

ATRY'S HEALTH

7 de julio de 2021

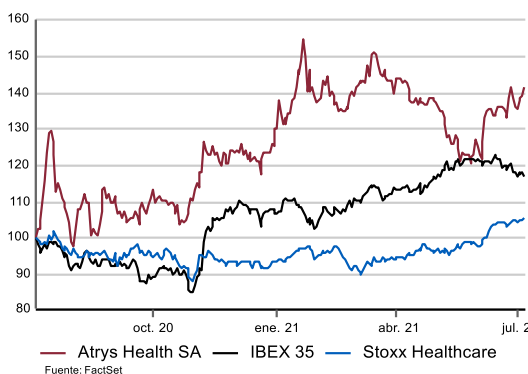
Ana Gómez Fernández
Equity Research Analyst
Álvaro Arístegui Echevarría
Equity Research Analyst

El M&A como parte del ADN de la compañía

SOBREPONDERAR

Precio objetivo: 10,6 eur
Precio actual: 9,7 eur
Potencial: 9,0 %

Evolución bursátil



Estrategia de crecimiento orgánico e inorgánico...

Desde el inicio de cobertura, Atrys ha continuado desarrollando su estrategia, consolidando su posicionamiento y reforzando su crecimiento inorgánico. En 2020 la adquisición más importante fue la de **ITMS** (jul-20), seguida de las de **Axismed** (ago-20) e **ICM** (oct-20). En lo que llevamos de 2021 destacamos la compra de **Lenitudes** (feb-21), **ROAG** (mar-21), la OPA sobre **Aspy Global** (may-21) y más recientemente la de **Genetyca** (anunciada en jun-21).

...que resulta en una propuesta de valor 360°

El positivo *track record* en adquisiciones, unido al posicionamiento orgánico de Atrys en patología, telemedicina, radioterapia y smart data, se reflejan en una **oferta completa de servicios** desde la **prevención** y el **diagnóstico**, pasando por el **tratamiento** y el posterior **seguimiento**. De cara a 2S21 no descartamos nuevas adquisiciones, aunque prevemos que no sean muy relevantes en tamaño, teniendo en cuenta que la **prioridad a corto plazo** está centrada en la **integración de las ya realizadas**, así como en la **ejecución de sinergias**. A medio plazo el M&A seguirá desempeñando un papel clave, con el foco en Europa y Latam.

Comportamiento	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	12%	-1%	42%
Relativo	14%	-3%	25%

ATRY.MC / ATRY.ES

Capitalización (mln eur)	593,8
Nº acciones (mln)	61,2
Free Float	38,1%
Vol. día (mln eur)	0,6
Mín/Máx 12 meses (eur)	6,36 - 10,75
Revalorización YTD	9,0%

Estimaciones

Los principales cambios en nuestras estimaciones pasan por **incluir las últimas adquisiciones** (Aspy, ROAG y Genetyca) que van a suponer pasar de una cifra de negocios pro-forma de **45 mln eur en 2020, con un EBITDA de 7,7 mln eur, a superar en 2021 los 180 mln eur R4e de ingresos** (vs 175 mln eur guiado por la compañía), **con un EBITDA de 44 mln eur R4e** (vs 41 mln eur guiado por la compañía). A **medio plazo**, prevemos un **crecimiento orgánico 2021-2025 R4e de los ingresos a una TACC del +5% y del EBITDA ajustado del +10%**, ritmos que podrían resultar conservadores teniendo en cuenta los favorables vientos de cola que atraviesa el sector y el atractivo posicionamiento que ha logrado Atrys.

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

Conclusión: SOBREPONDERAR P.O. 10,57 eur/acc.

Alcanzamos un P.O. de 10,57 eur/acc (vs 8,98 eur/acc anterior, previo a las adquisiciones de Aspy, ROAG y Genetyca) que supone un potencial de revalorización del +9%. Teniendo en cuenta las **positivas palancas de crecimiento**, mejoramos recomendación a **Sobreponderar**.

	2020	2021e	2022e
PER	n.a.	22,7x	19,1x
VE/EBITDA	44,3x	15,7x	13,2x
VE/Ventas	7,6x	3,8x	3,4x
P/VC	4,0x	1,9x	1,7x
DN/EBITDA	5,5x	2,3x	1,6x
Pay-Out	0,0%	0,0%	0,0%
Rent. Div.	0,0%	0,0%	0,0%
FCF Yield	-23,6%	-45,0%	4,9%
ROCE	2,7%	9,5%	10,6%
ROE	-3,4%	8,4%	9,1%

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

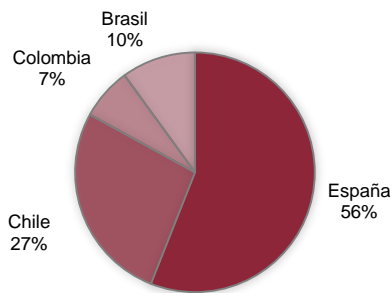
mln eur	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Ventas	11,1	51,2	45,1	182,8	196,6	206,0
EBITDA	3,0	8,1	7,7	44,1	51,4	56,2
Margen (%)	27,1%	15,9%	17,1%	24,1%	26,1%	27,3%
EBITDA consenso	3,0	8,1	7,7	25,5	38,7	52,7
Bº neto	0,7	0,4	-2,5	26,2	31,2	34,4
BPA (eur)	0,04	0,02	-0,08	0,43	0,51	0,56
DPA (eur)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF	-11,8	-31,9	-70,5	-267,3	29,0	29,9
DFN + / Caja neta -	5,7	21,2	42,4	99,7	83,4	54,2

Fuente: Compañía y estimaciones pro-forma Renta 4 Banco.

Atrys Health en una página

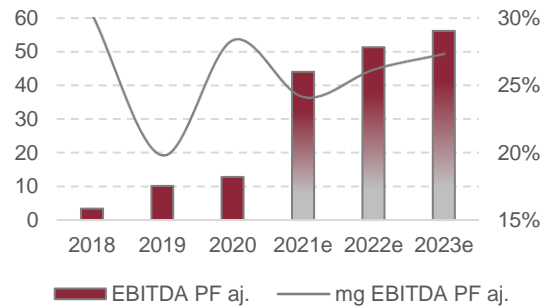
Compañía especializada en diagnóstico patológico y genético, telemedicina, tratamientos oncológicos y Smart/Big Data, combinando positivas dinámicas de crecimiento orgánico, gracias a los vientos de cola del sector y su oferta completa de servicios que abarca desde la prevención hasta el seguimiento pasando por el diagnóstico y el tratamiento, con una muy activa política de adquisiciones (12 en los últimos tres años), a múltiples atractivos y claramente sinérgicas que han transformado el tamaño, alcance y posicionamiento de la compañía.

