Pangaea

LIGHT HOUSE IEAF ANÁLISIS INDEPENDIENTE DE COMPAÑÍAS

RENTA VARIABLE - ESPAÑA
Sector: Biotecnología - Investigación Médica

Fecha del informe: 16 oct 2020
Hora distribución: 13:00

Inicio de cobertura
Precio de Cierre: EUR 1,58 (15 oct 2020)

Pangaea Oncology (PANG) es una compañía biotecnológica española (Zaragoza) de pequeño tamaño, especializada en diagnóstico y tratamiento oncológico diferenciado y servicios a empresas (diagnóstico molecular y descubrimiento de biomarcadores para la industria farmacéutica). Dirigida por un equipo médico de primer nivel y que incluye a sus fundadores (c.25% del capital). La Familia Solans (Grupo Pikolin; c.30%), su socio de referencia.

Ana Isabel González García, CIIA – ana.gonzalez@lighthouse-ieaf.com
+34 915 904 226

La clave de bóveda es la velocidad de expansión de la biopsia líquida

UNA ESTRATEGIA DE CRECIMIENTO "ORGÁNICO" (TACC +14,2% -5Y), apoyado en un modelo de negocio mixto y complementario: 1) asistencia médica de precisión en oncología (69,1% de los ingresos consolidados) y 2) servicios a empresas de diagnóstico molecular en oncología (30,1%).

EL I+D ES CLAVE… Ha convertido a PANG en un socio de referencia de la industria farmacéutica en biopsia líquida. El I+D se centraliza en su laboratorio de diagnóstico molecular, apoyándose en un equipo médico y científico liderado por sus fundadores (referentes en la industria nacional/internacional).

…AUNQUE DIFÍCIL DE GESTIONAR. Con c. EUR 13Mn invertidos -5y, que han marcado su P/L y el consumo operativo de caja (>10y), viéndose "obligada" a reorientar su estrategia en I+D. Aunque reservándose una "call" sobre lo invertido.

CONTANDO, HASTA AHORA, CON EL RESPALDO DE SUS ACCIONISTAS: EUR 10,1Mn en capital ampliado -2y, con c. 60% destinado a compensar créditos (vinculados), que le han permitido mantener su ratio DN/FFPP <1x (2019).

MOMENTUM FAVORABLE (COVID), QUE IMPULSARÁ EL NEGOCIO EN EL M/P. Aprovechando la oportunidad de negocio ofrecida por el actual contexto sanitario, resultando en una aceleración del crecimiento (TACC +25,7% en ingresos +2y).

QUE LLEVARÁ EL EBITDA REC. Y EL BN A BREAK-EVEN EN 2021e…, en un escenario que elevaría el ROE al 11,1% +2y (vs. c. 15% ofrecido por una parte de la industria).

…Y FCF REC. POSITIVO (2021e), TRAS > 10Y "QUEMANDO" CAJA: FCF yield Rec. c. 3% (en línea con la industria), pero muy sensible al impacto por hitos.

PERO A L/P TODO PIVOTA SOBRE LA VELOCIDAD DE EXPANSIÓN DEL MERCADO DE BIOPSIA LÍQUIDA, aún pendiente de "despertar" (valorado en USD 1,5Bn 2019), y que ofrece un gran potencial de crecimiento (c. >20Bn en el muy l/p). Sobre el papel, la apuesta de PANG por la biopsia líquida como tecnología ganadora en oncología es correcta. Ahora, con un modelo de negocio coherente, y ante un momentum de beneficios favorable por Covid (2020 - 2022), la clave de bóveda es la velocidad de expansión de la biopsia líquida. Lenta hasta hoy. Pero que debería acelerarse. Con un impacto inmediato, por economías de escala, en crecimiento y rentabilidad.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	26,7	31,2
EV (Mn EUR y USD) (1)	29,3	34,4
Número de Acciones (Mn)	16,9	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	1,70 / 1,36 / 0,97	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación(2)	6,3	
Thomson Reuters / Bloomberg	PANGO.MC / PANG SM	
Cierre año fiscal	31-Dic	

Estructura Accionarial (%)(6)

Familia Solans (Grupo Pikolín)	31,3
Fundadores	25,9
GPI (Familia Domínguez, Mayoral)	14,1
Vidaro Inv. (Familia Villagrá Blanco)	6,6
Free Float	22,2

Datos Financieros Básicos (EUR Mn)

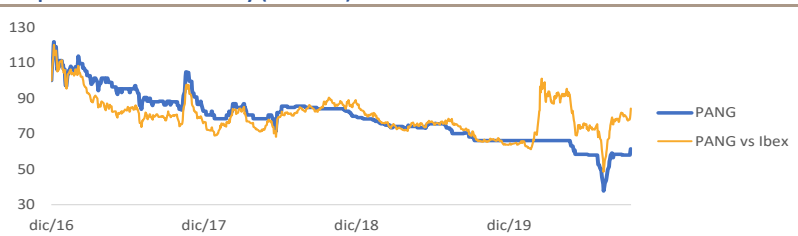
	2019	2020e	2021e	2022e
Nº Acc. ajustado (Mn)	15,0	16,9	16,9	16,9
Total Ingresos	3,3	4,7	6,7	7,4
EBITDA Rec.	-1,7	-0,3	0,8	1,2
% Var.	*25,3*	*81,9*	*361,2*	*46,9*
% EBITDA Rec./Ing.	*n.a.*	*n.a.*	*12,3*	*16,3*
% Var EBITDA sector(3)	*-20,0*	*-1,2*	*1,3*	*15,4*
Beneficio neto	-4,8	0,1	0,7	1,1
BPA (EUR)	-0,32	0,00	0,04	0,06
% Var.	*-286,4*	*101,1*	*n.a.*	*48,9*
BPA ord. (EUR)	-0,33	-0,02	0,04	0,06
% Var.	*-109,5*	*94,7*	*316,3*	*55,1*
Free Cash Flow Rec.(4)	-1,9	-0,5	0,8	1,0
Pay-out (%)	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	5,5	5,9	5,0	3,9
DN / EBITDA Rec.(x)	n.a.	n.a.	6,0	3,2
ROE (%)	*n.a.*	*0,7*	*8,2*	*11,1*
ROCE (%)(4)	*n.a.*	*1,4*	*5,8*	*8,2*

Ratios y Múltiplos (x)(5)

PER	n.a.	n.a.	37,4	25,1
PER Ordinario	n.a.	n.a.	41,6	26,8
P/BV	3,2	3,2	2,9	2,6
Dividend Yield (%)	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
EV/Ventas	8,85	6,24	4,37	3,95
EV/EBITDA Rec.	n.a.	n.a.	35,6	24,2
EV/EBIT	n.a.	n.a.	32,3	23,2
FCF Yield (%)(4)	*n.a.*	*n.a.*	*3,0*	*3,7*

(1) Para detalle del cálculo ver anexo 3.
(2) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.
(3) Sector: TR Europe Biotechnology & Medical Research.
(4) Ver Anexo 2 para Tasa fiscal teórica (ROCE) y cálculo del FCF recurrente.
(5) Múltiplos y ratios calculados con cotización a fecha de este informe.
(6) Fundadores: Topgenetics (Dr. Rafael Rosell Costa) 9,9%, BIOsense (Javier Rivela Rodríguez) 8,9%, Biolifepat (Dr. Santiago Ramón y Cajal Agüeras) 3,5%, Maectorax (Dr. José Antonio Maestre Alcácer) 3,5%

Comportamiento relativo -5y (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	5,3	6,0	-7,1	-7,1	-30,0	n.a.
vs Ibex 35	8,7	16,5	27,6	30,2	5,3	n.a.
vs Ibex Small Cap Index	7,9	1,8	-6,5	-3,4	-40,4	n.a.
vs Eurostoxx 50	9,9	12,2	4,8	9,0	-21,0	n.a.
vs Índice del sector(3)	3,1	7,4	-39,2	-30,8	-61,2	n.a.

(*) Salvo que se indique expresamente, todos los datos de este informe tienen como fuente: La Compañía, Thomson Reuters y Lighthouse.

Informe emitido por IEAF Servicios de Análisis, S.L.U. Lighthouse es un proyecto de IEAF Servicios de Análisis, S.L.U.
Este informe se ha realizado en base a información pública. El informe incluye un análisis financiero de la compañía cubierta. El informe no propone ninguna recomendación personalizada de inversión. Los inversores tan solo deben considerar el contenido de este informe como un elemento más en su proceso de decisión en materia de inversión. En las dos últimas páginas de este informe se incluye información legal muy importante sobre su contenido.

IEAF INSTITUTO ESPAÑOL DE ANALISTAS FINANCIEROS

Pangaea Oncology (PANG) es una compañía del BME Growth

BME Growth es el segmento destinado a empresas medianas y pequeñas de BME MTF Equity, dirigido y gestionado por la Bolsa Española (BME), estando sujeto a la supervisión de la CNMV. BME MTF Equity no es un Mercado Regulado, estando considerado como un Sistema Multilateral de Negociación (SMN), tal y como se define en la Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID). En julio de 2020, BME Growth obtuvo el sello de SME Growth Market, nueva categoría de la normativa de la UE, en España denominada Mercado de Pymes en Expansión.

BME Growth es el mercado de renta variable español para las empresas de reducida capitalización que desean crecer, estando dotado de una regulación especial, diseñada específicamente para ellas, y con costes y procesos adaptados a sus características particulares. BME Growth (antiguo MAB) empezó a operar en julio del 2009. Actualmente cotizan en él c.120 compañías. Las empresas que cotizan en BME Growth pueden optar por presentar sus estados financieros bajo NIIF o el Plan General de Contabilidad (PGC) y el Real Decreto 1159/2010 (NOFCAC).

La oportunidad de crecer en biopsia líquida. Pero, ¿a qué velocidad?

PANG es una historia de posicionamiento en medicina personalizada de precisión y "pionera" (mercado local) en biopsia líquida (en expansión). ¿Qué puede esperarse de la compañía a medio y largo plazo?.

A) 2015 -2019: crecimiento "orgánico" (refrendando su negocio) y racionalización del I+D

Modelo de negocio mixto posicionado en biopsia líquida

PANG ha apoyado su vocación investigadora en un modelo de negocio mixto orientado a un mercado acíclico y creciente (oncología). PANG ha apoyado su estrategia de crecimiento en la complementariedad de dos líneas de negocio que se retroalimentan: 1) asistencia médica de precisión en oncología (rentable, 69,1% de los ingresos consolidados; TACC -5y: 23,5%) y 2) servicios a empresas de diagnóstico molecular en oncología (30,1% ingresos del Grupo; TACC -5y: 1,6%), centralizados en su laboratorio de diagnóstico molecular de última generación (su activo diferencial; tecnología propia).

Socio de referencia para la industria farmacéutica

Su especialización en biopsia líquida la ha convertido en un socio de referencia para la industria farmacéutica, a la que presta servicios de: 1) laboratorio central para diagnóstico molecular (fármaco-genómica), 2) prueba de fármacos de terceros en líneas celulares (200 líneas celulares en cáncer, c. +2x vs. 2016), 3) validaciones de plataformas de diagnóstico y 4) diseño y validación de biomarcadores.

Una estrategia que le ha permitido registrar una TACC "orgánica" del +14,2% -5y, vs una industria que opta principalmente por el crecimiento inorgánico. PANG inició su andadura en base a acuerdos de gestión asistencial en oncología y patología molecular para centros hospitalarios privados (Dexeus, 2007). Desde 2016, año en que debutó en bolsa, la compañía ha conseguido:

Ingresos: TACC-5y +14,2% con mejora en indicadores de actividad

1) Ampliar su huella en el mercado hospitalario: +4 centros adicionales pertenecientes al Grupo QuirónSalud (cliente estratégico y principal palanca de crecimiento en servicios médicos).
2) Mejorar progresivamente sus indicadores de actividad (TACC -5y +36% en visitas médicas), habiendo alcanzado una cuota de mercado de c. 10% en Cataluña (2019e), diversificando su cartera de clientes (actualmente cuenta con >80 clientes, vs. <30 en 2016).
3) Consolidar su capacidad científica, renovando su cartera contractual con la industria farmacéutica (recurrencia de sus clientes > 50%).

Siendo el I+D clave en su estrategia… necesario para atraer y retener talento médico/científico en su plantilla, en un contexto de "escasez" en especialistas. Éste se centraliza en su laboratorio, apoyándose en un equipo médico y científico multidisciplinar, liderado por los fundadores de la compañía (Dr. Rafael Rosell, Dr. Santiago Ramón y Cajal y Dr. José Antonio Maestre), referentes en la industria (nacional e internacional).

c. EUR 13Mn en I+D -5y
EUR -13,9Mn EBITDA Rec. acumulado -5y

…Pero difícil de gestionar (ha marcado su P/L y el consumo operativo de caja durante >10y). PANG ha invertido un total de EUR 13,0Mn en investigación -5y (c. 50% destinados al desarrollo de fármacos, junto a su socio británico CRT), habiendo absorbido la rentabilidad generada por su línea de negocio de asistencia médica (acumula EUR -13,9Mn en EBITDA Rec. consolidado -5y).

