

Atrys Health

10 de enero de 2023

Pablo Fernández de Mosteyrín

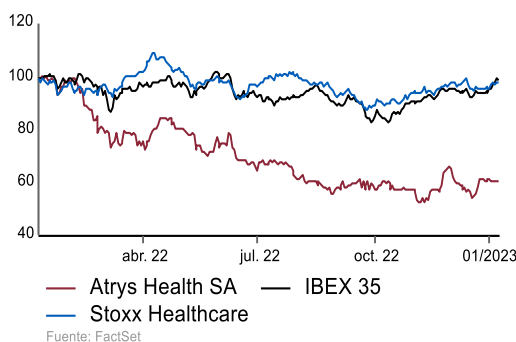
Equity Research Analyst

Despidiendo 2022 con mucha salud

SOBREPONDERAR

Precio objetivo:	8,75 eur
Precio actual:	6,12 eur
Potencial:	43,0 %

Evolución bursátil



Comportamiento	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	2%	0%	-39%
Relativo	-3%	-17%	-39%

ATRY.MC / ATRY.ES

Capitalización (mln eur)	450,7
Nº acciones (mln)	76,0
Free Float	46,5%
Vol. día (mln eur)	0,1
Mín/Máx 12 meses (eur)	5,10 - 10,85
Revalorización YTD	-1,3%

	Comprar	Mant.	Vender
Consenso Factset	100%	0%	0%

	2021	2022e	2023e
PER	n.a.	94,9x	27,2x
VE/EBITDA	119,5x	14,4x	9,7x
VE/Ventas	6,2x	3,1x	2,3x
P/V	2,3x	1,1x	1,1x
DN/EBITDA	3,4x	3,2x	1,8x
Pay-Out	0,0%	0,0%	0,0%
Rent. Div.	0,0%	0,0%	0,0%
FCF Yield	-56,0%	-35,5%	7,0%
ROCE	-3,8%	2,5%	5,6%
ROE	-8,5%	1,2%	3,9%

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

Desinvirtiendo en Conversia...

Atrys confirmó la **venta del 24,9% de Conversia**, incorporando un socio financiero que apoye el desarrollo del plan de negocio, aunque **a más largo plazo esperaríamos una desinversión total en un negocio no estratégico** para la Compañía. El precio acordado asciende a 20 mln eur, lo que supone valorar el 100% de Conversia a 80 mln eur, por encima de los múltiplos que viene pagando históricamente Atrys en sus adquisiciones y de lo desembolsado en su día por Aspy.

...para crecer en negocios estratégicos...

Una semana después anunció la **adquisición de Initia y ChileRad**, compañías especializadas en la atención integral a pacientes oncológicos y en servicios de teleradiología, respectivamente. Estas adquisiciones **refuerzan los pilares estratégicos del negocio** de la Compañía (telemedicina y oncología), comprando a precios atractivos (múltiplos en línea o por debajo de su media histórica y por debajo de los que cotiza la Compañía y sus competidores).

...y reforzando el balance con mínima dilución.

Al mismo tiempo y para financiar las nuevas adquisiciones, anunció una **ampliación de capital de 10,5 mln eur** (2,37% del capital) a 5,98 eur/acc., lo que supone un 4% de descuento frente a la cotización del día anterior y está en línea con el precio medio de los últimos 3 y 6 meses. Pese a la ligera dilución para el accionista, **creemos que la ampliación es positiva** por el **carácter acretivo de las adquisiciones**, supone **financiación sin coste** para la Compañía, **reduce el endeudamiento relativo** y **preserva caja** ante las posibles operaciones que puedan surgir durante un 2023 sin visibilidad sobre la disponibilidad de financiación.

Conclusión: ajustamos estimaciones y reiteramos recomendación de SOBREPONDERAR con P.O. 8,75 eur/acc. (8,65 eur/acc. anterior).

Valoramos Atrys Health mediante un DCF a 5 años (WACC=7,5%, g=2%), obteniendo un **P.O. de 8,75 eur/acc.** (8,65 eur/acc. anterior) **y reiteramos nuestra recomendación de SOBREPONDERAR**. Creemos que la resistencia al deterioro del ciclo, el potencial de crecimiento del negocio y la valoración atractiva justifican el posicionamiento en el valor.