Desglose de ventas por área geográfica 2020



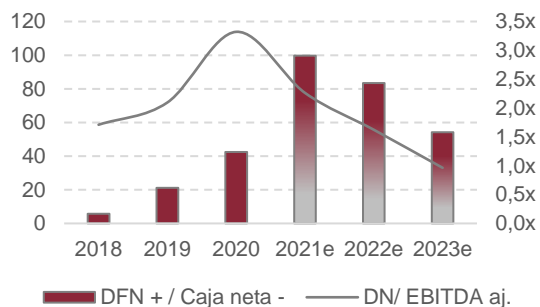
Fuente: Atrys Health

Evolución del EBITDA (mln eur)



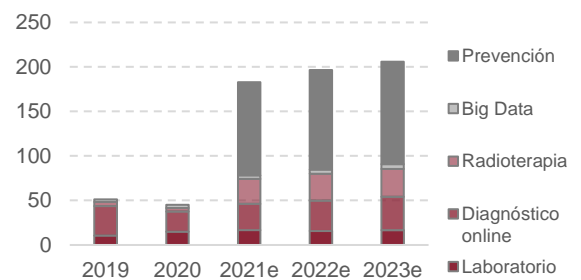
Fuente: Atrys Health y estimaciones Renta 4 Banco

Deuda neta / EBITDA



Fuente: Atrys Health y estimaciones Renta 4 Banco

Evolución ingresos por área de negocio



Fuente: Atrys Health y estimaciones Renta 4 Banco

Tesis de inversión

- 1- Positivas **dinámicas del sector salud**: envejecimiento poblacional, prevalencia del cáncer, necesidad de contención del gasto sanitario.
- 2- Combinando **crecimiento orgánico** con un **positivo track record en adquisiciones**: dos en 2018 (ITH y LLebalust), tres en 2019 (RLD, TRC e IMOR), tres en 2020 (ITMS, Axismed e ICM) y cuatro en lo que llevamos de 2021 (Lenitudes, Aspy, ROAG y Genetyca). **Operaciones realizadas a múltiples atractivos y sinérgicas.**
- 3- **Favorables perspectivas** del negocio orgánico: crecimiento de los **ingresos 2021-25 R4e a una TACC del +5% y del +10% a nivel EBITDA ajustado**, previsiones que consideramos prudentes.
- 4- Atractivo **potencial a precio objetivo y valoración** teniendo en cuenta las perspectivas del sector (PER 2021e de 22,7x y EV/EBITDA aj. de 15,7x).

Catalizadores

- 1- Sinergias fruto de la integración de Aspy más allá de 2021, no recogidas en nuestras estimaciones ante la dificultad de cuantificarlas.
- 2- Venta cruzada de servicios entre divisiones y optimización de la estructura de costes.
- 3- Nuevas operaciones de M&A a múltiples atractivos que sigan reforzando la propuesta de valor del grupo.

Riesgos

- 1- Riesgo de ejecución de operaciones corporativas.
- 2- Dificultades para captar fondos con los que financiar su crecimiento inorgánico, aunque poco probable por la elevada sobresuscripción hasta el momento.
- 3- Eventual inflación de costes salariales ante el déficit de especialistas.

Índice

1. Estrategia de crecimiento orgánico e inorgánico...	4
1.1. ITMS.....	5
1.2. Axismed.....	5
1.3. ICM.....	5
1.4. Lenitudes.....	6
1.5. Aspy.....	6
1.6. ROAG.....	7
1.7. Genetyca.....	7
2. ...que resulta en una propuesta de valor 360°	8
3. Estimaciones.....	9
3.1. Prevención.....	9
3.2. Diagnóstico.....	9
3.3. Tratamiento.....	11
3.4. Grupo.....	12
4. Valoración y recomendación.....	13

1. Estrategia de crecimiento orgánico e inorgánico...

Desde que iniciamos cobertura el pasado jul-20, Atrys Health ha continuado desarrollando su estrategia, **consolidando su posicionamiento** a pesar de los retos que ha supuesto la pandemia y ha seguido **reforzando su crecimiento inorgánico**. En 2020 Atrys se convirtió en **líder en lengua castellana de diagnóstico online** gracias a las adquisiciones de **ITMS en Chile** (jul-20) y **Axismed en Brasil** (ago-20). Además, en oct-20 adquirió **ICM en España**, laboratorio de referencia en **genética**. Por su parte, en lo que llevamos de 2021 destacamos 1) la compra de **Lenitudes en Portugal** (feb-21) que ha supuesto el **inicio de su expansión europea**, ampliando su presencia en **mercados de habla portuguesa**, 2) la adquisición de **ROAG en Suiza** (mar-21) reforzando la división de **radioterapia**, 3) la OPA sobre **Aspy Global** (may-21), uno de los principales proveedores de **servicios de prevención de riesgos laborales** de nuestro país, y más recientemente 4) la de **Genetyca** también en **Portugal** (anunciada en jun-21), laboratorio de **genética médica**.

En el siguiente gráfico resumimos los **hitos más destacados en la historia de Atrys Health** desde su fundación.



Fuente: Atrys Health, elaboración propia.

De cara a **2S21 no descartamos nuevas adquisiciones** teniendo en cuenta que el crecimiento inorgánico es un pilar fundamental en la estrategia de la compañía. Sin embargo, **prevedemos que no sean muy relevantes en tamaño**, toda vez que entendemos que la **prioridad a corto plazo** está centrada en la **integración de las ya realizadas, así como en la ejecución de sinergias**. A **medio plazo** el **M&A** seguirá desempeñando un papel clave, con el foco en seguir expandiendo su presencia en **Europa y Latam**.

