

ATRY'S HEALTH

Productos farmacéuticos y biotecnología

Vanguardia médica al alcance de la mano

Cierre (14-10-19): 3,90 euros/acc.

Rango valoración: 3,85-5,05 euros/acc.

Luis Arredondo 917829158
Arredondol@bancsabadell.com**INFORMACIÓN CLAVE**

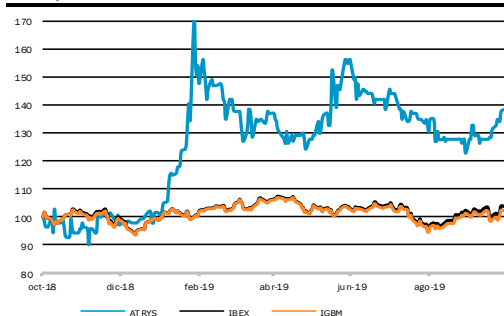
Reuters / Bloomberg:	ATRY.MC/ATRY SM
Cap. Bursatil / EV	83 M / 104 M
# acciones:	23,2 M
12M Max/Min:	4,80/2,54
Perf. Rel. IBEX (1,3,6 meses):	5,3%/-3,1%/0,4%
Vol. medio acc. M Eur/M Acc.	0,062/0,018
Beta (5años)	0,29
Free-float:	30,6%

Rating(S&P, M, F) NR / NR / NR

Accionistas PrincipalesInveready 18,3% Grupo Caser 14,7% Santiago de Torres 6,7%
Inversiones Industr. Serpis 5,4%, Serv. Inmob. Avilés 5,3%

BS(e)	2018	2019e	2020e
Ventas Totales	7	15	21
Crec. %	21,1%	100,6%	41,7%
EBITDA	2	4	7
Crec. %	18,7%	107,1%	67,3%
Margen EBITDA	28,0%	28,9%	34,1%
EBIT	1	3	3
Crec. %	51,3%	241,7%	21,5%
Margen EBIT	10,5%	17,9%	15,4%
BDI	0	1	1
Crec. %	-95,9%	5349,4%	70,9%
x ACC.	2018	2019e	2020e
BPA	0,00	0,03	0,05
Crec. %	-96,1%	4968,6%	70,9%
BPA Ajustado	0,00	0,03	0,05
Crec. %	-96,1%	4968,6%	70,9%
DPA *	0,00	0,00	0,00
Crec. %	n.a.	n.a.	n.a.
CFPA	-0,39	-0,67	-0,03
Crec. %	n.a.	n.a.	n.a.
RATIOS	2018	2019e	2020e
PER	6424,70x	127,09x	74,37x
PER Ajustado	6424,70x	127,09x	74,37x
PCF	-9,19x	-5,37x	-125,98x
PVC	2,91x	3,06x	2,94x
ROE	0,0%	2,4%	4,0%
Yield *	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Ventas	11,41x	7,12x	5,02x
EV/EBITDA	40,73x	24,61x	14,71x
EV/EBIT	108,31x	39,66x	32,66x
Deuda/EBITDA	3,12x	5,04x	3,02x

Fuente: Análisis BS

Compañía vs País e Índice IBEX:

Fuente: Bloomberg.

- Atrys es una compañía dedicada a la prestación de **servicios de diagnóstico y tratamientos médicos de precisión** enfocados al campo de la oncología. Fundada en 2007 y **cotizada en el MAB** desde 2016 (+160% performance en 3 años), cuenta con 4 divisiones: (i) Diagnóstico oncológico (54% ventas '19e), (ii) Diagnóstico online (26% ventas), (iii) Radioterapia avanzada (7% ventas) y (iv) *Smartdata* (13% ventas).
- Entre sus **fortalezas** destacamos (i) su capacidad para acceder e implantar las técnicas y protocolos de trabajo más innovadores (ii) la presencia de barreras de entrada (credenciales/reputación), (iii) su atractiva propuesta de valor, que permite márgenes operativos elevados y estables y (iv) las favorables dinámicas del sector (aumento del gasto sanitario, crecimiento económico, envejecimiento de la población, incidencia del cáncer o aumento campañas prevención...). Sus **debilidades** serían, (i) el déficit de especialistas médicos, (ii) su limitado tamaño (tanto a nivel de negocio como por capitalización) y (iii) el predominio de contratos a corto plazo, que limitan la visibilidad a nivel de ingresos.
- Su principal **catalizador** es el crecimiento inorgánico (4 adquisiciones en 2018-19), del que esperamos fuerte actividad en los próximos 3-4 años, con operaciones a múltiplos de ~7x EV/EBITDA y generación de sinergias operativas en costes superiores al >15%, manteniendo el endeudamiento <4x DFN/EBITDA gracias a una estrategia de financiación mixta (30% deuda/70% equity). También existen oportunidades de crecimiento vía internacionalización (España supone ~90% ventas) y venta cruzada, así como el éxito de sus programas de I+D+i e inteligencia artificial. A medio/largo plazo, también la posibilidad de que sea objeto de una OPA dado su pequeño tamaño relativo. Los principales **riesgos** serían la fuga de talento (de médicos y directivos clave a la competencia) y la internalización de servicios por parte de sus clientes, (desarrollando por sí mismos servicios que ahora realiza Atrys).
- Esperamos una TACC '19-23 del +17% en ventas que estará impulsada por sus divisiones de Radioterapia y *Smartdata*, (que generarán >35% de las ventas vs 20% actual) y que permitirán además un crecimiento del +24% TACC '19-23 en EBITDA gracias a unos márgenes por encima del resto de divisiones (~45% y 60% respectivamente vs 25% promedio en Diagnóstico). Con todo, Atrys será capaz de multiplicar su BDI por ~4x en 4 años, si bien podría conseguirlo antes de lo esperado si continúa cerrando operaciones de M&A. A nivel de caja, esperamos un FCF promedio '19-23 de ~5 M euros (~6% yield) y un esfuerzo importante en capex de crecimiento a pesar del cual mantendría su apalancamiento por debajo de <4x DFN/EBITDA. No prevemos sin embargo reparto de dividendo, limitado por los *covenants* de su deuda.
- Asignamos un **rango de valoración** entre **3,85 y 5,05 euros/acc.** basado en un DCF (7,0% WACC y 2% g), que recoge por un lado un escenario suelo sin **crecimiento inorgánico** y otro más probable con operaciones de M&A (~25 M euros de EV) a múltiplos de ~7x EV/EBITDA que aportarían +31% en valoración. El punto medio del rango (4,45 euros/acc; +14% potencial) arroja un múltiplo implícito de ~17x EV/EBITDA'20 vs ~12x de Eurofins, que se justifica por sus mejores perspectivas de crecimiento (+59% EBITDA'18-21 vs +14%).

Índice

1. RADIOTERAPIA Y DIAGNÓSTICO AVANZADO AL ALCANCE DE LA MANO	3
<i>DIAGNÓSTICO ONCOLÓGICO (54% ventas '19e; Margen EBITDA 20%-25%).....</i>	<i>4</i>
<i>DIAGNÓSTICO ON LINE (26% ventas '19e; Margen EBITDA 15%-20%).....</i>	<i>5</i>
<i>RADIOTERAPIA DE PRECISIÓN (7% ventas '19e; Margen EBITDA 35%-45%)</i>	<i>5</i>
<i>SMART DATA (13% ventas '19e; Margen EBITDA 60%).....</i>	<i>6</i>
2. SECTOR ATRACTIVO Y CON BUENAS PERSPECTIVAS	7
<i>ANÁLISIS SECTORIAL</i>	<i>7</i>
<i>Vientos de cola.....</i>	<i>7</i>
<i>El cáncer: mucho camino por recorrer.....</i>	<i>7</i>
<i>Radioterapia de protones.....</i>	<i>8</i>
<i>Entorno competitivo.....</i>	<i>8</i>
<i>FORTALEZAS Y DEBILIDADES.....</i>	<i>9</i>
<i>OPORTUNIDADES Y RIESGOS.....</i>	<i>10</i>
3. M&A EN EL ADN.....	11
4. I+D+i : UPSIDE ADICIONAL.....	12
5. ESTIMACIONES: BUENAS PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO Y RENTABILIDAD.....	13
6. SITUACIÓN FINANCIERA: SÓLIDA GENERACIÓN DE CAJA. DIVIDENDO RESTRINGIDO.....	15
7. RANGO DE VALORACIÓN Y ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD.....	17
8. MÚLTIPLOS COMPARABLES	18
9. DATOS FINANCIEROS	19
10. DATOS OPERATIVOS.....	19

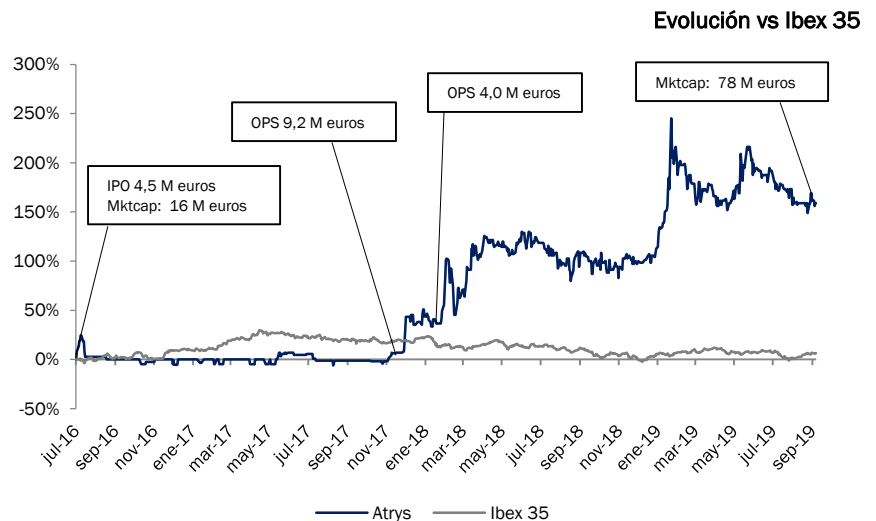
1. RADIOTERAPIA Y DIAGNÓSTICO AVANZADO AL ALCANCE DE LA MANO

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

Fue fundada en el año 2007 por un equipo de médicos e investigadores de prestigio con el objetivo de aportar un **enfoque diferencial en la lucha contra el cáncer** combinando por un lado nuevas técnicas de diagnóstico patológico y molecular junto con los más innovadores tratamientos de radioterapia.

