

# Análisis Financiero:

## Atrys Health (MAB:ATRY)

Atrys Health es una empresa del sector sanitario que presta servicios a hospitales, clínicas y otros centros médicos, que incorporó sus acciones en el Mercado Alternativo Bursátil en el mes de julio de 2016. Su modelo de negocio aprovecha el *know how* acumulado, a través de la labor de investigación y desarrollo. Mediante distintas adquisiciones corporativas ha aumentado su dimensión, además de diversificar su facturación a través de distintos modelos de negocio de valor añadido y un alto componente tecnológico.

### Área de Diagnóstico (65,4% Ventas):

Atrys ofrece servicios de diagnóstico a centros médicos, además de desarrollar proyectos de Investigación y Desarrollo. En 2018 la compañía aumentó la facturación mediante la adquisición de las actividades de los laboratorios de Llebalust.

### Área de Telemedicina (24% Ventas):

División de servicios a distancia de especialidades médicas de cardiología, radiología, oftalmología y dermatología, a hospitales y otros centros sanitarios. Nace a partir de la adquisición de eDiagnostik y evoluciona con la compra de ITH y TRC.

### Área de Radioterapia (4,6% Ventas):

Gestión de centros de radioterapia avanzada, dónde se incluye la instalación, puesta en marcha y asistencia de aceleradores para la radioterapia de dosis única (*one single dose*). Asociada con el Grupo Recoletas, le sigue la inversión en un nuevo centro en el grupo CIMA. En 2019 anunció la adquisición de IMOR.

### Área de Smart/Big Data (6% Ventas):

División formada por la compañía Real Life Data, adquirida a principios del ejercicio 2019. La compañía ofrece informes de alto valor añadido al sector sanitario, realizados a partir de la acumulación y tratamiento de grandes bases de datos.

### ATRY: CONSTRUYENDO UN GRUPO MÉDICO

En 2019 Atrys Health ya es un conjunto de actividades que tienen intereses en distintos campos del sector médico, y con presencia internacional. Si comparamos esta imagen con la de dos años atrás, podemos definir los últimos ejercicios como claves para esta transformación. La empresa ha evolucionado desde un conjunto de laboratorios a un grupo médico, que aspira a mayores ambiciones.

Para ello, la compañía ha tomado una estrategia de adquisiciones e inversión en nuevas fuentes de ingresos, dónde la financiación externa y la obtención de recursos propios, a través de la ampliación de capital, han sido fundamentales. También la entrada de socios estratégicos, como es el caso específico del grupo Caser e Invready ha sido un *plus*.

Tanto el negocio tradicional, como las nuevas empresas, cuentan con ventajas competitivas sostenibles a largo plazo, dónde la naturaleza del sector sanitario y sus barreras de entrada son muy importantes. Estas características pueden garantizar el crecimiento de la compañía, siempre y cuando consolide con éxito la larga lista de adquisiciones que la empresa ha ejecutado hasta la fecha.

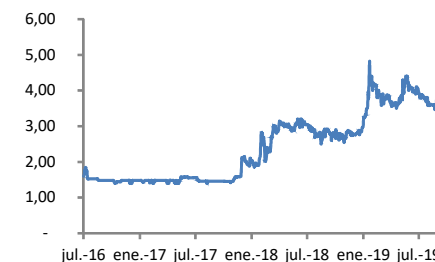
### Datos de Mercado

Ticker	ATRY
ISIN	ES0105148003
Sector	Biotecnología
Mercado	MAB
Precio (25/11/2019 - 18:00)	4,40 €
Núm. Acciones	22.694.597
Capitalización	99.856.226,80 €
Rentabilidad (2019)	57,14%
Precio Objetivo	4,45 €
Potencial	1,11%

### Proyecciones Financieras

(Miles de €)	'19E	'20E	'21E	'22E	'23E
Ingresos	14.243	22.652	27.279	30.618	33.573
% Growth	95%	59%	20%	12%	10%
EBITDA	4.237	8.293	11.112	13.295	15.330
Margen	30%	37%	41%	43%	46%
EBIT	2.443	5.219	6.429	8.126	8.899
Margen	17%	23%	24%	27%	27%
BDI	1.108	2.980	3.929	5.252	5.889
Margen	8%	13%	14%	17%	18%
BPA	0,04	0,12	0,15	0,20	0,23

### Evolución Histórica Cotización de Atrys Health



### Analistas

Jordi Rovira Martínez  
jrovira@mabia.es  
0034 93 238 64 44

Joan Anglada Salarich  
janglada@mabia.es  
0034 93 238 64 44

Fecha de Producción: 25/11/2019 - 19:10 CET  
Fecha de Publicación: 25/11/2019 - 19:15 CET

## Contenido

<b>Sector Sanitario</b> .....	<b>3</b>	<b>Equipo Directivo</b> .....	<b>26</b>
<b>Modelo de Negocio</b> .....	<b>5</b>	<b>Annexo. 1</b> .....	<b>28</b>
<b>Análisis Financiero</b> .....	<b>12</b>	<b>Annexo. 2</b> .....	<b>29</b>
<b>Valoración de Atrys Health</b> .....	<b>20</b>	<b>Disclaimer</b> .....	<b>30</b>
<b>Principales Riesgos del Modelo</b> .....	<b>23</b>		
<b>Perfil de Atrys Health</b> .....	<b>25</b>		
<b>Accionariado</b> .....	<b>26</b>		

## Sector Sanitario

Atrys Health desarrolla sus servicios en el sector sanitario y ciencias de la salud, especializado principalmente en oncología. Se trata de un sector compuesto por un amplio abanico de empresas y actividades: desde compañías farmacéuticas, hasta operadores de centros hospitalarios, pasando por laboratorios, investigadores de procesos y productos o diseñadores de dispositivos específicos.

Como sucede con los modelos de negocio de esta categoría, el cliente que elige los servicios o productos de una compañía no es el mismo usuario. El paciente es quién recibe el tratamiento, le realizan una prueba o le suministran un medicamento. El conocimiento y el grado de especialización del sector requiere de varios intermediarios en la cadena de valor, que se sucede de los fabricantes de medicamentos o los oferentes de tratamientos hasta el consumidor final. En este mismo sentido, el grado de *expertise* necesario en este sector es elevado y factor clave para el éxito de cada empresa.

Los distintos centros, que a través de sus profesionales eligen a sus proveedores, pueden ser de naturaleza pública – en España la red de hospitales del Sistema Nacional de Salud – o de carácter privado. La firma de un contrato para varios centros, o el establecimiento de una relación a largo plazo con un proveedor de servicios, puede ser fruto de una decisión de actores privados o de la resolución de una adjudicación pública.

La complejidad de las relaciones entre los distintos *players* de este sector erige unas barreras de entrada, que son difíciles de superar para los nuevos competidores. Un centro hospitalario no puede cambiar de proveedor, de la noche a la mañana, ya que sus costes de cambio son elevados. Aunque un nuevo servicio sea más eficiente, o más económico, los beneficios del nuevo servicio deben ser siempre superiores al coste económico del cambio; valorado en dinero y también en el tiempo que se tardará en hacer la transición.

La demanda de mejores servicios sanitarios está relacionada directamente con el incremento demográfico, y la esperanza de vida vinculada a una zona geográfica. En cambio, el uso de estos servicios depende de distintos factores, como económicos y políticos.

Según la OCDE, el 9% del Producto Interior Bruto español de 2016 estuvo destinado al gasto sanitario. Con datos actualizados de 2018, 75.435 millones de euros del presupuesto público español fueron destinados a la sanidad, equivalente a un 6,24% del PIB, según el Instituto Nacional de Estadística (INE). Por habitante, el estado gastó 1.617

euros, más que los 1.568 euros de 2017, y su mayor proporción fueron destinados a la compra de productos y servicios.

Mientras que las magnitudes por cápita han evolucionado gradualmente al alza, se mantienen en cuánto al porcentaje total sobre el presupuesto. La estimación de las previsiones a futuro son difíciles de determinar, pues dependen del ciclo económico, así como de decisiones de índole política.

Sí que podemos determinar que las deficiencias del sector público, acompañadas por un incremento del poder adquisitivo de una parte de la sociedad, permite una mayor proliferación de iniciativas privadas. Su objetivo es incrementar el catálogo de servicios, con la misma o mayor calidad y, a la vez, maximizando las eficiencias operativas de sus actividades para la obtención de un beneficio.

Atrys Health desarrolla sus actividades en el nicho de prestación de servicios sanitarios, a través de cuatro divisiones distintas. Dada esta diversificación, no lo podemos considerar un *pure player* de un nicho determinado. Aunque las variables del sector sanitario le afecta en el desarrollo de los distintos negocios.

## Mercado y competidores

En España las empresas Synlab, Laboratorios Echevarne, Eurofins y Unilabs son las empresas más representativas de la industria de análisis clínico en España, un sector que ha vivido un importante crecimiento y numerosos procesos de integración en los últimos años. Los laboratorios de análisis clínicos privados alcanzaron una facturación de 1.110 millones de euros en 2017, según los datos publicados por el Instituto para el Desarrollo e Integración de la Sanidad (Idis).

La mayoría de estas firmas, con excepción de Echevarne, están dominadas por grandes grupos extranjeros: Synlab, de origen alemán, la francesa Eurofins o Unilabs con origen suizo.

Las operaciones corporativas en este sector han sido una constante en los últimos años. Eurofins compró en 2016 la compañía de análisis clínicos Megalab, con sede en Madrid, por un importe de 40 millones de euros, cuando esta facturaba alrededor de 45 millones de euros pero con pérdidas netas. Dentro de España también adquirió en

## Análisis Financiero: Atrys Health. Noviembre 2019

---

2017 al laboratorio de análisis murciano Villapharma, que contaba con una facturación de 6 millones de euros.

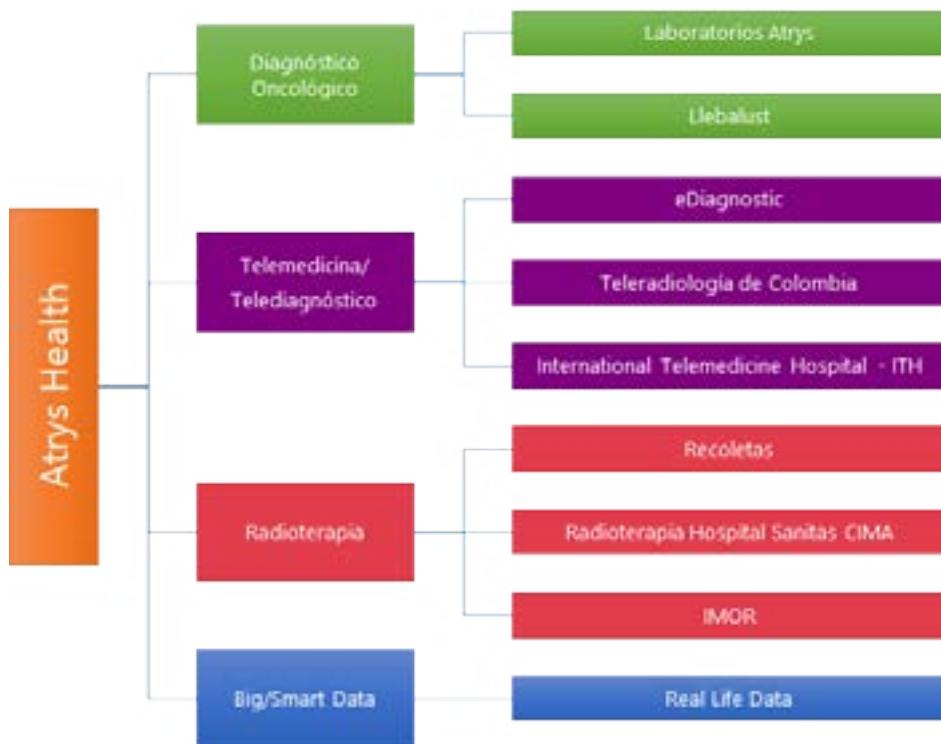
Unilabs, que tiene como principal accionista al fondo de Private Equity Apax, adquirió en 2014 a los laboratorios barceloneses Casacuberta, con una amplia experiencia en los procedimientos de diagnósticos quirúrgicos y de urgencia. En 2017 integró también la catalana European Telemedicine Clinic (TMC) con sede en Barcelona, y filiales en Australia (Sydney), Reino Unido y Suecia. En 2019 consolidó su presencia en la península con la compra de CMDI, empresa proveedora de servicios de diagnóstico por imagen que dispone de 50 centros, 100 empleados, de ellos un equipo de más de 30 teleradiólogos.

