

Nota de Compañía

27 de abril de 2023

## SÓLIDA EJECUCIÓN DEL PLAN DE NEGOCIO

Aunque ajustamos a la baja el PO (€8,57 vs €9,46) y nuestras estimaciones, seguimos confiando en la capacidad de la compañía para mantener un crecimiento estable a largo plazo y por lo que reiteramos la recomendación de Comprar.

En general, en 2022 Atrys Health ha tenido un fuerte crecimiento en sus ingresos y EBITDA en 2022. Sin embargo, también ha aumentado su inversión en Capex, lo que podría afectar su flujo de efectivo a largo plazo. Además, aunque el resultado neto reportado ha mejorado en comparación con el año anterior, sigue siendo negativo.

Atrys Health ha experimentado un fuerte crecimiento en sus ingresos en 2022, con un aumento del 54,5% en comparación con el año anterior. Sin embargo, al considerar los ingresos ajustados, el crecimiento es mucho más modesto, del 0,4%. Durante el año 2022, la actividad de radioterapia ha experimentado un menor crecimiento, lo que ha generado un impacto negativo. Por otro lado, la integración de las plataformas de telediagnóstico en LATAM ha sido un proceso complejo y ha ralentizado el crecimiento.

### ATRY S Resultado 2022

ATRY S Health (€m)	2021	2022	Var	Var
Ingresos	€ 121	€ 187	54,5%	€ 66
Ingresos ajust.	210,1	210,9	0,4%	0,8
EBITDA	8,0	28,5	255,5%	20,5
EBITDA ajust.	46,8	47,2	0,8%	0,4
BNA	(23,2)	(19,8)	(14,7)%	3,4
CF Operativo	16,8	19,8	17,8%	3,0
CF Operativo ajust.	34,5	32,5	(5,7)%	(2,0)

Elaboración GPM

En cuanto al EBITDA, la compañía ha tenido un aumento significativo del 255,5% en 2022 en comparación con el año anterior aunque cuando se ajustan los datos, el aumento es del 0,8%. El resultado neto de la compañía es negativo, con una pérdida neta de €19,8m en 2022. Sin embargo, esta cifra es una mejora en comparación con los -€23,2m del año anterior.

Atrys ha aumentado su inversión en Capex y Capex I+D en un 6,3% y un 54,4%, respectivamente. En cuanto al flujo de efectivo operativo, Atrys ha experimentado un aumento del 17,8% en 2022 en comparación con el año anterior. Sin embargo, cuando se ajustan los datos, hay una disminución del 5,7%.

Esperamos que el ROE de Atrys experimente un aumento progresivo en los próximos años, ralentizado por su estrategia de crecimiento inorgánico, alcanzando niveles cercanos al 9%. En consecuencia, ajustamos nuestro precio objetivo a €8,57, lo que implica un descuento del 41,4%. Atrys representa una oportunidad de inversión a medio y largo plazo y, por lo tanto, reiteramos nuestra recomendación de compra.

#### Ratios Bursátiles

ATRY S HEALTH (€m)	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Cotización €	€ 10,15	€ 6,20	€ 5,02	€ 5,02	€ 5,02	€ 5,02
Capitalización (m)	623,2	458,6	381,6	381,6	381,6	381,6
EV (m)	827,7	713,4	639,3	641,2	625,2	621,1
EV / EBITDA (x)	(41,5)x	82,8x	12,5x	11,0x	8,9x	7,5x
EV / EBIT (x)		(41,3)x	13,1x	10,1x	7,8x	6,2x
P/E (x)	(23,4)x	(18,8)x	31,8x	21,0x	14,3x	10,6x
P/ BV (x)	2,3x	1,36x	1,08x	1,02x	0,95x	0,86x
P/ CFO (x)	132,8x	22,9x	34,2x	8,8x	7,4x	6,3x
FCF Yield (%)	nm	nm	(5,3)%	4,7%	6,8%	8,9%
DVD Yield (%)	nm	nm	nm	nm	nm	nm

#### Datos Financieros (€m)

ATRY S HEALTH (€m)	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Ingresos (m)	€ 121,0	€ 187,0	€ 238,0	€ 252,9	€ 278,2	€ 300,4
EBITDA (m)	€ 5,8	€ 8,6	€ 51,0	€ 58,5	€ 70,4	€ 82,6
EBIT (m)	€ (15,0)	€ (11,1)	€ 29,2	€ 37,9	€ 49,2	€ 61,2
Beneficio Neto (m)	€ (23,3)	€ (23,3)	€ 12,0	€ 18,2	€ 26,7	€ 35,9
BPA €	€ (0,43)	€ (0,33)	€ 0,16	€ 0,24	€ 0,35	€ 0,47
DVD / acción €	€ -	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
CF Explotación	€ 4,69	20,01	11,15	43,29	51,82	60,12
ROE	(13,3)%	(7,6)%	3,5%	5,0%	6,9%	8,5%

