	<i>30,0%</i>	
<i>Var %</i>	<i>19%</i>	<i>52%</i>	<i>101%</i>	<i>218%</i>	<i>21%</i>	<i>7%</i>	<i>6%</i>	
Amortización	-1,3	-1,9	-4,9	-10,3	-11,5	-11,8	-11,8	44,0%
<b>EBIT</b>	<b>0,8</b>	<b>1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>9,7</b>	<b>12,6</b>	<b>14,1</b>	<b>15,7</b>	<b>66,8%</b>
Rtdo financiero	-0,6	-1,1	-2,0	-2,8	-2,4	-2,3	-2,2	14,5%
Otros rds financieros	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	n.a
<b>BAI</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,6</b>	<b>6,9</b>	<b>10,2</b>	<b>11,8</b>	<b>13,5</b>	<b>130,6%</b>
Impuestos	-0,1	-0,3	-0,6	-2,7	-3,0	-2,9	-3,3	60,4%
<b>BDI</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>-1,2</b>	<b>4,2</b>	<b>7,3</b>	<b>8,9</b>	<b>10,2</b>	<b>n.a</b>

Fuente: BS Análisis

### 3. BALANCE SANEADO Y SÓLIDA GENERACIÓN DE CAJA.

Esperamos que Atrys genere un **flujo de caja libre** (FCF) promedio en el periodo 2021-24 de c.11 M euros (~4% *yield*), mientras que el flujo de caja para los accionistas (FCFE) alcanzaría los 8 M euros, si bien Atrys no puede remunerar al accionista hasta 2025 en la medida en que los dividendos están prohibidos en los *covenants* de sus bonos MARF.

	Estimación flujos de caja						
Miles de euros	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
EBITDA	2,0	3,1	6,3	19,9	24,1	25,9	27,5
Variación capital circulante	-2,0	-1,0	-1,2	-5,9	-1,4	-1,1	-0,8
Impuestos netos	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,4	-1,6	-3,3
Otros cobros/pagos de actividades de explotación	0,0	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4
<b>FLUJO CAJA EXPLOTACIÓN</b>	<b>0,0</b>	<b>1,8</b>	<b>4,6</b>	<b>13,4</b>	<b>22,0</b>	<b>22,8</b>	<b>23,0</b>
Pagos por inversiones	-7,7	-21,1	-47,7	-7,8	-18,7	-7,1	-6,5
Cobros por desinversiones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros flujos de inversión	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>FLUJO DE CAJA DE INVERSIÓN</b>	<b>-7,7</b>	<b>-21,1</b>	<b>-47,7</b>	<b>-7,8</b>	<b>-18,7</b>	<b>-7,1</b>	<b>-6,5</b>
Pagos por intereses	-0,6	-0,9	-1,6	-2,3	-2,1	-2,0	-2,0
Pago dividendos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ampliaciones de capital	4,0	5,0	35,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros flujos	1,3	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>VARIACIÓN DEUDA NETA</b>	<b>-3,0</b>	<b>-14,7</b>	<b>-9,6</b>	<b>3,3</b>	<b>1,2</b>	<b>13,7</b>	<b>14,5</b>
DEUDA NETA INICIO	3,4	6,4	21,1	30,8	27,5	26,3	12,6
<b>DEUDA NETA FINAL</b>	<b>6,4</b>	<b>21,1</b>	<b>30,8</b>	<b>27,5</b>	<b>26,3</b>	<b>12,6</b>	<b>-2,0</b>
<b>DEUDA NETA/ EBITDA</b>	<b>3,1x</b>	<b>6,8x</b>	<b>4,9x</b>	<b>1,4x</b>	<b>1,1x</b>	<b>0,5x</b>	<b>-0,1x</b>
<b>FCF</b>	<b>-7,7</b>	<b>-19,3</b>	<b>-43,1</b>	<b>5,6</b>	<b>3,3</b>	<b>15,7</b>	<b>16,5</b>
FCF Yield	-2,7%	-6,8%	-15,1%	1,9%	1,2%	5,5%	5,8%
<b>FCFE</b>	<b>-8,3</b>	<b>-20,2</b>	<b>-44,6</b>	<b>3,3</b>	<b>1,2</b>	<b>13,7</b>	<b>14,5</b>
FCFE Yield	-2,9%	-7,1%	-15,6%	1,2%	0,4%	4,8%	5,1%