Hasta ahora, las adquisiciones se han **financiado** con 1) **ampliaciones de capital**, 2) **pago en acciones** de Atrys y 3) **financiación ajena** incluyendo la emisión de **bonos en el MARF** y **obligaciones convertibles**. A futuro creemos que la compañía **seguirá sirviéndose de esta combinación de fuentes de financiación** (deuda-equity), aprovechando el apetito inversor que ha venido mostrando el mercado. Recordamos que la compañía ha iniciado los **trámites para dar el salto al Mercado Continuo** y espera estar cotizando en el primer mercado antes de que acabe el año, lo que también contribuirá a **mejorar la liquidez y seguir ganando tamaño y visibilidad** dentro del mercado de valores.

A continuación, nos extendemos en las últimas operaciones antes de pasar a desarrollar las estimaciones y su impacto en valoración.

1.1. ITMS

En 2020 la adquisición más relevante fue la de **Global Telmed Systems A.G. (ITMS)**, compañía suiza especializada en **diagnóstico online, líder en telecardiología y teleradiología en Chile**, con **filiales en Colombia, Brasil y Perú**. Su integración supuso convertirse en **líder por cuota de mercado en diagnóstico online en España y Chile**, reforzando su posicionamiento en Colombia (que comenzó con la adquisición de TRC en 2019), al tiempo que inició su andadura en Brasil (adicionalmente reforzada con la adquisición de Axismed en ago-20) y Perú.

Atrys pagó un **importe fijo en efectivo de 42,5 mln usd** y pagará un **earn out a dos años**, también en efectivo, en función de **evolución del EBITDA**. De lograrse el objetivo de EBITDA establecido para el pago del 100% del *earn out*, el múltiplo **EV/EBITDA sería de 8,5x**.

1.2. Axismed

Compañía adquirida a Telefónica, especializada en la **monitorización de crónicos y grupos de riesgo a través de la telemedicina**, con el fin de garantizar el seguimiento de su salud evitando desplazamientos y admisiones innecesarias en hospitales. También cuenta con un **call-center 24x7x365 para cuestiones menores** que agilizan la agenda hospitalaria. Su posicionamiento en **gestión de salud poblacional y segmentación de perfiles** le permiten contar con una amplia base de datos que gracias a herramientas de **business intelligence** nutren sus plataformas digitales para una **gestión eficiente sin perder de lado la atención personalizada**.

El **precio de la operación ascendió a 10 mln brl** (1,6 mln eur, en el momento del anuncio de la operación) y Atrys pagará **4 mln brl adicionales** (0,64 mln eur, al cambio de ago-20) **sujeto al mantenimiento de ciertos clientes hasta finales de 2022**. Asumiendo el pago del 100% del *earn out*, el múltiplo **EV/Ventas fue de 0,7x**. Mostramos el múltiplo EV/Ventas en vez del EV/EBITDA porque Axismed se encuentra en *break-even*.

1.3. ICM

Fundada en 1997 en Lugo, ICM (Instituto de Estudios Celulares y Moleculares) está **especializada en la prestación de servicios de caracterización y diagnóstico molecular**, siendo un **centro de referencia en diagnóstico genético y genómico** y contando entre sus clientes con referentes en la comunidad clínica-hospitalaria de alta especialización. Su adquisición supone ampliar la relevancia de Atrys en el **diagnóstico de precisión, reforzando la oferta de servicios de diagnóstico oncológico**, pero también para enfermedades cardiovasculares, neurológicas o enfermedades raras, con el **foco en la genética**.

Atrys pagó un **importe fijo en efectivo** y un **pago en 1.078.000 de nuevas acciones** (a 4,40 eur/acc). Además, está previsto el pago en efectivo de un **earn out** hasta 2024 **sujeto a la evolución del EBITDA**. El múltiplo **EV/EBITDA pagado** teniendo en cuenta la previsión de EBITDA 2020 en el momento del anuncio de la operación fue de 5,0x. Sin embargo, teniendo en cuenta que el EBITDA finalmente alcanzado en 2020 fue de 3,6 mln eur (vs 3 mln eur previsto), el múltiplo pagado se reduce hasta **4,3x**.

1.4. Lenitudes

Con el fin de **reforzar la división de radioterapia oncológica** y **comenzar su expansión en Europa**, Atrys adquirió Lenitudes, un **grupo portugués** que ofrece **servicios oncológicos de diagnóstico y tratamiento** (radioterapia y quimioterapia) y que cuenta con **cinco centros de oncología y radioterapia** repartidos a lo largo del país, siendo el centro de **Santa Maria da Feira el de mayor valor añadido**. Gracias a la **venta cruzada**, Atrys ofrecerá a los clientes de Lenitudes en Portugal sus servicios de diagnóstico online, inteligencia artificial, patología y genética. Además, **Atrys pasa a contar con siete aceleradores lineales** (cuatro que aporta Lenitudes, que se suman a los tres con los que ya contaba Atrys), alcanzando una relevancia muy importante en la realización de tratamientos de radioterapia de alta precisión en Europa.

Atrys pagó en acciones por el 95,01% de la participación de MCH en Lenitudes (2.270.480 nuevas acciones a 7,25 eur/acc) y pagó en efectivo 185.246 eur a un minoritario. Fruto de esta operación, **MCH se convierte en uno de los accionistas de referencia de Atrys** con un *lock up* de dos años.

1.5. Aspy

Se trata de uno de los **principales proveedores de servicios de prevención de riesgos laborales (PRL) y cumplimiento normativo (CN)** de nuestro país, con presencia en todas las CCAA gracias a sus 234 centros. Cuenta con una **cartera de clientes superior a las 100.000 empresas** que le permiten acceder a una **base de más de 1 millón de pacientes**.

En ene-21 Atrys formulaba una **OPA por el 100% de las acciones de Aspy Global Services**. Gracias a esta operación **Atrys entra en el segmento B2C en España** (vs B2C únicamente en Latam hasta ahora), ofreciendo sus **servicios de diagnóstico** a lo largo de la red de centros de Aspy, **ganando en capilaridad, venta cruzada y acelerando la implantación de su estrategia**. Adicionalmente, la implantación de **herramientas de inteligencia artificial, digitalización y telemedicina** servirán para **optimizar la estructura de costes de Aspy**, al tiempo que **mejorará la oferta de servicios** al incorporar **pruebas de mayor valor añadido**.