Elaboración GPM / Resultados ajustado por no recurrentes

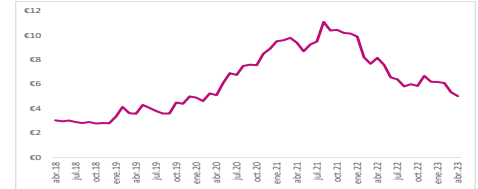
### Recomendación

**COMPRAR**  
(reiterada)

### Precio Objetivo

**€ 8,57**  
(vs € 9,46)

### ATRY S (5 años)



#### Ticker

ATRY SM

#### Fecha

26.04.23 18:00 pr

#### Cotización

€ 5,02

#### Max 52 semanas

€ 8,28

#### MIN 52 semanas

€ 4,90

#### Accs. Circulación

76,01

#### Capitalización

€ 381,59

#### Retorno semanal (%)

-

#### Variación de precio 1M (%)

(10,4)%

#### IBEX 35

4,5%

#### Variación de precio 3M (%)

(18,8)%

#### IBEX 35

2,7%

#### Variación de precio 6M (%)

(14,0)%

#### IBEX 35

17,4%

#### Variación de precio YTD (%)

(19,0)%

#### IBEX 35

13,1%

#### Variación precio 1A (%)

(38,6)%

#### IBEX 35

9,70%

#### Volumen diario (media 30d)

9.144

#### Volumen diario (media 10d)

18.080

#### Free Float (estimated)

52,90%

#### Rating Analistas

€ 5,00

#### Precio Objetivo (mediana)

€ 9,05

#### PO Máximo

€ 9,50

#### PO Mínimo

€ 8,20

Fuente Bloomberg

Analista: Javier Bernat

[jbernat@gmpatrimonios.com](mailto:jbernat@gmpatrimonios.com)

Dpto. Análisis Fundamental GPM

Teff: 34 913 191 684

[www.gpmv.com](http://www.gpmv.com)

## Revisión de estimaciones y de Precio Objetivo

Para 2023, Atrys ha establecido objetivos ambiciosos con unos ingresos de €235 millones y un EBITDA de €53 millones. Sin embargo, después de valorar la situación del mercado y de los factores económicos, hemos ajustado nuestras previsiones de ingresos netos para el periodo 2023-2026, reduciéndolas en un 10,2% en comparación con las previsiones iniciales.

Aunque hemos ajustado nuestras previsiones a la baja, es importante destacar que seguimos esperando un crecimiento de las ventas con una tasa anual acumulativa del 9,1%, prácticamente igual a la proyección anterior. Este crecimiento continuo de las ventas es una señal positiva y refleja la capacidad de Atrys para adaptarse a los desafíos del mercado y seguir ofreciendo valor.

### Ajuste de Estimaciones

Ingresos (€m)	Anterior	Nuevo	Variación
<b>2022A</b>	202	187	(7,4)%
<b>2023E</b>	259	238	(8,1)%
<b>2024E</b>	284	253	(11,0)%
<b>2025E</b>	307	278	(9,4)%
<b>2026E</b>	326	300	(7,8)%
<b>Promedio</b>	<b>1.176</b>	<b>1.069</b>	<b>(9,1)%</b>
<b>Tacc 23-26</b>	8,0%	8,1%	

Elaboración GPM

Además de las razones mencionadas anteriormente, existen otros factores que nos llevan a mantener un enfoque optimista sobre el futuro de Atrys. Entre ellos, la apertura de un Laboratorio de Patología de Madrid, que permitirá ampliar la capacidad de la compañía en cuanto a diagnóstico y tratamiento médico.

También se espera que la Unidad de Medicina Nuclear en el Hospital San Juan de Dios en Barcelona comience a operar gradualmente, lo que ampliará aún más el alcance y las capacidades de la compañía en el campo de la medicina personalizada.

Otro factor importante es la adquisición de dos centros de Oncología Médica en México en 2023, lo que permitirá a Atrys expandir su presencia internacional y llegar a un público aún mayor.

Además, en 2024 se prevé que Atrys inaugure un Instituto de Oncología Avanzada, lo que aumentará su capacidad para ofrecer servicios de diagnóstico y tratamiento de cáncer de vanguardia.

Por su parte, el **EBITDA de Atrys** lo reducimos en promedio del 10,1% respecto a nuestras estimaciones anteriores (en parte debido a unas menores ventas), hay que destacar que la Tacc mejora del periodo mejora al 17,5% frente al 15,3% precedente, aunque hay que resaltar que el EBITDA que se proyecta se alcanzará en 2026 es un 4,8% inferior al estimado anteriormente.

### Ajuste del EBITDA

EBITDA (€m)	Anterior	Nuevo	Variación
<b>2022A</b>	53	29	(45,8)%
<b>2023E</b>	58	51	(12,1)%
<b>2024E</b>	67	59	(12,7)%
<b>2025E</b>	78	70	(9,8)%
<b>2026E</b>	89	83	(7,0)%
<b>Promedio</b>	<b>292</b>	<b>263</b>	<b>(10,1)%</b>
<b>Tacc 23-26</b>	15,3%	17,5%	

Elaboración GPM

Tras llevar a cabo los ajustes necesarios, hemos modificado a la baja el Precio Objetivo de Atrys en un 9,4%, estableciéndolo en €8,57 por acción. Esto significa que el precio actual de la acción, que es de €5,02, tiene un potencial teórico de revalorización del 70,1% y un descuento del 41,5% en comparación con la última cotización de la acción.