Atrys comenzó a cotizar en el mercado alternativo bursátil (MAB) en 2016 (capitalización de 16 M euros) y tras el cierre con éxito de varias ampliaciones de capital (ligadas a operaciones de M&A e inversiones de crecimiento), la compañía ha conseguido **multiplicar por >5x su valor bursátil en 3 años**, convirtiéndose en la cuarta compañía del MAB con una capitalización de 83 M euros.

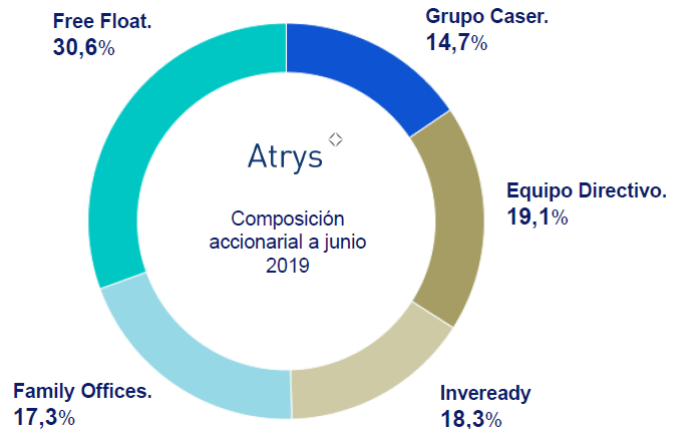
Desde que comenzó a cotizar en el MAB en 2016 Atrys ha conseguido multiplicar por ~3x su capitalización (neto de ampliaciones)



Fuente: Bloomberg, Compañía y BS Análisis

Cuenta con una base de **accionistas** diversificada en la que Inveready con un 18,3% y el Grupo Caser con un 14,7% son sus principales accionistas. Al margen del riesgo de potencial salida del capital a medio plazo de *Inveready* (en la medida en que se trata de un fondo de capital riesgo) destacamos el hecho de que su **equipo directivo** cuenta con un 19,1% de la compañía, lo que garantiza su compromiso con el proyecto y visión a largo plazo.

Estructura accionarial



Fuente: Compañía

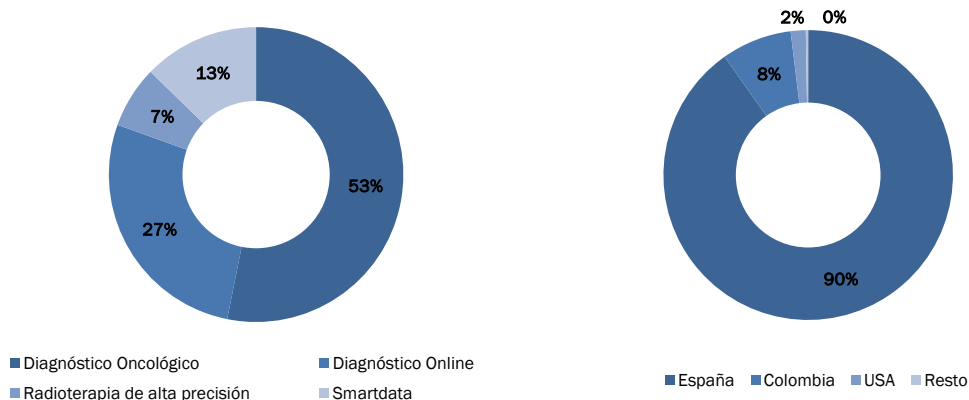
El equipo directivo es el principal accionista de la compañía con un ~19% del capital

A continuación destacamos otras participaciones significativas (al margen de Caser e Inveready) entre las que se encuentran varios *Family offices* y los principales directivos de la compañía.

- **Equipo directivo:** Presidente ejecutivo: Santiago de Torres (6,7%); VP Patología: Carles Llebaría (3,4%), CEO: Isabel Lozano (2,2%); Miembro fundador: Carlos Cordón-Cardo (2,3%).
- **Family Offices:** Inversiones Industriales Serpis (5,4%), Servicios Inmobiliarios Avilés (5,3%) Onchena (4,9%), y Cecu Inversiones (3,0%).

La compañía cuenta con **4 líneas de negocio** (que analizamos a continuación) y desarrolla su actividad principalmente en España (~90% de ventas):

Ventas por línea de negocio y geografía 2019e



Fuente: BS Análisis

DIAGNÓSTICO ONCOLÓGICO (54% ventas '19e; Margen EBITDA 20%-25%)

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

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

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

Esta división genera un **54% ventas** 2019 BS(e) y aporta **márgenes EBITDA del 20%-25%**. Aunque los contratos suelen ser a corto plazo, si la relación con el cliente implica la necesidad de acometer inversiones por parte de Atrys, entonces se firman contratos a más largo plazo (2-4 años), lo que aporta una mayor **visibilidad de ingresos**. Por otro lado, el **capex** inicial en esta división suele ser elevado (generalmente derivado de la adquisición de equipos de laboratorio clínico), sin embargo las inversiones de mantenimiento son limitadas (~2,5% ventas BS(e)).

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

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

Adicionalmente colabora con *Contract Research Organizations* (CRO), farmacéuticas (como Novartis) y biotecnológicas, en la realización de **ensayos clínicos** ofreciendo su experiencia y capacidad, a lo que habría que añadir la prestación servicios de desarrollo de **I+D**.

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

DIAGNÓSTICO ON LINE (26% ventas'19e; Margen EBITDA 15%-20%)

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

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

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

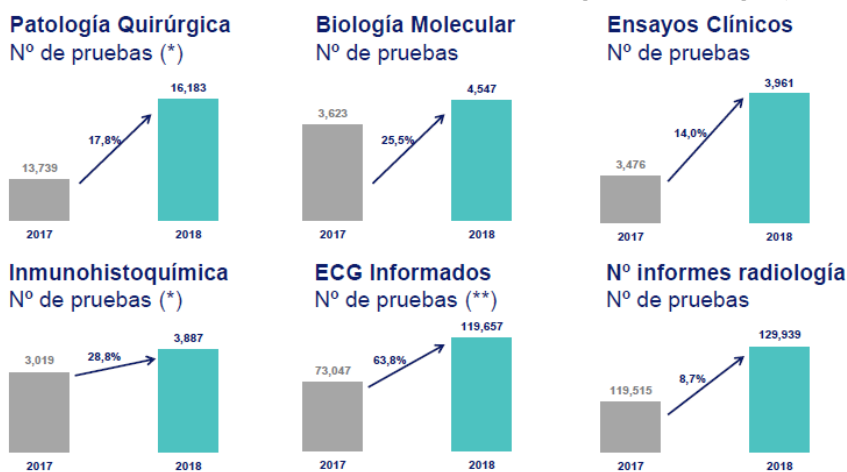
El servicio se presta con la colaboración de más de 100 profesionales (cardiólogos, radiólogos, hematólogos, dermatólogos, patólogos y oftalmólogos entre otros) y se realizan aproximadamente **250.000 diagnósticos al año**.

Los **clientes** de la división son centros sanitarios privados y públicos así como aseguradoras sanitarias como Asisa, Caser o Affidea. También lleva a cabo revisiones laborales (cardiología) para grandes corporaciones como Renfe, BBVA o Deloitte.

Esta división genera un **26% ventas'19e** y cuenta con un **margen EBITDA del 15%-20%** mientras que los niveles de **capex** inicial y de mantenimiento (básicamente relacionados con la plataforma tecnológica) son bajos.

En la tabla inferior mostramos los **Kpi's operativos** correspondientes a las principales pruebas realizadas en las divisiones de Diagnóstico oncológico y Diagnóstico *on line*.

Principales KPIs operativos de Diagnóstico oncológico y on line



(*) Incorpora la actividad de Liebalust Patología S.L. desde el 14 de noviembre de 2018
 (**) Incorpora la actividad de International Telemedicine Hospital S.L. desde el 1 de agosto de 2018

Fuente: Compañía

RADIOTERAPIA DE PRECISIÓN (7% ventas'19e; Margen EBITDA 35%-45%)

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

- La precisión de la radiación (sub-milimétrica) permite ajustar la radiación al perímetro del tumor, reduciendo el impacto negativo sobre el tejido adyacente sano, es decir **minimiza efectos secundarios**.
- Ofrece la posibilidad de **tratar tumores de menor tamaño** e incluso a pacientes con **metástasis** (propagación a través de la sangre de un foco canceroso).

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

- En términos de **eficacia**, la mayor intensidad de la radiación podría facilitar la destrucción de las células madre del tumor, lo que hace que sus efectos sean prácticamente equiparables a los de una cirugía, con la ventaja de poder llegar a localizaciones difíciles para esta última. Así, este tratamiento consigue que la tasa de no recurrencia a 5 años en la localización tratada sea superior al >90%.
- **Reducción del tiempo de cada sesión**, que estaría entorno a 3 minutos de media frente a los 15 minutos que dura la terapia convencional.

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

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

En España harían falta al menos 70 nuevos aceleradores lineales para llegar al umbral mínimo recomendado por la UE

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

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

Es destacable por otro lado que la preparación necesaria para operar esta tecnología se limita a varios hospitales líderes a nivel internacional en oncología, lo que supone una dificultad adicional para la difusión de estos tratamientos a nivel mundial y pone de manifiesto la importancia de la ventaja de Atrys lleva sobre sus competidores.