El mapa de la derecha es un **reflejo de la capilaridad que ha ganado Atrys gracias a la incorporación de Aspy**. Se muestra en **azul oscuro** la presencia de Atrys en la península previa a la formulación de la OPA, concentrada en **Cataluña, Madrid y Galicia**, junto con el posicionamiento en **Portugal** de la mano de Lenitudes, mientras que en **azul claro** aparecen los **centros de Aspy**.



Fuente: Atrys Health

La oferta se formulaba como **canje de acciones** (3,147826 acciones de Aspy por cada acción de Atrys, que supuso valorar Atrys a 9,05 eur/acc) o **pago en efectivo** de 2,875 eur por cada acción de Aspy), siempre que se cumplieran ciertas condiciones.

La OPA fue aceptada por el **99,75% del capital social de Aspy**, con un **98,14% optando por el canje en acciones** de Atrys y que ha supuesto la emisión de 24.272.603 nuevas acciones a 9,05 eur/acc, y un **1,61% decantándose por la contraprestación en efectivo** y que ha supuesto el pago de 3,6 mln eur. Además, y en línea con lo ya adelantado, Atrys mantendrá durante un mes a partir del 1-jul una **oferta sostenida de compra** (a 2,875 eur/acc) **sobre las acciones de Aspy que no acudieron a la OPA** (197.189 acciones) para su posterior **exclusión de negociación**. En caso de que fuera aceptada por todos los accionistas de Aspy a quien va dirigida, Atrys debería pagar 566.918 euros en efectivo.

1.6. ROAG

Como continuación de su estrategia de **crecimiento inorgánico en Europa** y reforzando la **división de radioterapia** tras la compra de Lenitudes en Portugal, Atrys adquirió Radio-Onkologie Amsler (**ROAG**), compañía suiza que ofrece **tratamientos de radioterapia**, siendo el **primer operador privado de Basilea**. ROAG aporta **dos aceleradores lineales que se suman a los siete con que ya contaba Atrys** (tres en España y cuatro en Portugal), constituyéndose como un **referente en la radioterapia de alta precisión a nivel europeo**.

La operación combinó una parte del **pago en efectivo** (no desglosada) y el **pago en acciones** de Atrys (emisión de 172.493 acciones a 9,05 eur/acc, equivalente a 1,6 mln eur). Desconocemos los múltiplos pagados.

1.7. Genetyca

La última adquisición anunciada por Atrys ha sido la de **Genetyca-ICM**, una **clínica y laboratorio de genética médica con sede en Oporto**, que cuenta entre sus clientes con los principales hospitales públicos del norte de Portugal y grupos hospitalarios privados. La operación **refuerza el posicionamiento de Atrys en Portugal**, al tiempo que **complementa la oferta de pruebas de diagnóstico y prevención genética**. No se ha hecho público el importe de la operación ni los múltiplos pagados.

2. ...que resulta en una propuesta de valor 360º

El positivo *track record* en adquisiciones, unido al posicionamiento orgánico de Atrys en patología, telemedicina, radioterapia y *smart data*, se reflejan en una **oferta completa de servicios** desde la prevención y el diagnóstico, pasando por el tratamiento y el posterior seguimiento.



Fuente: Atrys Health

Atrys ha pasado de facturar 4,6 mln eur, con un nivel de EBITDA ajustado de 1,7 mln eur hace apenas cinco años, a registrar en 2020 45 mln eur de cifra de negocios pro-forma, con un EBITDA ajustado de 12,7 mln eur y con el objetivo de alcanzar este año los 175 mln eur de ingresos con un EBITDA ajustado de 41 mln eur, también en términos pro-forma.

Como hemos comentado anteriormente, no esperamos grandes adquisiciones en el corto plazo, con el foco en la **integración de las ya realizadas, así como en la materialización de sinergias**. La **venta cruzada de servicios** será fundamental para su consecución. A modo de ejemplos, veremos la **incorporación en Europa de los servicios prestados en Latam** (teleconsulta o monitorización de crónicos), la **recogida de muestras en los centros de Aspy** para la realización de pruebas genéticas y diagnósticas o la **planificación centralizada de los tratamientos oncológicos**, así como la investigación de nuevas técnicas. Todo lo anterior sobre la base de **herramientas de inteligencia artificial y Smart/Big Data** que agilicen los procesos, mejoren la calidad del diagnóstico y permitan extraer todo el potencial, conocimiento y valor que esconde la ingente cantidad de datos que gestiona Atrys.

Otro cambio importante que ha vivido Atrys recientemente ha sido en su **composición accionarial**. Una vez concluida la OPA sobre Aspy, **Excelsior Times** (que controlaba un 72,3% del capital de Aspy), ha pasado a ser el **accionista de referencia de Atrys con una participación que tras la OPA se situaba en el 29,21%** y con la **voluntad de incrementar su posición hasta el 30%**. Muestra de ello son las **recientes notificaciones de incremento de su posición hasta el 29,60%** actual.

3. Estimaciones

En este apartado explicamos las **hipótesis consideradas para las diferentes divisiones**, con dinámicas y catalizadores diferenciados. Teniendo en cuenta que ICM forma parte del segmento de Prevención, pero también del de Diagnóstico, hemos optado por incluirla en el apartado Diagnóstico. Del mismo modo, aunque Axismed pertenecería al área de Seguimiento, lo incluimos en Diagnóstico junto con ITMS, la otra adquisición realizada en Latam.

3.1. Prevención

Tomando como referencia los **objetivos planteados para Aspy al anunciar la operación** de sinergias de costes de 3 mln eur en 2021 y de ingresos de 8 mln eur en 2022, así como los **ritmos de crecimiento moderados de la PRL y CN**, prevemos que los **ingresos muestren avances de dígito simple medio y un margen EBITDA que pasaría del 18% en 2020 a superar el 20% en 2022**. Con el fin de poder calificar nuestras estimaciones como conservadoras u optimistas, **contrastamos los niveles de ingresos y EBITDA que alcanzamos a medio plazo, con los objetivos que presentó Aspy al mercado en su salida a bolsa (jul-20)**. En ese momento la compañía contaba con un plan de negocio a medio plazo por el que **esperaba alcanzar en 2023 una cifra de negocio superior a los 115 mln eur y un EBITDA normalizado de 25 mln eur** (que implica un **margen EBITDA del ~22%**).