### Ajuste del Precio Objetivo

Precio Objetivo	Anterior	Nuevo	Variación
<b>ATRYs</b>	€ 9,46	€ 8,57	(9,4)%

Elaboración GPM

## Comentario sobre el Balance

- Los **activos totales** aumentaron de €566m a €705m, lo que indica un aumento en la capacidad de la empresa para generar ingresos y beneficios.
- Por su parte, los **activos corrientes** se mantuvieron constantes en €103m, lo que apunta a que Atrys conservó su capacidad de financiar sus operaciones a corto plazo. Por su parte, los **pasivos corrientes** crecieron de €72m a €101m, lo que indica que la empresa podría experimentar alguna presión en el corto plazo para cumplir con sus obligaciones a corto plazo.
- También se aprecia un aumento del endeudamiento con unos **pasivos totales** que aumentan de €292m a €368m y que apunta que Atrys ha aumentado su nivel de endeudamiento. Entre ellos, los **pasivos corrientes** se acrecentaron de €72m a €101m.
- **Valor contable por acción** aumentó de €4,47 a €4,45, por lo que la empresa habría aumentado su valor intrínseco aunque el **valor contable tangible** por acción disminuyó de €-1,84 a €-2,39, lo que implica que Atrys podría estar perdiendo valor en términos de sus activos tangibles.

## Endeudamiento elevado

Atrys tiene un nivel relativamente alto de deuda en comparación con su posición de patrimonio, activos y capitalización bursátil, lo que podría limitar su capacidad para aprovechar oportunidades de crecimiento en el futuro. De cara a los próximos meses esperamos que la dirección de la empresa gestione adecuadamente sus niveles de deuda y obligaciones financieras para garantizar su sostenibilidad a largo plazo.

Según indica el Ratio de Deuda Total/Patrimonio Neto que aumenta significativamente en los últimos tres años, lo que indica que la empresa ha asumido mucha deuda en comparación con su posición de patrimonio. (2020: 17,56%, 2021: 74,63%, 2022: 76,63%).

## Rango de valoración entre €10,44 y € 6,54.

El precio objetivo de ATRYS, se determina a través de un análisis que tiene en cuenta diversos factores relevantes en el mercado. Entre ellos, se consideran las valoraciones por descuento de flujos de caja (DCF), los comparables y las operaciones corporativas precedentes. Combinando las tres metodologías, se llega a un **precio objetivo para ATRYS de €8,57 por título**.

### Valoración Según Escenarios

Escenario	PO /acción	Cotización	Prima (descuento)	Potencial Revalorización
Optimista	€ 10,44	€ 5,02	(51,9)%	108,0%
Base	€ 8,57	€ 5,02	(41,4)%	70,7%
Pesimista	€ 6,54	€ 5,02	(23,2)%	30,3%

Elaboración GPM

En particular, el valor obtenido por el método de DCF asciende a €8,79 por acción, lo que refleja una proyección de los flujos de caja futuros de la empresa. Por otro lado, la valoración por comparables con empresas similares se sitúa en €6,71 por acción.

Además, se toma en cuenta el análisis de las operaciones corporativas precedentes, es decir, los precios pagados por otras compañías en el pasado por adquirir participaciones u otras empresas del mismo sector. Este método arroja un precio objetivo de €10,0 por acción.

En cuanto al **rango de valoración**, hemos realizado un análisis para establecer una valoración justificable de las acciones de Atrys. En nuestro supuesto optimista, hemos estimado una valoración de €10,44 por acción, basándonos en una serie de factores que incluyen un mayor crecimiento de las ventas, su posición en el mercado y su capacidad para implementar su estrategia a largo plazo de manera efectiva.

Por otro lado, en nuestro supuesto pesimista, hemos estimado una valoración de €6,54 por acción. En este escenario, hemos considerado factores como la posible volatilidad del mercado y la competencia cada vez mayor en el sector de la salud. A pesar de ello, creemos que incluso en este supuesto pesimista, Atrys aún tendría la capacidad de generar valor para sus accionistas.

## Valoración por DCF (€ 8,79)

Por descuento de flujos de caja valoramos las acciones de ATRYS en €8,79 por título.

En el modelo de crecimiento a perpetuidad aplicamos una tasa “g” del 2,0% (anterior 3,0%), que refleja nuestro criterio a largo plazo sobre que ATRYS crecerá en línea con la economía española.

Por lo que respecta a la metodología del multiplicador EV/EBITDA residual, empleamos una ratio de 10,0x (anterior 11,0x) y que se justifica en base a los mayores multiplicadores bursátiles con los que ha cotizado históricamente ATRYS y también, debido a que, el crecimiento implícito a perpetuidad resultante en esta valoración es del 0,86%, lo que a su vez implica que esta valoración admite multiplicadores superiores.

### Estimación del Valor de Empresa de ATRYS

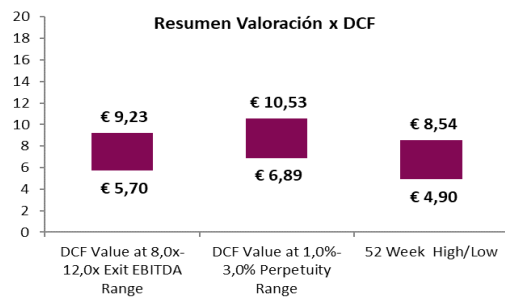
Perpetuity approach		Exit EBITDA multiple approach	
Normalized FCF in last forecast period (t)	58,1	Terminal year EBITDA	95,5
Normalized FCF <sup>t+1</sup>	59,3	Terminal value EBITDA multiple	10,0x
Long term growth rate (g)	2,00%	Terminal value	955
Terminal value	1.176,8	Present value of terminal value	688,7
Present value of terminal value	848,9	Present value of stage 1 cash flows	122,1
Present value of stage 1 cash flows	122,1	<b>Enterprise value</b>	<b>810,9</b>
<b>Enterprise value</b>	<b>971,0</b>	<i>Implied TV perpetual growth rate</i>	<i>0,86%</i>
<i>Implied TV exit EBITDA multiple</i>	<i>12,3x</i>		

Elaboración GPM

Por la valoración por DCF, asignamos a ATRYS un valor por acción de €8,79.