Esta línea de negocio cuenta con **márgenes EBITDA entre el 35-45%** y a pesar de que en 2019 su peso en ventas será discreto (~7% ventas'19e), esta división está llamada a ser uno de los **pilares del crecimiento** de la compañía (a futuro supondrá ~25% ventas BS(e)) gracias a la aportación del nuevo centro oncológico del Hospital CIMA Sanitas.

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

SMART DATA (13% ventas'19e; Margen EBITDA 60%)

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

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

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

La compañía ha comenzado a desarrollar esta actividad desde junio'19 tras la adquisición de la compañía **Real Life Data** en 2019 (ver detalle en punto 2) y en nuestras estimaciones asumimos que generará un **~15% de las ventas** a partir de 2020 BS(e).

Se trata además de una división clave porque cuenta con **márgenes EBITDA del 60%** y porque presenta un importante potencial de **crecimiento transversal** (a través de la prestación de este servicio a otros clientes como grupos médicos, no sólo farmacéuticas) y de **valor añadido**, ante la posibilidad de añadir inteligencia a los cerca de 1 millón de informes de diagnóstico que Atrys genera anualmente.

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

2. SECTOR ATRACTIVO Y CON BUENAS PERSPECTIVAS

ANÁLISIS SECTORIAL

Vientos de cola

El **entorno** en el que opera Atrys es favorable en la medida en que en España (~90% ventas BS(e)) se mantiene una tendencia a la **inflación de precios sanitarios** y una progresiva **saturación de los sistemas de salud**. En este escenario, Atrys es un aliado tanto para el sistema de salud pública en la medida en que contribuye a descongestionar centros médicos (disminuyendo el gasto sanitario) como para los sistemas privados, posicionándose como un *partner* de primer nivel y poniendo al alcance de sus clientes los más innovadores tratamientos y herramientas de diagnóstico, especialmente en la lucha contra el cáncer.

El cáncer afectará en España a una de cada tres mujeres y uno de cada dos hombres a lo largo de su vida

Respecto al **gasto sanitario**, aunque depende de variables como el ciclo económico o el partido político en el Gobierno, la tendencia de fondo en España es un crecimiento por encima del PIB (el gasto público ha pasado de suponer un ~4,8% del PIB en 2001 al ~6,3% en 2018), a lo que habría que añadir un peso cada vez mayor del gasto privado, que actualmente es del ~30% del gasto sanitario total (vs ~25% en 2009). Aunque en 2018 nuestro país se situó en el décimo puesto en el ranking de países con mayor gasto sanitario, se mantiene por debajo de la media europea en relación con el PIB (6,2% en 2018) lo que justificaría un crecimiento sostenido en el medio y largo plazo.

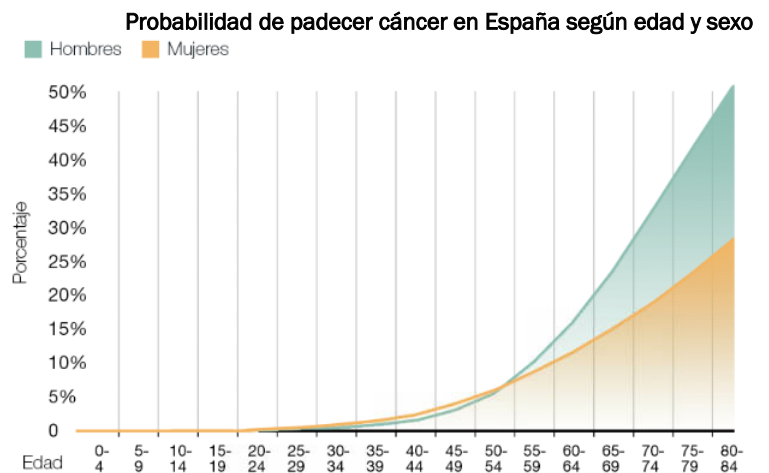
Más allá de estos factores, destacamos que el entorno global también es propicio en general al sector farmacéutico, no sólo por el **crecimiento económico** que permite el acceso de un mayor número de personas a tratamientos médicos sino también por el **envejecimiento de la población**, especialmente en países desarrollados.

Por último, el progresivo impacto de las **campañas de prevención**, no sólo en relación con el cáncer, es netamente positivo para Atrys, y supone otra tendencia sectorial que pensamos favorecerá la evolución subyacente de su negocio.

El cáncer: mucho camino por recorrer...

El **cáncer** se mantiene como una de las principales causas de mortalidad en el mundo, siendo la segunda más frecuente en nuestro país por detrás de las enfermedades del aparato circulatorio. Según datos de *Global Cancer Observatory* (Globocan), en 2018 se diagnosticaron **más de 18 M de nuevos casos de cáncer en el mundo** de los cuales 270.363 se produjeron en España. Así, de acuerdo con este organismo, está previsto que en nuestro país se diagnostiquen **277.234 nuevos casos** de cáncer en 2019, una cifra que se estima que aumentará hasta los 370.913 en 2040 (+1,5% TACC).

Por otro lado según los últimos datos disponibles la **industria del cáncer superó los ~133.000 M dólares en 2017**, mostrando un sustancial incremento desde los ~96.000 M dólares en 2013 (+8,5% TACC). A futuro, esperamos que esta cifra continúe creciendo, sobretodo teniendo en cuenta que la **incidencia de la enfermedad** sigue siendo **muy elevada**. Tal y como muestra el gráfico inferior, el cáncer afectará en España a una de cada 3 mujeres y a uno de cada dos hombres a lo largo de su vida.



A nivel de tratamientos, se calcula que de los nuevos casos de cáncer detectados en España aproximadamente a un **60% se le tratará con radioterapia** en algún momento, ya que esta técnica no

El déficit de especialistas médicos supone uno de los grandes retos para el sector de la salud en España

sólo se emplea para acabar con el tumor sino en muchas ocasiones para reducirlo y facilitar la extirpación quirúrgica posterior o tratar de forma preventiva zonas de riesgo.

Por último, destacar que al reto que supone combatir la enfermedad hay que añadir el hecho de que este sector vive en España un **déficit de especialistas médicos**, especialmente de radiólogos especializados en oncología. De hecho, desde la Comisión Nacional de Oncología Radioterápica esperan un desabastecimiento importante en el periodo 2020-25 tanto en el sector público como privado como consecuencia de la jubilación de profesionales, mientras que desde la Sociedad Española de Oncología Radioterápica (Seor) ven un insuficiente aumento de las plazas ofertadas de MIR 2019 (+10% vs 2018).

Radioterapia de protones

Al margen de la radioterapia hipofraccionada o de dosis única (SD-IGRT) que aplica Atrys (y que los expertos coinciden en que terminará desplazando definitivamente a la tradicional cobaltoterapia), un nuevo tratamiento llamado **protonterapia o radioterapia de protones** se está comenzando a aplicar de manera muy lenta.

Se diferencia de todos los anteriores en que utiliza un haz de protones en lugar de uno de fotones (o electrones), lo que aporta todavía mayor precisión y consigue una **mínima o nula radiación en los alrededores del tumor**. Por sus características, está indicado para tumores cercanos a órganos delicados (como cerebro, cuello, ojos, corazón...) o tumores pediátricos/infantiles, por su menor daño a estructuras en proceso de crecimiento.

La implantación de este tratamiento es muy residual debido a la **elevada inversión** que supone (hasta ~40 M euros BS(e)) y el consiguiente coste del tratamiento (unos 200.000 euros), lo que implica que sólo una parte mínima de los tratamientos podrían actualmente ser tratados con estos equipos.

Entorno competitivo

En lo que respecta al entorno competitivo, Atrys opera en un **mercado relativamente fragmentado que deja espacio a la consolidación** en el que actualmente está posicionado como un *player* de tamaño medio/bajo y por tanto, con margen para crecer y ampliar su cuota de mercado.

En este sentido, la adquisición de compañías del sector (crecimiento inorgánico) unido a la venta cruzada de servicios y la internacionalización (España supone >90% de sus ventas) son sus principales palancas de crecimiento.

Competidores por tamaño y presencia internacional



Fuente: Compañía

Entre las últimas **operaciones corporativas** en el sector destaca la fusión de Labco y Synlab, dos empresas especializadas en servicios de diagnóstico clínico y laboratorio médico en junio'17, unificando toda su actividad bajo la marca de la última (ventas ~1.900 M anuales). También la francesa Eurofins (ventas 3.800 M euros) adquirió en 2016 la compañía de análisis clínicos Megalab (con sede en Madrid) por ~40 M euros (0,9x ventas'15).

Atrys sin duda ha sido uno de los *players* más activos con 4 adquisiciones en los últimos 2 años (ver punto 2), cerrando compras de compañías que por su tamaño (hasta ~4 M euros de ventas) están fuera del *scope* de otros grandes laboratorios.

FORTALEZAS Y DEBILIDADES

En nuestra opinión, las principales **fortalezas** de la compañía son las siguientes:

- Capacidad para **acceder e implantar a futuro las técnicas y métodos de trabajo más innovadores** en el campo del diagnóstico oncológico y radioterapia. Nos basamos en la estrecha relación de la compañía con la vanguardia de la investigación oncológica (ej. Hospital Monte Sinaí de Nueva York o el *Champalimaud* Center de Portugal).
- Actividad **diversificada** y **propuesta de valor atractiva** (relación calidad/precio) que le ha permitido aumentar su penetración y mantener **márgenes operativos elevados y estables**.
- **Barreras de entrada**, principalmente a nivel de **credenciales/reputación**. En nuestra opinión, este intangible haría que el proceso para acceder a clientes de primer nivel como los que trabajan con Atrys, fuese un proceso largo y complicado para un tercero.
- Modelo de **negocio flexible**, en cuanto que permite ajustar su capacidad al volumen de actividad y variabilizar sus costes gracias a acuerdos de colaboración con médicos especialistas externos (teleradiología).
- **Base de clientes amplia** (482 a junio'19) y **diversificada** (grupos sanitarios públicos y privados, nacionales e internacionales, además de compañías privadas no sanitarias) con un nivel de concentración moderado (el top 20 de clientes de Atrys suponen un 67% de los ingresos).