Previsiones Prevención - Aspy	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Ingresos	94,4	98,5	104,4	111,7	115,1	118,5	122,1
variación interanual	-	4%	6%	7%	3%	3%	3%
EBITDA	13,8	17,5	18,5	22,8	24,4	26,2	28,0
variación interanual	-	27%	6%	23%	7%	7%	7%
margen EBITDA	14,6%	17,8%	17,7%	20,4%	21,2%	22,1%	23,0%

Fuente: Aspy Global Solutions, Atrys Health y estimaciones Renta 4 Banco

Nuestras previsiones se encuentran **alineadas o ligeramente por debajo de esa guía inicial**. Si bien estos objetivos no han sido reiterados ni revisados por Atrys, los mostramos con el fin de reflejar que nuestras previsiones son cautas ante la **dificultad de cuantificar las sinergias de ingresos y costes a medio plazo**, así como la **venta cruzada** que surgirá fruto de la oferta de una gama de servicios cada vez más completa en una red de centros con presencia nacional.

3.2. Diagnóstico

Dentro de esta división diferenciamos los servicios de laboratorio de los de telemedicina.

Como parte del área de **laboratorio**, Atrys presta servicios de **anatomía patológica, patología molecular y oncología genética**, siendo uno de los principales operadores de diagnóstico en nuestro país y contando entre sus clientes con los principales grupos hospitalarios.

Se trata de un **segmento consolidado y maduro** para el que asumimos **tasas de crecimiento de los ingresos del +3%**, en línea con los ritmos de crecimiento del sector. En cualquier caso, esta hipótesis no refleja el previsible aumento de cuota de mercado de Atrys que vendrá de la mano de la incorporación de nuevas técnicas y servicios a los clientes ya existentes, así como la captación de nuevos clientes. En cuanto a **márgenes**, cuenta con **márgenes brutos cercanos al**

70% y margen EBITDA en la zona del 25% teniendo en cuenta que es una división muy intensiva en horas de trabajo del patólogo.

Sí que somos más positivos con las perspectivas de **ICM y Genetyca**, para las que **esperamos crecimientos de doble dígito en el más corto plazo**, teniendo en cuenta que el mercado global de pruebas genéticas y, en concreto, para diagnóstico de cáncer y de factores de riesgo de forma temprana, presenta crecimientos superiores al +10% anual. A **medio plazo** prevemos que dichos ritmos de crecimiento se moderen hasta **niveles del +5%**.

En el más corto plazo y en el caso de **ICM**, en 2020 presentó una **cifra de negocios de 6,9 mln eur** (+130% vs 2019) y un **EBITDA de 3,6 mln eur** (+125% vs 2019), muy impulsada por la realización de test Covid-19 que creemos pudo aportar 2,7 mln eur en ingresos y 1,6 mln eur de EBITDA. De cara a 2021 prevemos que el impacto positivo de las pruebas de Covid-19 haya continuado durante al menos el 1S21 para después mitigarse de forma considerable. En cuanto a **Genetyca**, Atrys espera que en 2021 pueda alcanzar una **facturación de 1,6 mln eur y un EBITDA de 0,3 mln eur**, que implica un margen del 19%.

Previsiones Laboratorio	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Ingresos	7,8	15,0	16,7	15,7	16,6	17,3	18,0
variación interanual	-	93%	11%	-5%	5%	4%	4%
Beneficio bruto	-	9,9	11,3	10,7	11,3	11,9	12,4
margen bruto	-	66%	68%	68%	68%	69%	69%
EBITDA	-	5,6	5,9	5,4	5,8	6,3	6,7
margen EBITDA	-	37%	35%	34%	35%	36%	37%

Fuente: Atrys Health y estimaciones Renta 4 Banco (pro-forma)

En cuanto a los servicios de **diagnóstico online**, el potencial de crecimiento de la telemedicina se prevé superior al +20% en los próximos años y la crisis del Covid-19 ha reforzado la importancia de la telemedicina y el telediagnóstico. La división cuenta con **márgenes brutos en la zona del 40-50%**, aunque en 2020 se apreció una fuerte mejora (hasta el 59,5%) por la introducción de **herramientas de inteligencia artificial** que han permitido la optimización de recursos, especialmente en Latam. En cuanto a **márgenes EBITDA** tenemos por un lado el **negocio orgánico de Atrys** (con presencia en España y Colombia, en este último país a través de TRC adquirida en 2019) en la zona del **15-20%**, que contrasta con el **margen del 27% de ITMS** y que aporta más del 85% del EBITDA de la división, mientras que en el lado opuesto tenemos a **Axismed que se encuentra en break-even**. El uso de herramientas de **inteligencia artificial**, así como la **materialización de sinergias** permitirán una **gradual mejora de márgenes**, al tiempo que Axismed entrará en terreno positivo y convergerá a medio plazo hacia márgenes más cercanos a los del resto de la división.

Previsiones Diagnóstico Online	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Ingresos	5,5	22,6	29,9	34,4	37,8	40,8	43,3
variación interanual	-	308%	32%	15%	10%	8%	6%
Beneficio bruto	-	13,5	18,4	21,5	23,9	26,0	27,7
margen bruto	-	60%	62%	63%	63%	64%	64%
EBITDA	-	4,7	7,4	9,0	10,2	11,3	12,1
margen EBITDA	-	21%	25%	26%	27%	28%	28%

Fuente: Atrys Health y estimaciones Renta 4 Banco (pro-forma)

3.3. Tratamiento

Las **iniciativas** llevadas a cabo hasta ahora por Atrys en este segmento: 1) la alianza con el **Hospital de Recoletas** en Valladolid en 2016, 2) la adquisición de **IMOR** en Barcelona en 2019, 3) la apertura del **IOA**, también en Barcelona en 2020, 4) la adquisición de **Lenitudes** en Portugal en 2021 y 5) la de **ROAG** en Suiza también en 2021, convierten a Atrys en un **referente puntero de excelencia oncológica en Europa**.