Viéndose "obligada" a reorientar su estrategia en I+D…, y reservándose una "call" sobre lo invertido. La exigente inversión requerida para el desarrollo de fármacos, obligó a PANG a suspender la inversión en estas líneas de investigación (con un impacto de EUR -2,5Mn en el P/L 2019 por deterioros). No obstante, mantiene el 46% de la propiedad del programa de desarrollo (con CRT) para su potencial licencia, sin requerir de inversiones adicionales.

c. DN/FFPP<1x post EUR 10,1Mn en ampliaciones de capital (-2y)

Habiendo logrado mantener su ratio DN/FFPP <1x, gracias a sendas ampliaciones realizadas -2y (EUR 10,1Mn), en las que c. 60% del capital ampliado se ha destinado a compensar créditos (vinculados). La DN se situó en EUR 5,5Mn 2019, estando c. 30% de la deuda bruta vinculada a accionistas de referencia.

B) 2020-2022e, un contexto favorable que impulsará el negocio: por COVID (m/p) y vía expansión del mercado de biopsia líquida (l/p)

Bien posicionada para aprovechar el potencial del mercado

Su modelo de negocio gira en torno a un círculo "virtuoso" para aprovechar el potencial del mercado. Un modelo de negocio "diferenciado" basado en la plena integración de su equipo de laboratorio de biología molecular (especializado en biopsia líquida) con el equipo médico asistencial, retroalimentando a la vez la generación de proyectos (I+D) en oncología, con los que nutrir a la industria farmacéutica.

Ingresos consolidados: TACC+25,7% +2y aupados por la crisis COVID

Aceleración del crecimiento de ingresos (TACC +25,7% +2y), aupados por el COVID... Nuestras estimaciones contemplan una aceleración del crecimiento en ingresos (m/p), que alcanzarán EUR 7,4Mn 2022e (> +2x vs. -3y; TACC +25,7% +2y), sustentado en: 1) la expansión del negocio de asistencia médica (mayor penetración hospitalaria; TACC 7,6% +2y), 2) la ampliación de la cartera contractual de servicios a empresas y 3) su diversificación vía incorporación de líneas de negocio vinculadas a la gestión del Covid-19 (producción y diagnóstico de PCR, test rápidos, unidad de I+D).

Servicios a empresas: motor de crecimiento m/p (Ingresos TACC+44,1% +2y)

…que emerge como oportunidad de negocio, impulsando (m/p) el área de servicios a empresas. PANG ha aprovechado su *know how* y el actual contexto sanitario para: 1) crear una unidad de I+D, para la generación y búsqueda de biomarcadores predictivos de la evolución clínica de los pacientes afectados por Covid-19, 2) ampliar su capacidad de diagnóstico, incorporando una nueva línea de producción y diagnóstico PCR, test rápidos de anticuerpos y ELISA para Covid-19, que se reforzará con la comercialización (c/p) de tests de antígenos y 3) crear una unidad de servicios de pre-clínica en COVID (industria farmacéutica). Los ingresos vinculados al COVID contribuirán a c. 60% de los ingresos de esta división +2y (TACC +44,1% +2y).

Y respaldado por un flujo de noticias (favorable), que mejora la visibilidad del negocio. PANG se ha mostrado especialmente activa desde que estallase la pandemia, acompasando la diversificación de su negocio hacia el COVID, con el anuncio de sendos contratos en esta área (PharmaMar, In3BIO,…).

Alcanzando el break-even en EBITDA Rec. y BN (2021e)

Llevando el EBITDA Rec. y el BN a break-even en 2021e. Como resultado de: 1) el aumento en la facturación, 2) la racionalización en su I+D (EUR 1,8Mn 2020e, -20,0% a/a), que tenderá a c. 20% s/ingresos +2y (en línea con la industria) y 3) una tasa fiscal <10% en el m/p (EUR 3,1Mn en BINs 2019). Este escenario elevaría el ROE al 11,1% +2y (en ausencia de nuevas ampliaciones de capital), vs. pérdidas entre sus comparables y el c. 15% ofrecido por las compañías que comercializan equipos médicos avanzados.

Y FCF Rec. positivo (EUR 0,8Mn 2021e)

Y generando FCF Rec. positivo ese mismo año, tras > 10y "quemando" caja. Siendo la inversión en I+D el capítulo que más seguirá impactando en el FCF de PANG (m/p). Contemplamos EUR 0,8Mn en FCF Rec. 2021e, con un FCF yield Rec. de c. 3% (en línea con la industria). No obstante, su comportamiento será muy sensible, entre otros, al potencial cobro de hitos contractuales adicionales por prestación de servicios.

Progresiva reducción del endeudamiento (desde 2021e)

Aunque con un endeudamiento a "priori" elevado, pero que ha contado (hasta ahora) con el comodín del patrocinio. C. 20% de su deuda está subvenciona (CDTI), estando c. 30% vinculada a su socio mayoritario (Familia Solans; 31,3% del capital). Este último ha proporcionado recurrentemente financiación a PANG, que ha sido en gran medida capitalizada (EUR 8,5Mn en el periodo 2016-2019, c. 50% de las ampliaciones de capital realizadas en dicho periodo). La generación de caja a partir de 2021e, y el potencial apoyo de su accionariado permitirá hacer frente al vencimiento de la deuda (c. 30% de la deuda vence > 2022).

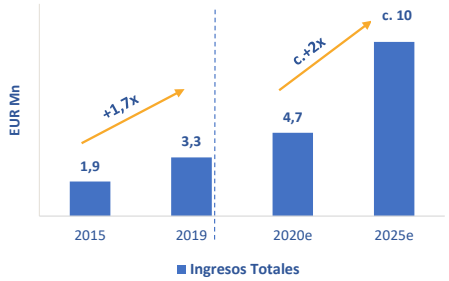
C) ¿Pero, qué podemos esperar de PANG en el muy (muy) l/p?

PANG se ha especializado en el segmento de biopsia líquida, en el que persigue posicionarse como referente europeo en diagnóstico y tratamiento del cáncer. Este mercado aún pendiente de "despertar" (valorado en USD 1,5Bn 2019), ofrece un importante potencial de crecimiento (c. +20Bn en el muy l/p), especialmente en secuenciación masiva (NGS; capacidad tecnológica con la que cuenta su laboratorio).

Posicionada en un mercado (biopsia líquida) con potencial de crecimiento (l/p)

Los avances tecnológicos en biopsia líquida, junto a la creciente evidencia científica sobre su eficacia y ventajas fármaco-económicas (abaratamiento de su coste en un contexto de creciente aumento del gasto sanitario), respaldarán el crecimiento del mercado (propiciando la penetración de su uso clínico), impulsando los ingresos de PANG en el más l/p. Así, sería lógico esperar que su línea de negocio de diagnóstico molecular lidere el crecimiento de los ingresos del Grupo en el más largo plazo, que llegarían a duplicarse +5y.

Gráfico 1. Evolución teórica de ingresos (l/p)



Y potencial de mejora de la rentabilidad a l/p

Una "foto" que no puede ser capturada en compañías en expansión ("growth"), como PANG, vía DCF basados en estimaciones de m/p. Quizás, la mayor incertidumbre gira entorno al ritmo/velocidad de penetración de la biopsia líquida en la práctica hospitalaria, y su materialización final en el P/L del Grupo.

Además, PANG mantiene derechos sobre la potencial licencia (a l/p) de alguno de los fármacos desarrollados (hasta 2018) junto a su socio británico CRT, lo que podría impactar de pleno en el P/L del Grupo. También sería factible que la biotecnológica se apoyase en su know-how para cerrar nuevas alianzas con socios (financieros/industriales) que le permitan reposicionarse en el desarrollo de fármacos, sin lastrar su P/L.

En una industria inmersa en el M&A

Por otro lado, la intensidad del M&A en el segmento de la biopsia líquida debería mantenerse en el medio/largo plazo como vía de crecimiento en la industria. En este sentido, no descartamos que PANG pueda verse inmersa en movimientos de concentración sectorial (pasiva o activa, en áreas en crecimiento, de contar con el pulmón financiero necesario).

Oportunidad vs Velocidad. El equity story de PANG hoy se basa en 4 factores de los que 3 ya parecen validados y se "dan por buenos":

1) Un modelo de negocio orientado al crecimiento. Apuesta por una tecnología (biopsia líquida) con expectativas racionales de alto crecimiento. Y sinergias de ingresos creíbles entre las diferentes áreas de negocio. La "lógica" apunta a altos crecimientos en el l/p.
2) Momentum: Estallido del Covid-19 y movimiento rápido de PANG hacia la oportunidad que esto implica en términos de negocio en diagnóstico. TACC de ingresos de c.+25% hasta 2022. Alcanzando break even ya en 2021.
3) Balance. Entendido como la capacidad para financiar el crecimiento esperado. Posición de deuda elevada, pero: 1) reducción progresiva desde 2021, 2) compromiso histórico de los accionistas de referencia, y 3) acuerdos eficaces para contener la "factura" de I+D.

La clave de bóveda es la velocidad de expansión de la biopsia líquida

Es decir, PANG estaría, sobre el papel, en el lugar correcto y en el momento adecuado. Tan solo falta un ingrediente: la velocidad. La velocidad a la que crezca la penetración de la biopsia líquida como tecnología. Esa velocidad ha jugado en contra hasta 2020. Y es la única incógnita por resolver en un equity story muy claro. Es cierto que, como en cualquier negocio, hay otros riesgos. Pero éste, la velocidad de expansión de una tecnología aparentemente ganadora, es la clave de bóveda del equity story de PANG.

Descripción del negocio

En la vanguardia de la oncología de precisión (medicina personalizada)

Pangaea Oncology (PANG) es una compañía de pequeño tamaño (EUR 26,7Mn Market Cap), con sede en Zaragoza (pre-2017 en Barcelona), que presta servicios médicos de precisión en oncología (basados en la genética humana). Constituida en 2006, cotiza (desde 2016) en el mercado BME Growth (antes Mercado Alternativo Bursátil, MAB).

PANG presta servicios de diagnóstico y tratamiento oncológico diferenciado (medicina personalizada), mediante dos líneas de negocio interrelacionadas y complementarias: 1) Gestión asistencial, mediante su filial (100%) Instituto Oncológico Doctor Rosell (IOR; cuota de mercado de c. 10% en Cataluña) y 2) Servicios a empresas (principalmente de diagnóstico molecular oncológico, que se apoya en un equipo médico y científico multidisciplinar liderado por los fundadores de la compañía (Dr. Rafael Rosell, Dr. Santiago Ramón y Cajal y Dr. José Antonio Maestre) y un laboratorio de diagnóstico molecular de última generación que emplea tecnología propia. Su principal diferenciación reside en la plena integración del equipo de su laboratorio de biología molecular con el equipo médico asistencial, resultando en mejoras terapéuticas para sus pacientes. Adicionalmente, la relación circular existente en su negocio, retroalimenta la generación de ideas de I+D en oncología para la industria farmacéutica, generando nuevas vías de ingresos (I/p).

Gráfico 2. Ingresos consolidados (PANG)

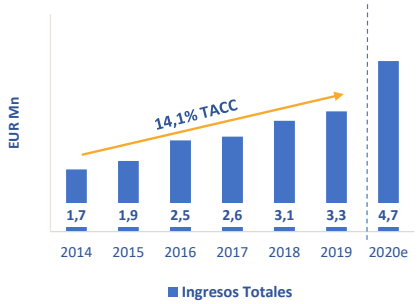
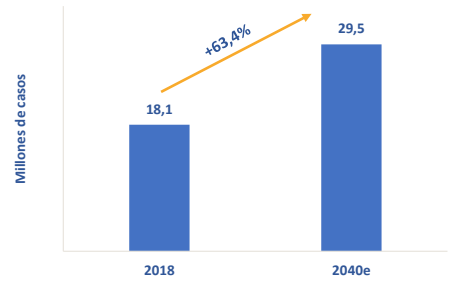
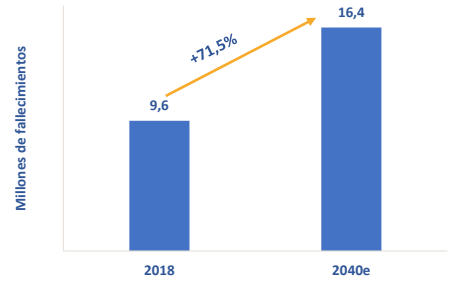


Gráfico 3. Incidencia de tumores en la población a nivel mundial



Fuente: Sociedad Española de Oncología Médica "Las cifras del cáncer en España 2020"

Gráfico 5. Fallecimientos a nivel mundial relacionados con tumores

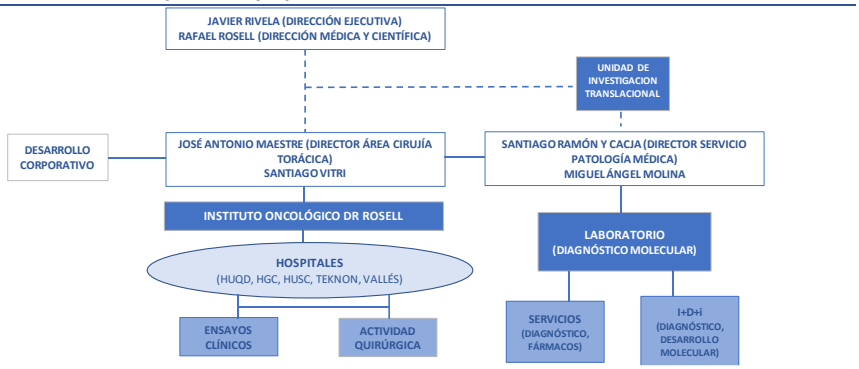


Fuente: Sociedad Española de Oncología Médica "Las cifras del cáncer en España 2020"

Con un prestigioso equipo directivo (médico y científico)

Los fundadores de PANG están plenamente involucrados en la gestión del Grupo. El servicio oncológico de IOR está dirigido por el Dr. Rafael Rosell[1] (referente internacional en cáncer de pulmón), director de los servicios de oncología de los hospitales con los que colabora PANG. IOR cuenta con un equipo de médicos oncólogos especializados en los principales tipos de cáncer (patologías con incidencias crecientes), que se apoya en un equipo de cirugía, dirigido por el Dr. José Antonio Maestre, de reconocido prestigio internacional (cirugía torácica).