Su mayor fortaleza es la capacidad para acceder e implantar las técnicas y métodos de trabajo más innovadores en el campo del diagnóstico y la radioterapia

Principales clientes

Grupos sanitarios internacionales	Grupos sanitarios privados España	Sistemas sanitarios públicos	Otros clientes
			
			
			
			
			

Fuente: Compañía

- Calidad y experiencia de su **equipo directivo** que además es accionista de la compañía (~19% a junio'19) lo que garantiza el compromiso de la dirección con el proyecto y la convergencia de sus objetivos con los de la compañía.
- **Liquidez del valor**, que suma unos ~1,5 M euros mensuales, lo que la convierte en una de las compañías con mejores volúmenes del MAB. Además esperamos que estos niveles continúen mejorando a medida que la compañía vaya aumentando su base de clientes con nuevas ampliaciones de capital para financiar operaciones de M&A.

En cuanto a sus **debilidades** destacamos:

- El **déficit de especialistas médicos** en España, especialmente en el campo de la radioterapia oncológica, lo que podría limitar el crecimiento de la compañía. Además, provoca inflación salarial y podría repercutir negativamente sobre la base de costes de Atrys (directos e indirectos). En cualquier caso, no esperamos un deterioro de márgenes en la medida en que la compañía continúa prestando servicios de valor añadido y el crecimiento de ingresos debería compensar sobradamente la inflación de costes.
- **Tamaño relativo pequeño** (ventas ~15 M euros '19e vs ~4.500 M euros Eurofins) lo que dificulta su capacidad para alcanzar masa crítica en algunas actividades y limita sus posibilidades de consolidar el mercado vía adquisiciones de compañías del sector.
- La prevalencia de **contratos a corto plazo** que limitan visibilidad de ingresos a su negocio.

OPORTUNIDADES Y RIESGOS

Las principales **riesgos/amenazas** que hemos detectado son:

- El potencial **deterioro de la calidad** en sus servicios o **errores médicos graves** que tengan un impacto reputacional y provoquen la pérdida de clientes importantes.
- La opción por parte de clientes de la compañía (especialmente grupos sanitarios), de prestar por sí mismos todos los servicios de diagnóstico y tratamiento oncológico, **internalizando actividades** y prescindiendo de los servicios de Atrys.
- Riesgo de que algunos **servicios se conviertan en commodities** por aumento de la competencia y ausencia de valor añadido, generando presión en precios y márgenes.
- Riesgo de **fuga de talento**, tanto a nivel de equipo directivo como en la plantilla de médicos especialistas.
- **Riesgo de ejecución en la integración** de compañías adquiridas.
- **Desplazamiento de la radioterapia de dosis única** o hipofraccionada por parte de la **radioterapia de protones**, algo que no obstante vemos complicado en el corto o medio plazo por la inversión que supone y el coste del tratamiento para el paciente (lo que explica su difusión aún muy limitada).
- Riesgo de **overhang** derivado de la posible salida de *Inveready* del capital (18,3% de participación).

Entre sus **oportunidades** destacamos:

- Capacidad de crecimiento adicional basada en la **internacionalización** de su negocio (España supone ~90% ventas'19 BS(e)) hacia Latinoamérica y Europa, así como la **venta cruzada** (*crossselling*) ofreciendo nuevos servicios a sus actuales clientes. Esto último tiene sentido estratégico en nuestra opinión teniendo en cuenta la complementariedad de sus actividades, especialmente entre diagnóstico y radioterapia (integración vertical).

La venta cruzada es uno de sus principales focos de crecimiento orgánico y tiene sentido estratégico teniendo en cuenta la complementariedad de sus actividades

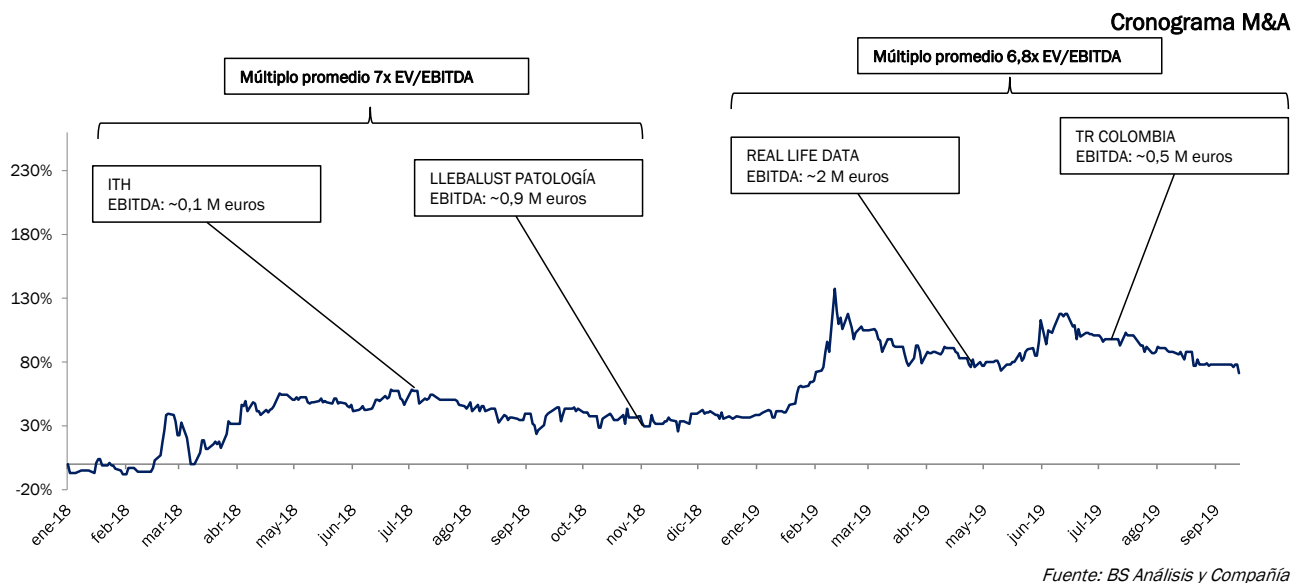
Penetración de los servicios de Atrys en los principales grupos sanitarios	Penetración servicios Atrys			
	Diagnóstico Oncológico	Diagnóstico Online	Radioterapia Avanzada	I+D
QuirónSalud	✓		--	--
Caser	--	✓	--	--
Sanitas	✓	--	✓	--
Orden San Juan de Dios	--	--	--	--
Asisa	--	✓	--	--
Vithas	--	--	--	--
HM Hospitales	--	✓	--	✓
Grupo Ribera Salud	✓	✓	--	--
Grupo Recoletas	--	✓	✓	✓

Fuente: Compañía

- **Crecimiento inorgánico**, dada la relativa atomización del mercado y su capacidad para conseguir financiación (queda pendiente un *tap* de 15 M euros en su programa de bonos) y capital (la última ampliación de 12 M euros tuvo una sobresuscripción de 2,8x veces). Por otro lado, el tamaño actual de Atrys la convierte en una compañía **potencialmente objeto de OPA**, algo que sin embargo no pensamos que ocurra mientras continúe la consolidación de pequeñas compañías del sector.
- Mayores avances en el desarrollo e implantación de **inteligencia artificial** en el campo del diagnóstico, lo que podría tener un impacto importante a nivel de ahorro costes e impulsaría una mejora de márgenes operativos.
- Posibilidad de **monetizar sus proyectos de I+D+i**.

3. M&A EN EL ADN

En los últimos 2 años Atrys ha completado 5 adquisiciones de compañías del sector, que se han cerrado a **múltiplos entorno a 6x - 7x EV/EBITDA** (vs ~14x EV/EBITDA de Atrys).



A continuación detallamos las transacciones más relevantes:

- **Teleradiología Colombia (TRC)** en septiembre'19. Compañía líder en tele radiología en este país que lleva a cabo 600.00 pruebas al año. Operación con buen encaje estratégico porque supone una plataforma para desarrollar acuerdos de colaboración en el país, especialmente con Sura, un importante grupo asegurador y financiero de Latinoamérica, líder en Diagnóstico (ventas de >6.500 M dólares anuales) con el que Atrys actualmente desarrolla el proyecto de I+D *Surveprost* (biopsia líquida para vigilar la evolución del cáncer de próstata). Está previsto que genere ventas 2019e de ~2,2 M euros y un EBITDA de 0,5 M euros. El 75% del pago se realizó con cash y el 25% acciones.
- **Real Life Data (RLD)** en junio'19. Compañía española especializada en Smart y Big Data en el sector de la salud que en 2018 creció un +74% y que cuenta con márgenes EBITDA >60%. En 2019e está previsto que genere unas ventas de ~3,2 M euros y un EBITDA de ~2,0 M euros. El múltiplo implícito de la compra fue de 6,4x EV/EBITDA.
- **Llebalust Patología** en nov'18. Compañía española especializada en servicios de laboratorio de anatomía patológica. Cuenta con 2 laboratorios en Barcelona y aporta ventas de ~3,8 M euros y EBITDA de 0,9 M euros. Atrys pagó unos ~7 M euros (61% cash y 39% en acciones). El múltiplo implícito de la transacción fue de 7,7x EV/EBITDA.

Esperamos adquisiciones de compañías a múltiplos inferiores a 7x EV/EBITDA sin que sobrepase las 4x DFN/EBITDA

Como se puede ver en el cronograma, el M&A está en el ADN de Atrys y en los próximos 3-4 años esperamos que la compañía se mantenga muy activa en este campo. Por un lado, el **mercado está suficientemente atomizado** como para que haya una mayor concentración y por otro, la compañía no tendría problema en conseguir los recursos necesarios (vía deuda y vía capital) para seguir financiando operaciones.