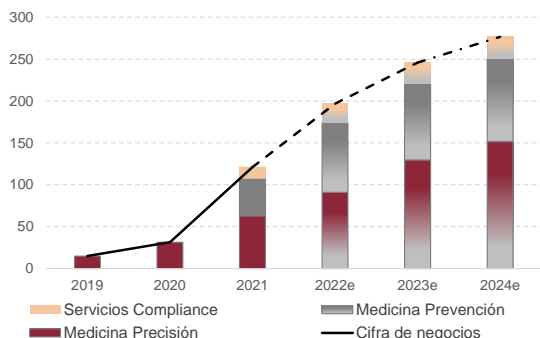
mIn eur	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Ventas	14,8	31,4	121,0	198,4	241,8	272,0
EBITDA ajustado	4,6	9,5	24,0	42,0	58,3	68,9
Margen (%)	31,0%	30,3%	19,8%	21,2%	24,1%	25,3%
EBITDA consenso	4,6	9,5	24,0	41,2	58,9	75,0
Bº neto	-0,1	-5,5	-23,3	5,0	17,1	26,1
BPA (eur)	0,00	-0,17	-0,38	0,07	0,22	0,34
DPA (eur)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF	-32,4	-78,7	-349,1	-167,2	32,5	41,0
DFN + / Caja neta -	21,2	50,0	124,2	134,9	102,4	61,4

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

Atrys Health en una página

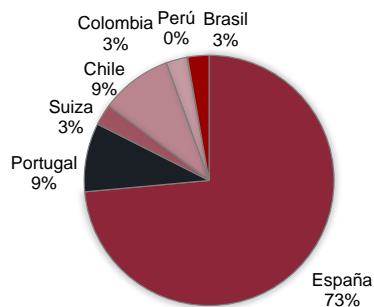
Atrys estructura sus servicios en torno a tres unidades de negocio: medicina de precisión, medicina de prevención y *compliance*. Lleva a cabo tratamientos de radioterapia, realiza pruebas diagnósticas, analiza de forma telemática pruebas de radiología, cardiología, oftalmología y dermatología, y presta servicios de *Smart & Big data* al sector salud. Combinando un relevante crecimiento orgánico con una política de adquisiciones muy activa.

Evolución ingresos por área de negocio (miles eur)



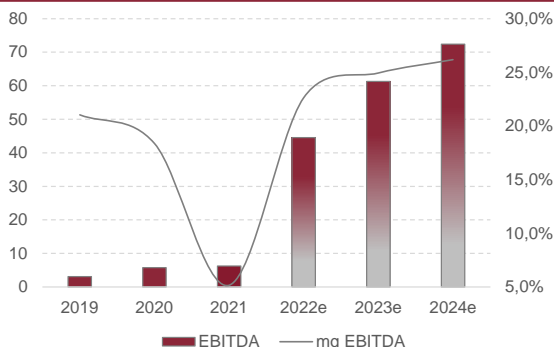
Fuente: Atrys Health.

Desglose de ventas por área geográfica 2021



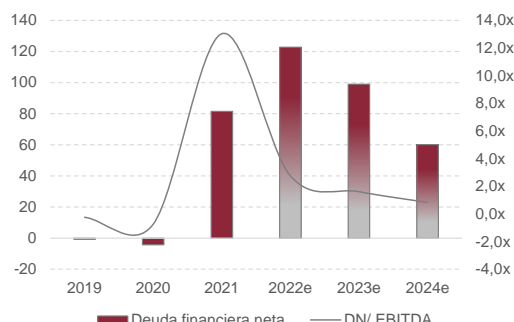
Fuente: Atrys Health, Renta 4 Banco.

Evolución del EBITDA (mln eur)



Fuente: Atrys Health, Renta 4 Banco.

Deuda neta / EBITDA



Fuente: Atrys Health, Renta 4 Banco.

Catalizadores

- Sinergias adicionales fruto de la integración de las últimas adquisiciones**, no recogidas en nuestras estimaciones ante la dificultad de cuantificarlas.
- Venta cruzada** de servicios entre divisiones y optimización de la estructura de costes.
- Nuevas operaciones de M&A** a múltiplos atractivos que sigan reforzando la propuesta de valor del grupo.

Riesgos

- Riesgo de ejecución** de operaciones corporativas.
- Dificultades para captar fondos con los que **financiar su crecimiento inorgánico** o nuevas **ampliaciones de capital**.
- Eventual **inflación de costes salariales** ante el déficit de especialistas.

ESG

vs comparables

E (Medioambiente)	-
S (Social)	-
G (Gobierno corporativo)	-
Rating	
MSCI Rating ¹	-
Sustainalytics Risk Rating ²	-
S&P Global ESG Rank ³	-
Divulgación ESG Bloomberg ³	6,7
CDP del clima ⁴	-
Governance Qualityscore ISS ⁵	-

Fuente: Bloomberg, datos compañía. ¹(CCC-AAA), ²(Min >40 - Max 0), ³(0-100), ⁴(1-8), ⁵(0-10).

