

## Nota de compañía

**En el 1S 2023, Atrys experimenta un crecimiento en todas sus líneas de negocio, incluyendo Oncología, Radioterapia, Diagnóstico, Prevención y Compliance, con un crecimiento de los ingresos totales "like for like" del 9% (+33% reportado).**

**Resultado neto 1S'2023:** Reporta una pérdida de €23,0m. Sin embargo, al ajustar por no recurrentes, se revela un beneficio de €4,22m. Los principales factores no recurrentes incluyen la reestructuración de la plantilla (€3,0m), adopción de las normas IFRS (€8,1m) y el deterioro del fondo de comercio (€9,9m).

**En camino de cumplir las guías financieras 2023:** Esperamos que Atrys alcance las metas propuestas y que han sido reafirmadas por la Dirección. Tanto en términos de ingresos (€232-238m) como de EBITDA (€52-53m) y según indican los resultados de junio, tras reportar ingresos netos de €118,2m y un EBITDA recurrente de €25,7m.

**El peso del Margen Bruto (72,9% vs 84,0%) debería estabilizarse en el 2S'2023:** La disminución del margen bruto en Atrys se debe al mayor peso de oncología médica y DxO en los ingresos. Sin embargo, Compliance y Prevención han mantenido sus márgenes. El objetivo para 2023 es elevar el margen bruto al 75%, vs 72,9% del 1S'23, actualizando tarifas y renegociando acuerdos de compra de medicamentos.

**La mejora del 9,0% a/a de los ingresos recurrentes es reflejo de la evolución positiva de todas las áreas del Grupo:** Los de Oncología crecen un 9,0% interanual, el 20,4% (like for like) en el área de Diagnóstico, el 7,3% en Prevención y el 2,8% en Compliance.

**Apalancamiento Financiero:** En junio pasado, Atrys muestra una posición moderada en términos de riesgo financiero con una relación deuda/patrimonio neto de aproximadamente 61,8% y un ratio DFN/EBITDA de 4,46x, que cumple el covenant de 4,5x para 2023 (2024: 4,0x / 2025: 3,25x / 2026: 2,7x), tras reducir la deuda a LP a €140,5m vs €149,04m (1S'22).

**Conclusión:** La reafirmación de las guías para 2023 en un entorno de crecimiento orgánico, la estabilización de los márgenes de negocio en la segunda mitad del año, el sólido desempeño de todas las unidades de negocio y el cumplimiento anticipado de los covenants, junto con unos resultados recurrentes positivos, nos hace ser optimistas sobre Atrys y por lo que reiteramos nuestra recomendación de **Compra**.

### Ratios Bursátiles

ATRY'S HEALTH (€m)	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Cotización €	€ 10,15	€ 6,20	€ 4,01	€ 4,01	€ 4,01	€ 4,01	€ 4,01
Capitalización (m)	623,2	458,6	304,8	304,8	304,8	304,8	304,8
EV (m)	827,7	713,4	562,5	564,4	548,5	544,4	530,5
EV / EBITDA (x)	(41,5)x	82,8x	11,0x	9,6x	7,8x	6,6x	5,6x
EV / EBIT (x)		(41,3)x	19,3x	14,9x	11,2x	8,9x	7,2x
P/E adj. (x)	(23,4)x	(18,8)x	25,4x	16,7x	11,4x	8,5x	6,7x
P/ BV (x)	2,3x	1,36x	0,86x	0,82x	0,76x	0,69x	0,62x
P/ CFO (x)	132,8x	22,9x	27,3x	7,0x	5,9x	5,1x	4,3x
FCF Yield (%)	nm	nm	(6,6)%	5,9%	8,5%	11,2%	14,4%
DVD Yield (%)	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm

### Datos Financieros (€m)

ATRY'S HEALTH (€m)	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Ingresos (m)	€ 121,0	€ 187,0	€ 238,0	€ 252,9	€ 278,2	€ 300,4	€ 318,4
EBITDA (m)	€ 5,8	€ 8,6	€ 51,0	€ 58,5	€ 70,4	€ 82,6	€ 95,5
EBIT (m)	€ (15,0)	€ (11,1)	€ 29,2	€ 37,9	€ 49,2	€ 61,2	€ 73,5
Beneficio Neto (m)	€ (23,3)	€ (23,3)	€ 12,0	€ 18,2	€ 26,7	€ 35,9	€ 45,5
BPA €	€ (0,43)	€ (0,33)	€ 0,16	€ 0,24	€ 0,35	€ 0,47	€ 0,60
DVD / acción €	€ -	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
CF Explotación	€ 4,69	20,01	11,15	43,29	51,82	60,12	70,54
ROE	(13,3)%	(7,6)%	3,5%	5,0%	6,9%	8,5%	9,8%

Estimaciones GPM

4 de octubre de 2023

### Recomendación

Comprar  
(reiterada)

### Valoración

€ 8,57/acc.  
(1 año)



Ticker	ADX SM
Fecha	03/10/23
Cotización	€ 4,01
Max 52 semanas	€ 6,76
MIN 52 semanas	€ 3,86
Accs. Circulación	76,01
Capitalización	€ 306,3
Retorno semanal (%)	(4,5)%
Variación de precio 1M (%)	(17,2)%
IBEX 35	(2,6)%
Variación de precio 3M (%)	(19,1)%
IBEX 35	(4,4)%
Variación de precio 6M (%)	(24,2)%
IBEX 35	(0,1)%
Variación de precio YTD (%)	(35,0)%
IBEX 35	11,4%
Variación precio 1A (%)	(30,5)%
IBEX 35	19,10%
Volumen diario (media 30d)	10.296
Volumen diario (media 10d)	8.869
Free Float (estimated)	58,10%
Rating Analistas	5
Precio Objetivo (mediana)	€ 7,59
PO Máximo	€ 9,50
PO Mínimo	€ 6,40

Fuente Bloomberg

Analista: Javier Bernat  
[jbernat@gpmpatrimonios.com](mailto:jbernat@gpmpatrimonios.com)  
 Dpto. Análisis Fundamental GPM  
 Teff: 34 913 191 684  
 GPM <https://gpmsv.com>  
 Bróker <https://gpmbroker.com>

Atrys Health: Resultado 1S 2023

(miles EUR)	NIIF UE		Var (%)
	1S 2022	1S 2023	2022/23
Cifra de Negocios	88.911	118.236	33,0%
<b>Margen Bruto <sup>(MAR)</sup></b>	<b>74.697</b>	<b>86.215</b>	<b>15,4%</b>
% Margen Bruto sobre cifra de negocios	84,0%	72,9%	
<b>EBITDA <sup>(MAR)</sup></b>	<b>16.810</b>	<b>22.652</b>	<b>34,8%</b>
Gastos no recurrentes	4.386	3.084	-29,7%
<b>EBITDA Ajustado <sup>(MAR)</sup></b>	<b>21.196</b>	<b>25.736</b>	<b>21,4%</b>
% EBITDA Ajustado sobre cifra de negocios	23,8%	21,8%	
<b>Total Capex <sup>(MAR)</sup></b>	<b>(4.350)</b>	<b>(6.978)</b>	<b>60,4%</b>
Capex	(1.422)	(2.315)	62,8%
Capex Crecimiento	(1.554)	(2.585)	66,3%
Capex I+D	(1.374)	(2.078)	51,3%
Cash Flow Operativo <sup>(MAR)</sup>	12.460	15.673	25,8%
Cash Flow Operativo Ajustado <sup>(MAR)</sup>	16.846	18.757	11,3%
<b>Cash Flow Op. Aj. Sin capex crecimiento <sup>(MAR)</sup></b>	<b>18.400</b>	<b>21.073</b>	<b>14,5%</b>