En este sentido, destacamos la reciente formalización de un **programa de bonos de 25 M euros en el MARF** de los que aún quedan pendientes por disponer 15 M euros y por otro la facilidad con la que la compañía ha sido capaz de llevar a cabo **ampliaciones de capital en el entorno de los 10-20M euros** (~20% capitalización) con niveles de demanda elevados (la última en dic'17 de 12 M euros consiguió una sobresuscripción de 2,8x veces).

Con todo, esperamos que las próximas adquisiciones (al menos 1 ó 2 al año durante los próximos 3-4 ejercicios) tengan una estructura de **financiación tipo 30% deuda y 70% equity** y que una parte del precio sea formalizada a través de la **entrega de acciones** de Atrys, una medida con la que conseguirá que los que se incorporan a la compañía (fundadores y equipo directivo) estén alineados con los objetivos marcados en su plan estratégico.

4. I+D+i : UPSIDE ADICIONAL

Atrys tiene varios proyectos de I+D+i abiertos que cuentan con financiación pública (estatal y europea) para los que **invierte unos ~2 M euros al año** (~14% ventas'19 BS(e)), una cantidad que esperamos se mantenga estable en los próximos años.

A pesar de que no es el *core* de su negocio, Atrys realiza un esfuerzo importante en I+D que le ha permitido obtener 3 patentes y que además utiliza como herramienta para atraer y retener talento (es un campo atractivo para médicos) así como para crecer transversalmente, ofreciendo a clientes con los que colabora en I+D otros servicios de su portfolio.

En la tabla inferior mostramos los principales proyectos de I+D de Atrys entre los que destacamos especialmente:

- **Glibioliquid:** Es un kit de detección de mutación de tumores cerebrales a partir de sangre periférica que permite hacer seguimiento de la evolución de la enfermedad de manera menos invasiva que una biopsia tradicional (punción, incisión o cirugía).
- **Surveprost:** Consiste en el desarrollo de un firma molecular en biopsia líquida para la vigilancia activa del cáncer de próstata.

Invierte unos 2 M euros al año en proyectos de I+D+i y trabaja en la incorporación de herramientas de inteligencia artificial orientadas a conseguir un diagnóstico automatizado

Principales proyectos de I+D

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

Fuente: Compañía

Por otro lado, Atrys ya está incorporando herramientas de **inteligencia artificial** en su plataforma tecnológica de teleradiología que son claves para mejorar la eficiencia de los procesos a través de la reducción de gastos y de la tasa de errores de diagnóstico médico, que se sitúa entre el 20% y el 30%. En concreto, la compañía trabaja con varias herramientas (software) basadas en un sistema de algoritmos que cuentan con distintas aplicaciones:

- La detección de lesiones malignas y pre-malignas en resonancias magnéticas de próstata.
- Sistemas predictivos que proporcionan al radiólogo una propuesta diagnóstica preliminar en función de cada prueba radiológica y la información clínica disponible.

Todo este esfuerzo está orientado a conseguir el objetivo del **diagnóstico automatizado**.

5. ESTIMACIONES: BUENAS PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO Y RENTABILIDAD

A lo largo de los próximos años, esperamos un **crecimiento en ventas +17% TACC'19-23** que estaría impulsado por la integración a año completo de las operaciones de M&A llevadas a cabo en 2019 (Real Life Data en *Smartdata* y TR Colombia en junio y julio 2019 respectivamente) y la apertura del nuevo centro de radioterapia de precisión en el Hospital CIMA Sanitas de Barcelona a finales de 2019.

Por otro lado, nuestras estimaciones recogen tasas de **crecimiento orgánico** superiores al +5%, lo que refleja principalmente una mayor penetración de los servicios de la compañía en los principales grupos sanitarios (especialmente en Diagnóstico *on line*) y unas favorables dinámicas sectoriales a medio plazo (aumento del gasto sanitario, crecimiento económico, envejecimiento de la población, incidencia del cáncer, aumento campañas prevención...).

En cualquier caso, en la medida en que la compañía continúe cerrando adquisiciones de compañías en los próximos 3-4 años (podríamos ver 1 ó 2 nuevas operaciones al año) nuestras estimaciones podrían resultar conservadoras.

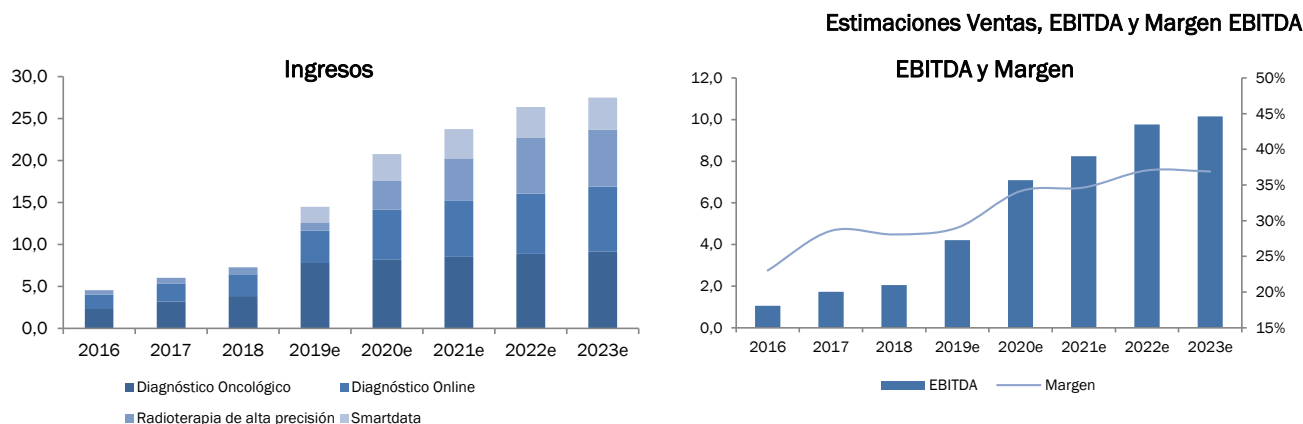
En la tabla siguiente incluimos nuestras previsiones de ingresos por división:

	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	TACC 19'23
Diagnóstico Oncológico	2,3	3,2	3,8	7,8	8,2	8,6	8,9	9,2	4,1%
<i>Crto %</i>	<i>n.a</i>	<i>39,2%</i>	<i>19,7%</i>	<i>102,5%</i>	<i>5,0%</i>	<i>4,5%</i>	<i>4,0%</i>	<i>3,0%</i>	
Diagnóstico Online	1,8	2,1	2,6	4,0	6,0	6,6	7,2	7,8	18,0%
<i>Crto %</i>	<i>n.a</i>	<i>22,1%</i>	<i>21,7%</i>	<i>54,2%</i>	<i>48,6%</i>	<i>11,5%</i>	<i>8,0%</i>	<i>8,1%</i>	
Radioterapia de alta precisión	0,5	0,7	0,8	1,0	3,4	5,1	6,6	6,7	61,3%
<i>Crto %</i>	<i>n.a</i>	<i>39,3%</i>	<i>23,8%</i>	<i>17,8%</i>	<i>245,5%</i>	<i>47,9%</i>	<i>30,5%</i>	<i>1,5%</i>	
Smartdata	0,0	0,0	0,0	1,9	3,2	3,5	3,7	3,8	19,8%
<i>Crto %</i>	<i>n.a</i>	<i>n.a</i>	<i>n.a</i>	<i>n.a</i>	<i>71,4%</i>	<i>9,0%</i>	<i>5,0%</i>	<i>5,0%</i>	
TOTAL VENTAS NETAS	4,6	6,0	7,3	14,7	20,8	23,8	26,4	27,5	17,0%
<i>Crto %</i>	<i>n.a</i>	<i>32,3%</i>	<i>20,9%</i>	<i>101,0%</i>	<i>41,7%</i>	<i>14,4%</i>	<i>11,0%</i>	<i>4,3%</i>	

Fuente: BS Análisis

A nivel de **márgenes EBITDA**, esperamos una ligera mejora de ~90pb hasta el 28,9% en 2019 y un fuerte incremento (>500pb) a partir de 2020 hasta el ~34% por un mayor peso de las divisiones de Radioterapia de alta precisión y *Smartdata* (ver tabla anterior), que cuentan márgenes más altos (45% y 60% respectivamente vs ~25% promedio de Diagnóstico).

Esta evolución estaría favorecida también por el **apalancamiento operativo** de la compañía, con un peso de costes fijos operativos superior al 60% sobre el total BS(e) y en el que el rápido crecimiento se su cifra de negocio tendría un impacto muy positivo.



Fuente: BS Análisis

Por debajo de EBITDA destacamos el incremento de **gastos financieros** en 2019 debido a la emisión de un bono de 10 M euros (~36% de la deuda bruta) dentro del programa MARF formalizado en junio'19 y asociado a la apertura de nuevos centros de radiología y operaciones de M&A (ver detalle en punto 2). Con todo, el **coste medio de la deuda** sería ligeramente superior al 6,5%, si bien a efectos de salida de caja el coste real es del 4,5% debido al peso de la deuda con tipo de interés subvencionado (~36% del total). Con todo, nuestras estimaciones recogen un fuerte crecimiento del **BDI**, que se multiplicaría por **4x en el periodo 2019-'23** hasta los ~2,8 M euros.