Fuente: BS Análisis

Atrys financiará sus operaciones de M&A con la entrega de acciones y los fondos obtenidos de (i) una ampliación de capital de 35 M euros, (ii) un programa de bonos MARF de 50 M euros y (iii) un bono convertible de 10 M euros

Para financiar las últimas adquisiciones, Atrys ha cerrado varias operaciones que deberían permitirle cumplir su objetivo de mantenerse por debajo de **<3x DFN/EBITDA proforma en 2020 BS(e)**. En concreto:

- En el mes de julio'20 completó una **ampliación de capital de 35 M euros** (~12% capitalización) sin derecho preferente y dirigida a inversores institucionales a un precio de 4,4 euros/acc. (-48% descuento) que generó una sobredemanda de 3,1x veces.
- Emisión de un nuevo **programa de bonos MARF de 50 M euros** con vencimiento *bullet* en julio 2025 del que se han **dispuesto 30 M euros** (c.~50% deuda bruta'20 BS(e)) y de los cuales 15 M euros se han destinado a amortizar el anterior programa MARF (emitido en 2019).
- Emisión de un **bono convertible de 10 M euros** (~16% deuda bruta'20 BS(e)) no cotizado, con vencimiento 2026 que devenga un tipo de interés anual del 5,7% (3% en caja y 2,7% PIK). La opción de conversión en acciones es ejercitable a partir de 18 meses desde su suscripción (enero'22) a una *strike price* de 6 euros/acc..

*A pesar del importante esfuerzo inversor realizado, esperamos que Atrys cierre 2020 con una DFN de 30,8 M euros que implica 2,9x DFN/EBITDA proforma*

Así, esperamos que Atrys cierre 2020 con una **DFN de 30,8 M euros** (2,9x DFN/EBITDA proforma) a pesar de el importante esfuerzo inversor en M&A (~40 M euros BS(e)) gracias a una estrategia de financiación híbrida (70% equity/30% deuda) que le permitirá cumplir con holgura el *covenant* de <4x DFN/EBITDA'20 proforma ajustado. Esperamos que la compañía siga una rápida senda de **desapalancamiento** que la llevaría hasta niveles de 1x DFN/EBITDA en 2022 BS(e).

En términos de **liquidez**, Atrys cuenta con una posición holgada de ~9 M euros para hacer frente a **vencimientos de deuda** de unos ~3 M euros anuales en el periodo 2020-'24. A la espera de que finalice en proceso de restructuración de la deuda de Lenitudes, la compañía no tiene vencimientos de deuda relevantes hasta 2025 BS(e), cuando vencerían los 30 M euros del programa MARF. Por otro lado, la compañía ha conseguido en julio'20 una **mejora de rating** corporativo de B+ a BB- y de su programa de bonos MARF de BB- a BB con perspectiva estable (a 2 escalones del grado de inversión).

	<b>Balance</b>						
Miles de euros	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>
Inmovilizado intangible	18,9	19,6	59,0	56,1	62,9	57,8	52,1
Fondo de comercio de consolidación	8,2	35,4	35,4	35,4	35,4	35,4	35,4
Inmovilizado material	2,6	5,7	8,2	8,6	9,0	9,4	9,8
Activos financieros no corrientes	2,8	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6
Activos impuesto diferido	5,7	5,6	6,1	3,8	1,3	0,0	0,0
Existencias	0,3	0,3	0,4	0,9	1,0	1,0	1,1
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	3,7	8,3	12,0	26,7	29,5	31,6	33,4
Activos por impuestos corrientes	0,4	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Otros activos financieros corrientes	1,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	9,8	8,3	27,3	34,3	24,3	34,3	45,3
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>54</b>	<b>88</b>	<b>153</b>	<b>171</b>	<b>168</b>	<b>174</b>	<b>182</b>
Patrimonio neto	26,4	40,0	73,7	77,9	85,2	94,1	104,3
Subvenciones	6,2	6,1	6,2	6,5	6,4	6,3	6,2
Provisiones no corrientes	0,7	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Pasivos financieros	7,7	7,6	36,2	39,9	28,7	25,0	21,5
Otros pasivos no corrientes	8,7	24,9	24,9	24,9	24,9	24,9	24,9
Provisiones corrientes	0,4	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	1,2	2,9	5,5	14,8	16,3	17,4	18,3
Pasivos por impuestos corrientes y AA.PP.	0,5	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Otros pasivos corrientes	1,8	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>54</b>	<b>88</b>	<b>153</b>	<b>171</b>	<b>168</b>	<b>174</b>	<b>182</b>