Fair value per share			
	Perpetuity	EBITDA	
Enterprise value	971,0	810,9	
Less: Net debt	(221,0)	(221,0)	
Less: Trapped cash	(2,0)	(2,0)	
<b>Equity value</b>	<b>748,0</b>	<b>587,9</b>	
Diluted shares	76,014	76,014	<b>Promedio</b>
<b>Equity value per share</b>	<b>€ 9,84</b>	<b>€ 7,73</b>	<b>€ 8,79</b>
<i>Market premium / (discount) to fair valu</i>	<i>(49,0%)</i>	<i>(35,1%)</i>	<i>(42,9%)</i>

Elaboración GPM



Elaboración GPM

## Análisis de sensibilidad

		Equity value per share (€)						Total Equity value (€m)					
		Long term growth rate (g):						Long term growth rate (g):					
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%		
WACC	€ 9,84						€ 748,0						
	10,0%	4,31	4,68	5,10	5,57	6,10	10,0%	327,8	355,8	387,4	423,1	464,0	
	9,0%	5,33	5,81	6,36	7,00	7,75	9,0%	404,9	441,7	483,8	532,3	589,0	
	8,0%	6,63	7,29	8,06	8,97	10,05	7,8%	504,3	554,3	612,6	681,6	764,3	
	7,2%	7,95	8,81	<b>9,84</b>	11,08	12,62	7,0%	604,5	670,0	<b>748,0</b>	842,6	959,6	
6,0%	10,84	12,25	14,01	16,28	19,31	6,0%	823,8	931,1	1.065,2	1.237,7	1.467,7		
		Equity value per share (€)						Total Equity value (€m)					
		Exit EBITDA Multiple						Exit EBITDA Multiple					
		8,0x	9,0x	10,0x	11,0x	12,0x	8,0x	9,0x	10,0x	11,0x	12,0x		
WACC	€ 7,73						€ 587,9						
	10,0%	4,98	5,78	6,59	7,39	8,19	10,0%	378,6	439,7	500,8	561,8	622,9	
	9,0%	5,30	6,14	6,98	7,82	8,66	9,0%	403,2	466,9	530,7	594,4	658,2	
	8,0%	5,64	6,52	7,39	8,27	9,15	7,8%	429,0	495,6	562,1	628,7	695,3	
	7,2%	5,92	6,83	<b>7,73</b>	8,64	9,55	7,0%	450,1	519,0	<b>587,9</b>	656,7	725,6	
6,0%	6,38	7,33	8,29	9,25	10,20	6,0%	484,8	557,5	630,1	702,8	775,4		

Elaboración GPM

## Atrys Health

ATRYS es una empresa consolidada que lidera el sector de servicios de salud en habla hispana, con especialización en la prevención y tratamiento del cáncer, la segunda causa de defunción en España y unas de las principales en el mundo. Su crecimiento se basa en tres catalizadores clave: en primer lugar, el aumento estable de los casos de cáncer en los próximos años, con una tasa anual compuesta de crecimiento del 1.1% hasta 2040. En segundo lugar, la estrategia de fusiones y adquisiciones (M&A) que fortalecerá el liderazgo de ATRYS en el mundo de habla hispana. Y, en tercer lugar, las amplias oportunidades para mejorar la colaboración entre el sector público y privado de salud, junto con el aumento del gasto en salud.

Gracias a su liderazgo en el sector de servicios de salud, su enfoque en la prevención y tratamiento del cáncer, y sus planes de crecimiento tanto orgánico como inorgánico, ATRYS se encuentra bien posicionada para capitalizar estas tendencias de crecimiento y aprovechar las oportunidades del mercado.

### Análisis DAFO

Debilidades	Amenazas
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Tamaño reducido (masa crítica) frente a competidores internacionales</li> <li>• Adquisición costes de explotación en operaciones corporativas</li> <li>• Expansión financiada con deuda</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Competidores locales y globales</li> <li>• Posible objetivo de multinacional</li> <li>• Aumento del coste de financiación</li> <li>• Mayor endeudamiento financiero</li> <li>• Recorte del Gasto Público en Sanidad</li> </ul>
Fortalezas	Oportunidades
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Líder en España en oncología</li> <li>• Líder mundial de habla hispana en diagnóstico</li> <li>• Servicio oncológico 360º (prevén. y tratamiento)</li> <li>• Posicionamiento LatAm (BRA, CHI, COL, MEX)</li> <li>• Entre las 27 empresas que más invierte I+D</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Aumento del Gasto Público en Sanidad</li> <li>• Incremento de colaboración Público-Privada</li> <li>• Mayor edad de supervivencia</li> <li>• Concentración en la SANIDAD PRIVADA</li> <li>• Estrategia de M&amp;A</li> </ul>