Por su parte Synlab, finalizó su integración con Labco en 2017, unificando toda su actividad en España bajo la marca Synlab. Según datos de la propia compañía, Synlab tiene un volumen aproximado de ventas a nivel mundial de 1.600 millones de euros, 450 millones de pruebas anuales y una plantilla que supera los 17.000 profesionales, que la consolidan como un referente internacional de diagnóstico médico. El grupo facturó en España más de 100 millones de euros en 2017.

En el campo específico de la telemedicina, también se han sucedido movimientos en España protagonizados por compañías multinacionales. Como es el caso de la adquisición que ejecutó Teladoc Health de la compañía Advance Medical, con sede en Barcelona, en junio de 2018. El precio de compra fue de 352,7 millones de euros. Advance Medical está formada por 800 trabajadores y ofrece servicios de asistencia médica *online*. En 2017 facturó 63 millones de dólares y un EBITDA de 2 millones. Mediante esta adquisición Teladoc amplió sus servicios de telemedicina fuera de los Estados Unidos. Posteriormente, el marzo de 2019, anunció también la compra de la francesa MédecinDirect.

## Modelo de Negocio

Atrys Health se divide en cuatro áreas: Diagnóstico, Telemedicina, Radioterapia y Big Data. La división de Diagnóstico forma parte de su negocio histórico y es la que dio lugar a la creación de la compañía. Su evolución hasta el año 2017 se alimentó del crecimiento orgánico, derivado de la incorporación de cuentas de clientes a su cartera, alianzas estratégicas con otros *partners* del sector y de los trabajos internos de investigación para incrementar la oferta de sus servicios y su valor como compañía.



Fuente: Elaboración Propia

Desde el año 2015, Atrys Health se ha transformado en un grupo de servicios médicos relacionados entre ellos. Esta transformación se ha realizado mediante la inversión directa en equipos, como es el caso de su proyecto en el Hospital CIMA de Barcelona. Mientras que, por otro lado, también ha apostado por la identificación de negocios de su mismo sector y su posterior adquisición.

Hasta la fecha Atrys Health ha integrado las compañías de telemedicina eDiagnostic, International Telemedicine Hospital (ITH) y Teleradiología de Colombia (TRC); de diagnóstico Llebalust; de procesamiento de datos Real Life Data y de radiología Institut Mèdic d’Onco-Radioterapia. (IMOR)

### Área de Diagnóstico

Atrys Health ofrece servicios de anatomía patológica, genética y biopatología molecular a centros médicos. La facturación de esta actividad es la combinación de la cifra de negocio por prestación de servicios y la activación de los distintos proyectos en Investigación y Desarrollo que está ejecutando Atrys Health actualmente. Inicialmente, esta actividad se desarrollaba a través de sus dos laboratorios ubicados en Barcelona y Granada. A finales del año 2018 Atrys Health anunció la adquisición de la compañía Llebalust, fundada por el doctor Carles Llebaria. Esta operación corporativa le permitió incorporar los laboratorios de patología de la nueva compañía, además de su cartera de clientes.

### Características básicas del modelo de negocio

El nicho de mercado de los servicios de diagnóstico está fragmentado según las especialidades que ofrecen distintos laboratorios. Los *players* de este sector ofrecen servicios de alto valor añadido a hospitales, clínicas y otros centros, en función de los intangibles desarrollados internamente o adquiridos a terceros. Los avances en los procesos de investigación y el reconocimiento de los profesionales que integran estas instituciones son los que determinan el nivel de éxito de cada compañía.

Los laboratorios de diagnóstico con capital internacional sumaron alrededor de 200 millones de euros en ventas en España en los últimos ejercicios. Las multinacionales Synlab, Unilabs, y Eurofins son las que ostentan la mayor cuota de mercado. Echevarne es el mayor laboratorio de capital español. La cifra de negocio de esta compañía fue de 168 millones de euros en 2018, después de ejecutar una larga lista de adquisiciones de empresas del mismo sector. Cuenta con una red de laboratorios en todo el territorio

español y ofrece un extenso catálogo de pruebas en distintas especialidades médicas.

Parecido a los servicios de diagnóstico patológico y molecular que presta Atrys en bolsa también está Genómica, filial de Pharmamar (antigua Zeltia) y actualmente cotizando en el Mercado Continuo de la Bolsa Española. Genómica tiene un recorrido de más de 25 años y se dirige claramente al diseño, desarrollo y comercialización de nuevas aplicaciones diagnósticas de sus propias plataformas tecnológicas. Por otro lado, en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) cotiza Pangaea Oncology, que también presta servicios de diagnóstico molecular en oncología.

Mientras que la variedad y calidad del catálogo de servicios de diagnóstico de la compañía es lo que permite incrementar el número de clientes, la tipología de estos contratos fortalecen las barreras de entrada frente a otros competidores potenciales. A lo largo de su historia Atrys se ha adjudicado contratos con distintos centros – de financiación pública y privada –, que le han garantizado una relación a largo plazo.

### Activos clave del Área de Diagnóstico

Los recursos humanos de la compañía y el *know how* fruto de las actividades de I+D realizadas en los últimos años son el activo fundamental para los servicios de diagnóstico que desarrolla Atrys. Se trata de equipos multidisciplinares formados por médicos patólogos, profesionales de laboratorio y técnicos en análisis, con una metodología propia y un profundo conocimiento del nicho de mercado en el que opera Atrys. Sin este personal cualificado, la compañía no podría ejecutar las tareas diarias de servicio, ni el desarrollo de la investigación para ampliar su fondo de conocimiento.

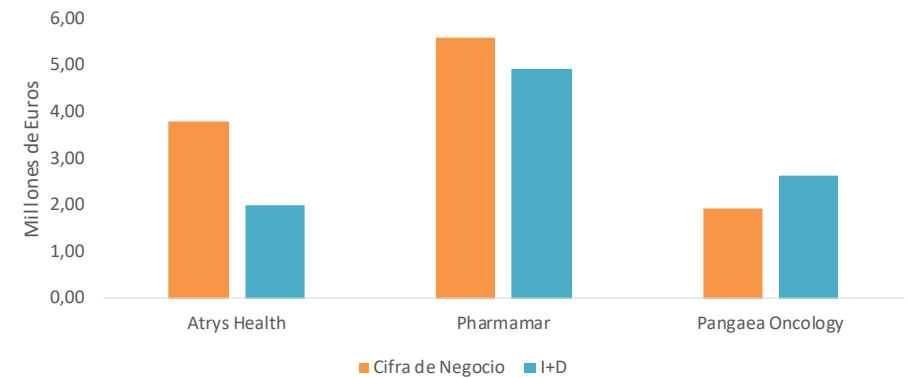
La compañía también debe destinar una proporción importante de su estructura de costes a la inversión en sus instalaciones y su mantenimiento, así como en la maquinaria necesaria para llevar a cabo experimentos y pruebas requeridas.

Otra parte del gasto debe dirigirse en ampliar su fondo de conocimiento, mediante la inversión en distintos proyectos. En 2018 Atrys Health registró 2 millones de euros como trabajos para el activo, correspondientes a proyectos de investigación y desarrollo. En el primer semestre de 2019 estas inversiones sumaban 884.384,60 euros.

La cartera actual de Atrys en investigación se compone de los siguientes proyectos:

- Proyecto de investigación en glioblastomas
- Proyecto de investigación en cáncer de mama
- Programa de linfomas
- Desarrollo de modelos avanzados de diagnóstico personal
- Desarrollo de un prototipo sistema experto de tratamiento
- Investigación en predictores respuesta frente a radio e inmunoterapia

### Cifra de negocio y gasto en I+D en Diagnóstico en 2018



Fuente: Fuente: Resultados Públicos Atrys Health, Pharmamar, Pangaea Oncology

La compañía cuenta también con colaboraciones estratégicas con Myriad y Roche Diagnostics para el uso y aplicación de sus productos. De esta forma refuerza su posición en la actividad de diagnóstico, de la mano de compañías de prestigio mundial en el sector sanitario.

## Área de Telemedicina

Atrys Health presta servicios de telemedicina en especialidades médicas de cardiología, radiología, oftalmología y dermatología a hospitales, clínicas y otros centros sanitarios. La compañía empezó esta división de negocio con la adquisición de eDiagnostic en el año 2015. A partir de entonces sigue apostando por el crecimiento inorgánico del modelo con la adquisición de International Telemedicine Hospital (ITH) en 2018 y Teleradiología de Colombia durante este último ejercicio; especializadas en telecardiología y teleradiología, respectivamente.

### Características básicas del modelo de negocio

La Telemedicina ofrece disponibilidad inmediata de especialistas para distintas pruebas médicas específicas, como principal valor añadido. Esto es posible mediante el uso de plataformas informáticas. Cualquier prueba que pueda traducirse en imagen puede ser enviada. Desde el centro sanitario hasta el profesional médico asignado, en cualquier lugar del mundo, para que haga su revisión. De este modo, la compañía asegura un período de respuesta máximo de 48 horas.

Para los centros sanitarios, la externalización de este servicio permite la reducción de sus costes operativos y la agilización del proceso de las pruebas. De este modo, pueden mejorar el control de su programación e incrementar el número de visitas. En cambio, para el paciente se reducen los tiempos de espera para llevar a cabo las pruebas médicas y disminuye también el período de respuesta.

El nicho de mercado de la telemedicina, como el de Diagnóstico, también está fragmentado. Hay una larga lista de pequeños *pure players*, focalizados en un único servicio. En bolsa un ejemplo de ellos es Medica Group, empresa de teleradiología cotizada en el AIM, o SHL Telemedicine, cotizada en el SIX Swiss Exchange.

	Cap.	Ventas	EBITDA	B.Netto	EV/ Ventas	EV/ EBITDA	PER
<b>Medica Group (MGP)</b>	164 M€	39 M€	12 M€	7 M€	4,19	14,06	22,25
<b>SHL Telemedicine (SHLTN)</b>	60 M\$	49 M\$	16 M\$	10 M\$	1,04	3,23	5,9
<b>MedNax (MD)</b>	2.119 M\$	3.647 M\$	569 M\$	269 M\$	1,22	7,80	7,89

Fuente: Resultados Anuales. Datos de Mercado 5 de noviembre de 2019

Están también los grupos que ofrecen distintos servicios de telemedicina, o una o varias especialidades dentro de un mayor grupo de servicios médicos, como es el caso de Atrys Health, o vRad después de integrarse en el grupo MedNax. Además de la concentración según la especialidad, también está el foco geográfico. Las distintas empresas de este nicho se dirigen a un número limitado de países.

La propuesta que ofrece la telemedicina pisa directamente el terreno de los profesionales en plantilla de los centros hospitalarios. Por esta razón, una importante proporción del crecimiento de este modelo de negocio viene condicionado por la sustitución de la actividad de los trabajadores internos. Las barreras tecnológicas también son uno de los principales obstáculos a superar y será lo que afecte a la adopción de nuevos clientes. Pero el crecimiento gradual de la cifra de negocio también está condicionado al volumen de pruebas realizadas. La barrera de entrada en este nicho de mercado, por otro lado, depende de la adjudicación de contratos a largo plazo, al igual que en el caso del área de diagnóstico.

### Activos Clave de Telemedicina

Mediante la adquisición de eDiagnostic, ITH y TRC, Atrys ha constituido una red de profesionales que son el activo fundamental de esta área. La capacidad de la compañía en identificar los mejores profesionales es imprescindible para la buena evolución de esta actividad.

El componente tecnológico de este modelo requiere que la compañía invierta en una plataforma para la comunicación entre técnicos y doctores, que permita la mayor eficiencia para emitir un diagnóstico. Esto se demuestra en el sector, con compañías con un claro distintivo tecnológico por su volumen de inversiones en el desarrollo de sus plataformas. Por otro lado empresas como Radiosphere Radiology han evolucionado hasta poner en marcha un segmento de negocio dedicado a la venta de *Software as a Service (SaaS)*, para otras empresas de telemedicina y centros médicos.

La incorporación de dos nuevas empresas, entre el 2018 y el 2019, en la ya existente área de este negocio suma sinergias que llevará a beneficios a medio plazo. Las nuevas carteras de clientes adquiridas podrán aprovechar el tiempo de los profesionales ya en plantilla de Atrys Health, o viceversa. Desde el punto de vista de las plataformas, estas podrán reducirse en función de la especialidad, para evitar duplicidades. Siempre y cuando Atrys apueste por una integración tecnológica.

### Área de Radioterapia

Agrupar las actividades de instalación, puesta en marcha y asistencia de los aceleradores para la radioterapia de dosis única (*one single dose*), de la marca TrueBeam. La propuesta de valor para el cliente final es la mejora de los tratamientos de radioterapia clásicos por su precisión y rapidez, ya que permite administrar dosis de radiación muy altas en pocos segundos y en puntos seleccionados del organismo, circunstancia que reduce el número de dosis en su terapia. Para los hospitales y clínicas, esto también permite mejorar las terapias y, a la vez, acelerar la rotación de los pacientes.