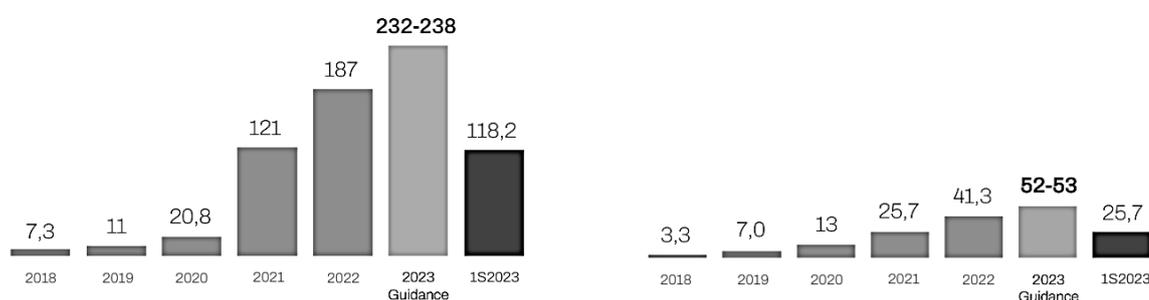
Fuente ATRY

Segmentos de Negocio: Cifra de Negocios Proforma

(miles EUR)	1S 2022	1S 2023	Var %
<b>1) Medicina de Precisión</b>	<b>52.356</b>	<b>60.089</b>	<b>14,8%</b>
Oncología	25.915	28.251	9,0%
Diagnóstico	26.441	31.838	20,4%
<b>2) Medicina Prevención</b>	<b>39.652</b>	<b>42.556</b>	<b>7,3%</b>
<b>3) Servicios Compliance</b>	<b>15.523</b>	<b>15.957</b>	<b>2,8%</b>
<b>Total Cifra de Negocios ex Covid</b>	<b>107.531</b>	<b>118.602</b>	<b>10,3%</b>
Ventas Covid	1.306	0	
<b>Total Cifra de Negocios</b>	<b>108.837</b>	<b>118.602</b>	<b>9,0%</b>

Fuente ATRY

Guías de Negocio 2023



Fuente ATRY

## 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

Específicamente, el valor calculado mediante el método de DCF se establece en €8,79 por acción, lo que representa una proyección de los flujos de caja futuros de la empresa. Por otro lado, la valoración basada en comparables con empresas similares se sitúa en €6,71 por acción.

Adicionalmente, se considera el análisis de las operaciones corporativas precedentes, es decir, los precios que otras empresas han pagado en el pasado al adquirir participaciones o empresas similares en el mismo sector. Este enfoque arroja un precio objetivo de €10,0 por acción.

En referencia al rango de valoración, hemos llevado a cabo un análisis para determinar una valoración de las acciones de Atrys. En nuestro escenario más optimista, hemos calculado una valoración de €10,44 por acción, fundamentada en una serie de factores que abarcan un crecimiento de las ventas más pronunciado, la posición de la empresa en el mercado y su eficacia en la ejecución de su estrategia a largo plazo.

Por otro lado, en nuestro escenario más pesimista, hemos calculado una valoración de €6,54 por acción. En esta, hemos tenido en cuenta elementos como la posible volatilidad del mercado y la creciente competencia en el sector de la salud. Sin embargo, creemos que incluso en este escenario menos favorable, Atrys seguiría siendo capaz de generar valor para sus accionistas.

### Valoración por DCF (€ 8,79)

La valoración por descuento de flujos de caja (DCF) para las acciones de Atrys se establece en €8,79 por acción.

En el modelo de crecimiento a perpetuidad, hemos aplicado una tasa "g" del 2,0%, en contraposición a la tasa anterior del 3,0%. Esta tasa refleja nuestra perspectiva a largo plazo de que ATRYS crecerá en consonancia con la economía española. Este ajuste en la tasa de crecimiento perpetuo tiene un impacto significativo en la valoración de la empresa y refleja una visión más conservadora de su crecimiento a largo plazo.