Desinvertiendo en Conversia

El pasado 22 de diciembre, Atrys **confirmó la venta del 24,9% de su filial Conversia** a la sociedad Arraigo NW Segundo tras un proceso competitivo, confirmándose las noticias aparecidas anteriormente en prensa. Conversia continuará consolidando dentro del perímetro de Atrys y la operación permite incorporar un socio financiero minoritario que apoye el desarrollo del plan de negocio de la Compañía y la creación de valor en el corto y medio plazo, aunque **a más largo plazo esperaríamos una desinversión total** en un negocio no estratégico para la Compañía como son los servicios de *compliance*, lo que permitiría a Atrys centrarse en sus divisiones de medicina de Precisión (diagnóstico y oncología) y medicina de Prevención.

El **precio acordado asciende a 20 mln eur**, de los cuales 14 mln eur se han desembolsado a la firma del contrato y 6 mln eur se desembolsarán durante el primer trimestre del 2023, lo que supone valorar el 100% de Conversia a 80 mln eur. De este modo, se estarían pagando unos múltiplos cercanos a las 15,7x VE/EBITDA '21 y 3,6x VE/ventas '21, **muy por encima de los múltiplos que viene pagando históricamente Atrys en sus adquisiciones** (~8x VE/EBITDA y ~2x VE/ventas) **y de lo desembolsado en su día por Aspy** (11,4x VE/EBITDA y 2,2x VE/ventas).

Para crecer en los negocios estratégicos

Tan solo una semana después de la desinversión parcial en Conversia, Atrys anunció la **adquisición de Initia y ChileRad**, dos compañías **especializadas en la atención integral a pacientes oncológicos y en servicios de teleradiología**, respectivamente.

Initia, uno de los principales competidores de Bienzobas, además **desarrolla ensayos clínicos en tratamientos para diferentes tipos de cáncer**, área en la que hasta ahora Atrys no tenía presencia y que es fundamental para el desarrollo de nuevas terapias y fármacos ya que i) reduce el coste del tratamiento farmacológico, que es asumido por las farmacéuticas; ii) da acceso a los tratamientos más innovadores y punteros para el paciente, obteniendo buenos retornos ; y iii) atrae nuevo talento en oncología por el prestigio de participar en ensayos clínicos.

Con esta adquisición Atrys **consolida su liderazgo en asistencia oncológica** a nivel nacional, ampliando su presencia hasta Valencia, donde Initia cuenta con acuerdos de colaboración con las principales aseguradoras de salud en una autonomía con más de 500.000 seguros privados. Asimismo, permite a Atrys **ampliar su equipo médico**, reforzando su posicionamiento en la oncología de precisión y la medicina personalizada.

El **importe pagado asciende a 2,250 mln eur de precio fijo y un pago variable de 185.000 eur** ligado al cumplimiento en 2024 de una serie de condiciones (renovación de ciertos contratos con clientes, alcanzar un EBITDA mínimo y que los vendedores continúen prestando servicios médicos en la sociedad), lo que supone un VE/EBITDA '21 de 4x y VE/ventas '21 de 1,15x, **por debajo de los múltiplos pagados habitualmente por Atrys** (~8x VE/EBITDA y ~2x VE/ventas) **y la cotización de sus comparables** (~10x VE/EBITDA '23 y ~2,3x VE/ventas '23), por lo que consideramos creará valor a corto y medio plazo, con crecimiento de dígito simple alto en ventas y el potencial de mejorar márgenes.

Respecto a **ChileRad**, es una empresa de telemedicina **especializada en servicios de teleradiología**, con las últimas tecnologías médicas e informáticas aplicadas al diagnóstico por imagen remoto, que constituía el único competidor de ITMS en Chile.

Con esta adquisición Atrys **consolida su posicionamiento en Chile** como líder en la prestación de servicios diagnósticos de teleradiología, donde ya es líder global en número de informes diagnósticos en lengua española. Esta adquisición **reducirá la presión competitiva sobre los precios** y contribuirá a aumentar la penetración en el mercado de salud de Chile, especialmente ante el sector público, aportando a sus clientes soluciones tecnológicas novedosas basadas en Inteligencia Artificial para el diagnóstico de imágenes. Asimismo, permitirá **profundizar en el plan de venta cruzada** de otros servicios de Atrys como telecardiología, teleconsulta y gestión de riesgos de salud. Según estimaciones de la Compañía, esperan que la integración de ChileRad en las operaciones de teleradiología de Atrys en Chile **genere sinergias por importe de 0,4 mln eur durante el ejercicio 2023** gracias a la eliminación de duplicidades y aporte crecimientos de dígito simple alto en ventas.

El **importe pagado asciende a 8,05 mln eur de precio fijo** (7,43 mln eur en efectivo y 0,62 mln eur en acciones - 103.879 acc. 5,98 eur/acc.) **más un variable de 0,85 mln eur** ligado a alcanzar en el ejercicio 2022 un EBITDA mínimo de 1,01 mln eur. Esto supondría unos múltiplos de VE/EBITDA '22e 8,8x (6,3x con sinergias esperadas) y VE/ventas '22e 1,6x, **en línea con las adquisiciones anteriores de Atrys y por debajo de sus comparables.**

Tabla 1. Histórico M&A Atrys Health.