Cuenta de pérdidas y ganancias								
Miles de euros	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	TACC'19-23
CIFRA DE NEGOCIOS	6,0	7,3	14,7	20,8	23,8	26,4	27,5	17,0%
<i>Crto. %</i>	<i>n.a</i>	<i>21%</i>	<i>101%</i>	<i>42%</i>	<i>14%</i>	<i>11%</i>	<i>4%</i>	
Trabajos realizados para el activo	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	0,0%
Imputación de subvenciones	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,0%
Ingresos totales	8,3	9,7	17,0	23,1	26,1	28,7	29,8	15,1%
Costes directos	-2,1	-2,4	-7,0	-8,4	-9,0	-9,5	-9,9	8,9%
Beneficio Bruto	3,9	4,9	10,0	14,7	17,1	19,2	20,0	18,9%
<i>Margen bruto</i>	<i>65%</i>	<i>67%</i>	<i>68%</i>	<i>71%</i>	<i>72%</i>	<i>73%</i>	<i>73%</i>	
Otros gastos de operación	-2,2	-2,8	-5,7	-7,6	-8,9	-9,5	-9,8	14,4%
EBITDA	1,7	2,0	4,2	7,1	8,2	9,8	10,1	24,4%
<i>Margen</i>	<i>28,6%</i>	<i>28,0%</i>	<i>28,9%</i>	<i>34,1%</i>	<i>34,6%</i>	<i>37,0%</i>	<i>36,9%</i>	
<i>Var %</i>	<i>n.a</i>	<i>19%</i>	<i>107%</i>	<i>67%</i>	<i>16%</i>	<i>19%</i>	<i>4%</i>	
Amortización	-1,1	-1,3	-1,6	-3,9	-4,8	-4,9	-5,1	33,6%
EBIT	0,5	0,8	2,6	3,2	3,4	4,9	5,0	17,6%
Rtdo financiero	-1,0	-0,6	-1,8	-1,7	-1,7	-1,6	-1,3	-7,7%
Otros rdos financieros	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	n.a
BAI	-0,6	0,1	0,9	1,5	1,8	3,3	3,8	44,1%
Impuestos	0,7	-0,1	-0,2	-0,4	-0,4	-0,8	-0,9	44,1%
<i>Tasa efectiva</i>	<i>-133%</i>	<i>-81%</i>	<i>-25%</i>	<i>-25%</i>	<i>-25%</i>	<i>-25%</i>	<i>-25%</i>	
BDI	0,3	0,0	0,7	1,1	1,3	2,5	2,8	44,1%

Fuente: BS Análisis

6. SITUACIÓN FINANCIERA: SÓLIDA GENERACIÓN DE CAJA. DIVIDENDO RESTRINGIDO

Esperamos un **flujo de caja libre** promedio para el periodo 2019-'23 en el entorno de los **~5 M euros** (~6% *yield*) si bien el **flujo de caja para los accionistas** (FCFE) no alcanzaría cotas positivas hasta 2020 BS(e) debido al esfuerzo en inversiones realizado para (i) la apertura del centro de radioterapia avanzada en el Hospital CIMA Sanitas (~6,5 M euros) y (ii) las últimas adquisiciones de Teleradiología Colombia (TRC) y Real Life Data (cerradas en junio y julio'19 respectivamente), incluyendo también *earn outs* de operaciones de M&A en años anteriores (en total ~12 M euros BS(e)).

	Estimación flujos de caja						
Miles de euros	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
EBITDA	1,7	2,0	4,2	7,1	8,2	9,8	10,1
Variación capital circulante	0,9	-2,0	-0,7	-0,6	-0,4	-0,4	-0,2
Impuestos netos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,5
Otros cobros/pagos de actividades de explotación	0,0	0,0	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
FLUJO CAJA EXPLOTACIÓN	2,7	0,0	3,3	6,2	7,5	8,9	9,2
Pagos por inversiones	-3,4	-7,7	-17,1	-5,1	-3,5	-3,5	-2,6
<i>Capex I+D</i>	-1,6	-1,6	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0
<i>Capex IT</i>	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3
<i>Capex equipamiento</i>	-0,3	-0,5	-6,5	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
<i>M&A y Otros</i>	-1,0	-5,2	-8,2	-2,4	-0,9	-0,9	0,0
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
FLUJO DE CAJA DE INVERSIÓN	-3,4	-7,7	-17,1	-5,1	-3,5	-3,5	-2,6
Pagos por intereses	-1,0	-0,6	-1,2	-1,2	-1,1	-1,0	-0,7
Pago dividendos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ampliaciones de capital	9,2	4,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros flujos	-0,2	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
VARIACIÓN DEUDA NETA	7,2	-3,0	-15,0	0,0	2,9	4,3	5,9
DEUDA NETA INICIO	10,6	3,4	6,4	21,4	21,4	18,5	14,2
DEUDA NETA FINAL	3,4	6,4	21,4	21,4	18,5	14,2	8,3
DEUDA NETA/ EBITDA	2,0x	3,1x	5,0x	3,0x	2,3x	1,5x	0,8x
FCF	0,6	-2,0	0,9	3,8	5,1	6,5	6,8
FCF Yield	0,8%	-2,6%	1,1%	4,9%	6,6%	8,4%	8,8%
FCFE	-1,8	-8,3	-15,0	0,0	2,9	4,3	5,9
FCFE Yield	-2,3%	-10,7%	-19,3%	0,0%	3,7%	5,6%	7,6%

Fuente: BS Análisis

No tiene previsto el reparto de dividendos ya que están restringidos en sus covenants y en nuestra opinión son poco probables mientras continúe la fase de fuerte expansión

Atrys no tiene previsto el reparto de **dividendos** en los próximos 5 años en la medida en que están expresamente prohibidos en los *covenants* del programa de bonos de 25 M euros en el Marf que formalizó el pasado julio'19. En cualquier caso y aunque esta limitación no hubiera existido, pensamos que teniendo en cuenta la fase de rápida expansión en la que se encuentra, tiene más sentido la reinversión de flujos en el propio negocio para seguir potenciando su crecimiento.

Por otro lado la compañía cuenta con bases imponibles negativas (1,4 M euros) y deducciones por I+D (4,2 M euros) en 2018, gracias a las cuales **no pagaría impuestos hasta el año 2022 BS(e)**. Destacamos no obstante que parte las deducciones por I+D activadas se encuentran en litigio (2,6 M euros) con la Administración Tributaria (se espera resolución a finales de año) y nosotros, asumimos un 50% de probabilidad de éxito en nuestras estimaciones.

A nivel de **apalancamiento**, Atrys cerró 2018 con una DFN de ~6,4 M euros (~1,8x DFN/EBITDA proforma) y esperamos que cierre 2019 en 21,4 M euros (~4x DFN/EBITDA proforma) debido a las inversiones comentadas en el nuevo centro de radioterapia de Barcelona y las últimas operaciones de M&A.

	Balance						
Miles de euros	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Inmovilizado intangible	17,1	18,9	20,2	19,5	17,9	16,1	14,0
Fondo de comercio de consolidación	0,0	8,2	16,3	18,7	19,6	20,5	20,5
Inmovilizado material	2,6	2,6	8,7	8,1	7,6	7,1	6,6
Inversiones en empresas del grupo	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Activos financieros no corrientes	1,8	2,7	2,5	2,1	1,6	1,0	0,6
Activos impuesto diferido	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7
Existencias	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	3,4	3,7	4,3	5,2	5,7	6,0	6,3
Activos por impuestos corrientes	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Otros activos financieros corrientes	0,1	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	9,3	9,8	9,8	9,8	9,8	9,8	9,8
TOTAL ACTIVO	41	54	70	71	70	68	66
Patrimonio neto	19,0	26,4	27,1	28,2	29,6	32,0	34,8
Subvenciones	6,2	6,2	6,5	6,7	7,0	7,2	7,5
Provisiones no corrientes	0,3	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Pasivos financieros no corrientes	1,1	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4
Otros pasivos no corrientes	8,9	8,7	8,7	8,7	8,7	8,7	8,7
Provisiones corrientes	0,0	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Pasivos financieros corrientes	1,2	1,3	16,3	16,3	13,4	9,1	3,2
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	1,6	1,2	1,2	1,5	1,5	1,5	1,5
Pasivos por impuestos corrientes y AA.PP.	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Otros pasivos corrientes	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
TOTAL PASIVO	41	54	70	71	70	68	66

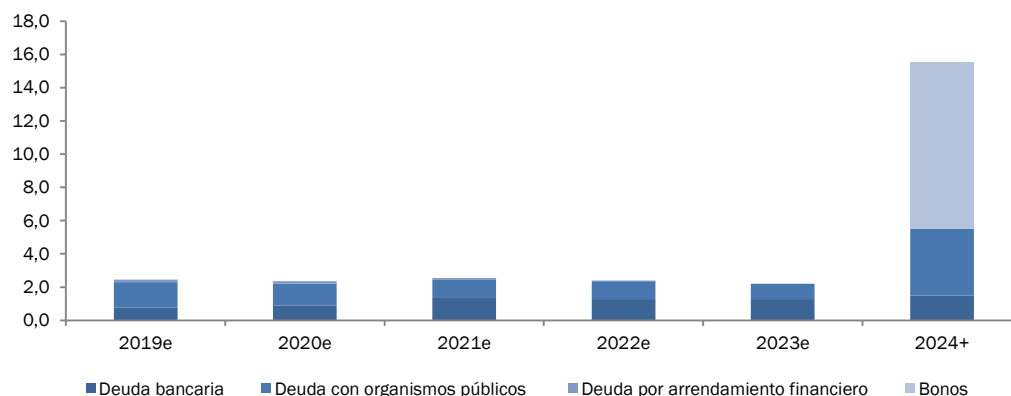
Fuente: BS Análisis

Esperamos que cierre 2020 en ~3x DFN/EBITDA y que siga un proceso de desapalancamiento hasta 0,8x DFN/EBITDA en 2023

Por otro lado, destacar que Atrys cuenta con una **estructura de deuda equilibrada**, en la que conviven deuda bancaria (~26% del total), deuda con organismos públicos (~36% del total) y deuda de mercado de capitales (~36% del total). Respecto a esta última, el pasado julio '19, Atrys formalizó un **programa de pagarés de 25 M euros** en el Marf de la que se han dispuesto 10 M euros y que tiene vencimiento *bullet* a 5 años. El tipo de interés es equivalente a Euribor + 5,5% y está asociado al desarrollo de operaciones de M&A y la apertura de nuevos centros de radioterapia.