*Elaboración GPM*

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

ATRYS HEALTH (€m)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
Fiscal year end date	31.dic.21	31.dic.22	31.dic.23	31.dic.24	31.dic.25	31.dic.26
<b>Revenue</b>	<b>121,01</b>	<b>186,99</b>	<b>238,00</b>	<b>252,88</b>	<b>278,16</b>	<b>300,42</b>
Cost of sales	(22,96)	(37,32)	(49,98)	(51,59)	(55,08)	(57,68)
<b>Gross Profit</b>	<b>98,06</b>	<b>149,67</b>	<b>188,02</b>	<b>201,29</b>	<b>223,09</b>	<b>242,74</b>
Personnel expense	(71,47)	(91,73)	(100,16)	(101,87)	(107,05)	(110,21)
Selling, general & admin.	(41,60)	(69,06)	(58,64)	(61,55)	(66,87)	(71,31)
<b>Operating profit (EBIT)</b>	<b>(15,01)</b>	<b>(11,12)</b>	<b>29,22</b>	<b>37,87</b>	<b>49,17</b>	<b>61,21</b>
Interest income	1,85	2,91	0,86	0,90	1,35	1,95
Interest expense	(9,97)	(15,22)	(9,33)	(9,38)	(9,24)	(9,04)
Other expense	(1,55)	(1,26)	(4,00)	(4,00)	(4,00)	(4,00)
<b>Pretax profit</b>	<b>(24,88)</b>	<b>(24,69)</b>	<b>16,74</b>	<b>25,39</b>	<b>37,28</b>	<b>50,12</b>
Taxes	1,69	1,23	(4,19)	(6,35)	(9,32)	(12,53)
Minority Int. in Earnings	(0,06)	0,21	(0,55)	(0,83)	(1,22)	(1,64)
<b>Net income</b>	<b>(23,255)</b>	<b>(23,26)</b>	<b>12,01</b>	<b>18,21</b>	<b>26,73</b>	<b>35,95</b>
Basic shares outstanding (avg)	61,30	75,90	76,01	76,01	76,01	76,01
Impact of dilutive securities	(7,80)	(5,40)	0,00	0,00	0,00	0,00
Diluted shares outstanding	53,50	70,50	76,01	76,01	76,01	76,01
Basic EPS	(€ 0,38)	(€ 0,31)	€ 0,16	€ 0,24	€ 0,35	€ 0,47
<b>Diluted EPS</b>	<b>(€ 0,43)</b>	<b>(€ 0,33)</b>	<b>€ 0,16</b>	<b>€ 0,24</b>	<b>€ 0,35</b>	<b>€ 0,47</b>
<i>margin</i>						
<b>Growth rates &amp; margins</b>						
Revenue growth	285,4%	54,5%	27,3%	6,2%	10,0%	8,0%
Gross profit as % of sales	81,0%	80,0%	79,0%	79,6%	80,2%	80,8%
Personnel expense	59,1%	49,1%	42,1%	40,3%	38,5%	36,7%
SG&A margin	34,4%	36,9%	24,6%	24,3%	24,0%	23,7%
Tax rate	6,8%	5,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
<b>EBITDA</b>						
Depreciation & amortization	20,79	19,73	21,77	20,64	21,24	21,40
Stock based compensation	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>EBITDA</b>	<b>5,77</b>	<b>8,62</b>	<b>50,99</b>	<b>58,51</b>	<b>70,41</b>	<b>82,61</b>
<i>margin</i>	<i>4,8%</i>	<i>4,6%</i>	<i>21,4%</i>	<i>23,1%</i>	<i>25,3%</i>	<i>27,5%</i>

Elaboración GPM

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

ATRYS HEALTH (%)	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
<b>Revenue</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Cost of sales	(19,0)%	(20,0)%	(21,0)%	(20,4)%	(19,8)%	(19,2)%
<b>Gross Profit</b>	<b>81,0%</b>	<b>80,0%</b>	<b>79,0%</b>	<b>79,6%</b>	<b>80,2%</b>	<b>80,8%</b>
Personnel expense	(59,1)%	(49,1)%	(42,1)%	(40,3)%	(38,5)%	(36,7)%
Selling, general & admin.	(34,4)%	(36,9)%	(24,6)%	(24,3)%	(24,0)%	(23,7)%
<b>Operating profit (EBIT)</b>	<b>(12,4)%</b>	<b>(5,9)%</b>	<b>12,3%</b>	<b>15,0%</b>	<b>17,7%</b>	<b>20,4%</b>
Interest income	1,5%	1,6%	0,4%	0,4%	0,5%	0,6%
Interest expense	(8,2)%	(8,1)%	(3,9)%	(3,7)%	(3,3)%	(3,0)%
Other expense	(1,3)%	(0,7)%	(1,7)%	(1,6)%	(1,4)%	(1,3)%
<b>Pretax profit</b>	<b>(20,6)%</b>	<b>(13,2)%</b>	<b>7,0%</b>	<b>10,0%</b>	<b>13,4%</b>	<b>16,7%</b>
Taxes	1,4%	0,7%	(1,8)%	(2,5)%	(3,4)%	(4,2)%
Minority Int. in Earnings	(0,0)%	0,1%	(0,2)%	(0,3)%	(0,4)%	(0,5)%
<b>Net income</b>	<b>(19,2)%</b>	<b>(12,4)%</b>	<b>5,0%</b>	<b>7,2%</b>	<b>9,6%</b>	<b>12,0%</b>