	Empresa	Segmento	Cifra de negocio (mln eur)	EBITDA (mln eur)	EV (mln eur)	EV/EBITDA pagado	EV/ventas pagado	margen EBITDA
jul-18	ITH	diagnóstico online	0,5	0,1	0,6	6,3x	1,3x	20%
nov-18	Llebalust	diagnóstico oncológico	3,9	0,9	7,4	8,3x	1,9x	23%
jun-19	RLD	smartdata	2,0	1,4	11,5	8,2x	5,8x	70%
sep-19	TRC	diagnóstico online	2,2	0,5	4,7	9,5x	2,2x	23%
nov-19	Instituto IMOR	radioterapia	4,2	1,9	13,1	7,1x	3,1x	44%
jul-20	ITMS	diagnóstico online	23,1	4,7	43,1	9,2x	1,9x	20%
ago-20	Axismed	diagnóstico online	3,5	0,0	2,0	n.a.	0,6x	0%
oct-20	ICM	genética oncológica	7,0	3,4	18,5	5,4x	2,6x	49%
nov-20	Lenitudes	radioterapia	16,0	4,0	16,5	4,1x	1,0x	25%
ene-21	Aspy Global Services	PRL y CN	94,0	18,0	204,6	11,4x	2,2x	19%
feb-21	Radio-Onkologie Amsler	radioterapia	5,7	3,0	16,6	5,5x	2,9x	53%
jun-21	Genetyca	genética	1,6	0,3	3,0	10,0x	1,9x	19%
dic-21	SIMM Molecular	diagnóstico oncológico	3,7	0,9	5,2	5,8x	1,4x	24%
jun-22	Bienzobas	diagnóstico oncológico	30,6	8,8	76,3	8,7x	2,5x	29%
dic-22	Initia	diagnóstico oncológico	2,1	0,6	2,4	4,0x	1,2x	29%
dic-22	ChileRad	Telemedicina	5,7	1,0	8,9	8,8x	1,6x	18%
	Media		12,9	3,1	27,1	7,5	2,1	29%
	Mediana		4,1	1,2	10,2	8,2	1,9	24%

Fuente: Atrys Health, Renta 4 Banco.

Por último, se confirmó la **adquisición del 20% restante que no controlaba de Cuidarte**, clínicas ambulatorias de alta especialidad para la atención integral de pacientes con cáncer, cuyo 80% previo se incorporó con la compra de Bienzobas en junio de 2022. Aunque no se reportó la cantidad desembolsada, la Compañía confirma que **no constituye una cifra material**, por lo que no prevemos un impacto relevante.

Ampliación de capital

Al mismo tiempo y para financiar las nuevas adquisiciones, Atrys anunció una ampliación de capital de 10,5 mln eur entre inversores cualificados, emitiendo 1.761.705 de nuevas acciones (2,37% del capital) a 5,98 eur/acc., lo que supone un 4% de descuento frente a la cotización del día anterior y está en línea con el precio medio de los últimos 3 y 6 meses.

Pese a la ligera dilución para el inversor minorista y el institucional que no haya acudido, creemos que la **ampliación es positiva** desde un cuádruple punto de vista: **i)** consideramos que la dilución se compensa con el **carácter acretivo de las adquisiciones**; **ii)** supone **financiación sin coste** para la Compañía, especialmente relevante en el momento de mercado actual, donde la aversión al riesgo es elevada y el coste de la deuda se ha multiplicado; **iii)** se **reduce el endeudamiento relativo** de la Compañía, reforzando el balance ante un 2023 incierto; y **iv)** **preserva caja** ante las posibles operaciones que puedan surgir durante un 2023 sin visibilidad sobre la disponibilidad de crédito.

Tabla 2. Histórico ampliaciones de capital Atrys Health.

Ampliaciones capital	nuevas acciones	precio	importe ampliación	s/market cap	dto. s/ cotización		
					día anterior	media 3m	media 6m
28/12/2017	8.450.704	1,42	12.000.000	52%	-24%	1%	2%
18/10/2019	1.428.571	3,50	4.999.999	6%	-13%	-5%	-7%
24/07/2020	7.954.546	4,40	35.000.002	18%	-13%	-7%	-20%
13/06/2022	10.350.000	7,00	72.450.000	16%	-5%	-10%	-19%
27/12/2022	1.761.705	5,98	10.534.996	2%	-4%	1%	-2%
media					-12%	-4%	-9%
mediana					-13%	-5%	-7%

Fuente: Atrys Health, Renta 4 Banco.