Tras esta emisión inicial del bono estimamos que la **deuda bruta** de Atrys alcanzará a cierre 2019 los 26,3 M euros y tendrá un **coste promedio del ~4,5%** (a efectos de salidas de caja). A continuación detallamos el cuadro de vencimientos de deuda de la compañía, **sin compromisos relevantes en los próximos 5 años**.

Cuadro de amortización de deuda



Fuente: BS Análisis

7. RANGO DE VALORACIÓN Y ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD

Nuestro **rango de valoración** para la compañía se sitúa entre **3,85 y 5,05 euros/acc.** lo que en el punto medio (4,45 euros/acc.) arroja un **potencial del +14%**. Para ello utilizamos un DCF (WACC del 7,0% y g del +2,0%) con en el que recogemos por un lado un escenario suelo sin crecimiento inorgánico y otro en el que asumimos M&A en el entorno de los 25 M euros (EV) en el campo de la radioterapia a múltiplos de ~7x EV/EBITDA. Este segundo escenario es en nuestra opinión el más probable.

Por otro lado, nuestra valoración suelo no recoge el efecto positivo correspondiente al valor actual de las **deducciones por I+D activadas** por la compañía (4,2 M euros; 2,6 M euros en litigio con la Admon.Tributaria), y que sí incluimos en el escenario más optimista con un impacto de +3,5% en valoración.

Valoración DCF Escenario suelo

VALORACIÓN DCF	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	Valor terminal
NOPLAT	2,4	2,6	3,6	3,8	4,1	
+ Amortizaciones	3,9	4,8	4,9	5,1	5,1	
- Variación de Circulante	-0,6	-0,4	-0,4	-0,2	-0,2	
- Inversiones	-5,1	-3,5	-3,5	-2,6	-2,5	
± Ajustes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
FCF	0,6	3,4	4,7	6,1	6,4	
Flujo Descontado	0,6	3,0	3,8	4,7	4,6	
Término residual descontado						93,8
EV	111					
- DFN'19	21,4					
- Minoritarios	0					
± Ajustes	0,0					
Valor total	89					
Por acción (euros/acc.)	3,85					
Hipótesis						
WACC	7,0%					
g	2,0%					

Metodología: modelos propios BS Análisis

En lo que respecta al M&A, teniendo en cuenta la deuda del programa MARF (bonos) pendiente de disponer y el esquema de financiación comentado, (30% deuda /70% equity y ~25% del precio pagado en acciones), Atrys tendría unos **~50 M euros** (~40% del EV) **disponibles para seguir comprando compañías** del sector, manteniendo su endeudamiento por debajo de las ~4x DFN/EBITDA proforma.

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

A continuación analizamos la potencial **generación de valor vía M&A** por parte de la compañía (en términos de precio por acción) y en función del múltiplo de adquisición así como su capacidad para generar sinergias. Para ello asumimos adquisiciones de hasta 50 M euros de EV.

Múltiplo adquisición	Generación valor M&A (euros por acción)				
	Sinergias operativas				
	0,0%	5,0%	15,0%	25,0%	30,0%
7,5x	0,3	0,5	0,8	1,2	1,3
7,0x	0,5	0,7	1,1	1,4	1,6
6,5x	0,7	0,9	1,3	1,7	1,9
6,0x	1,0	1,2	1,6	2,0	2,2
5,5x	1,2	1,5	1,9	2,4	2,6
5,0x	1,6	1,8	2,4	2,9	3,1
4,5x	2,0	2,3	2,9	3,4	3,7

Fuente: BS Análisis

Por último, analizamos la **sensibilidad** de nuestro P.O. suelo a variaciones en la **WACC** y a la **tasa de crecimiento a perpetuidad** (g). Así, por cada 25pb de reducción en la tasa de descuento aplicada (WACC) nuestro P.O. mejora un +7%, mientras que variaciones de ± 25 pb en la tasa de crecimiento a perpetuidad tendría un impacto de $\pm 6\%$ en nuestro P.O.

Análisis de sensibilidad

		WACC				
		8,0%	7,5%	7,0%	6,5%	6,0%
Tasa de crecimiento perpetuo (g)	1,25%	2,58	2,91	3,29	3,74	4,30
	1,50%	2,70	3,04	3,46	3,95	4,56
	1,75%	2,82	3,20	3,64	4,18	4,86
	2,00%	2,96	3,36	3,85	4,44	5,19
	2,25%	3,11	3,54	4,07	4,73	5,56
	2,50%	3,27	3,74	4,32	5,05	6,00
	2,75%	3,45	3,96	4,60	5,42	6,49

Metodología: modelos propios BS Análisis

8. MÚLTIPLOS COMPARABLES

Atrys cotiza a 14x EV/EBITDA'20, por encima de Eurofins o Medica Group debido a sus mejores perspectivas de crecimiento

La comparativa con otras compañías del sector es complicada en la medida en que hay muy pocas organizaciones que tengan un mix de actividades similar y que además coticen en Bolsa. La más parecida es la francesa **Eurofins**, si bien su tamaño es muy superior al de Atrys (capitaliza ~7.600 M euros) y la británica **Medica Group**, pero la actividad de esta última se restringe al campo de la teleradiología.

Con todo, el múltiplo de ~14x EV/EBITDA 2020 al que cotiza Atrys está por encima del 11x y 9x al que cotizan Eurofins y Medica Group, lo que en nuestra opinión se debe a las **mejores perspectivas de crecimiento** de Atrys (+59% EBITDA'18-21 vs +14% Eurofins y +12% Medica Group), algo que justifica también el hecho de que Atrys no tenga previsto repartir dividendos en el corto y medio plazo.

Múltiplos comparables

COMPARABLES	Capitalización	PER ajustado	P/BV	EV/Ventas	EV/EBITDA	EV/EBIT	Yield
		19e/20e	19e/20e	19e/20e	19e/20e	19e/20e	19e/20e
ATRYs	77	125,6x / 73,5x	3x / 2,9x	6,4x / 4,5x	22,1x / 13,2x	35,6x / 29,3x	0% / 0%
Eurofins Scientific S	7.616	24,9x / 19,3x	3x / 3x	2,4x / 2,2x	12,5x / 10,8x	20,4x / 16,7x	0,8% / 1%
Medica Group Plc	159	14,5x / 13x	3,6x / 3,6x	2,8x / 2,4x	9,8x / 8,2x	11x / 9,2x	2,1% / 2,3%
MEDIA PONDERADA		24,6x / 19,1x	3x / 3x	2,4x / 2,2x	12,5x / 10,8x	20,2x / 16,5x	0,8% / 1%

Fuente: BS Análisis

Respecto al rápido aumento de su capitalización (~5x en 3 años) y su posible **paso al Mercado Continuo**, la liquidez del valor no sería un problema, sin embargo la propia compañía condiciona este salto a la necesidad de llevar a cabo operaciones de M&A más relevantes. Si esto ocurriese (algo que no descartamos a medio plazo) Atrys necesitaría el apoyo de inversores internacionales, que habitualmente tienen restricciones para invertir en compañías del MAB.

A corto plazo, no esperamos adquisiciones de gran tamaño por parte de Atrys, y las que viene realizando requieren ampliaciones de capital de entre 10-20 M euros, un rango para el que la compañía ha demostrado una muy positiva trayectoria en el MAB.

9. DATOS FINANCIEROS

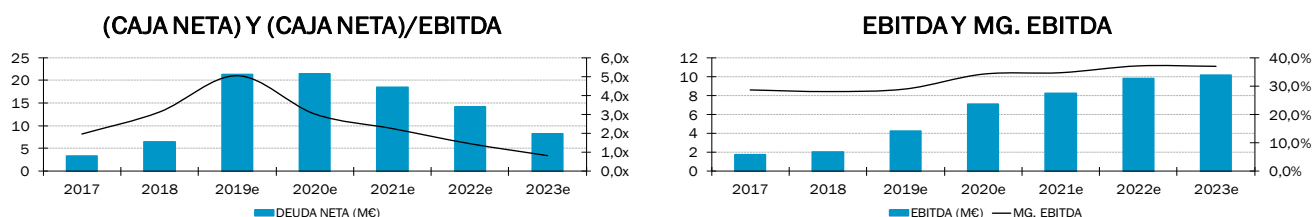
PERDIDAS Y GANANCIAS	2017	2018	2019e	2020e	2021e	TACC 18/21
Ventas	6,0	7,3	14,7	20,8	23,8	48,1%
<i>Crec%</i>	<i>n.a.</i>	<i>21,1%</i>	<i>100,6%</i>	<i>41,7%</i>	<i>14,4%</i>	
EBITDA	1,7	2,0	4,2	7,1	8,2	59,0%
<i>Crec%</i>	<i>n.a.</i>	<i>18,7%</i>	<i>107,1%</i>	<i>67,3%</i>	<i>16,1%</i>	
<i>Margen EBITDA</i>	<i>28,6%</i>	<i>28,0%</i>	<i>28,9%</i>	<i>34,1%</i>	<i>34,6%</i>	
EBIT	0,5	0,8	2,6	3,2	3,4	64,8%
<i>Crec%</i>	<i>n.a.</i>	<i>51,3%</i>	<i>241,7%</i>	<i>21,5%</i>	<i>7,8%</i>	
<i>Margen EBIT</i>	<i>8,4%</i>	<i>10,5%</i>	<i>17,9%</i>	<i>15,4%</i>	<i>14,5%</i>	
Gastos financieros netos	-1,0	-0,6	-1,8	-1,7	-1,7	38,5%
<i>Crec%</i>	<i>n.a.</i>	<i>-39,0%</i>	<i>183,2%</i>	<i>-3,0%</i>	<i>-3,2%</i>	
Impuestos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	n.a.
<i>Tasa Impositiva (%)</i>	<i>-133,0%</i>	<i>-81,2%</i>	<i>-25,0%</i>	<i>-25,0%</i>	<i>-25,0%</i>	
Minoritarios s/ BAI (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
BDI	0,3	0,0	0,7	1,1	1,3	382,3%
Nº Accs medio	20,4	21,6	23,2	23,2	23,2	
BPA	0,01 €	0,00 €	0,03 €	0,05 €	0,06 €	370,8%
<i>Crec%</i>	<i>n.a.</i>	<i>-96,1%</i>	<i>4968,6%</i>	<i>70,9%</i>	<i>20,5%</i>	
BPA Ajust.	0,01 €	0,00 €	0,03 €	0,05 €	0,06 €	370,8%
<i>Crec%</i>	<i>n.a.</i>	<i>-96,1%</i>	<i>4968,6%</i>	<i>70,9%</i>	<i>20,5%</i>	
DPA	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	n.a.
<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>	
Capex	3,4	7,7	17,1	5,1	3,5	-23,0%