La compañía inició estas actividades en 2016 en el Hospital Recoletas Campo Grande de Valladolid y en colaboración con el Grupo Recoletas. Aunque en 2018 anunció la inversión en un nuevo Centro de Radioterapia Oncológica Avanzada en las instalaciones de Sanitas CIMA de Barcelona. Sumado a ello, en 2019 anunció la adquisición de IMOR, operación que se avanza al desarrollo de los proyectos propios de Atrys e implica el incremento del volumen de facturación de esta división del grupo.

Respecto al mercado que ofrece este modelo, en 2016 el Sistema Nacional de Salud informaba de un total de 184 aparatos de radioterapia (bombas de tele-cobaltoterapia y aceleradores lineales) distribuidos en la red de hospitales públicos españoles, cifra equivalente a 4 aparatos por cada millón de habitantes.

En los últimos años la Fundación Amancio Ortega ha donado 300 millones de euros para la compra de equipos de oncología para los hospitales españoles. Entre estos equipos se encuentran aceleradores lineales de última generación. La Sociedad Española de Oncología Radioterápica (SEOR) indicó que la inversión derivada de esta donación, ha tenido un impacto significativo en la oferta de tratamientos oncológicos en los hospitales públicos de España, a través del mayor incremento de aparatos de los últimos diez años.

#### Características básicas del modelo de negocio:

Al contrario que los otros dos segmentos de negocio de la compañía, esta área es intensiva en capital. La instalación de un nuevo equipo requiere de una alta inversión inicial, además del gasto recurrente en el posterior mantenimiento del equipo. La compañía también debe hacer frente a los gastos de explotación relacionados con su puesta en marcha, como son el equipo técnico formado por profesionales de primer nivel y con una retribución elevada acorde con sus prestaciones; los suministros y otras comisiones, en función de la naturaleza de cada proyecto.

Para hacer frente a esta operación, la primera instalación se sirvió de un proyecto conjunto con el consorcio hospitalario de Recoletas en Valladolid. El Grupo Recoletas es uno de los grupos hospitalarios más relevantes a nivel nacional con una presencia mayoritaria en Castilla y León. Dispone de 7 hospitales, 9 centros médicos y cuatro centros de diagnóstico. Valladolid, Burgos, Palencia, Zamora, Santander, Segovia y Cuenca, son las capitales de provincia en las que la red está presente. Recoletas facturó más de 72 millones de euros en 2017 y disponía de más de 1.300 profesionales.

El segundo proyecto nace de un acuerdo de colaboración entre Sanitas y Atrys Health, anunciado en septiembre de 2018. Su objetivo es la puesta en marcha de un Centro de Radioterapia Oncológica Avanzada en las instalaciones de Sanitas CIMA de Barcelona. Para ello, Atrys está invirtiendo 6 millones de euros iniciales para la compra de los aceleradores lineales de tecnología punta TrueBeamStx, además del coste del despliegue de la infraestructura necesaria para la puesta en funcionamiento del centro. El inicio de las actividades de este centro está previsto para el ejercicio 2020.

Con este proyecto la compañía asume un mayor riesgo inversor y de gestión, a cambio de un mayor volumen de facturación y beneficios estimados. Aunque aprovecha la experiencia obtenida en la colaboración con Grupo Recoletas. Por otro lado, este centro podrá nutrirse de las actividades de otras divisiones, como por ejemplo del área de Diagnóstico, que proporcionará servicios de diagnóstico de anatomía patológica y molecular, y desarrollo conjunto de líneas de investigación en biopsia líquida y estudios genéticos.

Las características de esta área son más complejas que las anteriores, tanto en inyección de recursos, sino también las relaciones económicas que establece e, incluso, los permisos y el grado de conocimiento que requiere trabajar con este tipo de acelerador. La compra de IMOR, un centro con sus instalaciones ya a pleno rendimiento, facilita la inyección de los ingresos de esta división.

#### Activos clave de Radioterapia

Para llevar a cabo esta actividad, Atrys depende de distintos actores de la cadena de valor. El proveedor del acelerador lineal de radioterapia TrueBeam es Varian Medical Systems. Se trata de un fabricante de instrumentos médicos y *software* para tratamientos de cáncer y otras condiciones médicas con radioterapia, radio-cirugía estereotáctica, radioterapia corporal estereotáctica, braquiterapia y terapia de protones, ubicado en Estados Unidos.



El uso de la máquina TrueBeam permite la aplicación de radioterapia estereotáctica, también conocida como "radioterapia de Dosis Única", y que permite la emisión de rayos desde distintas posiciones en el cuerpo del paciente. El haz se focaliza en el tumor, que recibe una alta dosis de radiación, mientras que los tejidos de su alrededor reciben una menor exposición. El uso de este tipo de terapia tiene menores efectos colaterales y, a la vez, permite reducir el número de sesiones: entre 1 y 8.

El equipo TrueBeam ofrece la posibilidad de realizar tratamientos en pacientes en los que antes se había descartado la indicación de la radioterapia, como son los pacientes con metástasis abdominales, tumores no resecables en el hígado (primarios y metástasis), el cáncer de páncreas y los tumores pulmonares primarios o metastásicos en los que también se ha descartado la cirugía

Como ya se ha comentado, esta instalación requiere una infraestructura, además de la compra del equipo, que tiene un coste no inferior a 2 millones de euros. Una inyección significativa de recursos iniciales está destinada a este conjunto, que la compañía recuperará gradualmente con los ingresos derivados de los tratamientos. Por otro lado, el esfuerzo inicial también estará dedicado a la formación del personal cualificado para el uso óptimo del acelerador.

### Área de Smart/Big Data

Atrys Health incorpora esta división con la adquisición integra de Real Life Data, a principios del ejercicio 2019. Se trata de una línea de negocio que aprovecha la acumulación de datos para desarrollar y conocer en profundidad la evolución y la dimensión de las patologías, los diagnósticos y tratamientos. Este conocimiento puede ser aprovechado por distintos *players* del sector sanitario, aunque hasta la fecha el principal cliente de esta división es el sector farmacéutico.

Su modelo de negocio es el más diferenciado del resto de actividades que ha estado realizando la compañía hasta la fecha. Tanto desde el punto de vista de activos a desarrollar, como el tipo de segmento de mercado al que se dirige.

En este caso, sus clientes son a la vez sus usuarios directos y el valor añadido de este servicio es la mejora de las actividades que puedan realizarse en el sector sanitario. También incrementar la eficacia de los productos para su salida al mercado. Otras divisiones de Atrys Health también podrían servirse con la implementación de estos sistemas, si hay una voluntad y un esfuerzo de integrar las operaciones de Real Life Data sobretodo en las divisiones de Diagnóstico y Telemedicina.

### Activos clave de Smart/Big Data

Real Life Data cuenta con una amplia base de datos científicos y tecnología desarrollada para el uso de esta información, para que pueda traducirse posteriormente en resultados científicos. Esta actividad solo puede ejecutarse con un equipo de profesionales expertos en materia de minería de datos e inteligencia artificial, como por ejemplo *machine learning*.

La explotación comercial de estos activos permite a la división de Smart/Big Data unos amplios márgenes sobre ventas, muy distintos al resto de actividades de Atrys. Solo comparables a grandes rasgos con la Telemedicina. Aunque en este último caso, depende en una mayor proporción sobre el capital humano, por encima de los intangibles.

A largo plazo, la compañía deberá seguir invirtiendo en el desarrollo de su *know how* para su explotación. Teniendo en cuenta que una de las principales amenazas es que algunos de sus servicios podrán ser desarrollado por sus propios clientes *in-house*. Por otro lado, el desarrollo de dispositivos y aplicaciones móviles, así como la ampliación de servicios en plataformas *cloud*, podría implicar la obtención de bibliotecas mucho más amplias de datos. Esto podría comprometer los activos intangibles más importantes de esta área.

## Adquisiciones de Atrys Health

Entre el año 2018 y 2019 Atrys Health ha sumado cinco adquisiciones estratégicas de negocios del sector de la medicina. Esto lo ha llevado a formar el grupo que es ahora. Según nuestra opinión, la compañía busca el crecimiento a largo plazo mediante el crecimiento inorgánico. La lógica de esta estrategia es debido a dos factores clave:

**Barreras de entrada.** Sobre todo los mercados dónde se desarrollan las actividades de investigación y diagnóstico, telemedicina y radioterapia cuentan con altas barreras de entrada. La existencia de contratos a largo plazo entre laboratorios y clientes (hospitales) es lo que dificulta la entrada de nuevos competidores, como Atrys que aún sigue siendo un *player* pequeño.

**Capacidad financiera.** Atrys tiene una gama de instrumentos financieros para cubrir las adquisiciones propuestas hasta la fecha. Dado su carácter de empresa cotizada, puede usar su cotización como moneda de cambio. Además de usar la emisión de deudas en los mercados de renta fija, aprovechando el contexto de bajos tipos de interés. Si el negocio de las compañías tiene la capacidad de generar el suficiente crecimiento, el coste de esta financiación será subsanado.

Dado que las adquisiciones se han sucedido en distintos períodos, además de corresponder en distintos segmentos de negocio, hacemos una lista cronológica con una breve descripción de cada una de las compañías y de sus datos financieros fundamentales.

Adquisiciones Datos 2018 - Miles de euros	Área	Ingresos	EBITDA
<b>International Telemedicina Hospital (ITH)</b>	Telemedicina	458 €	200 €
<b>Llebalust</b>	Diagnóstico	3.800 €	920 €
<b>Real Life Data</b>	Data	2.000 €	1.400 €
<b>Teleradiología de Colombia (TRC)</b>	Telemedicina	2.200 € (2019E)	500 € (2019E)
<b>I Institut Médic d'Onco-Radioterapia (IMOR)</b>	Radioterapia	4.040 €	1.670 €

Fuente: Hecho Relevantes de la compañía

## International Telemedicine Hospital (ITH)

El 10 de mayo de 2018 Atrys anunció la firma de una oferta vinculante para la adquisición de International Telemedicine Hospital S.L. y fue confirmada el 27 de julio del mismo año. Se trata del mayor operador de telecardiología español, con sede en Zaragoza, y gestionada por los doctores Nicolás Achkar Tuglaman y Don Gonzalo de Müller.

ITH está especializada en servicios de telecardiología, prestando servicios de lectura de ECG, Holter, MAPA y monitorización de enfermos cardíacos. Un 80% de sus pruebas se realizan a distancia.

En 2017 ITH cerró el ejercicio con una cifra de negocio de 458 mil euros y Atrys esperaba sinergias en términos de EBITDA de unos 200 mil euros. La adquisición se realizó mediante una combinación de *equity* y efectivo. El precio de la transacción "Equity Value" fue 575 mil euros. Además de un *earn-out* máximo de 447 mil euros, aplazado en dos años.

Aunque el hecho relevante remitido al regulador no informó de datos de volumen de facturación, sí indicaba que la combinación de ambas compañías permitirá alcanzar los 15 mil electrocardiogramas de volumen mensual. Derivado de esta adquisición, el incremento de los ingresos de Telemedicina en el primer semestre de 2019 aumentó un 26%, en comparación con el mismo período del año anterior.

## Llebalust

Atrys Health anunció la compra de Llebalust el 19 de octubre de 2018. En esta ocasión, la compañía ampliaba su segmento *core* con la compra de uno de los principales operadores independientes de anatomía patológica en España. Con esta operación incorporó una cifra de negocio de aproximadamente 3,8 millones de euros y 920 mil euros de EBITDA.

Llebalust es un grupo que presta servicios médicos con 27 años de historia y liderado por el Doctor Carles Llebaría, fundador del grupo. Tras la compra se incorporó al equipo de Atrys como vicepresidente de patología.

La adquisición se realizó mediante una combinación de *equity* y efectivo. Según el hecho relevante del grupo, supuso la emisión de 1.000.000 acciones a un precio de 2,8 euros. Además, se estableció un *earn-out* aplazado por un total de 314 mil euros.

La cifra de negocio de la unidad de Diagnóstico aumentó hasta 3,5 millones de euros en el primer semestre de 2019, en comparación con 1,11 millones de euros registrados a 30 de junio de 2018. Representando un 58% del total de los ingresos del grupo.

### Real Life Data

El 10 de junio de 2019 Atrys Health anunció la compra de Real Life Data. Con ello, la compañía se introdujo en el nicho tecnológico, aplicado en el sector salud. Con esta adquisición la compañía incorporó una empresa que facturó en 2018 un volumen de negocio de 2 millones de euros y 1,4 millones de euros de EBITDA.