Elaboración GPM

Estado de Situación Financiera  
(consolidado)

ATRYs HEALTH (€m)	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Fiscal year end date	31.dic.21	31.dic.22	31.dic.23	31.dic.24	31.dic.25	31.dic.26
Cash & Equivalents	41,70	37,30	20,00	40,00	50,00	80,00
Accounts receivable	54,60	56,70	64,26	65,75	69,54	73,60
Inventory	0,80	1,20	1,15	1,19	1,27	1,33
Deferred tax assets	9,30	8,90	8,90	8,90	8,90	8,90
Other current assets	6,10	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Property, Plant & Equip.	62,50	69,30	70,37	71,38	72,43	73,48
Acquired intangibles + GW	386,97	518,90	530,32	536,74	543,16	549,58
Other assets	3,62	11,95	11,95	11,95	11,95	11,95
<b>Total assets</b>	<b>565,60</b>	<b>705,30</b>	<b>708,00</b>	<b>736,90</b>	<b>758,20</b>	<b>799,80</b>
Accounts payable	10,37	33,90	14,99	18,06	22,03	24,80
Accrued expenses & def revenue	17,17	22,39	26,18	29,08	32,82	36,95
Commercial paper / Revolver	25,59	44,31	47,16	49,10	33,14	29,05
Long term debt	178,93	210,50	210,50	210,50	210,50	210,50
Other non-current liabilities	59,61	56,64	56,64	56,64	56,64	56,64
<b>Total liabilities</b>	<b>291,70</b>	<b>367,70</b>	<b>355,50</b>	<b>363,40</b>	<b>355,10</b>	<b>357,90</b>
Minority Interest	0,000	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Common stock	0,614	0,80	0,92	0,92	0,92	0,92
Additional paid in capital	315,501	420,80	420,80	420,80	420,80	420,80
Treasury stock	(0,367)	(0,48)	(0,48)	(0,48)	(0,48)	(0,48)
Retained earnings (deficit)	(44,574)	(69,00)	(54,19)	(33,18)	(3,65)	35,20
Other comprehensive income / (loss)	2,742	(14,56)	(14,56)	(14,56)	(14,56)	(14,56)
<b>Total Equity</b>	<b>273,92</b>	<b>337,58</b>	<b>352,51</b>	<b>373,52</b>	<b>403,05</b>	<b>441,90</b>
Balance check	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Ratios</b>						
Net debt	162,82	217,51	237,66	219,60	193,64	159,55
Gross Debt	204,51	254,81	257,66	259,60	243,64	239,55
Total Capital	478,43	592,39	610,17	633,12	646,70	681,45
Asset turnover	0,21x	0,27x	0,34x	0,34x	0,37x	0,38x
Net profit margin	(19,2%)	(12,4%)	5,0%	7,2%	9,6%	12,0%
ROCE	(4,7%)	(2,0%)	4,8%	6,0%	7,5%	8,9%
ROA	(6,3%)	(3,7%)	1,7%	2,5%	3,6%	4,6%
ROE	(13,3%)	(7,6%)	3,5%	5,0%	6,9%	8,5%

Elaboración GPM

Estado de Situación Financiera  
(consolidado)

ATRYs HEALTH (€m)	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Fiscal year end date	31.dic.21	31.dic.22	31.dic.23	31.dic.24	31.dic.25	31.dic.26
Cash & Equivalents	7,4%	5,3%	2,8%	5,4%	6,6%	10,0%
Accounts receivable	9,7%	8,0%	9,1%	8,9%	9,2%	9,2%
Inventory	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Deferred tax assets	1,6%	1,3%	1,3%	1,2%	1,2%	1,1%
Other current assets	1,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Property, Plant & Equip.	11,1%	9,8%	9,9%	9,7%	9,6%	9,2%
Acquired intangibles + GW	68,4%	73,6%	74,9%	72,8%	71,6%	68,7%
Other assets	0,6%	1,7%	1,7%	1,6%	1,6%	1,5%
<b>Total assets</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Accounts payable	1,8%	4,8%	2,1%	2,5%	2,9%	3,1%
Accrued expenses & def revenue	3,0%	3,2%	3,7%	3,9%	4,3%	4,6%
Commercial paper / Revolver	4,5%	6,3%	6,7%	6,7%	4,4%	3,6%
Long term debt	31,6%	29,8%	29,7%	28,6%	27,8%	26,3%
Other non-current liabilities	10,5%	8,0%	8,0%	7,7%	7,5%	7,1%
<b>Total liabilities</b>	<b>51,6%</b>	<b>52,1%</b>	<b>50,2%</b>	<b>49,3%</b>	<b>46,8%</b>	<b>44,7%</b>
Minority Interest	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Common stock	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Additional paid in capital	55,8%	59,7%	59,4%	57,1%	55,5%	52,6%
Treasury stock	(0,1%)	(0,1%)	(0,1%)	(0,1%)	(0,1%)	(0,1%)
Retained earnings (deficit)	(7,9%)	(9,8%)	(7,7%)	(4,5%)	(0,5%)	4,4%
Other comprehensive income / (loss)	0,5%	(2,1%)	(2,1%)	(2,0%)	(1,9%)	(1,8%)
<b>Total Equity</b>	<b>48,4%</b>	<b>47,9%</b>	<b>49,8%</b>	<b>50,7%</b>	<b>53,2%</b>	<b>55,3%</b>