La radioterapia de dosis única tiene todavía una muy **baja implantación** en el conjunto de Europa debido a la **falta de equipos** o su **obsolescencia** y al **déficit de profesionales especializados**. Para combatir la falta de equipos, **Atrys cuenta ya con 9 aceleradores lineales** (tres en España, cuatro en Portugal y dos en Suiza), cuya **inversión media inicial ronda los 3 mln eur** y para los que no prevemos necesidades relevantes de Capex hasta 2023, cuando podrían tener que reemplazar uno de los dos aceleradores de Suiza, que fue el primer TrueBeam en Europa. En cuanto al **déficit de profesionales especializados**, Atrys acaba de anunciar una **cátedra de Radioterapia Personalizada con la Universidad de Barcelona** que permitirá promover la investigación, la docencia especializada y la difusión de conocimientos.

En 2019 la división de radioterapia registró una cifra de negocios de 5,1 mln eur y 2,3 mln eur de EBITDA. En 2020, incorporando IMOR y el IOA (desde su apertura en sept-20), la cifra de negocio alcanzó los 4 mln eur con un EBITDA que estimamos en 1,6 mln eur. De cara a **2021**, contaremos con el **primer año completo del IOA**, así como con la aportación de **Lenitudes** que, en línea con lo adelantado por Atrys, prevemos que aporte una **cifra de negocios de 16 mln eur y un EBITDA de 4 mln eur**; así como de **ROAG** que aportaría **6 mln eur de ingresos y 3 mln eur de EBITDA**.

A **medio plazo las estimaciones están acotadas por el número de aceleradores lineales**, ya que la capacidad máxima de cada acelerador es de 1.000 pacientes al año y el éxito financiero de la división pasa por **conseguir pacientes que permitan rentabilizar la elevada inversión inicial** (alcanzándose *break-even* con ~300 pacientes).

Nuestras previsiones no tienen en cuenta la compra de nuevos aceleradores lineales, aunque sí consideramos el Capex necesario para la sustitución de los actuales, ni la apertura de nuevos centros, ni futuras adquisiciones ante la dificultad de estimar cuándo podrían suceder, el tamaño de las inversiones o las perspectivas de ingresos. Sin embargo, sí creemos probable que continúe el **establecimiento de una red de centros oncológicos de referencia** y el **crecimiento vía adquisiciones**.

Previsiones Radioterapia	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Ingresos	5,1	4,0	27,9	30,1	31,2	32,0	32,8
variación interanual	-	-21%	595%	8%	4%	3%	2%
Beneficio bruto		3,7	21,7	24,4	26,0	27,3	28,2
margen bruto		91%	78%	81%	83%	85%	86%
EBITDA		1,6	9,8	11,4	12,5	13,2	13,7
margen EBITDA		40%	35%	38%	40%	41%	42%

Fuente: Atrys Health y estimaciones Renta 4 Banco (pro-forma)

3.4. Grupo

Además de las estimaciones ya desglosadas, para llegar a las previsiones del Grupo consolidado debemos incluir la división de **Smart y Big Data**, dedicada a la **recepción, gestión y tratamiento de toda la información e historiales que acumula Atrys**, con el fin de contribuir a **mejorar la eficiencia y calidad del resto de áreas** del grupo. Se caracteriza por su **gran potencial**, con ritmos de **crecimiento en facturación de doble dígito** y su **elevada conversión en caja** (margen bruto del 95-100% y margen EBITDA del ~60%, sin importantes necesidades de Capex).

Previsiones Smart/Big Data	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Ingresos	2,9	3,4	4,1	4,7	5,4	6,0	6,5
variación interanual	-	20%	18%	16%	14%	12%	8%
Beneficio bruto	-	3,4	4,0	4,6	5,3	5,9	6,4
margen bruto	-	100%	98%	98%	98%	98%	98%
EBITDA	-	2,1	2,5	2,9	3,3	3,7	4,0
margen EBITDA	-	60%	61%	61%	62%	62%	62%

Fuente: Atrys Health y estimaciones Renta 4 Banco

Todo lo anterior nos lleva a alcanzar para el conjunto del grupo una **cifra de ingresos de 183 mln eur en 2021**, un 4,4% por encima de la guía de 175 mln eur ofrecida por la compañía, diferencia que se reduce hasta el 3,5% si excluimos la facturación de Genetyca (adquirida en jun-21), que sí incluimos en nuestras previsiones pero que ha sido adquirida después de que la compañía anunciara la guía. A pesar de situarnos **ligeramente por encima de la guía consideramos que es posible que la compañía bata sus objetivos**. En cuanto al **EBITDA ajustado**, alcanzamos en 2021 los **44 mln eur, también por encima de la guía de Atrys de 41 mln eur** (en un 7%), pero que también nos parece realizable.

Comparando nuestras estimaciones de 2021 con la del **consenso que ofrece Factset** (EBITDA ajustado R4e de 44 mln eur vs consenso en 25,5 mln eur), **entendemos que éstas no incluyen todavía la aportación de Aspy** teniendo en cuenta que la diferencia es de 18,5 mln eur, similar a los 17,5 mln eur de EBITDA ajustado que alcanzó Aspy en 2020.

A **medio plazo**, prevemos un **crecimiento orgánico 2021-2025 R4e de los ingresos a una TACC del +5% y del EBITDA ajustado del +10%**, ritmos que podrían resultar conservadores teniendo en cuenta los favorables vientos de cola que atraviesa el sector y el atractivo posicionamiento que ha logrado Atrys, aunque **preferimos pecar de cautos e ir revisando al alza nuestras estimaciones** a medida que se materialicen las sinergias y se confirmen las positivas dinámicas de la industria.

Previsiones Grupo Consolidado	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Ingresos	51,2	45,1	182,9	196,6	206,0	214,7	222,6
variación interanual	-	-12%	305%	8%	5%	4%	4%
Beneficio bruto	29,8	30,5	155,1	168,5	177,6	186,1	193,6
margen bruto	58%	68%	85%	86%	86%	87%	87%
EBITDA ajustado	10,1	12,8	44,1	51,4	56,2	60,7	64,5
margen EBITDA aj.	20%	28%	24%	26%	27%	28%	29%

Fuente: Atrys Health y estimaciones Renta 4 Banco (pro-forma)

4. Valoración y recomendación

Valoramos Atrys empleando un **descuento de flujos de caja 2022-25**, aplicando a los CF libres una WACC del 7,2% y un crecimiento a perpetuidad del 2,0%.