Real Life Data fue fundada por José Luis Enríquez y está especializada en Smart/Big Data y servicios de información de la salud. Basa su actividad en la explotación de su base de datos BigPac, la base de datos de registros electrónicos de salud más importante en España. A partir de estos datos la compañía desarrolla informes, análisis y consultoría de alto valor estratégico para sus clientes. Principalmente del sector farmacéutico.

La adquisición se realizó mediante una combinación de *equity* y efectivo. Según el estado de flujos de efectivo del primer semestre, Atrys desembolsó 5,75 millones de euros, además de emitir 1.011.842 acciones. También estableció un *earn-out* aplazado por un total de 2,5 millones de euros.

### Teleradiología de Colombia Diagnóstico Digital Especializado

Esta adquisición se caracteriza por ser la primera incursión de Atrys Health fuera de España. El 24 de septiembre de 2019 anunció la adquisición del 100% del capital del grupo colombiano. Con esta operación corporativa aumenta el *pool* de especialistas en radiología, ubicados geográficamente en Latinoamérica. Para el ejercicio 2019 se espera que la compañía facture 2,2 millones de euros y 0,5 de EBITDA.

Fundada por los doctores Ricardo Baquero Trujillo y José Hernando Morales Gómez, TRC cuenta con una sólida cartera de clientes, compuesta principalmente por grupos sanitarios privados, grupos empresariales y cajas de compensación de Colombia.

La adquisición se ejecutó mediante una combinación de *equity* y efectivo. Según el hecho relevante, supone la emisión de 406.495 acciones nuevas.

### Institut Mèdic d'Onco-Radioterapia (IMOR)

Primera adquisición corporativa de la división de radioterapia. Anteriormente, la compañía había invertido en esta división mediante la asociación con el Grupo Recoletas y la futura puesta en marcha de un centro de radioterapia en el grupo CIMA.

IMOR cuenta con dos sedes en Barcelona equipadas con dos aceleradores lineales de Varian Medical Systems, una unidad de braquiterapia de alta tasa de dosis, una unidad de braquiterapia de baja tasa de dosis, TAC de simulación, sala de implantes para intervenciones de radioterapia, hospital de día y aula polivalente.

En 2018, IMOR facturó 4,04 millones de euros y su EBITDA sumó 1,67 millones de euros.

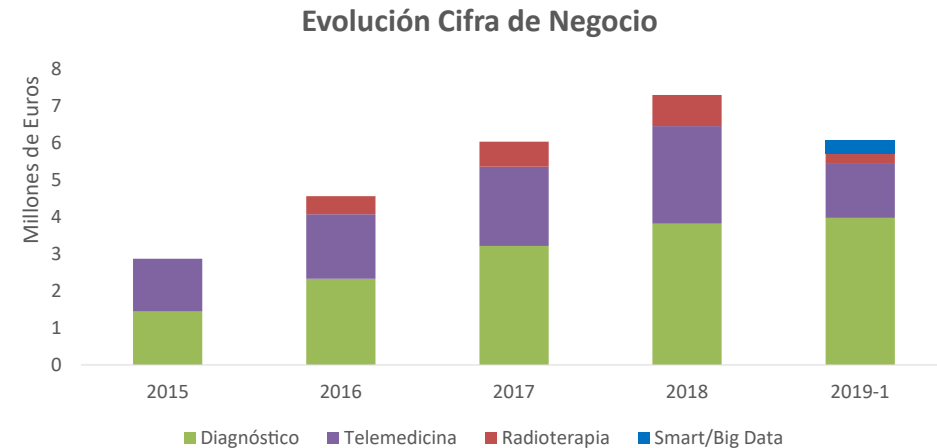
El precio de la transacción "Equity Value" por el 100% de las participaciones de IMOR contempla el pago de un precio fijo, que se realizará mediante una combinación de efectivo, financiado inicialmente con la caja en balance de Atrys, la ampliación de capital de 5 millones de euros. Y un pago en acciones que supondrá la emisión de 1.111.429 acciones nuevas.

## Análisis Financiero

### Análisis de la cuenta de Pérdidas y Ganancias

#### Ventas

La facturación de Atrys Health es la suma de los ingresos de las divisiones de Diagnóstico, Telemedicina, Radioterapia y Smart/Big Data. En 2018 esta cifra fue de 7,3 millones de euros, equivalente a un incremento de un 20,86% respecto el año anterior y correspondiente a una Tasa de Crecimiento Anual Compuesto (TCAC) de un 17% desde 2015. En el primer semestre de 2019 este importe alcanzó los 6,1 millones de euros.



Desde el punto de vista orgánico, entre el año 2015 y el 2018 el aumento de las ventas fue debido a la incorporación de nuevas cuentas, el incremento del número de pruebas y la emisión de informes, en las distintas áreas. Además de la puesta en pleno rendimiento del acelerador en Valladolid.

Por negocio, el área de **Diagnóstico**, que incluye también la facturación por Investigación y Desarrollo, es la que aporta la principal fuente de ingresos. Este segmento representó un 65,4% de los ingresos sobre el total del primer semestre de 2019. Esta cifra ya incorporaba las cuentas de los laboratorios Llebalust, adquiridos en el año anterior.

La división de **Telemedicina (o Telediagnosis)** es la segunda por dimensión, con un 24% del total de la cifra de negocio en la primera mitad de 2019, equivalente a 1,46 millones de euros. Esta división se ha nutrido de adquisiciones, empezando con la compra de eDiagnostic en 2015, International Telemedicine Hospital (ITH) en 2018 y Teleradiología de Colombia (TRC) en el segundo semestre del año, con ventas que aún no se reflejan en las cuentas.

Las ventas en el área de **Radioterapia** representan una pequeña parte sobre el total - un 7,4% en el primer semestre de 2019 - y se han nutrido hasta la fecha de las actividades realizadas por la compañía en el Hospital Recoletas Campo Grande de Valladolid y en colaboración con el Grupo Recoletas. Mientras que la estrategia inmediata de la compañía es poner en marcha un nuevo Centro de Radioterapia en las instalaciones de Sanitas CIMA de Barcelona, en el segundo semestre de este mismo ejercicio también anunció la compra del grupo oncológico IMOR.

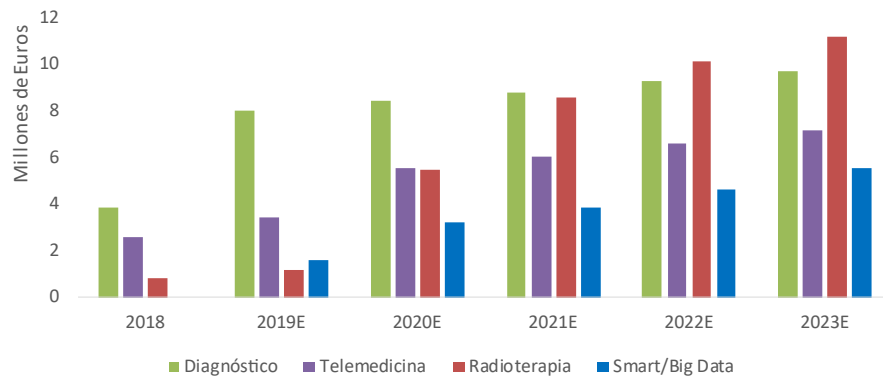
Finalmente, la división **Smart/Big Data** cerró con una facturación de 366.684 euros en el primer semestre de 2019, un 6% sobre el total. Todo ello procedente de la adquisición de Real Life Data. Se estima que la cifra de este segmento alcance los 1,6 millones de euros, a finales de año.

**Catalizadores del crecimiento**

Para el ejercicio 2019E se estima que el nuevo Grupo Atrys aumente un 59% su cifra de negocio hasta los 14,24 millones de euros, derivado de una combinación del crecimiento orgánico (principalmente Telemedicina y Diagnóstico) y la aportación de 6,63 millones de euros de las adquisiciones realizadas durante los años 2018 y 2019.

Según las previsiones, estimamos para el ejercicio 2022E una tasa de crecimiento anual compuesto (TCAC) para la cifra de negocio de un 35,71%. La división de Radioterapia tomaría el protagonismo con 11,15 millones de euros, en sustitución a las actividades de Telemedicina, que se habían contemplado como el mayor segmento en el anterior análisis.

**Estimación Crecimiento Cifra de Negocio**



Fuente: Elaboración Propia

Radioterapia representaría un 33% sobre el total de ingresos. Aunque esta proporción de ingresos estaría condicionado a diversos factores. En primer lugar, la adquisición de IMOR y su integración, pues se trata el primer catalizador de este crecimiento. Esta operación corporativa no estaba contemplada en el primer análisis, pues aún no había sido anunciada, ni propuesta en la estrategia de la compañía.

El crecimiento de Atrys también está condicionado por la inversión en un nuevo acelerador TrueBeam y su puesta en funcionamiento en el centro hospitalario de Sanitas CIMA, en Barcelona. El impacto de los nuevos tratamientos, sumados a las actividades de IMOR y al acelerador del grupo Recoletas actualmente en servicio, resultaría en un crecimiento anual promedio de un 67,53%.

**Período 2018 - 2023E**

<b>Crecimiento Estimado Área de Diagnóstico</b>	2,52x
<b>Crecimiento Estimado Área de Telemedicina</b>	2,76x
<b>Crecimiento Estimado Área de Radioterapia</b>	13.20x
<b>Crecimiento Estimado Área de Data</b>	2,66x

Fuente: Elaboración propia

La adquisición integración de ITH, seguida por la adquisición de Teleradiología de Colombia, son factores determinantes para el aumento de un 22,47% promedio anual del área de Telemedicina, en los próximos cinco años. A ello se sumaría el incremento de centros a los que abastecer con las especialidades de diagnóstico, principalmente de telemedicina y telecardiología. En 2023 estaría previsto una facturación total de 7,16 millones de euros.

El *core business* de servicios de diagnóstico de Atrys incrementaría un promedio anual de un 20,37%. Aunque representaría un aumento más pausado, en comparación con otras actividades, mantendría su hegemonía como la segunda división del grupo. Dada la experiencia de la compañía y su recorrido, esta división se garantiza de clientes recurrentes que requieren de servicios específicos. Además de recibir un fuerte impulso mediante la compra de Llebalust.

La evolución de la división de Smart/Big Data sería menor. De 1,7 millones de euros previstos en 2019, finalizaría el año 2023 en 5,53 millones de euros. Equivalente a un crecimiento anual promedio de un 22%. En la estrategia de la compañía, no hay prevista ninguna adquisición, ni operación corporativa en esta división.

## Estimación de Cuenta de Pérdidas y Ganancias

A partir de la información suministrada por la compañía y las tendencias de mercado, estas son las estimaciones de ingresos y resultados calculados para los periodos futuros hasta el ejercicio 2023:

P&L - Cifras en euros	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
<b>INGRESOS</b>	7.294.143	14.243.072	22.651.974	27.279.247	30.617.889	33.573.306
<b>Δ Cifra de Negocios</b>	20,86%	95,27%	59,04%	20,43%	12,24%	9,65%
<b>Trabajos realizados para su activo</b>	2.012.954	1.912.954	1.900.000	1.900.000	1.900.000	1.500.000
<b>Aprovisionamientos</b>	-2.434.731	-4.350.100	-6.130.309	-6.703.506	-7.257.120	-7.189.451
<b>Margen Bruto</b>	4.859.412	9.892.972	16.521.665	20.575.741	23.360.770	26.383.856
<b>Margen Bruto s/Cifra de Negocios</b>	66,62%	69,46%	72,94%	75,43%	76,30%	78,59%
<b>EBITDA</b>	2.047.482	4.236.518	8.293.317	11.112.051	13.294.965	15.329.540
<b>EBITDA / Cifra de Negocios</b>	28,07%	29,74%	36,61%	40,73%	43,42%	45,66%
<b>EBIT</b>	769.958	2.442.681	5.219.035	6.428.690	8.125.727	8.898.569
<b>EBIT / Cifra de Negocios</b>	10,56%	17,15%	23,04%	23,57%	26,54%	26,50%
<b>EBT</b>	63.637	1.441.686	3.828.715	5.070.859	6.809.056	7.631.017
<b>EBT / Cifra de Negocios</b>	0,87%	10,12%	16,90%	18,59%	22,24%	22,73%
<b>RESULTADO NETO</b>	11.986	1.108.202	2.980.316	3.929.040	5.251.518	5.888.700
<b>Resultado neto / Cifra de Negocios</b>	0,16%	7,78%	13,16%	14,40%	17,15%	17,54%

## Estructura de costes

Cada división de Atrys Health requiere de unos recursos determinados y estos se gastan en mayor o menor cantidad en función de su actividad, mientras que existen costes compartidos en todo el grupo como son los que requieren las funciones administrativas. Los gastos se reparten según:

### Área Diagnóstico

Esta actividad requiere de equipos especializados de laboratorio, además de la infraestructura dónde trabajar con ellos. Atrys debe destinar una inversión inicial para la composición de un laboratorio y la adquisición de sus equipos, mientras que los gastos operativos se dirigen al personal cualificado y al mantenimiento de la infraestructura.