Adicionalmente, la Compañía **aprobó un aumento de capital por compensación de créditos** por un importe de 4,27 mln eur mediante la emisión 609.392 acciones. Esta operación está **ligada a la adquisición del 100% de Bienzobas**, donde se acordó con Significant Impact System un pago en efectivo de 72,1 mln eur y otro pago en acciones de 4,27 mln eur.

De este modo, **tras las operaciones descritas anteriormente, el número de acciones de la Compañía asciende a 76 mln acc.**

Cambio de estimaciones y valoración

Revisamos nuestro modelo incorporando las operaciones anteriormente descritas, aplicando crecimientos en ventas para las últimas adquisiciones de dígito simple medio, sin tener en cuenta expansión de márgenes e incorporando las sinergias esperadas en ChileRad para 2023. Así, **incrementamos ligeramente nuestras estimaciones tanto en ventas como en EBITDA.**

Tabla 3. Cambio estimaciones

	2022e	2023e	2024e
Ingresos Antiguo	198	233	263
Ingresos Nuevo	198	242	272
Var. %	0,0%	3,6%	3,3%
Ebitda aj. Antiguo	42	56	66
Ebitda aj. Nuevo	42	58	69
Var. %	0,0%	4,1%	3,8%
Margen Ebitda Antiguo (%)	21,2%	24,0%	25,2%
Margen Ebitda Nuevo (%)	21,2%	24,1%	25,3%
Var. (p.p.)	0,0	0,1	0,1
Bº neto Antiguo	5	16	25
Bº neto Nuevo	5	17	26
Var. %	0%	8%	6%
Precio objetivo antiguo	8,65		
Precio objetivo nuevo	8,75		
Var. %	1,1%		

Fuente: Renta 4 Banco.

Pese a la corrección de la cotización en 2022 (-40%), creemos que los fundamentales de la Compañía no han cambiado, y continuamos viendo **un importante atractivo en base a la existencia de relevantes vientos de cola estructurales: i) envejecimiento de la población**, con el consiguiente incremento de la incidencia de enfermedades crónicas, degenerativas o incapacitantes; **ii) creciente prevalencia del cáncer**, convirtiendo la oncología en un área de especial interés; y **iii) contención y racionalización del gasto público sanitario**, con la colaboración público-privada y la telemedicina como opciones necesarias.

Además, el **apalancamiento operativo de la Compañía**, gracias a una plataforma de telemedicina propia y fácilmente escalable y replicable hacia otras especialidades y mercados, apoyará la **dilución de costes fijos y la expansión de márgenes**, en un sector resistente al ciclo, innovador y con elevadas barreras de entrada. Así mismo, el **crecimiento inorgánico**, que esperamos continúe reforzando el posicionamiento de la Compañía pese a la volatilidad en los mercados, continuará **generando sinergias, incrementando el tamaño y alcance de los negocios de la Compañía**, facilitando el acceso a mejores y mayores contratos y facilitando la venta cruzada. Todo ello repercutiendo en una **saludable generación de caja** (FCFY 2023-2026 ~10%) que permitirá el suave desapalancamiento del balance (DN/EBITDA ~6x 1S22 vs ~1x 2024 R4e), y **cotizando a una valoración atractiva** (VE/EBITDA'23e 9,7x vs 10x comparables; VE/FCF' 23e 17x vs 30x comparables).

Finalmente, *all in all*, valoramos positivamente las recientes operaciones ya que **i) refuerzan los pilares estratégicos** del negocio de la Compañía (telemedicina y oncología), reduciendo la competencia en Chile y aliviando la presión en precios y dando acceso al desarrollo de ensayos clínicos; **ii) continúa comprando a precios atractivos**, pagando múltiplos en línea o por debajo de su media histórica y por debajo de los que cotiza la Compañía y sus competidores; **iii) reducen la participación en un área no estratégica** como Conversia a un precio elevado, que le permitirá financiar el crecimiento tanto del negocio estratégico como de los servicios de *compliance* para una probable desinversión completa posteriormente; y **iv) refuerzan el balance de la Compañía**,

financiando la operación prácticamente sin coste, reduciendo el apalancamiento en términos relativos y preservando caja ante un 2023 incierto, **con una mínima dilución para el accionista.**

Valoramos la Compañía a través de un DFC a 5 años (WACC 7,5%; g del 2%), incorporando el valor actual neto de los casi 25 mln eur de **bases imponibles negativas y de deducciones por I+D pendientes de aplicar**, y sin tener en cuenta probables operaciones de M&A futuras. De este modo, alcanzamos una **valoración de los fondos propios de la Compañía de 665 mln eur**, equivalentes a un **P.O. de 8,75 eur/acc.** (vs 8,65 eur/acc. anterior), por lo que **reiteramos la recomendación de SOBREPONDERAR**, con un **potencial de revalorización del 44%** a precios actuales.