Elaboración GPM

Estado de Flujos de Efectivo

ATRY'S HEALTH (€m)	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Fiscal year end date	31/12/21	31/12/22	31/12/23	31/12/24	31/12/25	31/12/26
Net income	(23,26)	(23,26)	12,01	18,21	26,73	35,95
Depreciation and amortization		19,73	21,77	20,64	21,24	21,40
Stock based compensation		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Accounts receivable		0,00	(7,56)	(1,49)	(3,79)	(4,06)
Inventory		0,00	0,05	(0,04)	(0,08)	(0,06)
Accounts payable		23,54	(18,91)	3,06	3,98	2,77
Accrued expenses & def revenues		0,00	3,79	2,90	3,74	4,13
<b>Cash from operating activities</b>	<b>4,7</b>	<b>20,01</b>	<b>11,15</b>	<b>43,29</b>	<b>51,82</b>	<b>60,12</b>
Capital expenditures		(76,54)	(21,42)	(20,23)	(20,86)	(21,03)
Purchases of intangible assets		0,00	(10,00)	(5,00)	(5,00)	(5,00)
<b>Cash from investing activities</b>	<b>16,4</b>	<b>(76,54)</b>	<b>(31,42)</b>	<b>(25,23)</b>	<b>(25,86)</b>	<b>(26,03)</b>
Long term debt			0,00	0,00	0,00	0,00
Common dividends			0,00	0,00	0,00	0,00
New share issuances			0,12	0,00	0,00	0,00
Share repurchases			0,00	0,00	0,00	0,00
Other comprehensive income / (loss)			0,00	0,00	0,00	0,00
Revolver			2,85	1,94	(15,96)	(4,10)
<b>Cash from financing activities</b>	<b>62,6</b>	<b>14,1</b>	<b>2,97</b>	<b>1,94</b>	<b>(15,96)</b>	<b>(4,10)</b>
Effect_Forex	-	1,3	-	-	-	-
<b>Net change in cash during period</b>	<b>83,77</b>	<b>(41,12)</b>	<b>(17,30)</b>	<b>20,00</b>	<b>10,00</b>	<b>30,00</b>

Elaboración GPM

Free Cash Flow Build up

Fiscal year	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Fiscal year end date	12/31/21	12/31/22	12/31/23	12/31/24	12/31/25	12/31/26
EBITDA		8,62	50,99	58,51	70,41	82,61
EBIT		(11,12)	29,22	37,87	49,17	61,21
tax rate		5,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
<b>EBIAT (NOPAT)</b>		<b>(10,57)</b>	<b>21,91</b>	<b>28,40</b>	<b>36,88</b>	<b>45,91</b>
Depreciation and amortization		19,73	21,77	20,64	21,24	21,40
Stock based compensation		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Accounts receivable		0,00	(7,56)	(1,49)	(3,79)	(4,06)
Inventory		0,00	0,05	(0,04)	(0,08)	(0,06)
Accounts payable		23,54	(18,91)	3,06	3,98	2,77
Accrued expenses & def revenues		0,00	3,79	2,90	3,74	4,13
Other current assets		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Deferred tax assets (DTAs)		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Other assets		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Other non current liabilities		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Unlevered CFO</b>		<b>32,70</b>	<b>21,06</b>	<b>53,48</b>	<b>61,96</b>	<b>70,09</b>
Less: Capital expenditures		(76,54)	(21,42)	(20,23)	(20,86)	(21,03)
Less: Purchases of intangible assets		0,00	(10,00)	(5,00)	(5,00)	(5,00)
<b>Unlevered FCF</b>		<b>(43,83)</b>	<b>(10,36)</b>	<b>28,25</b>	<b>36,10</b>	<b>44,06</b>
% growth				(372,6%)	27,8%	22,0%

Elaboración GPM

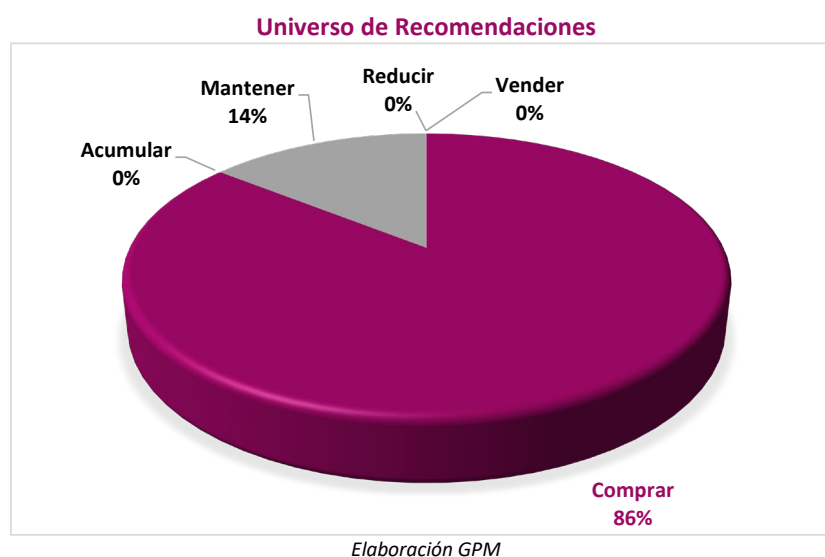


Fecha de difusión: 27 abril 2023 13:32 PM  
 Fecha de producción: 24 abril 2023 12:00 AM