Fuente: BS Análisis

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

##### VALORACIÓN POR DCF

Situamos nuestro **rango de valoración en 8,0 - 9,75 euros/acc.** (vs 4,70-7,10 euros/acc. anterior). Elevamos nuestra **valoración suelo un +70% hasta 8,0 euros/acc.** (DCF con 7,0% WACC y 2% g) que no incluye crecimiento inorgánico. De esta revisión, el +10% corresponde al *roll over* del modelo y el +90% restante a la revisión de estimaciones (+71% promedio en EBITDA). También mejoramos nuestra valoración **con M&A hasta 9,75 euros/acc.** Esta última valoración es la que vemos más probable e incluye operaciones de hasta ~100 M euros de EV (~30% vs EV de Atrys) en los próximos 2-3 años a múltiplos de 7x EV/EBITDA.

##### Valoración DCF

VALORACIÓN DCF	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	Valor terminal
<b>NOPLAT</b>	<b>7,2</b>	<b>9,4</b>	<b>10,5</b>	<b>11,8</b>	<b>11,6</b>	
+ Amortizaciones	10,3	11,5	11,8	11,8	11,8	
- Variación de Circulante	-5,9	-1,4	-1,1	-0,8	-0,4	
- Inversiones	-7,8	-18,7	-7,1	-6,5	-6,4	
± Ajustes	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	
<b>FCF</b>	<b>3,8</b>	<b>0,9</b>	<b>14,2</b>	<b>16,2</b>	<b>17,6</b>	
Flujo Descontado	3,5	0,8	11,6	12,4	12,5	290
<b>EV</b>	<b>330</b>					
- DFN'20 Aj	41					
- Minoritarios	0					
± Ajustes	5,5					
<b>Valor total</b>	<b>295</b>					
<b>Por acción (euros/acc.)</b>	<b>8,00</b>					

Valoración tras operaciones de M&A

- Adquisición de activos por 100 M euros (EV)
- Múltiplo 7x EV/EBITDA

**9,75 euros/acc. (+1,75 euros/acc. por M&A)**

Hipótesis	
WACC	7,0%
g	2,0%

Metodología: Modelos propios BS Análisis

*Elevamos nuestra valoración suelo un +70% hasta 8,0 euros/acc. y nuestra valoración con M&A hasta 9,75 euros/acc.*

A partir de enero 2022, los tenedores del bono convertible de Atrys (10 M euros) pueden solicitar la conversión en acciones a un *strike price* de 6,0 euros/acc. lo que teniendo en cuenta los niveles de cotización actuales (*In the Money*) y las sólidas perspectivas de negocio vemos muy probable que se ejercite la opción. Esto nos llevaría a un **P.O. suelo diluido de 7,9 euros/acc.** (-1,1% vs P.O. base).

Teniendo en cuenta su exitoso esquema de financiación para operaciones de **M&A** que incluye aproximadamente un **30% deuda/70% equity** y un 25% del precio pagado en acciones, pensamos que la compañía no tendrá problema para disponer de recursos adicionales. En este sentido, recordamos que quedan 20 M euros disponibles del programa MARF y que la última ampliación de capital generó una sobredemanda de 3,1x.

Estimamos además que la compañía será capaz de conseguir sinergias en costes superiores al >15% en EBITDA dado su apalancamiento operativo y que dejarían unos múltiplos implícitos de adquisición normalizados entre 1x y 2x EV/EBITDA inferiores a los reportados en el corto/medio plazo.