Gráfico 4. Estructura corporativa y operativa



Adicionalmente, el área de patología molecular (clave en el tratamiento del paciente) está dirigida por el Dr. Santiago Ramón y Cajal[2], perteneciente a una prestigiosa saga familiar de médicos y científicos (nacional/internacional). La complementariedad de ambas líneas de negocio y el equipo multidisciplinar (técnicos, biólogos y patólogos altamente cualificados y especializados) en el que PANG apoya su estrategia, persigue maximizar la calidad y eficacia de los tratamientos de los pacientes mediante su personalización.

Posicionada en un mercado creciente (oncología)…

El cáncer, cuya creciente incidencia alcanzó c. 18Mn de casos diagnosticados a nivel global en 2018, sigue siendo una de las principales causas de muerte a nivel mundial. Ese año se

[1] Reconocido por The Lancet como el principal especialista en cáncer de pulmón en Europa, entre otros, es miembro del Comité Científico del Grupo Español de Cáncer de Pulmón (GECP) del que fue Fundador y Presidente, y miembro del Consejo Fundador de la European Thoracic Oncology Platform.

[2] Jefe de Servicio de Anatomía Patológica en el Hospital Vall d'Hebron (Barcelona), y Catedrático de Anatomía Patológica de la Universidad Autónoma de Barcelona, y Académico Numerario de la Real Academia Nacional de Medicina.

reportaron c. 9,6Mn de muertes vinculadas a enfermedades oncológicas, una cifra que irá en aumento (l/p). El cáncer de pulmón es el más letal, siendo responsable del 18,4% de los fallecimientos por tumores, seguidos por el cáncer colorrectal (9,2%) y el cáncer de estómago y de hígado (8,2% respectivamente). En este contexto, es previsible que el gasto oncológico mundial siga aumentando (TACC +3y: 9-12%) alcanzando c. USD 240Bn 2023e[3].

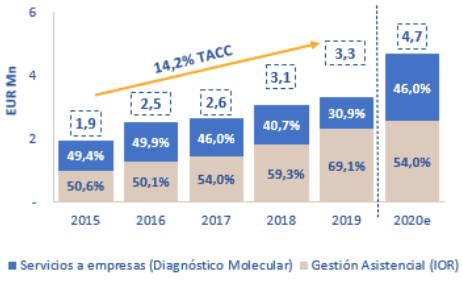
…y especializándose en medicina de precisión vanguardista (biopsia líquida)

PANG inició su andadura en base a acuerdos de gestión asistencial en oncología y patología molecular para centros hospitalarios privados (Dexeus, 2007), que le han permitido acceder al Grupo Quirón (cliente estratégico y principal palanca de crecimiento del negocio).

El Grupo cuenta actualmente con dos áreas de negocio complementarias enfocadas en patologías oncológicas: 1) gestión asistencial médica integrada y 2) diagnóstico molecular, apoyado en tecnología puntera en el área de biología molecular (especializado en biopsia líquida). Los ingresos del Grupo han aumentado c. 70% vs.-5y (EUR 3,3Mn 2019; 14,2% TACC).

La biopsia líquida emerge frente a la biopsia de tejido (técnica invasiva generalmente empleada en el diagnóstico oncológico), como una de las técnicas no invasivas más avanzadas para la detección de células tumorales circulantes[4] en muestras líquidas del paciente (sangre, orina, médula ósea o líquido cefalorraquídeo).

Gráfico 6. Contribución a los ingresos por línea de negocio



El año de su debut en bolsa (2016) la FDA aprobó el primer test de biopsia líquida[5], siendo "todo" buenos augurios respecto al potencial de mercado ofrecido por esta novedosa técnica (c. +USD 20Bn +5y)[6]. Pero la escasez inicial de evidencia clínica sobre su eficacia, junto a la falta de homogeneización en las técnicas existentes (reduciendo su coste), ha ralentizado su penetración. No obstante, la publicación de numerosos documentos científicos durante los últimos años respalda el crecimiento de este mercado.

Gestión asistencial integrada y diferencial: medicina oncológica personalizada

Que ofrece desde su filial IOR, especializada, hasta ahora, en oncología (con especial relevancia en cáncer de pulmón). IOR presta sus servicios actualmente a 5 hospitales privados (en Cataluña)[7], de los 52 centros que integran el Grupo Quirónsalud (adquirido en 2017 por el gigante alemán Fresenius). Los pacientes reciben tratamientos oncológicos integrales (servicios médicos y tratamientos clínicos y terapéuticos), que se apoyan en modelos de terapia basados en innovadoras técnicas de diagnóstico genético. Esta línea de negocio ha sido el principal motor de crecimiento, contribuyendo al 69,1% de los ingresos del Grupo 2019 (TACC -5y: +23,5%), y siendo la principal fuente de generación de caja.

IOR ofrece a sus pacientes (de mutuas y privados), la realización de pruebas médicas, de diagnóstico molecular y de servicios quirúrgicos. Adicionalmente, el reconocimiento de PANG en la industria farmacéutica permite a los pacientes de IOR acceder a terapias innovadoras, participando en ensayos clínicos con nuevos fármacos. PANG mantiene actualmente abiertos 88 ensayos para compañías farmacéuticas globales.

La estructura de negocio permite apalancar el crecimiento de los ingresos consolidados en la venta cruzada de servicios. La asistencia médica de los pacientes en IOR genera a su vez actividades de análisis de biología molecular realizadas en su laboratorio (c. 10% de los ingresos de IOR 2019), cuyo objetivo es el de personalizar los tratamientos oncológicos atendiendo a las características genéticas de la patología (mejorando su calidad, rapidez y eficacia).

Servicios a empresas (oncología) motor de crecimiento (m/p)…

PANG presta servicios de diagnóstico molecular (c. 50% de los ingresos de esta línea de negocio) y de descubrimiento de biomarcadores. Los ingresos por servicios a empresas, que se han mantenido estables -5y, contribuyeron al 30,9% de los ingresos consolidados en 2019

[3] IQVIA Institute: Informe 2019 Tendencias en oncología (2019 Oncology trends).

[4] ADN tumoral libre circulante (ADNtc) y microARN (miARN) y células tumorales circulantes (CTCs).

[5] Cobas: test de mutación EGFR, (ADN tumoral libre circulante en sangre) empleado para detectar la mutación genética en pacientes con cáncer de pulmón.

[6] Informe JP Morgan 2015 sobre Biopsia Líquida.

[7] Desde 2007 en el Hospital Universitario Quirón Dexeus (HUQD) y desde 2016 en el Hospital General de Catalunya (HGC), el Hospital Universitario Sagrado Corazón (HUSC) y el Centro Médico Teknon. En noviembre 2019 amplió sus servicios a Clínica del Vallés, con una contribución nula hasta la fecha.

(EUR 1,0Mn). El diagnóstico molecular es una técnica que combina las pruebas de laboratorio con la precisión de la biología molecular, para la identificación y el análisis de marcadores biológicos en el genoma y proteoma (código genético y su expresión como proteínas). Los avances en esta área (rapidez, precisión y mejoras fármaco-económicas "coste-beneficio"), están revolucionado el diagnóstico clínico.

La actividad se sustenta en su laboratorio central de farmacogenética de última generación en biología molecular, ubicado en el Hospital Universitario Quirón Dexeus, uno de los hospitales de referencia en Barcelona, donde la sociedad mantuvo su sede hasta 2017. Su laboratorio ofrece la posibilidad de realizar diagnósticos moleculares específicos (en función de las marcas genéticas propias que caracterizan a los diferentes tipos de tumores), personalizando los tratamientos de los pacientes de IOR (medicina personalizada).

…apoyado en un laboratorio de biología molecular (su activo diferencial)

Su laboratorio fue el primero en contar con la acreditación nacional de la ENAC[8] en farmacogenómica (2009; marcadores oncológicos en tejido), en mutaciones puntuales en biopsia líquida (2016; suero/plasma) [9] y, de modo más reciente (abril 2020) en técnicas de diagnóstico multiplexado (Next Generation Sequencing) en biopsia líquida[10].

PANG usa tecnología propia en biopsia líquida para el análisis de mutaciones[11], que permite tanto clasificar la existencia de la mutación, como cuantificar el nivel de la misma (esto último es clave en la monitorización de la evolución de un cáncer). La compañía continúa investigando con el objetivo de ampliar la validación en genes adicionales.

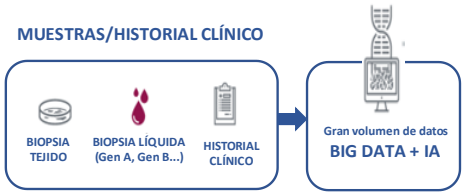
Que le convierte en un socio de referencia para la industria farmacéutica

Adicionalmente, PANG colabora con la industria farmacéutica, a la que presta servicios de: 1) laboratorio central para diagnóstico molecular (servicios de farmacogenómica: screenings o TAP[12], para la inclusión de pacientes en ensayos clínicos de fármacos dirigidos contra dianas específicas), 2) prueba de fármacos de terceros en líneas celulares (cuenta con una librería con 200 líneas celulares[13] (c. +2x vs. 2016) en 15 tipos diferentes de cáncer, entre otros, pulmón, próstata, páncreas, colon, ovario, mama), 3) validaciones de plataformas de diagnóstico, para otras empresas que desarrollan kits comerciales de diagnóstico molecular y que necesitan validar la efectividad de los mismos y 4) diseño y validación de biomarcadores[14] (servicios de I+D+i y de consultoría dirigidos a la estratificación genética de poblaciones diana objetivo[15] para sus tratamientos/fármacos, que eleven la respuesta a dichos tratamientos).

Estos servicios acaban derivando en la realización de ensayos clínicos en los que participan pacientes de IOR (cubriendo ambas líneas de negocio las diferentes partes de la cadena de valor de los ensayos clínicos). A modo de ejemplo, el reciente acuerdo cerrado con Roche para el desarrollo del estudio clínico de fase Ib/II VENEZO Lung (EUR 1,0Mn)[16]. La potencial firma de nuevos contratos con la industria (c/p) permitirán impulsar esta línea de negocio.

Su cartera de clientes cuenta con grandes farmacéuticas internacionales (Roche, Astrazeneca, GlaxoSmithkline, Merck Serono, Boehringer Ingelheim), biotecnológicas (Amgen, Clovis Oncology, Oryzon o PharmaMar), compañías especializadas en sistemas/plataformas de diagnóstico (Roche Molecular Systems, Qiagen, o, en el pasado, Thermo Fischer), laboratorios clínicos (Echevarne,…) y grupos cooperativos de investigación (ETOP[17],…).

Gráfico 7. Interés de la industria farmacéutica en el "Big Data"



Nota: la actividad de servicios médicos permite simultáneamente acumular datos del historial clínico de los pacientes.

8 Entidad Nacional de Acreditación.

9 Mutaciones en los genes EGFR, KRAS y BRAF. Acreditación ISO 15189 nº750 / LE15156.

10 Conforme a la norma ISO15189.

11 SOP09 (SOP: "standard operating procedure" o "procedimiento normalizado de trabajo"): cuya sensibilidad oscila entre un 72 y un 80% (dependiendo del gen) y con un 100% de especificidad.

12 Testing awareness platforms.

13 De los 200, 70 son modelos de resistencia a fármacos.

14 Algoritmos de alteraciones genéticas.

15 Modelos de estratificación (drug profiling).

16 Ensayo fase Ib/II de la combinación de Atezolizumab con vacuna de células dendríticas como tratamiento de mantenimiento en pacientes con carcinoma pulmonar de células pequeñas (SCLC) enfermedad extensa, tras tratamiento de inducción.