### Área Telemedicina

La inversión inicial está dedicada al desarrollo de una plataforma tecnológica para la transmisión y la recepción de datos para la ejecución de diagnósticos. Para esta actividad, el coste de los profesionales subcontratados (principalmente radiólogos y cardiólogos) y el mantenimiento de la plataforma tecnológica, son los principales gastos operativos.

### Área Radioterapia

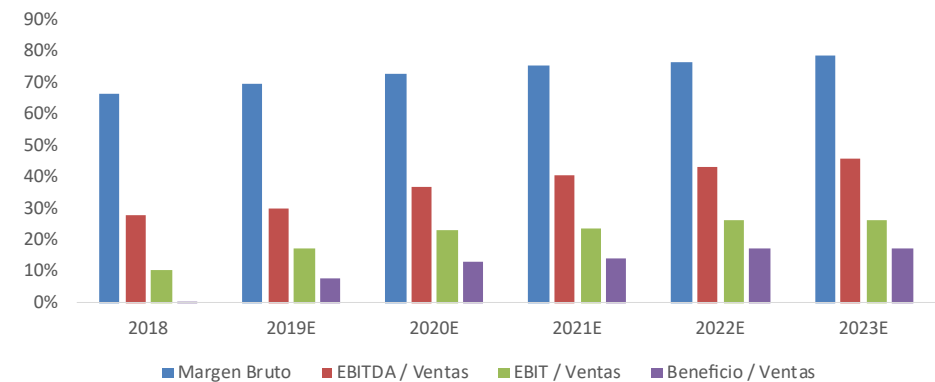
Es el área que necesita una mayor inversión inicial, que está dedicada a la compra de aceleradores TrueBeam, la infraestructura y sus equipamientos accesorios correspondientes, además de cubrir las necesidades legales y administrativas de su puesta en marcha. Además, a nivel operativo, la compañía incurre en gastos para la estructura de personal altamente cualificada y el mantenimiento del equipo especializado.

### Área de Big/Smart Data

Al tratarse de un modelo, dónde la creación de valor se deriva del *know how* acumulado y del número de horas dedicadas de sus profesionales, la estructura de costes se dedica principalmente al gasto de personal. Además del mantenimiento de las infraestructuras, aunque en una menor proporción.

A nivel operativo, en el ejercicio 2019E el incremento de las ventas, sin tener en cuenta los trabajos para el activo, estaría compensado por una mejora en los gastos corrientes. La incorporación del volumen de las empresas adquiridas, añadiendo una mayor cartera de clientes, permitiría una mejora gradual del margen bruto: de un 66,6% en 2018 a un 78,6% sobre ventas en el período 2023E.

### Márgenes sobre Ventas



Fuente: Elaboración Propia

En total, los costes fijos de la compañía están formados por los gastos de administración, mantenimiento de equipos e infraestructura. En 2018 la suma de estos costes fue 5,2 millones de euros y como resultado el EBITDA del ejercicio alcanzó 2 millones de euros. Un 28,07% respecto la cifra de negocio.

A lo largo de los próximos años, se estima que el EBITDA mejore significativamente, gracias a un incremento de la participación del negocio de Radioterapia sobre el total, seguido por la Telemedicina. Según la evolución estimada de estas áreas de negocio, el EBITDA estimado para 2023E sería 15,33 millones de euros, un 46% sobre la cifra de negocio.

## Inversión en Capex

Atrys Health está destinando una proporción elevada de sus recursos financieros al crecimiento no orgánico a corto plazo, con el objetivo de ganar posiciones en términos de volumen y de cartera de clientes. Para el ejercicio 2019E se estima que la mayor partida de gasto, en términos de *capex*, será destinada al pago de las adquisiciones corporativas.

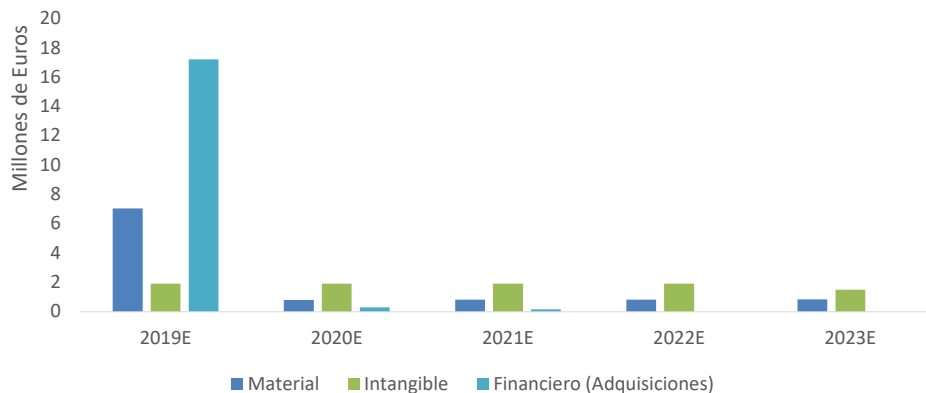
En 2019E el *capex* financiero dirigido a adquisiciones podría alcanzar un 65% del gasto en efectivo total. Hay que tener en cuenta que una pequeña parte del precio de compra de las adquisiciones se distribuye a lo largo de los siguientes años a través de variables, también denominados *earn outs*. Por otro lado, la compañía paga por la compra mediante efectivo, pero también en acciones. Esta parte no afecta en el flujo de efectivo, pero si en su valoración, mediante el efecto dilución del número de acciones negociadas de la compañía.

Los gastos en Investigación y Desarrollo (I+D) están directamente relacionados con la evolución del modelo de negocio y el mantenimiento de su principal ventaja competitiva. Por esta razón, entre el 2019E y el 2023E se seguirán realizando el mismo nivel de aportaciones.

Según las estimaciones hechas en el presente análisis, la compañía debería invertir alrededor de 37,1 millones de euros en los próximos 5 años. Siendo el ejercicio 2018 y el 2019E los años en los que incurre en un mayor desembolso.

Para financiar esta inversión, Atrys está haciendo uso de un *mix* procedente de una sucesión de ampliaciones de capital y nueva caja generada con la evolución positiva del negocio, sobre todo a partir del ejercicio 2020E.

### Distribución del Capex Estimado



Fuente: *Elaboración Propia*

A las inversiones para el próximo ejercicio se le suma la compra de inmovilizado, en particular equipos para la planta de radiología de Sanitas CIMA y la puesta a punto de la infraestructura, por encima de los 6 millones de euros. A partir de 2020E, la previsión es que esta partida disminuya y los gastos corresponderían al mantenimiento de los equipos existentes, además de la sustitución de otro material de menor coste.



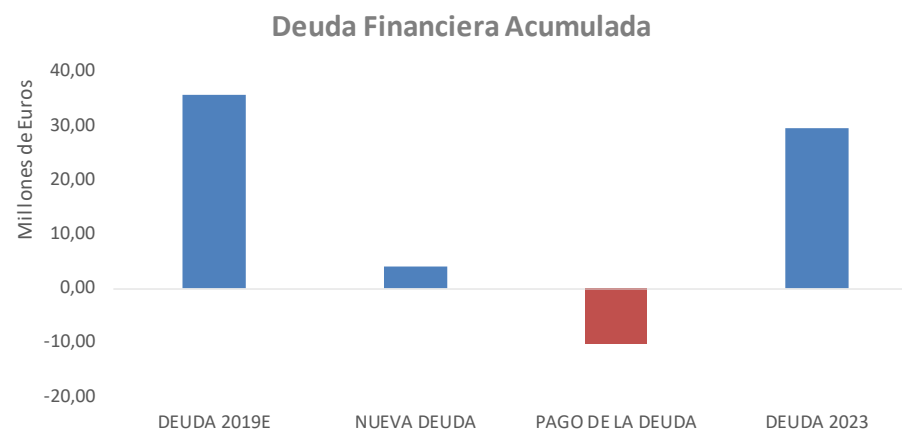
## Evolución de la deuda

Atrys Health se incorporó al Mercado Alternativo Bursátil mediante una Oferta de Suscripción de Acciones que le permitió sumar 4,5 millones de euros a sus recursos propios. A esta operación, la compañía puso en marcha distintas ampliaciones entre inversores institucionales y accionistas minoristas, que le permitió inyectar un total de 15,4 millones de euros más a su patrimonio hasta el ejercicio 2018. El 23 de octubre de 2019 la compañía publicó mediante un hecho relevante una nueva ampliación de capital por un total de 5 millones de euros.

Estos recursos proporcionan a Atrys Health el crecimiento orgánico de su *core business*, además de facilitarle el camino en la ejecución de distintas operaciones corporativas, sin recurrir a un incremento significativo de su deuda.

A 30 de junio de 2019 Atrys Health acumulaba 20,7 millones de euros de deuda financiera. A este pasivo se sumó un programa de emisión de bonos al Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF), por un máximo de 25 millones de euros. De ellos, la compañía ya emitió 10 millones, y está previsto sumar 5 millones de euros más en lo que queda de año.

En Millones de Euros	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
<b>Deuda Financiera</b>	18,26	35,70	34,59	32,84	31,23	29,48
<b>Deuda Financiera Neta (DFN)</b>	5,83	25,27	22,83	17,21	9,32	-0,72
<b>EBITDA</b>	2,05	4,24	8,29	11,11	13,29	15,33
<b>Recursos Propios</b>	26,44	30,74	33,72	37,65	42,90	48,79
<b>DFN / EBITDA</b>	2,85	5,96	2,75	1,55	0,70	-0,05
<b>Deuda / Recursos Propios</b>	0,69	1,16	1,03	0,87	0,73	0,60



Fuente: Elaboración Propia

Aunque la compañía contempla emitir hasta 25 millones de euros dentro de su programa de emisión de bonos, en el análisis se contemplan 15 millones de euros. Este es el rango previsto que cubriría las necesidades de efectivo para la adquisición de las distintas empresas y de capital circulante.

Dadas las necesidades de recursos financieros del grupo, su endeudamiento máximo estaría entre los años 2020 y 2021. La puesta en marcha del centro de Sanitas CIMA, junto a la evolución de la división de radioterapia, será clave para la inyección de efectivo y la disminución de los pasivos financieros del grupo.

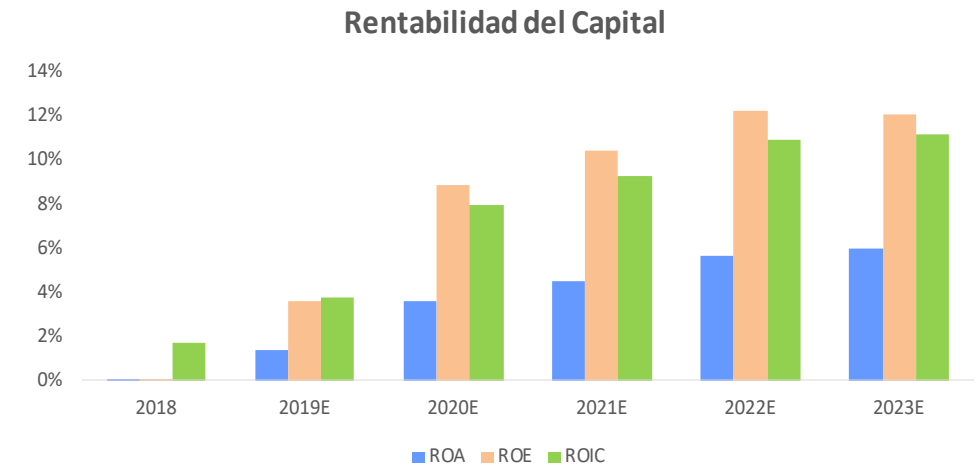
\* En la estimación de la evolución de la deuda no se tienen en cuenta otras posibles ampliaciones de capital, a excepción de las anunciadas hasta la fecha, que por motivos estratégicos o corporativos acordase la compañía. Tampoco se ha tenido en cuenta una posible emisión de bonos por el total restante de 10 de millones de euros.

## Rentabilidad del Capital

La rentabilidad del patrimonio de la compañía (ROE) sumaría un 3,6% en el período 2019E siguiendo una evolución positiva hasta el 12,07% en 2023E. La rentabilidad de los activos del grupo (ROA) sería inferior, teniendo en cuenta el importante impacto que en este ratio tendrán los activos intangibles provenientes de actividades de I+D y los fondos de comercio resultantes de las adquisiciones. En el año 2019E, la rentabilidad por activos estaría alrededor de un 1,4%, siguiendo un incremento gradual a lo largo de los próximos cinco años. Atrys Health cerraría el año 2023E con una rentabilidad de los activos de un 5,95%.