A continuación analizamos la **potencial generación de valor vía M&A** (en términos de precio por acción) y en función de un múltiplo de adquisición así como su capacidad para generar sinergias.

		Sinergias operativas					P.O. incluyendo M&A
		0,0%	5,0%	15,0%	25,0%	30,0%	
Múltiplo adquisición	8,5x	8,38	8,57	8,96	9,35	9,54	
	8,0x	8,57	8,78	9,19	9,60	9,81	
	7,5x	8,79	9,01	9,45	9,89	10,11	
	7,0x	9,04	9,27	<b>9,75</b>	10,22	10,46	
	6,5x	9,33	9,58	10,09	10,60	10,85	
	6,0x	9,66	9,94	10,49	11,04	11,32	
	5,5x	10,06	10,36	10,96	11,56	11,87	

Fuente: BS Análisis

### ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD A WACC Y CRECIMIENTO A PERPETUIDAD

Analizamos la sensibilidad de nuestro P.O. suelo a variaciones en la WACC y a la tasa de crecimiento a perpetuidad (g). Así, por cada 25pb de reducción en la tasa de descuento aplicada (WACC) nuestro P.O. mejoraría un +6,2%, mientras que variaciones de  $\pm 25$ pb en la tasa de crecimiento a perpetuidad tendrían un impacto de +5,5% en nuestro P.O.

		Análisis de sensibilidad				
		WACC				
Tasa de crecimiento perpetuo (g)		8,0%	7,5%	7,0%	6,5%	6,0%
	1,3%	5,59	6,20	6,91	7,76	8,79
	1,5%	5,82	6,47	7,24	8,16	9,30
	1,8%	6,07	6,77	7,60	8,61	9,87
	2,0%	6,34	7,09	8,00	9,11	10,52
	2,3%	6,63	7,44	8,44	9,67	11,25
	2,5%	6,94	7,84	8,93	10,31	12,09
	2,8%	7,29	8,27	9,48	11,03	13,06

Metodología: Modelos propios BS Análisis

## 5. MÚLTIPLOS COMPARABLES

Como hemos comentado en anteriores informes, la comparativa de Atrys con otras compañías del sector es complicada porque hay muy pocas organizaciones que tengan un mix de actividades similar y que además coticen en Bolsa. Hemos destacado en la tabla inferior a la francesa Eurofins y a la británica Medica Group, si bien la primera tiene un tamaño muy superior al de Atrys y la segunda restringe su actividad al campo de la teleradiología.

COMPARABLES	Capitalización	Múltiplos comparables					
		PER ajustado 20e/21e	P/BV 20e/21e	EV/Ventas 20e/21e	EV/EBITDA 20e/21e	EV/EBIT 20e/21e	Yield 20e/21e
ATRYs	288	-232,3x / 75,4x	3,9x / 4,1x	11,2x / 5x	51,4x / 17,5x	234,9x / 36,1x	0% / 0%
Eurofins Scientific	12.011	29,4x / 24,8x	3,6x / 3,6x	2,9x / 2,6x	13,1x / 11,7x	21,7x / 19,1x	0,5% / 0,7%
Medica Group Plc	145	32,5x / 18x	3,4x / 3,4x	3,4x / 2,5x	18,7x / 11,4x	26,3x / 14,3x	1,5% / 1,9%
<b>MEDIA PONDERADA</b>		29,4x / 24,7x	3,6x / 3,6x	2,9x / 2,6x	13,1x / 11,7x	21,7x / 19x	0,5% / 0,8%

Fuente: BS Análisis

*Atrys cotiza a un múltiplo de 17,5x EV/EBITDA'21 que se sitúa por encima de las ~12x y ~11x de Eurofins y Medica Group por sus mejores perspectivas y pipeline de M&A*

Atrys cotiza a un múltiplo de **17,5x EV/EBITDA'21** que se sitúa por encima de las ~12x y ~11x a las que cotizan Eurofins y Medica Group, lo que se debe en nuestra opinión a las más favorables perspectivas de crecimiento de Atrys (+60% EBITDA'20-23 vs +5% Eurofins y +27% Medica Group) y su potencial para cerrar nuevas operaciones de M&A, que actuarían como catalizador.