Tabla 4. Análisis de sensibilidad

		g				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
WACC	6,5%	9,0	10,0	11,2	12,7	14,7
	7,0%	8,0	8,9	9,9	11,1	12,6
	7,5%	7,2	7,9	8,75	9,7	10,9
	8,0%	6,6	7,1	7,8	8,6	9,6
	8,5%	6,0	6,5	7,0	7,7	8,5

Fuente: Renta 4 Banco.

Cifras Clave

PYG (mln eur)	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	TACC 20/24
Ventas	14,8	31,4	121,0	198,4	241,8	272,0	71,6%
Coste de ventas	-4,5	-9,6	-22,5	-37,3	-52,1	-59,0	57,6%
Margen Bruto	10,4	21,8	98,5	161,1	189,7	213,0	76,7%
Gastos operativos	-7,3	-16,1	-92,2	-119,2	-131,4	-144,1	73,0%
EBITDA	3,1	5,8	6,3	42,0	58,3	68,9	85,9%
EBITDA ajustado	4,6	9,5	24,0	42,0	58,3	68,9	64,0%
Amortizaciones	-1,9	-6,0	-21,3	-28,0	-28,2	-28,5	47,7%
EBIT	1,2	-0,2	-15,0	14,0	30,1	40,3	n.a.
Resultado financiero	-1,0	-5,2	-9,9	-7,8	-8,1	-6,9	7,7%
Puesta en equivalencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	n.a.
Otros y extraordinarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	n.a.
BAI	0,2	-5,4	-24,9	6,2	22,1	33,4	n.a.
Impuestos sobre beneficios	-0,3	-0,2	1,7	-1,2	-4,4	-6,7	151,5%
Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,6	-0,6	n.a.
Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	n.a.
Bº Neto	-0,1	-5,5	-23,3	5,0	17,1	26,1	n.a.
Márgenes y crecimiento (%)	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	
Crec. Ventas	103,4%	111,6%	285,4%	64,0%	21,9%	12,5%	
Margen Bruto	69,9%	69,6%	81,4%	81,2%	78,5%	78,3%	
Crec. EBITDA	52,4%	84,9%	8,4%	570,9%	38,9%	18,1%	
Margen EBITDA	21,0%	18,4%	5,2%	21,2%	24,1%	25,3%	
Crec. EBITDA ajustado	91,2%	107,1%	151,7%	75,1%	38,9%	18,1%	
Margen EBITDA ajustado	31,0%	30,3%	19,8%	21,2%	24,1%	25,3%	
Crec. EBIT	57,8%	n.a.	6456,3%	n.a.	115,7%	33,9%	
Margen EBIT	8,2%	-0,7%	-12,4%	7,0%	12,5%	14,8%	
Crec. BPA	n.a.	3490,0%	129,4%	n.a.	243,9%	52,9%	
Balance (mln eur)	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	
Inmovilizado material	5,7	9,8	29,6	75,8	55,6	35,5	
Inmovilizado inmaterial	55,0	124,2	387,0	520,1	520,1	520,1	
Inmovilizado financiero	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Otro activo fijo	9,3	9,6	46,0	46,4	46,4	46,4	
Clientes	8,3	17,0	54,6	65,5	79,8	89,7	
Otro activo circulante	1,4	2,8	13,4	10,1	10,6	10,8	
Tesorería y equivalentes	8,3	17,5	35,1	54,8	87,3	128,3	
Total activo	88,0	181,0	565,6	772,6	799,7	830,8	
Recursos propios	40,0	71,4	274,0	416,4	434,1	460,8	
Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Deuda financiera a largo plazo	5,4	10,1	104,5	140,9	140,9	140,9	
Otros pasivos a largo plazo	32,9	78,1	115,7	127,3	127,3	127,3	
Deuda financiera a corto plazo	2,2	3,2	12,2	13,5	13,5	13,5	
Proveedores	1,9	5,5	16,0	23,8	33,2	37,6	
Otros pasivos a corto plazo	5,7	12,8	43,3	50,7	50,7	50,7	
Total pasivo	88,0	181,0	565,6	772,6	799,7	830,8	
Principales ratios	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	
Nº acciones (mln)	22,7	33,6	61,4	76,0	76,0	76,0	
Precio (eur)	5,00	8,90	10,15	6,20	6,12	6,12	
BPA (eur/acción)	0,00	-0,17	-0,38	0,07	0,22	0,34	
DPA (eur/acción)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Payout (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Rentabilidad por dividendo (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
VE/ Ventas (x)	9,1	11,1	6,2	3,1	2,3	1,9	
VE/ EBITDA (x)	43,2	60,5	119,5	14,4	9,7	7,6	
VE/ EBIT (x)	110,9	n.a.	n.a.	43,4	18,8	13,1	
PER (x)	n.a.	n.a.	n.a.	94,9	27,2	17,8	
ROCE (%)	2,0%	-0,2%	-3,8%	2,5%	5,6%	7,7%	
ROE (%)	-0,3%	-7,8%	-8,5%	1,2%	3,9%	5,7%	
Deuda neta (+) / caja neta (-) (mln eur)	21,2	50,0	124,2	134,9	102,4	61,4	
Deuda neta / EBITDA proforma ajustado (x)	2,1	1,7	3,4	3,2	1,8	0,9	
Cobertura de intereses (x)	1,2	0,0	-1,5	1,8	3,7	5,8	
Capex / ventas (%)	221,7%	252,7%	251,0%	104,5%	3,3%	3,1%	