FLUJOS DE TESORERIA (M euros)	2017	2018	2019e	2020e	2021e	TACC 18/21
BDI	0,3	0,0	0,7	1,1	1,3	382,3%
+Amortizaciones	1,2	1,3	1,6	3,9	4,8	55,4%
-Variación Circulante Neto	-0,9	2,0	0,7	0,6	0,4	-39,8%
-Total Inversiones brutas	3,4	7,7	17,1	5,1	3,5	-23,0%
+/- Desinversiones y otros Ajustes	-3,2	5,4	0,5	0,6	0,7	-49,3%
Cash Flow Libre Operativo	-4,3	-3,0	-15,0	0,0	2,9	-198,7%
-Dividendos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	n.a.
Cash Flow Libre (después de dividendos)	-4,3	-3,0	-15,0	0,0	2,9	-198,7%

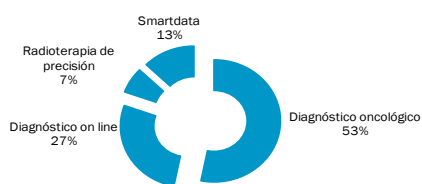
BALANCE (M Euros)	2017	2018	2019e	2020e	2021e	TACC 18/21
Activo fijo	19,7	13,4	12,6	8,9	5,9	-24,1%
Circulante neto	2,0	2,8	3,4	4,0	4,5	17,2%
<i>% circulante neto / Ventas</i>	<i>33,2%</i>	<i>37,9%</i>	<i>23,4%</i>	<i>19,4%</i>	<i>18,8%</i>	
Patrimonio neto atribuible	19,0	26,4	27,1	28,2	29,6	3,8%
Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	n.a.
Deuda Neta	3,4	6,4	21,4	21,4	18,5	42,5%
<i>Deuda Neta / Equity</i>	<i>0,2x</i>	<i>0,2x</i>	<i>0,8x</i>	<i>0,8x</i>	<i>0,6x</i>	
<i>Deuda Neta / EBITDA</i>	<i>2,0x</i>	<i>3,1x</i>	<i>5,0x</i>	<i>3,0x</i>	<i>2,2x</i>	
<i>% circulante neto / Ventas</i>	<i>33,2%</i>	<i>37,9%</i>	<i>23,4%</i>	<i>19,4%</i>	<i>18,8%</i>	
ROE	1,5%	0,0%	2,4%	4,0%	4,5%	
ROCE	-0,8%	0,4%	4,1%	4,8%	5,4%	

RATIOS DE MERCADO	2017	2018	2019e	2020e	2021e
EV/Ventas	<i>12,66x</i>	<i>11,41x</i>	<i>7,12x</i>	<i>5,02x</i>	<i>4,27x</i>
EV/EBITDA	<i>44,28x</i>	<i>40,73x</i>	<i>24,61x</i>	<i>14,71x</i>	<i>12,32x</i>
ROCE/WACC	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
PER	<i>250,91x</i>	<i>6424,70x</i>	<i>127,09x</i>	<i>74,37x</i>	<i>61,74x</i>
PER Ajustado	<i>250,91x</i>	<i>6424,70x</i>	<i>127,09x</i>	<i>74,37x</i>	<i>61,74x</i>
P/CF	<i>-572,75x</i>	<i>-9,19x</i>	<i>-5,37x</i>	<i>-125,98x</i>	<i>37,79x</i>
P/VC	<i>3,85x</i>	<i>2,91x</i>	<i>3,06x</i>	<i>2,94x</i>	<i>2,81x</i>
FCF Yield	<i>0,8%</i>	<i>-2,4%</i>	<i>0,8%</i>	<i>3,6%</i>	<i>5,0%</i>

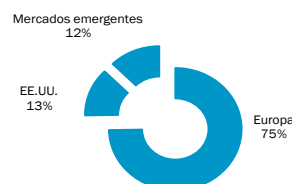
10. DATOS OPERATIVOS



VENTAS POR LÍNEA DE NEGOCIO 2019e



VENTAS POR GEOGRAFÍA 2019e



Dirección Análisis

Assistants

Ana Torrente: TorrenteA@bancsabadell.com
Eamon Donoghue: DonoghueE@bancsabadell.com
Concha Galán: GalanC@bancsabadell.com
Héctor Vicente: VicenteH@bancsabadell.com

Director Análisis

Nicolás Fernández: FernandezNi@bancsabadell.com

Financieras

Esther Castro: CastroEs@bancsabadell.com
M.ª Paz Ojeda: OjedaM@bancsabadell.com

Utilities, gas y energía

Javier Esteban: EstebanJ@bancsabadell.com
Álvaro del Pozo: Alvaro.DelPozo@bancsabadell.com

TMTs

Andrés Bolumburu: BolumburuA@bancsabadell.com
Álvaro del Pozo: Alvaro.DelPozo@bancsabadell.com

Industriales

Francisco Rodríguez: RodriguezFra@bancsabadell.com
Óscar Rodríguez: RodriguezOsc@bancsabadell.com
Alfredo del Cerro: delCerroA@bancsabadell.com
Luis Arredondo: ArredondoL@bancsabadell.com

**Farmacia, química y
papeleras**

Javier Esteban: EstebanJ@bancsabadell.com
Luis Arredondo: ArredondoL@bancsabadell.com

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

Ignacio Romero: Romerolgnacio@bancsabadell.com
Alfredo del Cerro: delCerroA@bancsabadell.com
Luis Arredondo: ArredondoL@bancsabadell.com

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

Ignacio Romero: Romerolgnacio@bancsabadell.com
Arancha Piñeiro: PineiroA@bancsabadell.com

**Hoteles, transportes y
autopistas**

Francisco Rodríguez: RodriguezFra@bancsabadell.com

Derivados, Técnico y Cuantitativo

Diego Ferrer: FerrerDiego@bancsabadell.com

Equipo Small&Medium

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

Equipo Eurostoxx50

Francisco Rodríguez: RodriguezFra@bancsabadell.com
Arancha Piñeiro: PineiroA@bancsabadell.com
Óscar Rodríguez: RodriguezOsc@bancsabadell.com
Álvaro del Pozo: Alvaro.DelPozo@bancsabadell.com

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

Glen Spencer Chapman: chapmang@bancsabadell.com
Diego Ferrer: FerrerDiego@bancsabadell.com
Diego Fernández: FernandezDi@bancsabadell.com
Virginia Romero: RomeroVi@bancsabadell.com
Lola Arias: ariasd@bancsabadell.com
Israel González: israel.gonzalez@bancsabadell.com
Álvaro Ferrero: FerreroAl@bancsabadell.com
Antonio Martos: AnMartos@bancsabadell.com

Specialist Sales

Jorge Llorente: LlorenteJo@bancsabadell.com
Manuel Yagüez: YagueezM@bancsabadell.com
Pedro Álvarez: AlvarezPe@bancsabadell.com

Agentes

Eduardo de la Fuente: Eduardo_delafuente@agentes.bancsabadell.com

Disclaimers in asesoramiento de inversión

Sistema de recomendaciones:

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. ha implementado todas las medidas de control necesarias para asegurar que no hay ningún conflicto de interés en la elaboración de la valoración.

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.

Banco de Sabadell, S.A., así como sus Consejeros, directores o empleados pueden: tener una relación comercial relevante con la Compañía o Compañías referidas en el presente documento; formar parte de los órganos de gobierno de las mismas; tener posición directa o indirecta en cualesquiera de los valores o instrumentos emitidos por dicha o dichas Compañías; negociar con dichos valores o instrumentos por cuenta propia o ajena, incluso actuando como creador de mercado de los mismos o proveedor de liquidez; disponer de derechos de cualquier tipo para la adquisición de valores emitidos por la Compañía o Compañías analizadas o vinculados directa y fundamentalmente a ellos; proporcionar servicios de asesoramiento u otros al emisor de dichos valores o instrumentos; tener intereses o llevar a cabo transacciones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

No obstante lo señalado en el párrafo anterior, 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 26 de noviembre de 2009), 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.bancosabadell.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.

Banco de Sabadell, S.A., directa o indirectamente, o alguna entidad vinculada puede haber sido entidad directora o codirectora durante los 12 meses previos de una oferta pública de alguno de los emisores cuyos valores se mencionan en recomendaciones contenidas en este documento, o puede haber prestado servicios bancarios de inversión durante los 12 meses previos a alguno de los emisores cuyos valores se mencionan en recomendaciones contenidas en este informe. Banco de Sabadell, S.A. puede ser parte de un acuerdo con un emisor relativo a la elaboración de la recomendación.

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.