Como resultado del análisis, la rentabilidad de las inversiones (ROIC), teniendo en cuenta activos tangibles e intangibles, sería un 3,8% en el año 2019E. Con el paso de distintos ejercicios, como sucede con el ROE, esta aumentaría con creces. Mientras que en 2019E la inversión en esta compañía queda por debajo de los costes de financiación, ya en 2021E se quedaría en un 9,26%.

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
<b>ROA</b>	0,02%	1,40%	3,60%	4,54%	5,68%	5,95%
<b>ROE</b>	0,05%	3,60%	8,84%	10,44%	12,24%	12,07%
<b>ROIC</b>	1,74%	3,80%	7,91%	9,26%	10,94%	11,18%



Fuente: Elaboración propia

En comparación con el primer análisis de cobertura de Atrys Health, la previsión de rendimientos de la compañía es menor. Esta disminución es debida a la evolución de su negocio y la sucesión de distintos acontecimientos, que han transformado el balance de situación de la compañía.

La adquisición de nuevas compañías, el precio de compra y el apalancamiento financiero del grupo son algunas de las variables que han cambiado significativamente, en comparación con las previsiones del año anterior. El impacto de estos cambios se ha trasladado a los ratios de rendimientos y en su denominador: por el aumento de los activos y las inversiones realizadas.

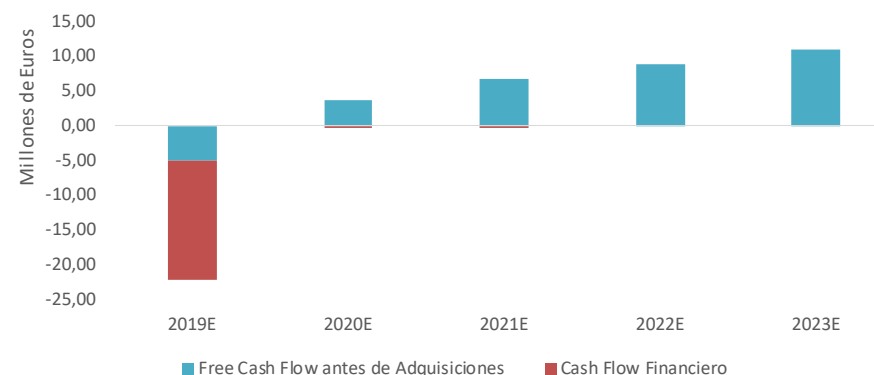
## Evolución del Cash Flow

En 2019E los *cash flows* de Atrys serían negativos, debido a las estimaciones de gastos de inversión en operaciones corporativas y en la puesta en marcha del nuevo acelerador en Sanitas CIMA. En este ejercicio la salida de caja ascenderá hasta los 21,72 millones, que estará cubierta por las ampliaciones de capital ya ejecutadas por la compañía y la emisión de bonos.

En 2020E el *free cash flow* de la compañía sería positivo, sumando 3,74 millones de euros. Seguida por un incremento hasta los 11,27 millones de euros en el año 2023E.

Hay que tener en cuenta que en los próximos años existe la posibilidad de la pérdida definitiva de las deducciones por I+D, generadas entre los ejercicios 2007 y 2012 y rechazadas por la Agencia Tributaria después de una inspección. Se está pendiente de la resolución del recurso presentado por la compañía ante la Audiencia Nacional, tal como se detalla en el apartado de factores de riesgo, En este caso, no estimamos un impacto significativo en los *cash flows*.

## Evolución del Free Cash Flow



Fuente: Elaboración Propia

Flujos de Caja a 5 Años en Euros	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
<b>Resultado explotación</b>	2.442.681	5.219.035	6.428.690	8.125.727	8.898.569
- Ajuste Subvenciones	17.141	-83.628	-72.072	-57.488	-31.553
- Impuestos s/ BAI, EBIT	0	-141.935	-162.476	-506.066	-893.583
<b>Net Operating Profit After Taxes</b>	2.459.822	4.993.471	6.194.143	7.562.173	7.973.432
+ Amortizaciones	-1.793.836	-3.074.282	-4.683.360	-5.169.238	-6.430.972
<b>Cash Flow Bruto</b>	4.253.658	8.067.754	10.877.503	12.731.411	14.404.404
- Incremento Inversiones (Capex)	-26.154.013	-3.000.000	-2.866.648	-2.721.000	-2.333.100
- Incremento necesidades de capital circulante (Working Capital)	178.909	-1.324.844	-1.106.693	-858.379	-797.704
<b>Free Cash Flow</b>	-21.721.446	3.742.909	6.904.162	9.152.032	11.273.600

## Valoración de Atrys Health

El precio objetivo de Atrys Health es el resultado de la **Valoración por Descuentos de Flujos de Caja** o *Discounted Cash Flows (DCF)*, también llamado "Método DCF".

El **Método DCF** permite a los analistas determinar el valor actual de la suma de los flujos de caja que generará la compañía, descontándolos según una tasa que refleja el coste de capital aportado. En empresas que aún no han alcanzado una fase de madurez es imprescindible el cumplimiento del Plan de Negocio en los próximos años. Ya que son fundamentales para definir como serán las cuentas a cinco años vista, dónde se estima la consolidación del negocio, y es en dónde se calcula el valor residual (o valor terminal) de la compañía. Esta cifra es la que determina la mayor proporción del precio objetivo calculado.

Según este método, el *equity value* de Atrys Health es 114,44 millones de euros. El precio objetivo equivalente es 4,45 euros por acción; ofreciendo un potencial de un 1,11% respecto la cotización de la compañía a fecha de la publicación del informe.

### Valor Promedio de Atrys Health

Número de Acciones **	25.723.797
<i>Equity Value</i>	114.439.259€
Valor Objetivo	4,45€ / Acción
Cotización Actual (25/11/2019)	4,40€ / Acción
Potencial de Revalorización	1,11%

\*Número de acciones diluidas teniendo en cuenta las ampliaciones de capital relacionadas con los pagos de las adquisiciones ejecutadas hasta la fecha.

Fecha Publicación	14/07/2018	25/11/2019
Método DCF	3,60€	4,45€
Precio de Mercado	3,18€	4,40€
Potencial Revalorización	13,32%	1,11%

La capitalización de Atrys Health ha aumentado progresivamente, desde su incorporación en el Mercado Alternativo Bursátil. En 2019 los rendimientos bursátiles de la compañía superan el 50%, llevando su capitalización bursátil hasta rozar los 100 millones de euros.

En la tabla está el precio de inicio de cobertura fijado por Mabilia, en 2018, y su actualización en el documento actual. Además de la comparación con los precios de mercado de la compañía.

## Valoración por descuento de flujos de caja (DCF)

A partir de las hipótesis desglosadas en los apartados anteriores, se ha aplicado el método de descuento de flujos de caja para la valoración de la empresa. Según este cálculo, el valor de Atrys Health alcanza los 114,44 millones de euros. Teniendo en cuenta un total de 25.723.797 acciones - que son la suma de los títulos cotizados y los que están previstos por emitir -, el precio objetivo de la acción se sitúa en los 4,45 euros, equivalente a un potencial de un 1,11% respecto el precio de mercado de la compañía al cierre del 25 de noviembre de 2019.

<b>Valor Objetivo</b>	<b>4,45€</b>
Cotización Actual	4,40€
Potencial de Revalorización	1,11%
Enterprise Value	124.808.030€
Equity Value	114.439.259€
Número de acciones	25.723.797

Flujos de caja a 5 años	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	Valor Residual
<b>Resultado de Explotación (BAII, EBIT)</b>	2.442.681	5.219.035	6.428.690	8.125.727	8.898.569	
<b>Ajuste Subvenciones</b>	17.141	-83.628	-72.072	-57.488	-31.553	
<b>Impuestos sobre beneficios</b>	0	-141.935	-162.476	-506.066	-893.583	
<b>NOPAT (Net Operating Profit After Taxes)</b>	2.459.822	4.993.471	6.194.143	7.562.173	7.973.432	
<b>Amortizaciones</b>	-1.793.836	-3.074.282	-4.683.360	-5.169.238	-6.430.972	
<b>Cash Flow Bruto</b>	4.253.658	8.067.754	10.877.503	12.731.411	14.404.404	
<b>Incremento Inversiones (Capex)</b>	-26.154.013	-3.000.000	-2.866.648	-2.721.000	-2.333.100	
<b>Incremento Capital Circulante (Working Capital)</b>	178.909	-1.324.844	-1.106.693	-858.379	-797.704	
<b>Free Cash Flow</b>	-21.721.446	3.742.909	6.904.162	9.152.032	11.273.600	
<b>Valor Actual FCF</b>	<b>-20.127.257</b>	<b>3.213.668</b>	<b>5.492.861</b>	<b>6.746.849</b>	<b>7.700.908</b>	<b>121.781.000</b>

## Variables del Cálculo

Para el cálculo de la suma del descuento de los flujos de efectivo (DCF) se han tenido en cuenta las siguientes variables relacionadas con el mercado, los costes y la proporción de los recursos propios y ajenos, la tasa de crecimiento, así como la tasa de descuento correspondiente.

## Variables del Método de Valoración

Coefficiente Beta	1.00
Coste de los Fondos (Ke)	10,18%
Tasa de Descuento (WACC)	7,92%
Tasa de Crecimiento (g%)	1,5%
Deuda Financiera Neta	10.368.771 €

### Growth rate to infinity (g)

		0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%
WACC	10,92%	52.413.771	55.687.127	59.290.441	63.276.250	67.708.871	72.667.898	78.253.021
	9,92%	62.300.450	66.433.294	71.029.432	76.171.395	81.962.551	88.534.128	96.055.280
	8,92%	74.507.182	79.840.595	85.847.372	92.663.628	100.464.814	109.481.035	120.020.126
	7,92%	89.917.380	96.989.809	105.084.184	114.439.259	125.374.437	138.326.972	153.911.843
	6,92%	109.925.346	119.635.343	130.985.391	144.429.334	160.605.481	180.440.938	205.335.755
	5,92%	136.867.748	150.826.624	167.622.356	188.217.557	214.065.903	247.471.039	292.314.150
	4,92%	174.981.229	196.372.900	223.220.869	257.917.868	304.495.179	370.314.968	470.406.144

### Growth rate to infinity (g)

		0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%
WACC	10,92%	2,04	2,16	2,30	2,46	2,63	2,82	3,04
	9,92%	2,42	2,58	2,76	2,96	3,19	3,44	3,73
	8,92%	2,90	3,10	3,34	3,60	3,91	4,26	4,67
	7,92%	3,50	3,77	4,09	4,45	4,87	5,38	5,98
	6,92%	4,27	4,65	5,09	5,61	6,24	7,01	7,98
	5,92%	5,32	5,86	6,52	7,32	8,32	9,62	11,36
	4,92%	6,80	7,63	8,68	10,03	11,84	14,40	18,29

## Principales Riesgos del Modelo

### Ejecución e integración de las adquisiciones corporativas propuestas

El plan de negocio de Atrys Health, sobre el que se basa el método de valoración del presente análisis, plantea un conjunto de adquisiciones y su posterior integración en el grupo. Para llevar a cabo estas operaciones, la compañía tiene previsto gastar su mayor proporción de recursos financieros, obtenidos a través de ampliaciones de capital y préstamos.

Del éxito de estas operaciones depende una proporción importante de la cifra de negocio estimada de los próximos años, así como su aportación a los beneficios totales estimados. En una situación hipotética en que la compañía retrasara la compra de una o más compañías, su integración, o en el caso excepcional que no se acabaran ejecutando, los flujos de efectivo y su valor residual se desviarían substancialmente de los publicados.

### Puesta en marcha y funcionamiento del segundo acelerador

El plan de negocio de Atrys Health, sobre el que se basa el método de valoración del presente análisis, contempla la inversión en un segundo acelerador y gestionado íntegramente por la compañía. Una proporción significativa del margen de beneficios de la compañía depende de la ejecución de este proyecto.

En el caso hipotético que la compañía se demorara en la ejecución de este proyecto, el presupuesto inicial incrementara o, en un caso excepcional, la imposibilidad de llevar adelante esta operación, los flujos de efectivo estimados y su valor residual se desviarían substancialmente de los estimados.

### Deducciones fiscales I+D y riesgo vinculado a la reclamación económica administrativa ante el Tribunal Económico Administrativo Central

Según ha identificado la compañía en el Documento de Incorporación al Mercado Alternativo y en sucesivas presentaciones de resultados, interpuso una reclamación económica-administrativa ante el Tribunal Económico-Administrativo Central como consecuencia de la minoración por la Administración tributaria del saldo de las deducciones pendientes de aplicación en un importe de 2.683.678 euros.