**Recomendaciones de GPM en los doce últimos meses:**

Valor	Analista	Fecha Difusión	Precio Objetivo	Precio de Mercado	Recomendación	Validez
ATRYs HEALTH SA	Javier Bernat	27 de abril de 2023	€ 8,57	€ 5,02	Comprar	12 meses
AUDAX RENOVABLES	Javier Bernat	20 de abril de 2023	€ 2,06	€ 1,13	Comprar	12 meses
SACYR SA	Javier Bernat	1 de marzo de 2023	€ 3,64	€ 2,66	Comprar	12 meses
ATRESMEDIA CORP	Javier Bernat	24 de febrero de 2023	€ 3,81	€ 3,53	Mantener	12 meses
ENERGIA INNOVACI	Javier Bernat	17 de febrero de 2023	€ 39,40	€ 29,10	Comprar	12 meses
ATRYs HEALTH SA	Javier Bernat	13 de febrero de 2023	€ 9,46	€ 6,06	Comprar	12 meses
CLERHP ESTRUCTUR	Javier Bernat	21 de diciembre de 2022	€ 4,63	€ 2,10	Comprar	12 meses
MEDIASET ESPANA	Javier Bernat	28 de octubre de 2022	€ 4,53	€ 3,16	Comprar	12 meses

**Resumen Universo de Recomendaciones de GPM:**



Con fecha de este informe, Gestión de Patrimonios Mobiliarios S.V., S.A.,

- Actúa como asesor registrado, agente o proveedor de liquidez para las siguientes empresas: **ELEKTRA; AMÉRICA MÓVIL; TV AZTECA.**
- Ha participado y/o participa como director o codirector en operaciones corporativas con las siguientes empresas: **NO APLICA**
- Tiene un contrato de liquidez tal como se describe en la Circular 1/2017, de 26 de abril de la CNMV (modificado por 2/2019 de 27 de noviembre): **PRIM; EIDF; ATRYs; MONDO TV; IFFE FUTURA.**

## DISCLAIMER

GPM es una entidad supervisada por la CNMV, y adherida al Fondo de Garantía de Inversiones (Fogain). Toda la información incluida ha sido recopilada y elaborada de buena fe y de fuentes que consideramos fiables, pero GPM no realiza ninguna manifestación ni da ninguna garantía en cuanto a la integridad, veracidad y/o exactitud de estas, no responsabilizándose, por tanto, de ellas.

Las recomendaciones de GPM son comprar, vender y mantener. La recomendación de COMPRAR se emite para aquellas compañías en las que GPM espera una evolución mejor a la del mercado en un 10% o más en el plazo de un año (referencia Ibex 35 e Índice General de la Bolsa de Madrid para valores españoles), mientras que la de VENDER se emiten para aquellas compañías en las que se espera una evolución peor a la del mercado en un -10% o menos en el plazo de un año. La recomendación de MANTENER se emite para aquellas compañías en las que se espera una evolución similar a la del mercado en una horquilla de +/- 10%.

Este informe ha sido elaborado por GPM con la finalidad de proporcionar información general a la fecha de emisión del informe, y está sujeto a cambio sin previo aviso. GPM no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento. En ningún caso este documento contiene recomendaciones personalizadas como tampoco implica asesoramiento en materia de inversión, pues se ha elaborado con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. Ni el presente documento ni su contenido constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones.

Los inversores deben tomar sus propias decisiones de inversión, basadas en sus objetivos específicos de rentabilidad y riesgo. La recomendación de este informe podría no ser interesante para todos los inversores: el inversor que tenga acceso a este informe debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones mencionados en el mismo pueden no ser adecuados para sus objetivos de inversión específicos, su posición financiera o su perfil de riesgo. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o resultados históricos de las inversiones no garantiza la evolución o resultados futuros. GPM no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El precio de los valores e instrumentos y los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponer la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo en estos casos necesario hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como de los propios valores subyacentes a los mismos. Podría no existir un mercado secundario para dichos instrumentos.

GPM, así como sus personas sujetas al Reglamento Interno de Conducta, pueden tener una relación comercial relevante con la compañía referida en el presente informe, tener posición directa o indirecta en cualesquiera de los valores o instrumentos emitidos por dicha compañía, negociando con dichos instrumentos incluso como proveedor de liquidez, tener intereses o llevar a cabo transacciones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe. No obstante, GPM tiene establecidos procedimientos de actuación y medidas de control en el Reglamento Interno de Conducta para prevenir y evitar los conflictos de interés de sus personas sujetas. La política de conflictos de interés puede consultarse en la web corporativa de GPM ([www.gpmbroker.com](http://www.gpmbroker.com)) y en nuestras oficinas. Entre estas medidas está la prohibición de operar por parte del analista o las personas sujetas que hayan colaborado en la confección del informe de operar en el valor objeto del análisis, o en instrumentos conexos, si tienen conocimiento de las fechas de difusión o del contenido probable del informe y esos datos no se han hecho públicos o no se han revelado a los clientes. De la misma forma el analista responsable del informe no podrá realizar operaciones personales con el instrumento financiero objeto del informe de modo contrario a la recomendación vigente en el mismo.

La remuneración del personal que ha elaborado estos informes no está vinculada, ni directa ni indirectamente, a las recomendaciones u opiniones expresadas en los mismos.