17 ETOP: European Thoracic Oncology Platform (Plataforma Europea de Oncología Torácica), organización sin ánimo de lucro establecida en Suiza para promover el intercambio de ideas y la investigación sobre tumores torácicos a la que pertenecen más de 50 asociaciones e instituciones de toda Europa.

Gráfico 8. Inversión en I+D

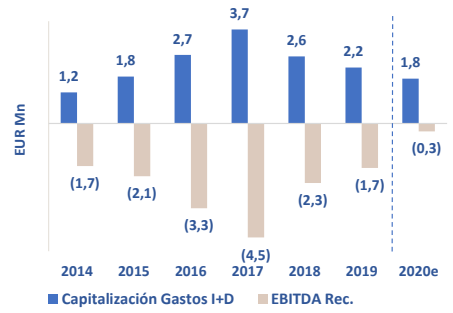


Gráfico 9. Deuda Neta vs. ampliaciones de capital

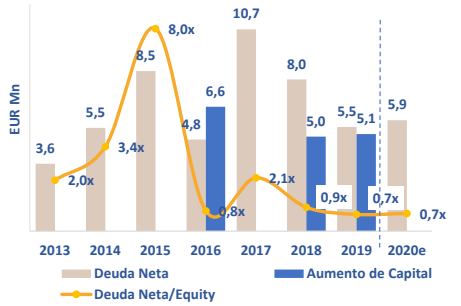
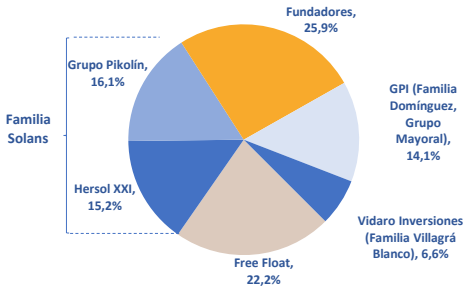


Gráfico 10. Accionariado



Y beneficiada por la actual crisis del Covid-19

PANG ha aprovechado el actual contexto sanitario para crear (mayo 2020) una unidad de I+D en su filial IOR (apoyándose en su know how en biopsia líquida), para la generación y búsqueda de biomarcadores predictivos (en fluidos biológicos) sobre la evolución clínica de los pacientes afectados por Covid-19. Adicionalmente, PANG ha ampliado su capacidad de diagnóstico, incorporando una nueva cadena de producción y diagnóstico de PCR, test rápidos de anticuerpos y ELISA[18] para Covid-19 (capacidad > 180.000 test anuales) y creado una unidad de servicios de pre-clínica en COVID a la industria farmacéutica. PANG espera también comercializar (c/p) test de antígenos.

Este giro de negocio ha venido acompañado con el anuncio de varios contratos, como el cerrado con la biotecnológica española PharmaMar (ensayo pre-clínico con Aplidina aplicado a Covid-19, que se completará en 2020) y con la multinacional inglesa In3BIO Ltd (EUR 1,0Mn; estudio clínico de su vacuna de cáncer de pulmón IN01, aplicada a Covid-19).

Aunque se ha visto "obligada" a reorientar su estrategia para el desarrollo de fármacos (I+D)…, reservándose una "call" sobre lo invertido

Por su naturaleza, PANG ha invertido un total de EUR 13,0Mn en investigación -5y (c. 50% destinados al desarrollo de fármacos). Para ello se ha apalancado en un acuerdo estratégico firmado con Cancer Research Technology (CRT, R.U.; 2016), con quien ha sintetizado >200 moléculas[19] a fin de llevar a preclínica tardía las de mayor potencial, para su posterior licencia.

No obstante, la exigente inversión requerida para los desarrollos de fármacos, junto a la necesidad de sanear su balance la ha llevado a reorientar su estrategia en I+D. La ratio DN/FFPP se ha conseguido mantener <1x gracias a sendas ampliaciones realizadas -2y (EUR 10,1Mn), en las que c. 60% del capital ampliado se ha destinado a compensar créditos (vinculados). La DN se situó en EUR 5,5Mn 2019, con c. 30% de la deuda bruta con accionistas de referencia.

En 2019 PANG suspendió la inversión en el desarrollo de fármacos con CRT, deteriorando los activos correspondientes (con un impacto de EUR -2,5Mn en el P/L 2019). Aun así, la novación contractual implementada con CRT (2018), permite a PANG mantener el 46% de la propiedad del programa para su potencial licencia, sin requerir inversiones adicionales.

Un accionariado estable y comprometido

La participación en el capital de los socios fundadores se ha ido diluyendo progresivamente desde el debut de la cotización. Éstos conservan actualmente el 25,9% del capital (vs. 42% en 2016) a través de las sociedades Topgenetics S.L., BIOsense S.L., Biolifepat S.L. y Maectorax S.L.U., en las que mantienen participaciones de control.

Adicionalmente, cuenta con dos socios de referencia: la familia Solans, con el 31,3% del capital a través de dos sociedades (Grupo Pikolín y Hersol XXI S.L.) y la Familia Domínguez (dueños de Mayoral), a través del 14,1% de Global Portfolio Investments (GPI). La familia Solans ha proporcionado en el pasado y de forma recurrente financiación a la Compañía (préstamos otorgados mediante sus sociedades Hersol XXI y Ebrosol Inversiones), que han sido en gran parte capitalizados (EUR 8,5Mn acumulado en el periodo 2016-2019, c. 50% de las ampliaciones de capital realizadas en dicho periodo). Como resultado, su participación (enero 2020) se había incrementado en +2,7p.p. desde 2016, habiéndose reducido -7,9p.p. desde principios de año (-6,6p.p. este mes de octubre, para dar entrada en el accionariado a la Familia Villagrá Blanco, a través de Vidaro Inversiones) Su segundo accionista de referencia (Familia Domínguez) también ha reforzado su participación en el capital durante las rondas de financiación realizadas desde 2018 (+8,5p.p. en el mismo periodo). Free-float > 20%.

En definitiva: ¿qué es PANG hoy? ¿a dónde se dirige?

Su origen (biotecnología) ha marcado el P/L de PANG y su consumo operativo de caja durante >10y. "El dinero es el rey" es una expresión que adquiere especial relevancia en el universo de la biotecnología. Es clave a la hora de atraer/retener talento para desarrollar el I+D+i necesario, en una industria en la que los plazos para la generación de ingresos derivados de tales

[18] El análisis de anticuerpos IgM e IgG se realiza mediante el test de referencia ELISA.

[19] Desarrollo de nuevas entidades químicas (New Chemical Entities, NCEs) dentro del Programa enfocado a encontrar un inhibidor de PAK, proteína quinasa relacionada con el desarrollo de cáncer de ovario, pulmón y de mama (entre otros), contra la que no existen actualmente tratamientos en el mercado.

desarrollos pueden llegar a ser especialmente largos (especialmente en el desarrollo de fármacos).

En este contexto, PANG ha apoyado su vocación investigadora en un modelo de negocio mixto orientado a un mercado creciente (oncología), en base a dos divisiones que se complementan y retroalimentan: 1) servicios de asistencia médica de precisión en oncología (rentable, 69,1% de los ingresos consolidados; TACC -5y: 23,5%; medicina personalizada), y 2) área de servicios de diagnóstico molecular en oncología a empresas (principalmente en la industria farmacéutica), centrado en su laboratorio vanguardista (especializado en biopsia líquida), en la que desarrolla su I+D (30,1% ingresos del Grupo; TACC -5y: 1,6%). Adicionalmente, PANG se reserva una "call" sobre la inversión en I+D realizada junto a su socio británico (CRT), que podría impactar en el P/L en el más l/p.

A pesar de que el crecimiento inorgánico es la principal vía escogida por una industria, especialmente competitiva, para acelerar la expansión del negocio, el crecimiento de PANG ha sido puramente orgánico (TACC -5y: +14,2%). En estos años, PANG ha logrado consolidar tanto su capacidad científica (renovación de la cartera contractual con la industria farmacéutica; >100 contratos, con una recurrencia de sus clientes > 50%), como de mejora en sus indicadores de actividad (TACC -5y +36% en visitas médicas, que se mantiene en doble dígito, +14,5% -2y) y en la diversificación de su cartera de clientes (actualmente con >80 clientes vs. <30 en 2016).

Siendo lo más relevante el círculo "virtuoso" establecido como modelo de negocio, que la posiciona en buen lugar para aprovechar el potencial del mercado

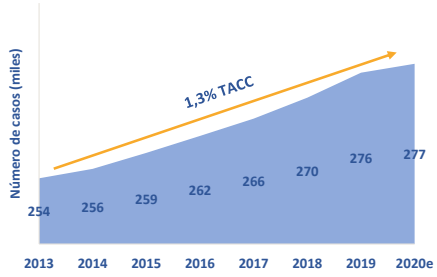
Su modelo de negocio "diferenciado" se sustenta en la integración plena de su equipo de laboratorio de biología molecular con el equipo médico asistencial, retroalimentando a la vez la generación de proyectos (I+D) en oncología, con los que nutrir a la industria farmacéutica, y posicionado en el creciente mercado de la biopsia líquida.

Su vocación científica ha llevado a PANG a posicionarse como pionera a nivel nacional en este segmento de mercado aún incipiente. Los avances con esta tecnología y la creciente evidencia científica sobre su eficacia y ventajas fármaco-económicas (abaratamiento de su coste en un contexto de creciente aumento del gasto sanitario), sustentará el crecimiento del mercado (aceleración de la penetración en el uso clínico de esta técnica). PANG cuenta con el *know-how* y la capacidad para poder aprovechar el impulso de mercado en el medio/largo plazo.

No obstante, la mayor incertidumbre gira entorno al ritmo/velocidad de penetración de esta técnica en la práctica hospitalaria, y su materialización final en el P/L del Grupo.

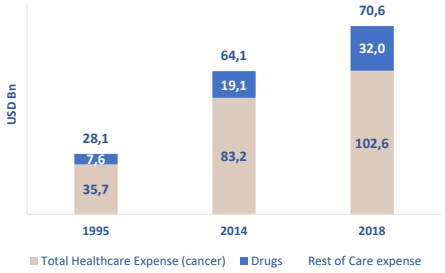
Giro en oncología hacia la medicina personalizada: biopsia líquida, un mercado (aún) pendiente de explosionar

Gráfico 11. Incidencia de tumores (España)



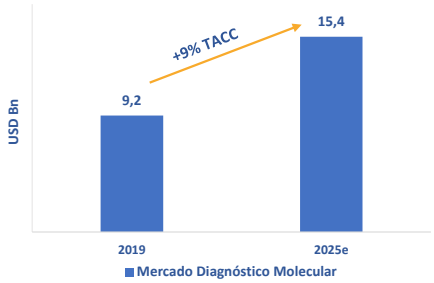
Fuente: Sociedad Española de Oncología Médica "Las cifras del cáncer en España 2020"

Gráfico 12. Gasto sanitario relacionado con el cáncer en Europa



Fuentes: The Cost of Cancer in Europe 2018 (European Journal of Cancer Vol.129); The cost and burden of cancer in the European Union 1995-2014 (European Journal of Cancer Vol.66)

Gráfico 13. Mercado global de diagnóstico molecular



Fuente: GrandView Research

Las enfermedades oncológicas (área terapéutica en la que se ha posicionado PANG) son una de las principales preocupaciones sociosanitarias a nivel mundial. Son la segunda causa de muerte (9,6Mn fallecimientos 2018 a nivel global) y su tasa de incidencia sigue creciendo. Según la OMS, 2018 registró 18,1Mn nuevos casos a nivel mundial (c. +45% vs. -10y), siendo previsible un aumento de su casuística durante las próximas dos décadas (c. +60%, 29,4Mn 2040e). En España, esta patología fue responsable de c. 30% del total de fallecimientos en 2018[20], siendo el cáncer de pulmón el más letal (c. 20% de los fallecimientos por cáncer). La previsión (2020) apunta a c. 280.000 nuevos casos diagnosticados en España[21].

El coste sanitario europeo en oncología ha ido en aumento (+13,8% TACC -5y en el gasto en fármacos). En España, el coste total estimado relacionado con el cáncer (directo/indirecto) habría alcanzado c. EUR 19,3Bn en 2018 (c.1,6% del PIB)[22], que incorpora un coste sanitario directo de EUR 9,3Bn (vs. c. EUR 7Bn -3y)[23]. Al impacto en el gasto de la llegada de novedosos tratamientos y de la creciente concienciación de las ventajas de la detección temprana, se une el inherente al alargamiento de los tratamientos en pacientes diagnosticados (mayor tasa de supervivencia, por el aumento en alternativas de tratamientos en pacientes reincidentes).

Claro giro en oncología hacia la medicina de precisión

El mercado oncológico tiende hacia la medicina de precisión: c. 50% de los fármacos oncológicos lanzados al mercado en 2018 incluían biomarcadores[24] predictivos en su indicación aprobada[25]. El uso de biomarcadores persigue personalizar los tratamientos médicos (elevando su eficacia), lo que redundaría en la contención de costes (minorando las recaídas de los pacientes).