Estas deducciones fueron declaradas como consecuencia de inversiones en Investigación y Desarrollo realizadas por la misma en el área del cáncer, dirigidas principalmente a la identificación de patrones moleculares que permitan distinguir a los pacientes susceptibles de beneficiarse de un determinado tratamiento terapéutico.

En este sentido, la Unidad de Gestión de Grandes Empresas de la Delegación Especial de la AEAT de Madrid considera que las actividades desarrolladas por el obligado tributario no fueron debidamente justificadas, en el sentido que dispone el artículo 35 texto refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades. En caso de que se desestime la reclamación presentada, no correspondería sanción según las resoluciones previas de la AEAT. En el caso de que la sociedad no continuara la reclamación en el ámbito contencioso administrativo, no podría compensar las citadas deducciones en la declaración del Impuesto sobre Sociedades en periodos futuros, y procedería la cancelación del activo lo que podría tener impacto en sus reservas.

Al cierre del ejercicio 2018 el procedimiento de reclamación se encontraba pendiente de resolución, considerando que existían claros indicios de que se fallará en favor de Atrys. Sin embargo, siguiendo el criterio de prudencia, se reconoció una provisión de riesgos de 364.840 euros con el objetivo de cubrir cualquier incidencia que pudiera surgir en los informes periciales solicitados para cada proyecto.

### Incremento del número de acciones y efecto dilución

Para llevar a cabo su plan de expansión, Atrys ha ejecutado distintas ampliaciones de capital y, como resultado, ha incorporado nuevas acciones al mercado. A futuro, para llevar a cabo las operaciones corporativas, tiene contemplado el pago de una parte de su precio en la emisión de nuevas acciones.

Estas operaciones a mercado dependen del proceso de integración de las compañías. En el caso de que en un futuro se ejecuten, los accionistas antiguos podrían sufrir el efecto dilución del valor de su participación. Aunque, teniendo en cuenta las características de volumen de negociación del Mercado Alternativo, el período de corrección puede suponer un período superior al de otras bolsas.

### Capacidad de mantener el ritmo de crecimiento

Atrys Health es una compañía pequeña que se encuentra en plena fase de crecimiento. Esto se ha reflejado en los resultados de la compañía, que ha registrado un crecimiento gradual, a través de la incorporación de nuevos clientes a su cartera, así como el incremento del volumen de pruebas.

El valor estimado para la empresa toma como punto de partida esta evolución, además del crecimiento inorgánico correspondiente a la adquisición de distintas empresas del sector. Por esta razón, es imprescindible que Atrys mantenga un crecimiento sostenido de su negocio actual.

### Equipo directivo y personal clave

Debido a las características del modelo de negocio de Atrys, dónde el conocimiento es clave para componer y mantener su ventaja competitiva, el equipo directivo y sus profesionales son claves para su buena evolución.

El crecimiento sostenido a largo plazo depende en gran medida a la capacidad de las personas clave de la compañía y de su capacidad para atraer, formar, retener e incentivar al personal directivo, el equipo de laboratorio, los profesionales que componen las áreas de diagnóstico y radioterapia.

La pérdida de personal clave, o la incapacidad para encontrar personal cualificado, podrían afectar directamente al negocio de Atrys Health y a las cifras estimadas en el presente análisis.

### Necesidades de capital y sus costes

El negocio de Atrys requiere grandes cantidades de inversión para financiar el equipamiento tecnológico y la infraestructura para el desarrollo de su actividad fundamental. Además de sostener otros trabajos auxiliares, pero también indispensables, como el soporte informático, el equipo comercial o la administración.

En el caso hipotético que la compañía no consiga consolidar su plan de negocio proyectado, sería necesaria la financiación adicional, que podría traducirse en un mayor apalancamiento financiero o en la ejecución de otra ampliación de capital.

Si la dirección considerase nuevas opciones en el plan estratégico de la compañía, como la expansión, la inversión en nuevas infraestructuras o, incluso, la ejecución de otra operación corporativa, la empresa también requeriría una mayor inyección de recursos.

También están los costes de la financiación, cuyas posibles modificaciones en los próximos años están vinculadas a las condiciones de los préstamos concedidos a la compañía, las decisiones de los reguladores y la evolución de la economía nacional e internacional.

### Cambios en la normativa del sector

Atrys desarrolla su actividad en el sector sanitario, sometido a una elevada exigencia para garantizar calidad, seguridad, eficacia e información transparente sobre los medicamentos, productos sanitarios, terapias, y cualquier otra actividad relacionada. Las compañías del sector son supervisadas y controladas para verificar que los servicios o productos con los que operan se ajustan en todo momento al marco regulatorio.

Los cambios no previstos en la normativa del sector podrían impactar negativamente en la capacidad de la compañía de llevar a cabo los estudios necesarios para dar salida a sus productos y/o servicios al mercado, con el consiguiente impacto negativo en la situación financiera y económica del grupo.

### Dependencia de terceras partes

Atrys Health depende de distintos proveedores para abastecerse de los equipos tecnológicos, pruebas y procedimientos necesarios para desarrollar su actividad fundamental, como parte de la oferta de su catálogo de productos.

En el área de Diagnóstico la compañía depende de distintos partners para la ejecución de pruebas de diagnóstico, así como también de proveedores de equipos. En el área de radioterapia hay una dependencia directa de Varian como proveedor del acelerador de dosis única. Además de ofrecer el producto, Atrys depende de su asistencia y el nivel de innovación de esta compañía para ofrecer también su servicio.



## Perfil de Atrys Health

### Historia

Atrys Health es una empresa del sector sanitario que presta servicios a hospitales, clínicas y otros centros médicos, a través de tres áreas distintas. Su modelo de negocio se diversifica en servicios diagnósticos, telemedicina y tratamiento de radioterapia oncológica de Dosis Única guiada por imagen.

La compañía se fundó en 2007, por un equipo de médicos liderados por el Dr. Carlos Cerdón-Cardó, con la puesta en marcha de un laboratorio en Barcelona y desde el que se ofrecía un catálogo de servicios de diagnóstico. Su actividad comercial empezó en 2008, enfocada principalmente al sector privado, hasta que en 2010 la empresa consigue su primer contrato de servicios públicos.

En 2011 Atrys abrió un nuevo laboratorio en el Parque Tecnológico de Ciencias de la Salud de Granada. Este mismo año puso en marcha proyectos de Investigación y Desarrollo, en colaboración con distintas empresas como Indra. A estas actividades le siguieron la expansión internacional y la actividad de servicios clínicos de I+D a empresas referentes del sector farmacéutico y biotecnológico, como Astrazeneca y Novartis.

También se asoció con Unilabs para la comercialización conjunta de servicios diagnósticos y en concreto de servicios de consultas de segunda opinión en el ámbito internacional. Siguiendo esta línea, en 2014 logró un acuerdo con Myriad Genetics para la comercialización de algunos de sus test en España y la realización del test Endopredict en el laboratorio de Atrys de Barcelona.

En 2015 consigue uno de sus grandes hitos, con la compra la empresa de telemedicina eDiagnostic. Con esta adquisición, Atrys diversifica sus líneas de actividad, además de ampliar la cartera de clientes y el volumen de negocio del grupo. La compra se materializa en 2016 y sirve como palanca de la incorporación de la compañía al Mercado Alternativo Bursátil (MAB), el 22 de julio del mismo año. El debut de la compañía en bolsa estuvo acompañado de una ampliación de capital por valor de 4,5 millones de euros.

También a lo largo del ejercicio 2016 Atrys puso en marcha una nueva línea de Radioterapia Oncológica de Dosis Única guiada por imagen (SD-IGRT) en el Hospital Recoletas Campo Grande de Valladolid y en colaboración con el Grupo Recoletas. Con este proyecto la compañía abre la tercera área de actividades de su modelo de negocio.

En 2017 la compañía presentó su nuevo plan estratégico, precedido por distintas ampliaciones de capital. Entre este ejercicio y el año 2018, Atrys consiguió una inyección de recursos propios por valor total de 13,17 millones de euros. Siguiendo con el plan publicado, durante el año 2018 adquirió las empresas International Telemedicine Hospital (ITH), en el campo de la telecardiología y los laboratorios de diagnóstico Llebalust. Aunque también descartó la compra de la compañía Telrads, anunciada a principios de este mismo ejercicio, y que habría supuesto el incremento de pruebas de teleradiología.

Aún en 2018, Atrys apostó por la inversión en la división de radioterapia con el anuncio de la firma de un contrato de colaboración con Sanitas, para la puesta en marcha de un nuevo Centro de Radioterapia Oncológica Avanzada en las instalaciones de Sanitas CIMA de Barcelona. Esta iniciativa supone una inversión inicial de 6 millones de euros y con vistas a empezar sus actividades en 2020.

Para hacer frente al programa de adquisiciones e inversión de nuevas actividades, en 2019 Atrys lanzó al Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) un programa de bonos por un máximo de 25 millones de euros. Con la emisión del primer tramo, un total de 10 millones de euros, la compañía cubrió la compra de Real Life Data. La primera incursión de la compañía en el segmento del Smart/Big Data.

Siguiendo con el programa de adquisiciones, en 2019 Atrys también anunció la compra de Teleradiología de Colombia Diagnóstico Digital Especializado (TRC) y el Institut Mèdic d'Onco-Radioterapia (IMOR). Mientras que la operación corporativa con TRC es la primera fuera del ámbito nacional, en este caso en Colombia, la compra de IMOR es la primera adquisición de la división de radioterapia.

## Accionariado

El capital social de Atrys está distribuido entre inversores particulares, equipo directivo, empresas y fondos especializados en el sector, después de distintas modificaciones del capital, previas y posteriores a la incorporación de la empresa al Mercado Alternativo Bursátil.

En el marco de la ampliación de capital dirigida a inversores institucionales, y ejecutada con fecha a 28 de diciembre, la Caja de Seguros Reunidos Compañía de Seguros y Reaseguros S.A. (Grupo Caser) tomó una participación mayoritaria, con un 15,51% sobre el capital social.

El Grupo Caser es una empresa aseguradora que opera en el mercado español y cuenta con más de 12.000 puntos de venta, a través de entidades financieras. En el ejercicio 2016 la cifra de negocio de la compañía fue de 1.123 millones de euros. Atrys no solo consiguió un accionista, sino también un socio fuerte que opera también el sector sanitario y que le puede acompañar en su período de crecimiento.

Otro accionista de referencia de la compañía es Inveready. A través de sus fondos, suma un 19,33% en el capital de la compañía.

Fundado por Josep Maria Echarri i Roger Piqué, Inveready es un grupo de inversión español focalizado en proyectos innovadores, en sus primeras etapas de vida, con potencial de crecimiento y necesidades de financiación de entre 0,5 y 4 millones de euros. Actualmente cuenta con 7 vehículos de inversión que participan en una cartera de más de 80 compañías, concentradas en el sector tecnológico y en el biotecnológico.

En los últimos años Inveready se ha convertido en un actor relevante en el escenario del Mercado Alternativo Bursátil. La transformación de Ibercom en MásMóvil, llegando a convertirse en el cuarto operador de telefonía nacional, figura como uno de los grandes éxitos de la sociedad. Además de esta cotizada, Inveready también participa en compañías del MAB como AB-Biotics, Agile Content o la propia Atrys Health.

Finalmente, el equipo directivo y los miembros del consejo de administración ostentan una participación significativa en el capital del grupo. De esta porción destacan Santiago de Torres, presidente de la compañía, con un 6,71%, la Consejera Delegada Isabel Lozano Fernández con un 2,22%, Carles Llebaría vicepresidente de patología con un 3,39% y Carlos Cordón Cardó, fundador y vicepresidente científico, con una inversión de un 2,29%.

## Equipo Directivo

### Santiago de Torres Sanahúja – Presidente de la Compañía

Licenciado en Medicina y Cirugía por la Universidad Autónoma de Barcelona, hizo la especialidad de Farmacología Clínica y ejerció como profesor en la misma universidad. Antes de desarrollar su carrera profesional en el sector público, ejerció de Jefe Clínico del Hospital del Mar de Barcelona. Entre el año 1985 y 1994 ocupó distintos cargos públicos: Director General del Plan Nacional sobre Drogas en el Ministerio de Sanidad, Subsecretario del Ministerio de Cultura, Subsecretario del Ministerio de Asuntos Sociales y Experto Destacado en la Secretaría General de la Comisión Europea. Asimismo fue Delegado en Madrid del Gobierno de la Generalitat de Catalunya.

En el sector privado desarrolló su carrera focalizada en el sector tecnológico, el sanitario y el de energías renovables. Fue Vicepresidente de Terra Lycos, Presidente de Eolia Tarraco, miembro del Consejo Asesor de Indra, promotor de la sociedad de Telemedicina eDiagnostic. Actualmente es el presidente del fondo de capital riesgo de biotecnología Inveready Biotech y, además, forma parte de diversos consejos asesores de compañías de los sectores de la salud, de las Tecnologías de la Información y la Comunicación (TIC) y de la consultoría. Asimismo es miembro de la Comisión Ejecutiva de la Asociación de Salud Digital.