## 6. DATOS FINANCIEROS

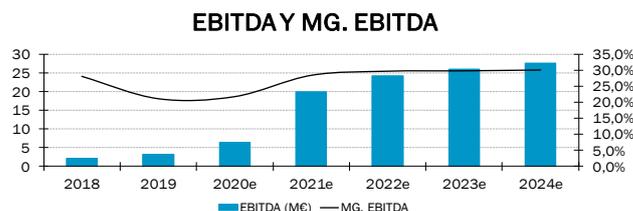
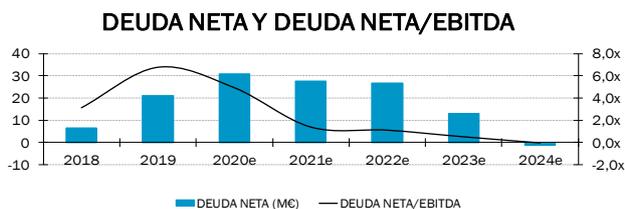
PERDIDAS Y GANANCIAS	2018	2019	2020e	2021e	2022e	TACC 19/22
<b>Ventas</b>	7,3	14,8	28,9	70,2	81,3	<b>76,3%</b>
<i>Crec%</i>	<i>21,1%</i>	<i>103,0%</i>	<i>94,8%</i>	<i>143,0%</i>	<i>15,7%</i>	
<b>EBITDA</b>	2,0	3,1	6,3	19,9	24,1	<b>97,6%</b>
<i>Crec%</i>	<i>18,7%</i>	<i>52,4%</i>	<i>100,8%</i>	<i>217,6%</i>	<i>21,0%</i>	
<i>Margen EBITDA</i>	<i>28,0%</i>	<i>21,0%</i>	<i>21,7%</i>	<i>28,3%</i>	<i>29,6%</i>	
<b>EBIT</b>	0,8	1,2	1,4	9,7	12,6	<b>118,0%</b>
<i>Crec%</i>	<i>51,3%</i>	<i>57,8%</i>	<i>13,0%</i>	<i>603,4%</i>	<i>30,3%</i>	
<i>Margen EBIT</i>	<i>10,5%</i>	<i>8,2%</i>	<i>4,7%</i>	<i>13,7%</i>	<i>15,5%</i>	
<b>Gastos financieros netos</b>	-0,6	-1,1	-2,0	-2,8	-2,4	<b>28,3%</b>
<i>Crec%</i>	<i>n.a.</i>	<i>79,2%</i>	<i>80,7%</i>	<i>38,4%</i>	<i>-15,6%</i>	
<b>Impuestos</b>	0,0	0,0	0,0	-2,0	-2,0	<b>n.a.</b>
<i>Tasa Impositiva (%)</i>	<i>-81,2%</i>	<i>-151,0%</i>	<i>93,4%</i>	<i>-38,8%</i>	<i>-28,9%</i>	
<b>Minoritarios s/ BAI (%)</b>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
<b>BDI</b>	0,0	-0,1	-1,2	4,2	7,3	<b>-530,9%</b>
Nº Accs medio	21,6	22,7	33,6	36,9	38,6	
BPA	0,00 €	0,00 €	-0,04 €	0,11 €	0,19 €	<b>-461,1%</b>
<i>Crec%</i>	<i>-96,1%</i>	<i>-821,1%</i>	<i>820,3%</i>	<i>-408,8%</i>	<i>65,6%</i>	
BPA Ajust.	0,00 €	0,00 €	-0,04 €	0,11 €	0,19 €	<b>-461,1%</b>
<i>Crec%</i>	<i>-96,1%</i>	<i>-821,1%</i>	<i>820,3%</i>	<i>-408,8%</i>	<i>65,6%</i>	
<b>DPA</b>	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	<b>n.a.</b>
<i>Payout (%)</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	
<i>Yield (%)</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	
<b>Capex</b>	7,7	21,1	47,7	7,8	18,7	<b>-3,9%</b>