Por otro lado, la medicina de precisión y los biomarcadores han aumentado la complejidad de los ensayos clínicos, haciendo que los biomarcadores cuantitativos y la carga de mutaciones tumorales, sean clave en el proceso de aprobación de fármacos. A fin de mejorar la productividad del pipeline oncológico de la industria farmacéutica (a la cola vs. el de otras patologías), la industria ha adoptado como estrategia el cribado de los pacientes a incluir en sus ensayos clínicos (vía estratificación genética). El uso de tests con biomarcadores en los ensayos redunda en una considerable mejora de la productividad (c. +70%).

Diagnóstico molecular: un mercado que sigue creciendo

El diagnóstico molecular es una técnica que combina las pruebas de laboratorio con la precisión de la biología molecular, para la identificación y el análisis de marcadores biológicos en el genoma y proteoma[26], a fin de identificar la predisposición para una enfermedad y su diagnóstico. Los avances en esta área están revolucionado el diagnóstico clínico. Las mejoras (rapidez, precisión) en la detección y cuantificación específica de material genético en muestras biológicas, han sido especialmente relevantes para el tratamiento de enfermedades infecciosas y oncológicas. Así, el diagnóstico molecular se ha convertido en una herramienta clave para los equipos clínicos, revirtiendo en beneficio del paciente.

Su uso se ha ido generalizando, sustituyendo a las pruebas convencionales en muchas áreas de medicina de laboratorio (oncología, enfermedades infecciosas, química clínica y genética clínica,…). Diversas fuentes apuntan a un mercado global valorado en c. USD 9Bn (c. 35% en EE.UU.) para el que se estima una TACC de c. +9%, superando los USD 15Bn +5y. El mercado está

[20] Instituto Nacional de Estadística (INE).

[21] Sociedad Española de Oncología Médica: 277.234 casos en 2019.

[22] El impacto económico y social del cáncer en España (Oliver Wyman, 2020).

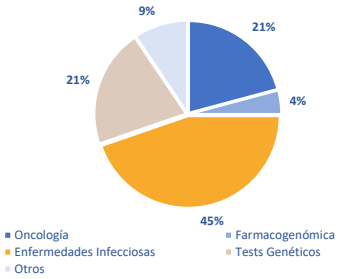
[23]: "La carga del cáncer en España", datos 2015 (Bristol-Myers Squibb y Omakase Consulting).

[24] Sustancia utilizada como indicador de un estado biológico.

[25] Iqvia (Global Oncology Trends 2019).

[26] El código genético expresado como proteínas.

Gráfico 14. Mercado Global de diagnóstico molecular por aplicación



Fuente: GrandView Research

dominado principalmente por aplicaciones en enfermedades infecciosas (c. 45%), dirigiéndose c. 20% a patologías oncológicas.

El envejecimiento poblacional, junto al aumento en la incidencia de enfermedades infecciosas y crónicas (especialmente en oncología) y al mayor conocimiento del papel que la genética juega en las enfermedades, fomentan la aceptación de la medicina personalizada (y el uso de diagnósticos de acompañamiento), impulsando el crecimiento del mercado. La farmacogenómica y la biopsia líquida son las principales tendencias del mercado.

Liderado por los PCR (ahora aupados por el Covid-19) y la secuenciación de nueva generación (NGS)

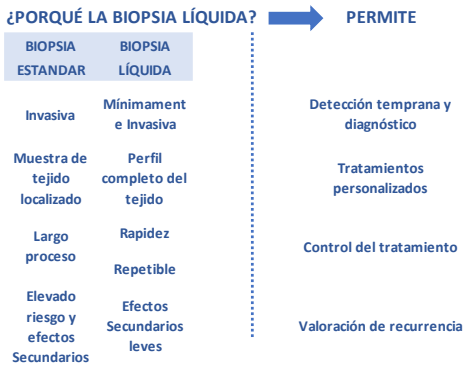
Los test PCR[27] son la tecnología más extendida en el mercado y principal impulsor de su crecimiento (gracias a las mejoras tecnológicas y a su actual uso en la gestión de la pandemia del Covid-19). Adicionalmente, la secuenciación también será una de las técnicas que experimentará mayor crecimiento (m/p). Los avances tecnológicos y la progresiva reducción de su coste serán factores que favorecerán su uso, especialmente en oncología, respaldado en el aumento de la prevalencia en esta patología y las bondades de su diagnóstico temprano.

Los test PCR están siendo una de las herramientas para la gestión de la actual pandemia del Covid-19, impulsando el P/L de las compañías posicionadas en este segmento de mercado (generó ingresos por c. USD 1Bn 2T20 a Thermo Fischer, c. 75% de su facturación consolidada).

Biopsia líquida: la vanguardia en medicina de precisión

El diagnóstico del cáncer se realiza principalmente mediante biopsia del tejido tumoral (de ser accesible el tumor o la metástasis). Esta técnica es invasiva, no estando exenta de efectos secundarios (sangrados, inflamaciones,…).

Gráfico 15. Diferenciación biopsia líquida vs biopsia estándar



Durante el desarrollo del cáncer, el cuerpo sufre cambios, liberándose biomarcadores también en el torrente sanguíneo. La biopsia líquida es una de las técnicas no invasivas más avanzadas en el diagnóstico oncológico, que permite detectar células tumorales circulantes[28] en muestras del paciente (sangre, orina, médula ósea o líquido cefalorraquídeo). Esta prueba permite, además de identificar el cáncer en sus primeras etapas, ayudar a controlar la eficacia del tratamiento adaptándolo al paciente (medicina personalizada de precisión).

Un mercado atractivo, pero aún incipiente…

Entre las principales ventajas que ofrecen las biopsias líquidas frente a otras técnicas oncológicas de diagnóstico, son: 1) menor coste, 2) capacidad de detección temprana, 3) facilitar el seguimiento terapéutico, 4) identificar la heterogeneidad tumoral 5) la detección de resistencias farmacológicas y 6) el mayor confort del paciente (evitando la cirugía).

Las expectativas sobre el potencial de mercado ofrecido por esta técnica se vieron reforzadas con la aprobación del primer test de biopsia líquida por la FDA (2016)[29]. JP Morgan estimaba (2015) una oportunidad de mercado de c. USD 20Bn (2020) para la secuenciación de nueva generación[30] (NGS, secuenciación masiva). La realidad difiere de lo inicialmente previsto, habiéndose retrasado la penetración de esta técnica: varias fuentes valoran el mercado actual en c. USD 1,5Bn., sin que la biopsia líquida haya conseguido reemplazar (hasta ahora) a las de tejido en ninguno de los potenciales mercados.

…con potencial de crecimiento (l/p): vía canibalización de técnicas convencionales y su adopción en investigación farmacéutica y terapia preventiva

A pesar de que su descubrimiento data de hace décadas, la falta de pruebas estandarizadas ha dificultado la investigación, ralentizando su adopción clínica. No obstante, el mercado ha ido ganando tracción durante los últimos años, anticipando los resultados de numerosos ensayos clínicos de pequeña escala (y posteriormente escalables) demostrando su eficacia. El aumento de publicaciones científicas en esta área, junto a los avances en la secuenciación de nueva

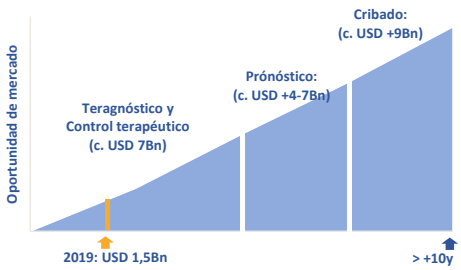
[27] Polymerase Chain Reaction (PCR; reacción en cadena de la polimerasa).

[28] ADN tumoral libre circulante (ADNtc) y microARN (miARN) y células tumorales circulantes (CTCs).

[29] Cobas Test de mutación EGFR, (ADN tumoral libre circulante en sangre) empleado para detectar la mutación genética en pacientes con cáncer de pulmón.

[30] Next Generation Sequencing (NGS): tecnologías destinadas a llevar a cabo la secuenciación masiva a gran escala de los ácidos nucleicos (ADN, ácido desoxirribonucleico y ARN, ácido ribonucleico).

Gráfico 16. Potencial de mercado para la biopsia líquida



Fuentes: LH e informe de JP Morgan "Liquid Biopsy" (2015). Nota: Teragnóstico es la estrategia de atención del paciente que integra diagnóstico y terapia.

generación impulsaran el crecimiento del mercado (l/p), posicionando a la biopsia líquida en lugar preferente dentro de la investigación (oncología).

Los avances en integración tecnológica que permita emplear técnicas de diagnóstico menos invasivas permitirán acelerar su penetración (l/p), superando los USD5Bn +5y. La mayor oportunidad de mercado la ofrecería su adopción como terapia preventiva (cribado poblacional).

Las adquisiciones de Foundation Medicine (2018), Genomic Health (2019), Qiagen y GRAIL (2020; con la última especializada en "big-data" enfocado en medicina personalizada) muestran el creciente interés de la industria por posicionarse en este segmento de mercado. Además, cabe señalar la creación de la European Liquid Biopsy Society (ELBS, 1T20)[31], con el objetivo de impulsar la penetración en la práctica clínica de esta técnica.

Un mercado liderado por grandes corporaciones…

Que operan en el área de diagnóstico molecular comercializando, también, los equipos médicos especializados, junto a compañías de investigación (cotizadas y privadas).La suiza Roche (Roche Diagnostics) lidera el mercado global, seguida de compañías como Qiagen (Holanda), Siemens Healthcare (Alemania), bioMérieux (Francia), Novartis (Suiza), junto a las estadounidenses Hologic, Abbott Laboratories, Thermo Fisher Scientific, Bio-Rad Laboratories, Becton Dickinson, Beckman Coulter Inc., Cepheid, Danaher y Agilent Technologies, entre otras. Entre los grandes laboratorios de diagnóstico molecular, destacan Exact Sciences y Guardant Health, con esta última siendo la referencia más clara para PANG. Adicionalmente, la española Atrys Health, que presta servicios de diagnóstico y tratamiento médico (radioterapia), cuenta con líneas de investigación en biopsia líquida.

La realización de las pruebas de diagnóstico molecular tiene lugar principalmente en centros de atención médica y laboratorios centrales (y en menor medida mediante la comercialización de pruebas de venta libre u "OTC"[32]. Es previsible que el crecimiento se concentre en los laboratorios (dada la mayor afluencia de pacientes y la accesibilidad a infraestructura innovadora y personal profesional capacitado). En el mercado local conviven grandes laboratorios europeos de referencia (como SynLab o Unilabs) junto a laboratorios nacionales de menor tamaño (Echevarne, Megalab, Cerba…). La mayoría de los laboratorios de diagnóstico molecular de I+D, que no comercializan equipos médicos arrastran pérdidas operativas.

Tabla 1. Principales actores en el segmento de biopsia líquida

Compañía	Mkt. Cap	EV	País	Cto. Ingresos 14-19	EBITDA/Vtas. 2019	DN/EBITDA 2019	EV/EBITDA	PER 2019
Laboratorios de Diagnóstico Molecular					**n.a.**	**n.a.**	**n.a.**	**n.a.**
Exact Sciences Corp	13.164,3	13.451,3	USA	250,1%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Guardant Health Inc	8.700,5	7.942,4	USA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Neogenomics Inc.	4.145,1	4.038,9	USA	38,3%	12,7%	-1,3	n.a.	580,4
Biocartis	282,9	297,5	Belgium	34,6%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Atrys Health	252,8	250,8	Spain	n.a.	18,0%	-0,4	n.a.	n.a.
MDXHEALTH SA	55,3	44,2	Belgium	1,7%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Biocept	54,5	36,1	USA	113,8%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Equipos Médicos Avanzados				**9,8%**	**28,3%**	**1,8**	**26,1**	**48,2**
Thermo Fischer	156.991,6	170.228,4	USA	10,3%	25,6%	2,3	29,2	47,5
Danaher	136.608,9	153.802,5	USA	8,5%	24,9%	0,4	38,7	63,0
Becton Dickinson	58.193,9	71.706,6	USA	18,9%	30,0%	3,6	15,1	53,6
Agilent	27.738,8	28.563,2	USA	7,5%	25,1%	0,8	24,5	28,9
Qiagen	10.360,3	11.181,8	Netherlands	4,1%	35,6%	1,8	23,0	n.a.
Líder Global								
ROCHE	248.566,6	259.861,8	Switzerland	7,5%	39,9%	0,2	11,5	19,1
PANG	26,7	29,3	España	22,3%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Bio Diagnósticos y Tests (1)	**n.a.**	**n.a.**	**n.a.**	**13,8%**	**23,4%**	**3,6**	**27,2**	**30,8**

[31] Sustituyendo al consorcio europeo patrocinador del proyecto de investigación CANCER-ID (2015-2019), promovido por la JV Innovative Medicines y patrocinado por la UE (Programa FP7/2007–2013).

[32] Over the counter (OTC).