### Isabel Lozano Fernández - Consejera Delegada

Licenciada en Derecho y Máster en Dirección de Marketing. Empezó su carrera profesional en la división de Auditoría de la firma Arthur Andersen. Durante cinco años ejerció de Directora Financiera del Grupo Zeltia y otros ocho años como Directora General de PharmaMar (filial de Zeltia).

### Carlo Greco - Vicepresidente de Desarrollo Clínico

Es un experimentado oncólogo radioterapeuta que cuenta con una amplia experiencia en la radioterapia single-dose image-guided intensity-modulated Radiotherapy (SD IGRT). Fue Presidente del Departamento de Radioterapia y Director de Radio-oncología de la Universidad de Pisa, Italia. En la actualidad es el Director de Investigación Clínica y Director de Radioterapia del Centro Champalimaud y un líder mundial en SD-IGRT.

### **Carles Llebaría - Vicepresidente de Patología**

Fundador de Llebalust Serveis, se incorpora en Atrys Health tras la adquisición de los laboratorios en 2018. Licenciado en Medicina y Cirugía por la Universitat de Barcelona (UB), con especialidad en anatomía patológica. Es médico adjunto al servicio de Patología del Hospital Clínic. Profesor de la cátedra de A.P. en la facultad de medicina de la UB.

### **José Luis Enríquez - Vicepresidente de Estrategia y Marketing**

Fundador de Real Life Data. Se incorpora en Atrys Health tras la adquisición de la compañía a principios de 2019. Licenciado en Farmacia y MBA. Fue director general de la multinacional francesa Cegedim para España y Latam. También es profesor en la escuela de negocios ESIC.

### **Ricardo Baquero Trujillo - Director Científico**

Fundador de Teleradiología de Colombia. Se incorpora en Atrys Health tras la adquisición de la compañía en el segundo semestre de 2019.

### **José Hernando Morales Gómez - Director de Innovación y**

#### **Mercado**

Fundador de Teleradiología de Colombia. Se incorpora en Atrys Health tras la adquisición de la compañía en el segundo semestre de 2019.

### **Jose María Huch Ginesta – Chief Financial Officer**

Licenciado en Administración de Empresa, MBA Cum Laude por el Instituto de Empresa (IE). Trabajó como auditor en PriceWaterHouse Coopers, fue responsable del departamento de análisis de GVC Gaesco, Director de inversiones en Catalana d'Iniciatives SCR, vicepresidente en BBVA Ventures y vicepresidente en Civeta Investments.

ACTIVO	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
<b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>	38.193.466	65.655.046	67.743.847	66.605.198	65.324.381	62.238.943
Fondo de comercio	8.157.312	29.295.887	29.295.887	29.295.887	29.295.887	29.295.887
Inmovilizado intangible	18.946.706	16.422.128	18.104.572	17.852.983	17.553.952	15.480.416
Inmovilizado material	2.648.422	9.946.239	10.212.996	9.479.753	8.746.510	8.013.268
Inversiones en empresas del grupo	88.823	132.718	132.718	132.718	132.718	132.718
Activos financieros no corrientes	2.668.481	3.664.812	3.664.812	3.664.812	3.664.812	3.664.812
Activos por impuesto diferido	5.683.721	6.193.262	6.332.863	6.179.045	5.930.502	5.651.843
<b>ACTIVO CORRIENTE</b>	15.499.654	13.266.837	15.064.889	19.987.166	27.055.821	36.813.432
Existencias	259.013	259.013	259.013	259.013	259.013	259.013
Deudores comerciales y otras cuentas a cob.	3.716.736	5.784.179	6.251.601	7.304.651	8.093.025	9.564.557
Activos por impuesto diferido	441.114	441.114	441.114	441.114	441.114	441.114
Activos financieros corrientes	1.319.770	958.912	958.912	958.912	958.912	958.912
Periodificaciones	0	16.867	16.867	16.867	16.867	16.867
Efectivo y otros activos líquidos equival.	9.763.021	5.806.752	7.137.383	11.006.609	17.286.890	25.572.970
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>53.693.120</b>	<b>78.921.883</b>	<b>82.808.736</b>	<b>86.592.363</b>	<b>92.380.202</b>	<b>99.052.375</b>
<b>PATRIMONIO Y PASIVO</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
<b>PATRIMONIO NETO</b>	26.443.008	30.741.680	33.721.995	37.651.036	42.902.553	48.791.253
<b>PASIVO NO CORRIENTE</b>	21.770.509	37.055.521	35.757.595	34.775.489	33.649.927	32.320.404
Provisiones a largo plazo	664.203	1.926.827	1.926.827	1.926.827	1.926.827	1.926.827
Deudas financieras y otros pasivos no corrientes	15.167.895	28.760.490	26.987.564	25.530.458	23.929.896	22.225.373
Subvenciones pendientes de traspasar	5.889.966	5.889.966	5.889.966	5.889.966	5.889.966	5.889.966
Pasivos por impuesto diferido	48.445	478.239	953.239	1.428.239	1.903.239	2.278.239
<b>PASIVO CORRIENTE</b>	5.479.603	11.124.682	13.329.146	14.165.839	15.827.721	17.940.719
Provisiones a corto plazo	405.955	1.455.318	1.455.318	1.455.318	1.455.318	1.455.318
Deudas financieras y otros pasivos corrientes	3.094.703	6.937.172	7.604.511	7.312.441	7.300.435	7.253.435
Acreedores Comerciales y Otras Cuentas a pagar	1.632.107	2.385.353	3.922.478	5.051.241	6.725.129	8.885.127
Subvenciones pendientes de traspasar	298.237	298.237	298.237	298.237	298.237	298.237
Periodificaciones a corto plazo	48.602	48.602	48.602	48.602	48.602	48.602
<b>TOTAL PATRIMONIO Y PASIVO</b>	<b>53.693.120</b>	<b>78.921.882</b>	<b>82.808.737</b>	<b>86.592.364</b>	<b>92.380.201</b>	<b>99.052.376</b>

Annexo. 2

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
<b>ROA</b>	1,40%	3,60%	4,54%	5,68%	5,95%
<b>ROE</b>	3,60%	8,84%	10,44%	12,24%	12,07%
<b>ROIC</b>	3,80%	7,91%	9,26%	10,94%	11,18%
<b>BPA</b>	0,04	0,12	0,15	0,20	0,23
<b>Ventas (en millones de euros)</b>	14,24	22,65	27,28	30,62	33,57
<b>DFN / EBITDA</b>	5,96	2,75	1,55	0,70	-0,05
<b>EV / EBITDA</b>	35,42	17,80	12,78	10,09	8,09
<b>EBITDA / Ventas</b>	0,30	0,37	0,41	0,43	0,46
<b>Beneficio Neto / Ventas</b>	0,17	0,23	0,24	0,27	0,27
<b>Deuda / Recursos Propios</b>	1,16	1,03	0,87	0,73	0,60
<b>Capex / Ventas (sin I+D)</b>	1,84	0,13	0,11	0,09	0,07

## Disclaimer

El presente informe, así como los datos, estimaciones, previsiones, opiniones y recomendaciones ha sido elaborado por Integra IMB Iuris Consultor, S.L. (en adelante Mabilia) división financiera del Grupo IMB y se facilita sólo a efectos informativos.

Ni el presente informe, ni ninguna parte del mismo puede ser: (1) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio incluidos los electrónicos (2) redistribuida en ningún modo forma o por cualquier medio, incluidos sistemas electrónicos, como sin limitar, webs, chats o redes sociales o (3) citada en cualquier modo, forma, publicación, medio o informe incluidos sistemas electrónicos, como sin limitar, webs, chats o redes sociales; sin permiso previo por escrito de Mabilia. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción y dar lugar a importantes responsabilidades del responsable.

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 la empresa analizada puede no ser adecuada para su planteamiento de inversión, por lo que deberá asesorarse oportunamente y de forma adaptada a su perfil de riesgo.

Este informe no proporciona asesoramiento financiero ni asesoramiento concreto a ningún inversor de forma personal. Ha sido preparado al margen de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo puedan recibir.

El contenido del presente informe ha sido elaborado por Mabilia, con la finalidad de proporcionar información general a la fecha de emisión del informe y puede estar sujeto a cambios sin previo aviso. Mabilia, no asume compromiso alguno de realizar o comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

El presente informe no es ninguna recomendación de inversión, ni constituye invitación de compra de valores, ni puede servir de soporte de ninguna operación, contrato, ampliación de capital, compromiso o decisión de ningún tipo.

El presente informe ha sido elaborado por encargo de Atrys Health, S.A. Refleja la opinión leal e imparcial de Mabilia con los destinatarios del mismo y recoge datos que se consideran fiables. Sin embargo, el hecho de que existan múltiples factores y variables de tipo económico, financiero, jurídico, político que afectan a la misma, que son por su propia naturaleza incontrolables e impredecibles y que el informe se elabora a partir de datos parcialmente suministrados por la empresa objeto del análisis y de fuentes sobre las que Mabilia no siempre tiene control y cuya verificación no

siempre es posible, hace que Mabilia no garantice la corrección de la información. En consecuencia, Mabilia no asume responsabilidad alguna por los daños y perjuicios derivados de errores y/o incorrecciones o de la inexactitud en la información y opiniones suministradas. Los destinatarios tomarán la información recibida por Mabilia como una opinión más con las limitaciones que le afectan.

Mabilia, 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 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. En determinadas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial.

Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos valores, 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.

A fecha de publicación del presente informe, Mabilia o cualquier Entidad integrante del Grupo IMB, así como sus respectivos administradores y directores, no tienen ninguna 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 y no han negociado con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena.

Mabilia o cualquier Entidad integrante del Grupo IMB, así como sus respectivos administradores, directores o empleados, pueden 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 con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable. Los empleados de Mabilia, 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.

Mabia, cualquier Entidad del Grupo IMB y sus respectivos administradores, directores o empleados, únicamente podrían llegar a ser responsables, previos los procedimientos oportunos, exclusivamente ante el primer destinatario legítimo inicial de este Informe de MABIA por reclamación, obligación, coste o gasto relacionados con este informe por un importe total que no supere el importe percibido por Mabilia sin IVA, excepto en el caso de que un tribunal dictamine con carácter firme que es el resultado principalmente de dolo o mala fe grave de Mabilia, cualquier Entidad del Grupo IMB o de sus respectivos administradores, directores o empleados.

En cualquier caso de reclamación de terceros el primer destinatario legítimo inicial de este informe indemnizará y exonerará de toda responsabilidad a Mabilia, cualquier Entidad del Grupo IMB y sus respectivos administradores, directores o empleados frente a reclamaciones de terceros, excepto en el caso de que un tribunal dictamine con carácter firme que es el resultado, principalmente, de la mala fe o mala conducta deliberada de Mabilia, cualquier Entidad del Grupo IMB y sus respectivos administradores, directores o empleados. El primer destinatario de este Informe de MABIA al recibir este informe acepta y asume la responsabilidad de usar el presente informe según las previsiones anteriores obligándose a indemnizar a Mabilia en caso contrario.

En definitiva, este documento es confidencial y en este sentido, el destinatario se compromete y obliga a utilizar este documento única y exclusivamente para su uso y con carácter confidencial según todo lo anteriormente expuestos.

## SOBRE MABIA

Mabilia es la división financiera de IMB Grup especializada en el Asesoramiento y Análisis del Mercado Alternativo Bursátil. Hoy en día es uno de los referentes de información y análisis del Mercado Alternativo. Provee entre otros, a Bolsas y Mercados Españoles (BME), a la Asociación de Empresas del MAB (AEMAB) y a Inversores, de información y análisis individualizados de las compañías cotizadas.

Mabilia realiza un servicio independiente de análisis financiero, rating y servicios de research, del negocio de empresas que coticen o tengan las características potenciales para hacerlo en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB). Para ello cuenta con un grupo de especialistas en distintos ámbitos de la consultoría y las finanzas que cuentan con experiencia en el Asesoramiento Pre-MAB a empresas de sectores industriales y nuevas tecnologías.

Más información en [www.mabilia.es](http://www.mabilia.es) y [mabilia@mabilia.es](mailto:mabilia@mabilia.es)

**Jordi Rovira Martínez**  
Responsable Análisis Financiero  
[jrovira@mabilia.es](mailto:jrovira@mabilia.es)

34 - 93 238 64 44

**Joan Anglada Salarich**  
Analista Financiero  
[janglada@mabilia.es](mailto:janglada@mabilia.es)

34 - 93 238 64 44