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

Cifras Clave

EOAF (mIn eur)	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
EBIT	1,2	-0,2	-15,0	14,0	30,1	40,3
Amortización de inmovilizado	1,9	6,0	21,3	28,0	28,2	28,5
Variación fondo de maniobra	-0,5	0,5	-7,1	7,6	-5,4	-5,8
Resultado financiero	-1,0	-5,2	-9,9	-7,8	-8,1	-6,9
Impuestos	-0,3	-0,2	1,7	-1,2	-4,4	-6,7
Flujo de caja operativo	1,3	1,0	-9,0	40,6	40,4	49,4
Inversiones en activo mat e inmat.	-32,9	-79,3	-303,7	-207,4	-7,9	-8,4
Otras inversiones	-0,8	-0,3	-36,4	-0,4	0,0	0,0
Flujo de caja libre	-32,4	-78,7	-349,1	-167,2	32,5	41,0
Dividendos (sociedad dominante)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros movimientos de FF.PP.	13,6	37,0	225,9	137,5	0,0	0,0
Otros	3,3	13,0	49,1	18,9	0,0	0,0
Cambio en deuda neta	-15,5	-28,8	-74,2	-10,7	32,5	41,0
Deuda neta (+) / caja neta (-)	21,2	50,0	124,2	134,9	102,4	61,4

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

Comparables de mercado

Compañía	Acciones (mIn)	Cotización (eur/acc)	Capitalizac. (mIn eur)	Recomendación Consenso *	P.O. Consenso *	Potencial	RPD 23e
Atrys Health SA *	74	6,12	451	Sobreponderar	8,75	43,0%	0,0%
Eurofins Scientific SE	193	69,14	13.318	Mantener	14,00	-79,8%	1,6%
Medica Group Plc	123	1,61	198	Sobreponderar	2,27	40,8%	2,1%
Teladoc Health, Inc.	162	21,61	3.499	Mantener	29,79	37,9%	0,0%
HeartBeam, Inc.	8	3,90	31	Infraponderar	9,31	138,7%	0,0%
IQVIA Holdings Inc	186	194,10	36.052	Sobreponderar	233,67	20,4%	0,0%
Promedio						12,5%	0,7%

Compañía	PER 23e	PER 24e	Cto. Bº Neto 22-24e	PEG 23e	PEG 24e	ROE 23e	PVC 23e
Atrys Health SA *	94,9x	27,2x	n.r.	n.r.	n.r.	1,2%	1,1x
Eurofins Scientific SE	18,6x	17,4x	2,3%	8,0x	7,5x	14,2%	2,6x
Medica Group Plc	13,5x	11,4x	18,8%	0,7x	0,6x	n.a.	n.a.
Teladoc Health, Inc.	n.a.	n.a.	-85,2%	n.r.	n.r.	-162,6%	0,6x
HeartBeam, Inc.	n.a.	n.a.	-18,4%	n.r.	n.r.	n.a.	n.a.
IQVIA Holdings Inc	19,4x	16,7x	10,8%	1,8x	1,6x	33,6%	6,9x
Promedio	36,6x	18,2x	0,1x	3,5x	3,2x	-28%	2,8x

Compañía	VE/EBITDA 23e	VE/EBITDA 24e	Cto. EBITDA 22-24e	Margen EBITDA 23e	EVG 23e	EVG 24e	DN/EBITDA 23e
Atrys Health SA *	14,4x	9,7x	831,9%	21,2%	0,0x	0,0x	3,2x
Eurofins Scientific SE	9,9x	9,1x	2,6%	23,3%	3,8x	3,5x	1,7x
Medica Group Plc	8,7x	7,2x	16,4%	22,7%	0,5x	0,3x	-0,2x
Teladoc Health, Inc.	14,8x	11,8x	19,5%	10,6%	0,8x	1,1x	2,4x
HeartBeam, Inc.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
IQVIA Holdings Inc	13,4x	12,1x	10,1%	23,6%	1,3x	0,5x	3,3x
Promedio	12,3x	10,0x	1,8x	20%	1,3x	1,1x	2,1x