(mln eur)	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
EBIT	39,2	45,2	49,1	51,6	55,9
Impuestos	-7,0	-9,0	-10,8	-12,4	-14,0
Dotación amortización	4,9	6,2	7,1	9,0	8,6
Caja de operaciones	37,0	42,3	45,4	48,3	50,5
Inversión en activo circulante	-9,9	-0,3	-0,6	-0,7	-0,6
Inversión en Inmovilizado	-7,5	-8,0	-10,9	-8,5	-8,6
Cash Flow Libre	19,7	34,0	33,9	39,1	41,3
Cash Flow descontado	19,7	31,7	29,5	31,7	31,3
Valor residual					817,0
Valor residual descontado					619,5

Alcanzamos un **valor empresa de 747 mln eur** que tras descontar una **deuda neta dic-21 R4e de 100 mln eur**, e incluir el **nuevo número total de acciones** (incluyendo las nuevas acciones emitidas para los pagos de las adquisiciones realizadas), nos lleva a alcanzar un **precio objetivo de 10,57 eur/acc** (vs 8,98 eur/acc anterior, previo a las adquisiciones de Aspy, ROAG y Genetyca) que representa un **potencial de revalorización del 9%**.

Valoración Atrys Health	(mln eur)
Valor actual flujos explícitos 2022-25e	124,3
Valor actual bases imponibles negativas	3,0
Valor actual residual	619,5
VALOR DE EMPRESA	746,8
Deuda financiera neta dic-21e	99,7
Valor teórico de los recursos propios	647,1
Nº acciones efectivas (miles)	61,2
Valor teórico objetivo (eur/acc)	10,57
Cotización	9,70
Potencial a precio objetivo	9%

Fuente: Renta 4 Banco

	Tasa descuento WACC				
	6,2%	6,7%	7,2%	7,7%	8,2%
Crecimiento a perpetuidad (g)					
1,5%	11,60	10,52	9,63	8,88	8,25
2,0%	13,00	11,65	10,57	9,67	8,93
2,5%	14,78	13,06	11,71	10,62	9,72

Teniendo en cuenta las **favorables perspectivas del sector** y el **posicionamiento de Atrys en el mismo**, con una propuesta de valor completa en prevención, diagnóstico, tratamiento y seguimiento y un enfoque único en el abordaje clínico del cáncer, **mejoramos nuestra recomendación hasta Sobreponderar** (vs Mantener anterior). Aunque el potencial a precio objetivo pueda parecer limitado, recordamos que éste se basa en unas estimaciones cautas, con margen de mejora al alza a medida que se materialicen las sinergias y la venta cruzada de servicios y se confirmen las positivas dinámicas de la industria.

Cifras Clave

PYG (mln eur)	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	TACC 19/23
Ventas	11,1	51,2	45,1	182,8	196,6	206,0	41,6%
Coste de ventas	-3,8	-21,4	-14,6	-27,8	-28,1	-28,4	7,3%
Margen Bruto	7,3	29,8	30,5	155,0	168,5	177,6	56,2%
Gastos operativos	-4,3	-21,7	-22,8	-111,0	-117,1	-121,3	53,8%
EBITDA	3,0	8,1	7,7	44,1	51,4	56,2	62,1%
EBITDA ajustado	3,4	10,1	12,8	44,1	51,4	56,2	53,5%
Amortizaciones	-1,3	-3,6	-4,6	-4,9	-6,2	-7,1	18,7%
EBIT	1,7	4,6	3,1	39,2	45,2	49,1	81,2%
Resultado financiero	-0,7	-3,1	-4,1	-7,2	-7,2	-7,2	23,1%
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	1,0	1,4	-1,0	32,0	38,0	41,9	132,7%
Impuestos sobre beneficios	-0,2	-1,0	-1,6	-5,8	-6,8	-7,6	64,9%
Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	n.a.
Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	n.a.
Bº Neto	0,7	0,4	-2,5	26,2	31,2	34,4	202,6%

Márgenes y crecimiento (%)	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Crec. Ventas	83,6%	362,1%	-11,9%	305,1%	7,5%	4,8%
Margen Bruto	65,8%	58,3%	67,6%	84,8%	85,7%	86,2%
Crec. EBITDA	73,9%	171,4%	-5,3%	472,0%	16,6%	9,4%
Margen EBITDA	27,1%	15,9%	17,1%	24,1%	26,1%	27,3%
Crec. EBITDA ajustado	82,6%	201,7%	26,1%	245,0%	16,6%	9,4%
Margen EBITDA ajustado	30,3%	19,8%	28,3%	24,1%	26,1%	27,3%
Crec. EBIT	174,0%	170,3%	-30,9%	1143,6%	15,4%	8,7%
Margen EBIT	15,2%	8,9%	7,0%	21,4%	23,0%	23,9%
Crec. BPA	47,9%	-48,9%	n.a.	n.a.	18,9%	10,4%

Balance (mIn eur)	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Inmovilizado material	2,6	5,7	9,8	12,4	14,2	18,0
Inmovilizado inmaterial	27,1	55,0	121,5	402,7	402,7	402,7
Inmovilizado financiero	2,7	3,6	1,3	1,3	1,3	1,3
Otro activo fijo	5,8	5,7	5,8	5,8	5,8	5,8
Clientes	3,7	8,3	17,0	46,3	48,7	50,7
Otro activo circulante	2,0	1,4	2,8	2,7	2,6	2,6
Tesorería y equivalentes	9,8	8,3	17,5	43,9	60,2	89,5
Total activo	53,7	88,0	175,8	515,1	535,5	570,5
Recursos propios	26,4	40,0	75,3	311,0	342,2	376,6
Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda financiera a largo plazo	6,4	5,4	10,1	70,5	70,5	70,5
Otros pasivos a largo plazo	15,4	32,9	69,0	92,9	80,2	79,4
Deuda financiera a corto plazo	1,3	2,2	3,2	3,2	3,2	3,2
Proveedores	1,2	1,9	6,3	25,7	27,6	28,9
Otros pasivos a corto plazo	3,0	5,7	11,9	11,9	11,9	11,9
Total pasivo	53,7	88,0	175,8	515,1	535,5	570,5