FLUJOS DE TESORERIA (M euros)	2018	2019	2020e	2021e	2022e	TACC 19/22
<b>BDI</b>	0,0	-0,1	-1,2	4,2	7,3	<b>-530,9%</b>
+Amortizaciones	1,3	1,9	4,9	10,3	11,5	<b>82,1%</b>
-Variación Circulante Neto	2,0	1,0	1,2	5,9	1,4	<b>9,7%</b>
-Total Inversiones brutas	7,7	21,1	47,7	7,8	18,7	<b>-3,9%</b>
+/- Desinversiones y otros Ajustes	5,4	5,6	35,5	2,6	2,5	<b>-23,6%</b>
<b>Cash Flow Libre Operativo</b>	-3,0	-14,7	-9,7	3,3	1,2	<b>-143,5%</b>
-Dividendos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	<b>n.a.</b>
<b>Cash Flow Libre (después de dividendos)</b>	-3,0	-14,7	-9,7	3,3	1,2	<b>-143,5%</b>

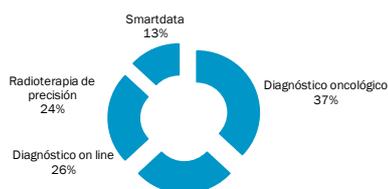
BALANCE (M Euros)	2018	2019	2020e	2021e	2022e	TACC 19/22
<b>Activo fijo</b>	13,4	-10,1	31,7	29,3	36,5	<b>-253,7%</b>
<b>Circulante neto</b>	2,8	5,7	6,9	12,9	14,2	<b>35,6%</b>
<i>% circulante neto / Ventas</i>	<i>37,9%</i>	<i>38,5%</i>	<i>24,0%</i>	<i>18,3%</i>	<i>17,5%</i>	
<b>Patrimonio neto atribuible</b>	26,4	40,0	73,7	77,9	85,2	<b>28,7%</b>
<b>Minoritarios</b>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	<b>n.a.</b>
<b>Deuda Neta</b>	6,4	21,1	30,8	27,5	26,3	<b>7,7%</b>
<i>Deuda Neta / Equity</i>	<i>0,2x</i>	<i>0,5x</i>	<i>0,4x</i>	<i>0,4x</i>	<i>0,3x</i>	
<i>Deuda Neta / EBITDA</i>	<i>3,1x</i>	<i>6,8x</i>	<i>4,9x</i>	<i>1,4x</i>	<i>1,1x</i>	
<i>% circulante neto / Ventas</i>	<i>37,9%</i>	<i>38,5%</i>	<i>24,0%</i>	<i>18,3%</i>	<i>17,5%</i>	
<b>ROE</b>	0,0%	-0,2%	-1,7%	5,4%	8,5%	
<b>ROCE</b>	0,4%	-1,0%	2,3%	5,6%	8,0%	

RATIOS DE MERCADO	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>EV/Ventas</b>	27,28x	15,17x	11,52x	5,12x	4,59x
<b>EV/EBITDA</b>	97,38x	72,12x	53,11x	18,07x	15,50x
<b>ROCE/WACC</b>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>PER</b>	16103,50x	-2241,76x	-243,61x	78,97x	47,68x
<b>PER Ajustado</b>	16103,50x	-2241,76x	-243,61x	78,97x	47,68x
<b>P/CF</b>	-23,03x	-10,04x	-6,67x	451,19x	-268,27x
<b>P/VC</b>	7,30x	5,11x	4,10x	4,26x	4,07x
<b>FCF Yield</b>	-3,8%	-8,6%	-12,9%	1,5%	0,9%

## 7. DATOS OPERATIVOS



VENTAS POR LÍNEA DE NEGOCIO 2020e



VENTAS POR GEOGRAFÍA 2019 PROFORMA



**Dirección Análisis**

**Assistants**

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

**Director Análisis**

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

**Financieras**

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

**Utilities, gas y energía**

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

**TMTs**

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

**Industriales**

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

**Farmacia, química y  
papeleras**

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

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

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

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

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

**Hoteles, transportes y  
autopistas**

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

**Derivados, Técnico y Cuantitativo**

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

**Equipo Small&Medium**

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

**Equipo Eurostoxx50**

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

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

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

**Specialist Sales**

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

**Agentes**

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

## **Disclaimers sin asesoramiento de inversión**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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