Compañía	1 día	5 días	1 mes	3 meses	2023	1 año
Atrys Health SA *	0,0%	-1,9%	2,0%	0,0%	-1,3%	-39,4%
Eurofins Scientific SE	4,5%	4,7%	4,5%	13,8%	3,1%	-30,0%
Medica Group Plc	1,4%	0,9%	-1,2%	7,6%	0,9%	-18,4%
Teladoc Health, Inc.	4,1%	-1,9%	-14,7%	-7,6%	-1,9%	-71,8%
HeartBeam, Inc.	-0,9%	-14,1%	-24,1%	-27,8%	-14,1%	20,1%
IQVIA Holdings Inc	1,5%	1,8%	0,0%	15,6%	1,8%	-18,8%
Ibex 35	-0,1%	3,9%	4,9%	16,9%	5,7%	-0,7%

Fuente: FactSet. * Estimaciones Renta 4 Banco.

Evolución cotización últimos 12 meses.



GLOSARIO

EBITDA: Beneficio antes de intereses, impuestos y amortizaciones

EBIT: Beneficio antes de intereses e impuestos

DN/EBITDA: Deuda Neta sobre EBITDA

ROE: Beneficio Neto entre Fondos Propios

ROCE: Rentabilidad entre Capital Empleado

BPA: Beneficio por acción

Pay-Out: % de beneficios destinado a dividendos

DPA: Dividendo por acción

Market Cap: Capitalización bursátil

Valor Empresa: Deuda Neta más Capitalización bursátil

PER: Precio entre Beneficio por acción

P/CF: Capitalización bursátil entre Flujo de Caja

P/V: Precio entre Valor contable por acción

RPD: Rentabilidad por dividendo (DPA/Precio)

DISCLAIMER

El contenido del presente documento así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido El presente informe no presta asesoramiento financiero personalizado. Ha sido elaborado con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. El inversor que tenga acceso al presente informe debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que éstos no han sido tomados en cuenta para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario.

El contenido del presente documento así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Grupo Renta 4, con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y está sujeto a cambios sin previo aviso. Este documento está basado en informaciones de carácter público y en fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por Grupo Renta 4 por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Grupo Renta 4 no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento. 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 puede servir de base a ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo. Grupo Renta 4 no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor tiene que 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.

Recientemente se ha producido una reorganización en el equipo de analistas de Renta 4 Banco. Como consecuencia de ello, una parte de las sociedades emisoras sobre las que se efectúan informes se han asignado a nuevos analistas. Dado que las recomendaciones de los valores publicadas son opiniones de los analistas acerca de las perspectivas de negocio de cada uno de los emisores, la reasignación a otro miembro del equipo puede conllevar criterios diferentes a los publicados con anterioridad sobre este emisor.

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 (high yield securities) 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.

Cualquier Entidad integrante del Grupo Renta 4 o cualquiera de las IICs o FP gestionados por sus Gestoras, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable. El Grupo Renta 4 tiene implementadas barreras de información y cuenta con un Reglamento Interno de Conducta de obligado cumplimiento para todos sus empleados y consejeros para evitar o gestionar cualquier conflicto de interés que pueda aflorar en el desarrollo de sus actividades.

Grupo Renta 4 puede mantener posiciones o actuar como creador de mercado en los instrumentos financieros de cualquiera de los emisores aquí mencionados o actuar como asegurador, agente de colocación, asesor o prestamista de dichos emisores, liquidando honorarios por estos servicios.

Los empleados de Grupo Renta 4 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.

Renta 4 Banco tiene contratos de liquidez con Clínica Baviera, Castellana Properties (asesor registrado), Millenium Hotels (asesor registrado), Gigas (asesor registrado), Making Science (asesor registrado) y Inversa Prime Socimi (asesor registrado). Asimismo, tiene un contrato de servicios bancarios, inversión y/o gestión con Grupo Ezentis, S.A., Atrys Health, Repsol, Making Science, Inversa Prime Socimi y Enerside, y cobertura de Análisis en Azkoyen e Inmobiliaria del Sur, servicios por los que cobra honorarios, a la vez que presta servicios de inversión y colocación a Grupo Ecoener, S.A. y/o accionistas o consejeros, y a Opdenenergy.

Ninguna parte de este documento puede ser: (1) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (2) redistribuida o (3) citada, sin permiso previo por escrito de Grupo Renta 4. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

El sistema retributivo del autor/es del presente informe no está basado en el resultado de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

Grupo Renta 4 es una entidad regulada y supervisada por la CNMV.

Renta 4 Banco. Paseo de la Habana, 74, 28036 Madrid

Departamento de Análisis

Tel: 91 398 48 05 Fax 91 384 85 07. e-mail: online@renta4.es

Del total de recomendaciones elaboradas por el Departamento de Análisis de Renta 4 Banco: 58% Sobreponderar, 36% Mantener y 6% Infraponderar.