Y con el M&A como estrategia industrial para acelerar el crecimiento

Además del esfuerzo de líderes del mercado por diversificar su cartera de productos (I+D) y la inversión en alianzas estratégicas (joint-ventures), la concentración ha sido una clara tendencia en la industria. Roche sigue siendo una de las compañías más agresivas en esta área: integración de Genentech (2009; USD 46,8Bn), seguidas de otras menores como Iquum (2014; USD 0,5Bn), GeneWeave (2015; USD 0,4Bn), Foundation Medicin (2018, USD 5,3Bn) o Spark Therapeutics (2019; USD 4,8Bn)[33].

Otros ejemplos son la adquisición de Genomic Health (referente en el segmento de biopsia líquida) por Exact Sciences (2019; USD 2,8Bn, 6,3x EV/Ventas y 42,5x EV/EBITDA), y de forma más reciente, las ofertas de Thermo Fisher sobre Qiagen (mayo 2020; USD 11,5 Bn; c. 25x EV/EBITDA) y de Illumina sobre GRAIL (septiembre 2020; USD 8Bn), estando esta última también posicionada en biopsia líquida. A título informativo, Qiagen adquirió (2018) a la española STAT-Dx[34], aliándose ese mismo año con NeuMoDx (cuya adquisición ha completado este año).

Una industria que aún tiene retos a superar…

El principal reto al que se sigue enfrentando la industria es la escasez de profesionales médicos (especialmente oncólogos) con conocimientos en el uso de las tecnologías más vanguardistas de diagnóstico molecular, limitando su adecuado uso. Por otro lado, el ahondamiento de la recesión generada por el Covid-19, podría frenar su expansión (dado su mayor coste vs. otras tecnologías).

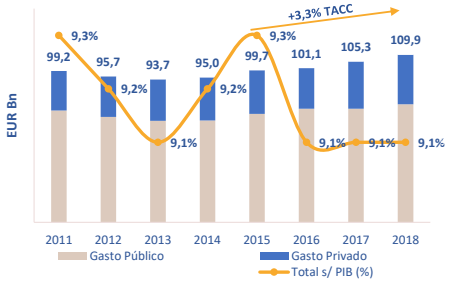
…y que contará (a favor) con el "reto" de la sostenibilidad del gasto sanitario

Las medidas de contención del gasto sanitario implantadas en España a principios de la pasada década, habrían permitido mantener el gasto sanitario público en c. 6,5% del PIB (EUR 77,4Bn 2018) y el gasto sanitario total en c. 9% del PIB, en línea con la media de los países de la OCDE. El sistema público asume c. 70% del gasto total (TACC 2015-2018: 2,9%, nivel que se habría mantenido en 2019).

No obstante, el aumento de la factura sanitaria, vinculada al envejecimiento poblacional, cronicidad de las enfermedades y el continuo progreso de los avances tecnológicos y científicos seguirán suponiendo un reto para la sostenibilidad de los sistemas sanitarios actuales. Las estimaciones de la OCDE, en un informe[35] previo a la pandemia del Covid-19, apuntaban a un aumento acumulado de c. +1p.p. sobre en la carga sanitaria en España (9,9% s/ PIB 2030e) y de c. +1,4p.p. en la media de los países europeos. Adicionalmente, la gestión sanitaria de la crisis del Covid-19 contribuirá a elevar el gasto público sanitario en 2020 (+0,4p.p. del PIB según Banco de España).

En este contexto, el sector hospitalario privado (al que se dirige PANG), complementaría al sistema público. A título informativo, el sistema sanitario nacional contaba con 806 hospitales en 2018 (458 privados), de los cuales 508 son hospitales generales y sólo 7 especializados en oncología.

Gráfico 17. Gasto sanitario (España)



Fuentes: "Sistemas de Cuentas de Salud, 2018" (Ministerio de Sanidad), "Informe anual del Sistema Nacional de Salud" (Ministerio de Salud, Consumo y Bienestar Social).

[33] Spark Therapeutics, compañía que generó c. USD 65Mn en ingresos acumulados -12m previos a la OPA, registrando EBIT negativo.

[34] Biotecnológica especializada en el desarrollo de tests de diagnóstico multiplexado de nueva generación.

[35] "Health at a Glance" (OCDE).

Un contexto favorable que impulsará el negocio: por COVID (m/p) y vía expansión del mercado de biopsia líquida (l/p)

Gráfico 18. Contribución a ingresos por divisiones

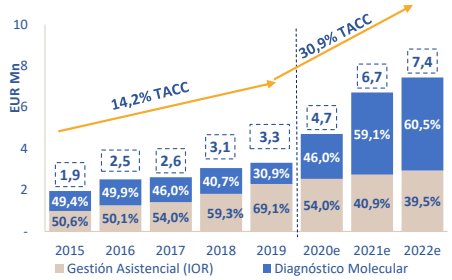
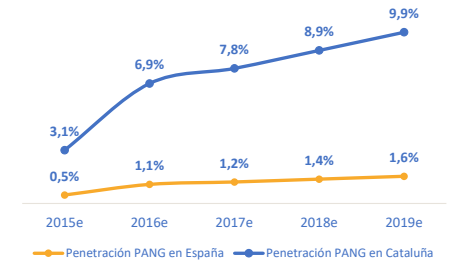
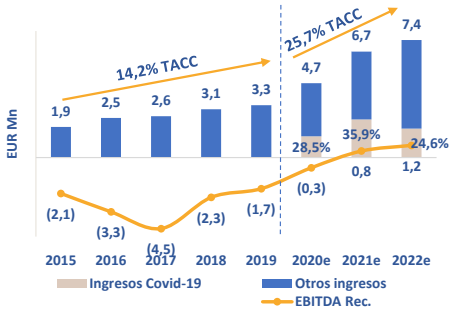


Gráfico 19. Cuota de mercado nacional en oncología (PANG)



Nota: Cuota de mercado en base a la incidencia oncológica.

Gráfico 20. Ingresos vs. EBITDA Rec. y contribución del negocio Covid-19 (%)



PANG presta servicios de diagnóstico y tratamiento oncológico integral y personalizado mediante dos líneas de negocio complementarias: 1) gestión asistencial, a través del Instituto Oncológico Doctor Rosell (IOR) y 2) servicios a empresas (diagnóstico molecular y descubrimiento de biomarcadores). Adicionalmente, PANG desarrolla actividades de investigación, un factor clave a la hora de atraer y retener talento médico/científico en su plantilla (51 publicaciones científicas en medios de impacto).

Mientras que los ingresos de su división de servicios a terceros (diagnóstico molecular) se han mantenido estables -5y (un promedio de c. EUR 1Mn/año), los generados por la asistencia médica (oncología) se han incrementado c.2,5x en el mismo periodo, alcanzando EUR 2,3Mn en 2019 (69,1% de los ingresos consolidados; TACC 23,5% -5y). Como resultado, su cuota de mercado se habría triplicado vs. -5y (situándose c. 10% en Cataluña y 1,5% a nivel nacional).

Además de los ingresos generados por las visitas médicas, IOR presta a sus pacientes servicios de inmunohistoquímica, ultrasonografía endobronquial (EBUS)[36], cirugía oncológica y diagnóstico molecular. PANG centra su actividad en el sector sanitario privado, estando el grueso de los c. 26.000 pacientes tratados en IOR cubiertos por aseguradoras. Según UNESPA[37], c. 70% de los ingresos de los centros privados proviene de las compañías aseguradoras (sector que cuenta con c. 10Mn de asegurados en España).

Aceleración del crecimiento de ingresos (TACC +25,7% +2y), aupados por el COVID

Nuestro escenario 2020-2022e contempla una aceleración del crecimiento en ingresos (m/p), que alcanzarán EUR 7,4Mn al final del periodo (> +2x vs. -3y; TACC +25,7% +2y). El crecimiento se sustentará: 1) en la expansión del negocio de asistencia médica (mayor penetración hospitalaria), 2) la ampliación de la cartera contractual de servicios a empresas y 3) su diversificación vía incorporación de líneas de negocio vinculadas a la gestión del Covid-19 (producción y diagnóstico de PCR, test rápidos, unidad de I+D).

Durante el pico de la gestión (nacional) de la pandemia (1S20), la saturación del sistema sanitario público habría obligado a derivar operaciones no demorables en diferentes especialidades (también oncológicas) desde hospitales públicos a los privados. La gestión de la pandemia ha implicado la colaboración entre la sanidad pública y la privada, propiciando un modelo de sanidad única, que podría reforzarse en el l/p. No obstante, el management de PANG descarta que su línea de negocio de asistencia médica se haya visto beneficiada por la desviación de pacientes hacia IOR.

La pandemia del Covid-19, una oportunidad de negocio

Por otro lado, PANG se ha mostrado muy dinámica en este nuevo contexto, habiendo lanzado una unidad de I+D en su filial IOR (para la generación y búsqueda de biomarcadores predictivos sobre la evolución clínica de los pacientes afectados por Covid-19) creando, además, una unidad de servicios de pre-clínica en COVID para la industria farmacéutica. PANG ha ampliado su capacidad de diagnóstico, incorporando una nueva cadena de producción y diagnóstico de PCR y ELISA[37] para COVID19 (capacidad > 180.000 test anuales).

Este movimiento ha reforzado su cartera contractual tanto en el área de investigación (PharmaMar, In3BIO), como en la gestión del Covid-19 (acuerdo con la CEOE Aragón y MAS Prevención, como laboratorio para la realización de pruebas PCR). Estimamos que el negocio vinculado al Covid-19 contribuya a c. 30% del crecimiento de los ingresos consolidados 2020-2022e.

[36] EBUS: acrónimo anglosajón para ultrasonografía endobronquial, una técnica que facilita el diagnóstico de las enfermedades con afectación del mediastino, como el cáncer de pulmón.

[37] El análisis de anticuerpos IgM e IgG se realiza mediante el test de referencia ELISA.

Gráfico 21. Evolución ingresos de asistencia médica (IOR)

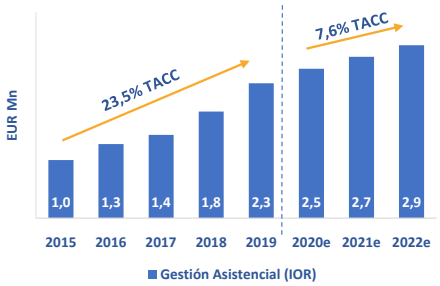


Gráfico 22. Evolución de las visitas médicas (IOR)

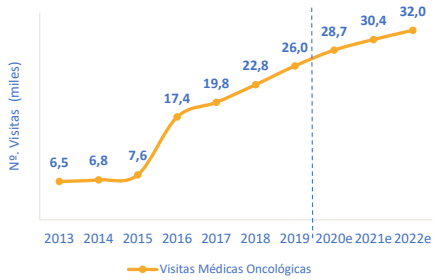
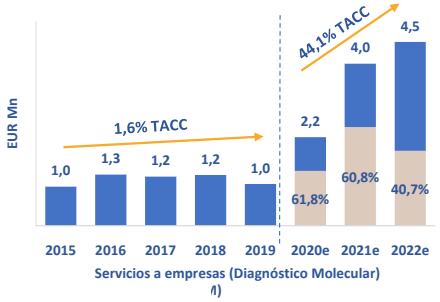


Gráfico 23. Ingresos por servicios a empresas



Nota: reportado en el pasado por PANG como línea de negocio de diagnóstico molecular

La gestión asistencial seguirá creciendo, aunque a menor ritmo (TACC 7,6% +2y)

Los ingresos generados por esta línea de negocio se situaron en EUR 2,3Mn en 2019 (TACC -5y: +23,5%), con un total de visitas médicas atendidas desde su filial IOR que se ha multiplicado c. +3,5x vs. -5y.

Aunque la actividad de servicios médicos se realiza actualmente en 5 hospitales, el grueso se genera en el hospital DEXEUS (c. 50% de las visitas realizadas), con el que colabora desde 2007 y en el que PANG ubica su laboratorio de diagnóstico molecular. No obstante, los 3 hospitales incorporados a su red en 2016 (Hospital General de Catalunya (HGC), Hospital Universitario Sagrado Corazón (HUSC) y el Centro Médico Teknon) han registrado crecimientos (-3y) de doble dígito. La contribución actual de la Clínica del Vallés, incorporada a finales de 2019, es por ahora irrelevante.

El crecimiento de la división se soportará en la progresiva penetración de sus servicios en los centros hospitalarios incorporados de forma más reciente a su red, cuya relación contractual (recientemente renovada) se extiende hasta 2022-2023 (superior a los periodos anuales habituales en la práctica contractual hospitalaria). A modo indicativo, el mayor tamaño del HGC (c. +2x vs. Dexeus) da una perspectiva "creíble" del potencial de crecimiento de esta línea de negocio. Nuestras estimaciones contemplan una TACC del 7,6% +2y, que elevará los ingresos a EUR 2,9Mn 2022e, soportado en un aumento de c. 25% en el número de pacientes tratados (que podría multiplicarse c. 1,5x +5y, sin estresar el modelo).