En lo que respecta a la metodología del multiplicador EV/EBITDA residual, hemos utilizado un múltiplo de 10,0x, en contraposición al anterior de 11,0x. Esta elección se justifica por los multiplicadores bursátiles más altos con los que ATRYS ha cotizado históricamente y también por el hecho de que el crecimiento implícito a perpetuidad resultante en esta valoración es del 0,86%.

### Estimación del Valor de Empresa de ATRYS

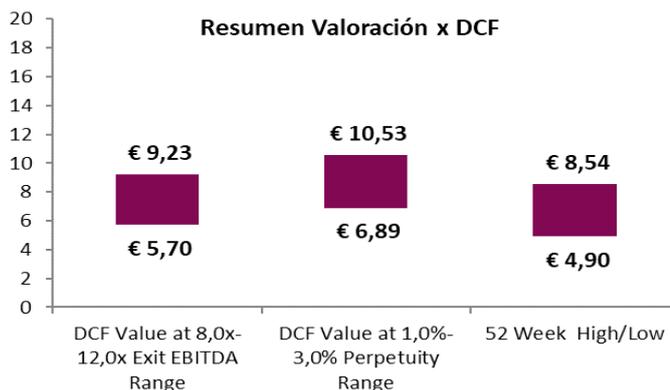
Perpetuity approach		Exit EBITDA multiple approach	
Normalized FCF in last forecast period (t)	58,1	Terminal year EBITDA	95,5
Normalized FCF <sup>t+1</sup>	59,3	Terminal value EBITDA multiple	10,0x
Long term growth rate (g)	2,00%	Terminal value	955
Terminal value	1.176,8	Present value of terminal value	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 value</i>	(49,0%)	(35,1%)	(42,9%)

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):					
€ 9,84	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	€ 748,0	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
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					
€ 7,73	8,0x	9,0x	10,0x	11,0x	12,0x	€ 587,9	8,0x	9,0x	10,0x	11,0x	12,0x
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

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

ATRY'S 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>						
<u>Growth rates &amp; margins</u>						
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%
<u>EBITDA</u>						
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>	4,8%	4,6%	21,4%	23,1%	25,3%	27,5%

Elaboración GPM

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

ATRY'S 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)

ATRY'S 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)

ATRY'S 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

## DISCLAIMER

Gestión de Patrimonios Mobiliarios S.V. S.A. (GPM) es una entidad supervisada por la CNMV y adherida al Fondo de Garantía de Inversiones (Fogain). Toda la información incluida en este informe ha sido recopilada y elaborada de buena fe a partir de fuentes que consideramos fiables. No obstante, GPM no ofrece ninguna manifestación ni garantía con relación a la integridad, veracidad o exactitud de dicha información, y por tanto, no asume ninguna responsabilidad al respecto.

GPM emite tres recomendaciones: comprar, vender y mantener. La recomendación de COMPRA se realiza para aquellas compañías en las que se espera una evolución un 10% o superior a la del mercado en el plazo de un año (según las referencias del Ibex 35 y el Índice General de la Bolsa de Madrid para valores españoles). Por otro lado, la recomendación de VENTA se emite para aquellas compañías en las que se espera una evolución un -10% o inferior a la del mercado en el mismo plazo. Finalmente, la recomendación de MANTENER se emite para aquellas compañías en las que se espera una evolución similar a la del mercado, con una horquilla de +/- 10%.