Principales ratios	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Nº acciones (mln)	20,7	22,7	33,6	61,2	61,2	61,2
Precio (eur)	2,76	5,00	8,90	9,70	9,70	9,70
BPA (eur/acción)	0,04	0,02	-0,08	0,43	0,51	0,56
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)	5,7	2,6	7,6	3,8	3,4	3,1
VE/ EBITDA (x)	21,0	16,6	44,3	15,7	13,2	11,5
VE/ EBIT (x)	37,4	29,6	108,5	17,7	15,0	13,2
PER (x)	78,0	276,8	n.a.	22,7	19,1	17,3
ROCE (%)	5,2%	7,4%	2,7%	9,5%	10,6%	11,4%
ROE (%)	2,8%	1,0%	-3,4%	8,4%	9,1%	9,1%
Deuda neta (+) / caja neta (-) (mln eur)	5,7	21,2	42,4	99,7	83,4	54,2
Deuda neta / EBITDA (x)	1,9	2,6	5,5	2,3	1,6	1,0
Cobertura de intereses (x)	2,4	1,5	0,8	5,5	6,3	6,8
Capex / ventas (%)	102,7%	67,5%	166,6%	157,9%	4,1%	5,3%

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco (cifras pro-forma).

Cifras Clave

EOAF (mln eur)	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
EBIT	1,7	4,6	3,1	39,2	45,2	49,1
Amortización de inmovilizado	1,3	3,6	4,6	4,9	6,2	7,1
Variación fondo de maniobra	-1,5	-0,5	0,5	-9,9	-0,3	-0,6
Resultado financiero	-0,7	-3,1	-4,1	-7,2	-7,2	-7,2
Impuestos	-0,2	-1,0	-1,6	-5,8	-6,8	-7,6
Flujo de caja operativo	0,5	3,5	2,5	21,3	37,0	40,9
Inversiones en activo mat e inmat.	-11,4	-34,6	-75,2	-288,6	-8,0	-10,9
Otras inversiones	-0,9	-0,8	2,1	0,0	0,0	0,0
Flujo de caja libre	-11,8	-31,9	-70,5	-267,3	29,0	29,9
Dividendos (sociedad dominante)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros movimientos de FF.PP.	6,8	13,1	37,9	209,5	0,0	0,0
Otros	2,7	3,3	11,4	0,6	-12,7	-0,7
Cambio en deuda neta	-2,3	-15,5	-21,2	-57,3	16,3	29,2
Deuda neta (+) / caja neta (-)	5,7	21,2	42,4	99,7	83,4	54,2

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

Comparables de mercado

Compañía	Acciones (mln)	Cotización (eur/acc)	Capitalizac. (mln eur)	Recomendación Consenso *	P.O. Consenso *	Potencial	RPD 21e
Atrys Health SA *	61	9,70	594	Sobreponderar	10,57	9,0%	0,0%
Eurofins Scientific Societe Europ	191	97,77	18.649	Sobreponderar	90,55	-7,4%	0,7%
Medica Group Plc	122	2,00	244	Sobreponderar	2,10	5,3%	1,5%
Teladoc Health, Inc.	155	138,23	21.361	Sobreponderar	194,42	40,6%	0,0%
IQVIA Holdings Inc	192	212,13	40.657	Sobreponderar	220,63	4,0%	0,0%
Promedio						10,3%	0,5%

Compañía	PER 21e	PER 22e	Cto. Bº Neto 20-22e	PEG 21e	PEG 22e	ROE 21e	PVC 21e
Atrys Health SA *	22,7x	19,1x	n.a.	n.r.	n.r.	8,4%	1,9x
Eurofins Scientific Societe Europ	28,8x	31,8x	-8,0%	n.r.	n.r.	16,0%	4,6x
Medica Group Plc	23,4x	19,4x	59,5%	0,4x	0,3x	19,0%	4,5x
Teladoc Health, Inc.	n.a.	n.a.	-60,9%	n.r.	n.r.	-2,8%	1,6x
IQVIA Holdings Inc	28,8x	25,2x	24,4%	1,2x	1,0x	25,7%	7,4x
Promedio	25,9x	23,9x	3,7%	6,9x	6,4x	13,3%	4,0x

Compañía	VE/EBITDA 21e	VE/EBITDA 22e	Cto. EBITDA 20-22e	Margen EBITDA 21e	EVG 21e	EVG 22e	DN/EBITDA 21e
Atrys Health SA *	15,7x	13,2x	158,2%	24,1%	0,1x	0,1x	2,3x
Eurofins Scientific Societe Europ	14,0x	14,9x	-2,0%	24,4%	n.r.	n.r.	1,3x
Medica Group Plc	15,8x	13,3x	51,8%	22,3%	0,3x	0,3x	0,1x
Teladoc Health, Inc.	96,0x	62,2x	78,5%	13,3%	1,2x	0,8x	1,2x
IQVIA Holdings Inc	19,6x	17,5x	16,9%	22,0%	1,2x	1,0x	3,2x
Promedio	32,2x	24,2x	60,7%	21,2%	0,5x	0,4x	1,6x

Compañía	1 día	5 días	1 mes	3 meses	2021	1 año
Atrys Health SA	1,7%	4,3%	11,8%	-0,8%	9,0%	41,8%
Eurofins Scientific Societe Europ	2,3%	0,4%	16,0%	16,3%	42,5%	73,7%
Medica Group Plc	-1,7%	-1,4%	5,6%	15,5%	43,7%	41,3%
Teladoc Health, Inc.	-0,4%	-4,0%	11,6%	-10,1%	-18,2%	-25,0%
IQVIA Holdings Inc	0,7%	3,1%	7,3%	23,3%	40,1%	74,7%
Ibex 35	-1,0%	-0,6%	-2,5%	2,6%	9,7%	17,3%

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/VC: Precio entre Valor contable por acción

RPD: Rentabilidad por dividendo (DPA/Precio)

DISCLAIMER

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 es la entidad proveedora de liquidez de Liberbank, Inmobiliaria Colonial, Clínica Baviera, Castellana Properties (asesor registrado), Rovi, Millenium Hotels (asesor registrado), Gigas (asesor registrado), Almagro (asesor registrado) y Elecnor; asimismo, tiene un contrato de servicios bancarios e inversión con Grupo Ezentis, S.A., Atrys Health y Almagro, y cobertura de Análisis en Clínica Baviera, Deoleo y Azkoyen, servicios por los que cobra honorarios.

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: 66% Sobreponderar, 26% Mantener y 8% Infraponderar.