Siendo clave su capacidad para atraer talento

La ampliación de un cuadro médico de excelencia (pilar en su estrategia) será clave para impulsar esta línea de negocio (PANG cerrará 2020e con c. 15 oncólogos en plantilla). No obstante, esta tarea no deja de ser compleja dado el déficit nacional de oncólogos. De hecho, el aumento de la incidencia oncológica fomenta un modelo de oncólogo pluriempleado (sanidad pública y privada), que acaba perjudicando al paciente, al propiciarse el aumento de la ratio pacientes/médico/día. Esta situación contrasta con la práctica médica perseguida por PANG, que prima la atención al paciente (con más tiempo dedicado).

Adicionalmente, la innovación es continua en oncología (nuevas tecnologías, abordaje multidisciplinar, medicina personalizada), por lo que la proximidad a entornos de investigación es casi imprescindible para estar en la vanguardia terapéutica. Precisamente, el compromiso con el I+D de PANG, junto al elevado reconocimiento de su equipo directivo médico, es uno de sus principales reclamos a la hora de captar nuevo talento.

Por otro lado, la incorporación de nuevos centros hospitalarios a su red y/o oncólogos a su plantilla permitirán respaldar/acelerar el crecimiento de esta línea de negocio.

Servicios a empresas (diagnóstico molecular): motor de crecimiento (m/p) apalancado en la crisis "COVID"

PANG presta servicios de diagnóstico molecular (c. 50% de los ingresos de esta línea de negocio) y de descubrimiento de biomarcadores. Tras la estabilidad registrada en los ingresos de esta línea de negocio (EUR 1,0Mn en 2019; TACC 1,6% -5y), el contexto sanitario actual promovido por el Covid-19 impulsará la facturación (> +2x +2y).

Esta línea de negocio ha sido históricamente deficitaria, habiendo acumulado EUR -9,1Mn en pérdidas operativas -5y, al que su actividad de investigación habría contribuido con c. EUR -7Mn (c. 50% de los EUR 13Mn invertidos en I+D por el Grupo en el mismo periodo).

Apalancándose en su *know-how* en biopsia líquida, PANG ha aprovechado el actual contexto sanitario para crear (mayo 2020) una unidad de I+D en su filial IOR. Esta unidad se centra en la generación y búsqueda de biomarcadores predictivos sobre la evolución clínica de los pacientes afectados por Covid-19. PANG ha ampliado igualmente su capacidad de diagnóstico, incorporando una nueva línea de producción y diagnóstico PCR, test rápidos de anticuerpos y ELISA[38] para Covid-19, que se reforzará con la comercialización (c/p) de tests de antígenos. Adicionalmente, ha creado una unidad de servicios de pre-clínica en COVID para la industria

[38] El análisis de anticuerpos IgM e IgG se realiza mediante el test de referencia ELISA.

farmacéutica. Los ingresos estimados vinculados al COVID impulsarán el negocio en el m/p (aportando c. 60% de los ingresos de esta línea de negocio +2y).

Un continuo flujo de noticias, que aumenta la visibilidad del negocio

Tras el anuncio de su incorporación como laboratorio europeo de referencia para Qiagen (1T20; enfocado en la industria farmacéutica), PANG se ha mostrado especialmente activa desde que estallase la pandemia, acompasando la diversificación de su negocio hacia el COVID, con el anuncio de sendos contratos en esta área que mejoran la visibilidad de los ingresos.

Tabla 2. Flujo de noticias 2020

Fecha	Hecho Relevante
08/07/2020	**Contrato con In3Bio (COVID: EUR 1,1Mn; estudio clínico)**
	Cliente histórico de PANG en oncología.
02/07/2020	**Contrato con PharmaMar (Aplidina en COVID)**
	Pre-clínica in-vivo: modelo ratón humanizado HIMICE (ACE2), único en el mundo.
11/06/2020	**Concesión de subvención UE: programa Eurostars (EUR 0,3Mn; 60% del presupuesto total)**
	Proyecto E-PreBioM: Plataforma Pre-Clínica de Descubrimiento de Biomarcadores en Inmuno-Oncología basados en biopsia líquida.
03/06/2020	**Contrato con Roche (EUR 1,0Mn)**
	Estudio Venezolung (Fase 1b/II diseñado por investigadores de PANG).
27/05/2020	**Creación de Unidad de I+D COVID (Hospital Dexeus)**
	Empleo de biopsia líquida para COVID.
07/05/2020	**Primer laboratorio acreditado en Secuenciación Masiva (NGS) en biopsia líquida**
	Previamente primer laboratorio en farmacogenómica (2009) y en biopsia líquida para mutaciones puntuales (2016).
03/05/2020	**Acuerdo CEOE Covid Aragón**
	PCR, Test rápidos anticuerpos, ELISA; > 250 empresas diagnosticadas.
04/03/2020	**Alianza con la Qiagen (multinacional de diagnóstico) como 1 de sus 5 laboratorios de referencia**
	Programa europeo Day One Readiness; para clientes (industria farmacéutica) de Qiagen.

La dificultad de neutralizar el impacto del I+D en el EBITDA Rec.: break-even 2021e

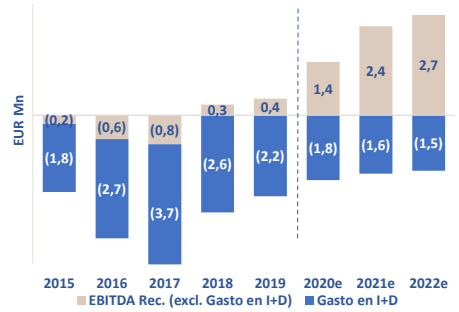
Su dedicación a la investigación ha lastrado históricamente el P/L del Grupo. PANG ha invertido c. EUR 13Mn acumulados -5y en I+D (EUR 2,2Mn 2019), habiendo destinado c. 50% al desarrollo de fármacos junto a su socio británico CRT y el resto al desarrollo de biomarcadores en su laboratorio de diagnóstico molecular. La investigación ha absorbido la rentabilidad generada (-5y) por su línea de negocio de asistencia médica, cuyo margen EBITDA/Ingresos tendería a alinearse (m/p) con el c. 25% de la industria.

La exigente inversión requerida para el desarrollo de fármacos, obligó a PANG a suspender (en 2019) la inversión en estas líneas de investigación. No obstante, mantiene el 46% de la propiedad del programa de desarrollo (con CRT) para su potencial licencia, sin requerir de inversiones adicionales. El cambio de estrategia resultará en una reducción del presupuesto destinado a investigación: EUR 1,8Mn 2020e (-20,0% a/a), que se situará en el 37,2% s/ingresos (c. -30p.p. a/a), acercándose al 20% s/ingresos +2y (en línea con la industria).

Dada la poca visibilidad sobre los avances en las líneas de investigación junto a CRT por su desvinculación en el desarrollo, es preferible excluir sus potenciales impactos (cobro de hitos, royalties, etc.) en el más l/p.

Por otro lado, tanto la ampliación de su cartera contractual de servicios a empresas (industria farmacéutica, pruebas PCR de Covid-19,…), como la expansión del negocio en IOR (asistencia médica) permitirán neutralizar gran parte del impacto en el EBITDA Rec. del I+D. Como resultado, PANG alcanzará el break-even en 2021e (EUR 0,8Mn EBITDA Rec.), superando la barrera de EUR 1Mn +1y. En este sentido, el efecto del cobro de hitos será clave este año (c. 20% de los ingresos consolidados).

Gráfico 24. EBITDA Rec. (excluido el gasto de I+D) vs. inversión en I+D



Nota: El gasto en I+D se contempla como gasto en las proyecciones incorporando (por debajo del EBITDA) su posterior activación

Gráfico 25. I+D/Ingresos (%) vs. Ingresos

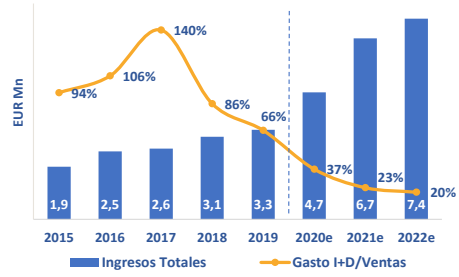
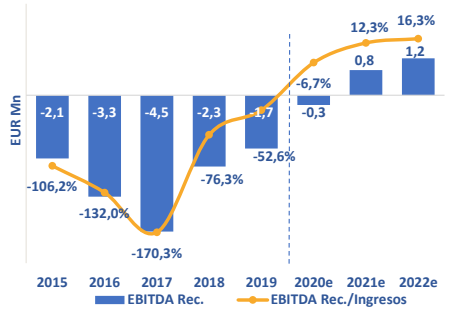


Tabla 3. Conciliación histórica EBITDA Rec. (LH) vs. EBITDA reportado por PANG y la aproximación (LH) al EBITDA reportado por PANG

(EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Ingresos Totales	**1,9**	**2,5**	**2,6**	**3,1**	**3,3**	**4,7**	**6,7**	**7,4**
Margen Bruto	0,8	0,4	(0,2)	1,7	2,2	3,6	5,0	5,5
EBITDA Rec.	**(2,1)**	**(3,3)**	**(4,5)**	**(2,3)**	**(1,7)**	**(0,3)**	**0,8**	**1,2**
Gastos I+D Capitalizados	1,8	2,7	3,7	2,6	2,2	1,8	1,6	1,5
Subvenciones a la explotación	0,1	0,0	(0,1)	0,3	-	0,4	0,1	0,1
Aproximación (LH) al EBITDA Reportado	(0,1)	(0,6)	(0,8)	0,5	0,4	1,8	2,5	2,8
EBITDA Reportado (PANG)	**(0,2)**	**(0,3)**	**(0,7)**	**0,7**	**0,8**	**n.a.**	**n.a.**	**n.a.**

Nota: La desviación entre la aproximación (LH) al EBITDA reportado y el EBITDA reportado por PANG proviene fundamentalmente de las subvenciones imputadas a la inversión en inmovilizado amortizable (sin impactar en el EBITDA).

Gráfico 26. EBITDA vs. margen EBITDA/Ingresos



Nota: El EBITDA Rec. excluye la activación de gastos de I+D.

Gráfico 27. DN vs. DN/FFPP y ampliaciones de capital

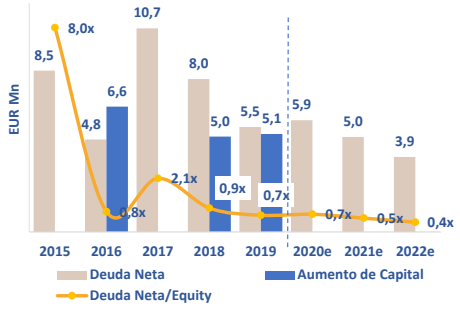


Gráfico 28. BN vs. ROE

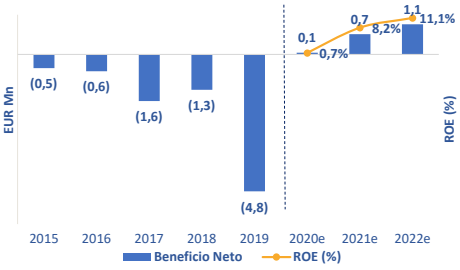
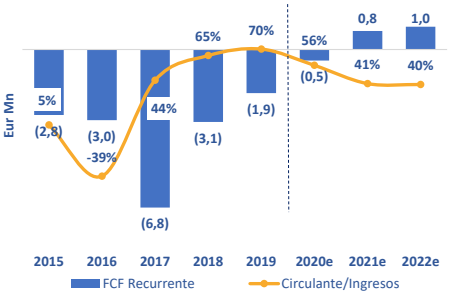


Gráfico 29. FCF Recurrente vs. NWC/Ventas



El formato contractual inherente a la prestación de servicios a la industria farmacéutica confiere volatilidad al EBITDA del Grupo (por el impacto neto de la potencial facturación de hitos al inicio contractual o durante su duración). Precisamente, la facturación de un hito en 2013 (EUR 1,5Mn) consiguió llevar (por primera vez) a positivo el EBIT de PANG ese año. Por este motivo, es previsible que, dado el aún bajo nivel de facturación del Grupo (EUR <8Mn en el periodo estimado), se mantenga la volatilidad en el P/L.

Adicionalmente, el cobro de subvenciones (EUR 0,4Mn[39] 2020e) junto a la activación de los gastos de I+D (EUR 1,8Mn 2020e), permitirán alcanzar el break-even en EBITDA y EBIT ya en 2020e.

Por otro lado, aunque la apertura de unidades propias de biopsia líquida también en centros hospitalarios públicos (Hospital del Mar; 2019), es un indicador de la intensificación de la competencia (l/p), PANG cuenta con margen para defender sus retornos.

Un endeudamiento a "priori" elevado, que ha contado (hasta ahora) con el comodín del patrocinio

Aunque el endeudamiento del Grupo sigue siendo elevado (EUR 5,5Mn 2019; 0,7x DN/FFPP), c. 20% s/EUR 7Mn de deuda bruta está subvencionada (CDTI), estando el 28,3% vinculada a su socio mayoritario (Familia Solans; 31,3% del capital). Este último ha proporcionado de forma recurrente financiación a PANG, que ha sido en gran medida capitalizada (EUR 8,5Mn en el periodo 2016-2019, c. 50% de las ampliaciones de capital realizadas en dicho periodo). Adicionalmente, la generación de caja a partir de 2021e, permitirá reducir gradualmente el endeudamiento (c. 30% de la deuda vence > 2022).