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

Los inversores deben tomar sus propias decisiones de inversión en función de sus objetivos específicos de rentabilidad y riesgo. Se debe tener en cuenta que la recomendación proporcionada en este informe podría no ser adecuada para todos los inversores y aquellos que tengan acceso a este documento deben ser conscientes de que los valores, instrumentos o inversiones mencionados en el mismo podrían no ser convenientes para sus objetivos de inversión específicos, su posición financiera o su perfil de riesgo. Además, 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. En consecuencia, GPM no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Los valores e instrumentos financieros están sujetos a fluctuaciones de precios y resultados de inversión, que pueden ser adversos y resultar en la pérdida de la inversión inicial del inversor. La inversión en futuros, opciones y valores de alta rentabilidad conlleva riesgos significativos y puede no ser adecuada para todos los inversores. En ciertos casos, las pérdidas pueden superar el capital invertido y, por lo tanto, los inversores pueden necesitar realizar aportaciones adicionales para cubrir tales pérdidas. Antes de realizar cualquier transacción en estos instrumentos, los inversores deben comprender su funcionamiento, derechos, obligaciones y riesgos, así como los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir un mercado secundario para dichos instrumentos. A la fecha de publicación de este informe, GPM no mantiene una posición larga o corta neta que exceda el 0,5% del capital del emisor al que se refiere este informe.

GPM cuenta con procedimientos y medidas de control establecidos en su Reglamento Interno de Conducta para prevenir y evitar conflictos de interés en sus operaciones. La política de conflictos de interés se encuentra disponible en nuestra web corporativa ([www.gpmbroker.com](http://www.gpmbroker.com)) y en nuestras oficinas.

Entre estas medidas, se encuentra la prohibición para los analistas y cualquier otra persona involucrada en la elaboración del informe de operar en el valor analizado o en instrumentos relacionados, si tienen conocimiento de información no pública o no revelada a los clientes sobre las fechas de difusión o contenido probable del informe. Asimismo, el analista responsable del informe no puede realizar operaciones personales en contra de la recomendación vigente. La remuneración del personal encargado de elaborar los informes no está vinculada, ni directa ni indirectamente, a las recomendaciones u opiniones expresadas en los mismos. La remuneración del personal encargado de elaborar estos informes no se encuentra ligada, ni de forma directa ni indirecta, a las recomendaciones u opiniones que se expresen en ellos.

Fecha de difusión: 4 de octubre de 2023 16:00

Fecha de producción: 3 de mayo de 2023; 18:00

Recomendaciones de GPM en los doce últimos meses [pinche aquí](#)

**Resumen Universo de Recomendaciones de GPM:**



Elaboración GPM (no incluye EIDF)

**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.**
- No ha participado como director o codirector en operaciones corporativas en los últimos 12 meses.
- Tiene un contrato de liquidez: **PRIM; EIDF; ATRY'S; MONDO TV; IFFE FUTURA. NEINOR.**

**Gestión de Patrimonios Mobiliarios S.V. S.A. es una entidad independiente fundada en 1987 especializada en intermediación y gestión de activos financieros.**

*GPM es miembro de la Bolsa de Madrid, Bolsa de Barcelona, MAB y Latibex, legalmente autorizada para operar en los mercados bursátiles por la Comisión Nacional del Mercado de Valores con el número de registro 105.*

*GPM cuenta con cualificados profesionales que le ofrecerán un amplio rango de soluciones de inversión, tanto si es cliente particular como corporativo. Para ello, ponemos a su disposición nuestra larga experiencia en mercados financieros mundiales y nuestra atención personalizada con la que conoceremos las necesidades de inversión de cada uno de nuestros clientes. GPM tiene su sede central en Madrid y oficina en Barcelona, donde estaremos encantados de recibirle para darle una atención personalizada. Además, mantiene representantes legalmente autorizados en las principales ciudades españolas.*

*GPM ofrece a sus clientes multitud de servicios financieros para cubrir todas sus necesidades, contamos con el mejor equipo de especialistas en cada departamento con el que garantizar la calidad e independencia de nuestros servicio.*

913 191 684

[info@gpmbroker.com](mailto:info@gpmbroker.com)

Calle de Montesa 38(Pasaje Martí) Local 1, 28006 Madrid