La última ampliación de capital (2019) para compensar EUR 3,3Mn en créditos, permitirá reducir el gasto financiero (m/p). Nuestros números contemplan un gasto financiero anual de EUR -0,1Mn (vs. un promedio de c. EUR 0,3Mn -3y), reduciendo el un coste de la deuda al 2%.

Superar el *break-even* en BN ordinario (2021e)

Por otro lado, vs. un 2019 afectado por la limpieza del balance (deterioro de intangibles vinculados al desarrollo de fármacos impactando en EUR -2,5Mn en el BAI), nuestros números no contemplan impactos adicionales por extraordinarios.

Adicionalmente, aunque la política actual es la de no activar bases imponibles negativas, PANG cuenta con EUR 3,1Mn por este concepto, que le permitirán mantener la tasa fiscal <10% en el m/p. Como resultado, esperamos que PANG alcance el break-even en BN en 2020e (2021e a nivel ordinario), alcanzando EUR 1,1Mn +2y, situando el ROE c. 10% (en ausencia de nuevas ampliaciones de capital), vs. pérdidas en sus comparables y el c. 15% ofrecido por las compañías que comercializan equipos médicos avanzados.

Progresiva reducción de la ratio circulante/ingresos (c. -30p.p. +3y)

Las necesidades de circulante de PANG se ven afectadas tanto por los largos periodos de cobro inherentes a la exposición hospitalaria de los servicios de asistencia médica (236 días a nivel consolidado en 2019; +c.30% a/a), como por la volatilidad que conlleva la facturación y cobro de hitos contractuales por la prestación de servicios a la industria farmacéutica.

No obstante, la creciente contribución de los ingresos por servicios a empresas (60,5% de los ingresos consolidados 2022e, c. +2x vs. -3y), permitirá acortar el periodo medio de cobro (c. -20%/año durante los siguientes 2y), reduciendo progresivamente la ratio circulante/ingresos (40% 2022e, -30p.p. vs. -3y).

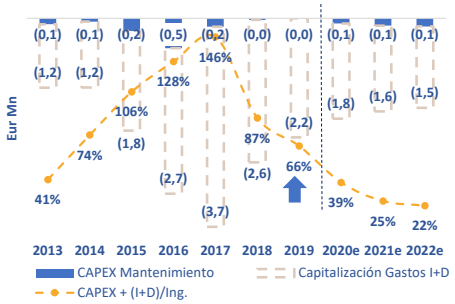
Y "a priori" sin necesidades de CAPEX adicional (m/p) para expandir el negocio

La capacidad de procesamiento actual de su laboratorio permitirá apalancar el negocio (l/p) sin necesidad de realizar inversiones adicionales en inmovilizado. Nuestras estimaciones de CAPEX excluyen la inversión en I+D. Ésta última se incorpora en el P/L vía gasto posteriormente activado (EUR 1,8Mn 2020e y decreciente hasta EUR 1,5Mn +2y), conforme a la política contable implementada por PANG.

[39] Subvención en el marco del proyecto europeo de Plataforma Pre-Clínica de descubrimiento de biomarcadores en Inmuno-Oncología basados en biopsia líquida (EUR 0,3Mn).

En este sentido, nuestros números contemplan un impacto irrelevante del CAPEX en el FCF recurrente (EUR -0,1Mn/año en mantenimiento). De agregarse la inversión en I+D (activación de gastos) a la inversión en mantenimiento, la inversión total se habría situado en el 66% de los ingresos 2019 (punto de referencia, tras la discontinuación de la inversión en el desarrollo de fármacos a partir de 2018). Es previsible que este nivel se reduzca progresivamente (gracias principalmente al aumento de la facturación), tendiendo hacia el 20% en el m/p.

Gráfico 30. CAPEX mantenimiento vs. Inversión en I+D (activaciones) vs. CAPEX + Activación I+D/Ingresos.

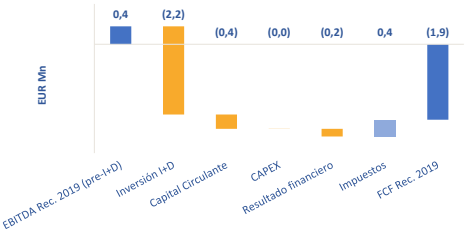


Pero habrá que esperar a 2021e para registrar FCF positivo

La inversión en I+D (EUR 2,2Mn 2019, -16,6% a/a) es el capítulo que más impacta en el CF de la compañía. Aunque la reorientación estratégica en su I+D seguirá reduciendo esta partida (EUR 1,8Mn 2020e, -20,0% a/a), la inversión continuará absorbiendo las mejoras en circulante y carga financiera (-10% y -27% a/a respectivamente 2020e).

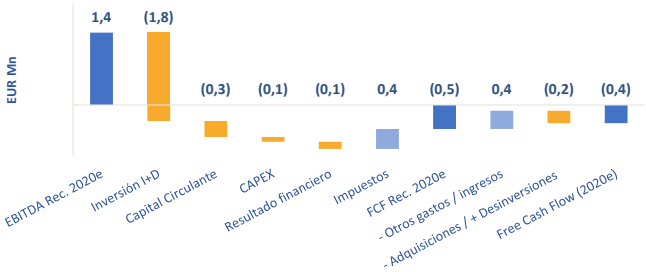
Por otro lado, los instrumentos de monetización de créditos fiscales vinculada a la inversión en I+D empleados por PANG (cash back), generarán una caja adicional de EUR 0,4Mn en 2020e (similar al 2019) y de EUR 0,3Mn/año +2y. Su contribución, junto a la obtención de subvenciones para el I+D (EUR0,4Mn 2020e) serán insuficientes para alcanzar el break-even en FCF recurrente en el más c/p. Adicionalmente, la cancelación de la deuda con su socio británico CRT (2020e), supondrá una salida de caja adicional de EUR 0,2Mn este año.

Gráfico 31. Impactos en el Free Cash Flow Rec. 2019



Nota: EBITDA Rec. excluyendo I+D

Gráfico 32. Impactos en el Free Cash Flow 2020e

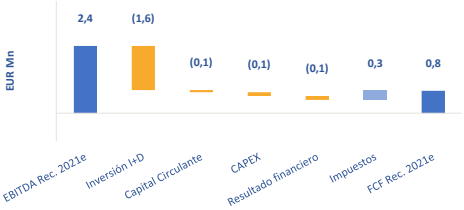


Nota: EBITDA Rec. excluyendo I+D

El crecimiento de los ingresos (EUR 6,7Mn 2021e, +42,6% a/a) junto a la mejora del margen derivado del mix de ingresos (la prestación de servicios a empresas, con mayor margen, contribuirá a c. 90% del crecimiento de la facturación consolidada) permitirá dar la vuelta a la "foto" en el m/p. Este proceso podría verse acelerado en el caso de que PANG lograse cerrar nuevos acuerdos con la industria farmacéutica que conllevasen cobros adicionales de hitos.

Nuestro escenario central contempla FCF recurrente positivo en a partir de 2021e (EUR 0,8Mn), con un FCF yield recurrente de c. 3% (en línea con la industria). No obstante, el comportamiento del FCF será muy sensible a tres factores: i) el mix de los ingresos, ii) el potencial cobro de hitos contractuales adicionales por prestación de servicios y iii) la gestión de la inversión en circulante. Por otro lado, y dada la elevada presencia de intangibles vinculados a I+D en el balance, descartamos la distribución de dividendos en el largo plazo.

Gráfico 33. Impactos en el Free Cash Flow 2021e



Nota: EBITDA Rec. excluyendo I+D

En conclusión: FCF positivo en 2021e, tras > 10y "quemando" caja

PANG ha apoyado su estrategia de crecimiento en la complementariedad de sus dos líneas de negocio: 1) asistencia médica de precisión en oncología y 2) servicios a empresas de diagnóstico molecular en oncología (especializado en biopsia líquida y principalmente orientada a la industria farmacéutica). Esta estrategia le ha permitido registrar una TACC "orgánica" del +14,2% -5y, consolidando tanto su capacidad científica (renovación de la cartera contractual con la industria farmacéutica), como de mejora en sus indicadores de actividad (TACC -5y +36% en visitas médicas).

La incorporación al negocio (2020) de líneas de servicios específicas (aunque no estratégicas) COVID, aprovechado el actual contexto sanitario, serán clave para impulsar el negocio en el m/p. En el período 2020-2022e PANG debería:

- Registrar una aceleración del crecimiento orgánico en ingresos (TACC 25,7% +2y; contribución de c.65% vinculada a su división de servicios a empresas). La ventana de

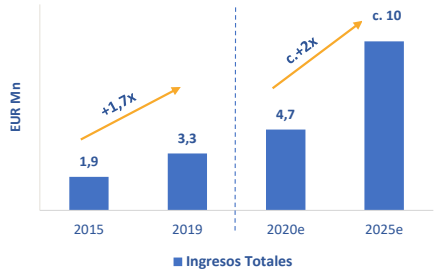
oportunidad ofrecida por la actual crisis del Covid-19 generaría c. 30% de la facturación consolidada estimada en el periodo.
- Superar el break-even en EBITDA recurrente en 2021e (EUR 0,8Mn).
- Generando FCF recurrente positivo ese mismo año, alineándose su FCF yield con el de la industria (3,0% 2021e).

¿Pero, qué podemos esperar de PANG en el muy (muy) l/p?

PANG se ha especializado en el segmento de biopsia líquida, en el que persigue posicionarse como referente europeo en diagnóstico y tratamiento del cáncer (algo en cierto modo refrendado, con su alianza con la multinacional de diagnóstico Qiagen). Este mercado aún pendiente de "despertar" (valorado en USD 1,5Bn 2019), ofrece un importante potencial de crecimiento (c. +20Bn en el muy l/p), especialmente en secuenciación masiva (NGS; capacidad tecnológica con la que cuenta su laboratorio).

Los avances tecnológicos en biopsia líquida, junto a la creciente evidencia científica sobre su eficacia y ventajas fármaco-económicas (abaratamiento de su coste en un contexto de creciente aumento del gasto sanitario), respaldarán el crecimiento del mercado (propiciando la penetración de su uso clínico), impulsando los ingresos de PANG en el más l/p. Así, sería lógico esperar que su línea de negocio de diagnóstico molecular lidere el crecimiento de los ingresos del Grupo en el más largo plazo, que llegarían a duplicarse +5y.

Gráfico 34. Evolución de ingresos a muy largo plazo



Esta "foto" no puede ser capturada en compañías en expansión ("growth"), como PANG, mediante una valoración DCF basada en estimaciones de m/p.

Recordamos que PANG mantiene derechos sobre la potencial licencia (en el más l/p) de alguno de los fármacos desarrollados (hasta 2018) junto a su socio británico CRT, lo que impactaría de pleno en el P/L del Grupo. Adicionalmente, sería factible que PANG se apoye en su know-how para cerrar (l/p) nuevas alianzas con socios (financieros/industriales) que le permitan reposicionarse en el desarrollo de fármacos, sin lastrar su P/L.

Por otro lado, la intensidad del M&A en el segmento de la biopsia líquida debería mantenerse en el medio/largo plazo como vía de crecimiento en la industria. En este sentido, no descartamos que PANG pueda verse inmersa en movimientos de concentración sectorial (pasiva o activa, en áreas en crecimiento, de contar con el pulmón financiero necesario).

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2020e	2021e	2022e	Perpetuo [1]
Free Cash Flow "To the Firm"	**(1,0)**	**0,5**	**0,7**	**n.a.**

Market Cap	**26,7**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**5,5**	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2019)		
			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Coste de la deuda	2,0%	Coste de la deuda neta	1,7%	2,2%
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)	=	=
Coste de la deuda neta	**1,6%**	**Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)**	**1,4%**	**1,8%**
Risk free rate (rf)	0,2%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)	=	=
Equity risk premium	9,0%	R (estimación propia)	8,5%	9,5%
Beta (B)	1,4	B (Thomson Reuters y Lighthouse)	1,3	1,5
Coste del Equity	**12,8%**	**Ke = Rf + (R * B)**	**11,2%**	**14,4%**
Equity / (Equity + Deuda Neta)	82,9%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	17,1%	D	=	=
WACC	**10,8%**	**WACC = Kd * D + Ke * E**	**9,5%**	**12,2%**
G "Razonable"	**2,5%**		**2,5%**	**2,0%**

(1) El valor perpetuo calculado a partir del último FCF estimado no refleja el potencial de crecimiento de la compañía a fecha de emisión de este informe

Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker Reuters	Mkt. Cap	PER 20e	BPA 20e-22e	EV/EBITDA 20e	EBITDA 20e-22e	EV/Vtas. 20e	Ingresos 20e-22e	EBITDA/Vtas. 20e	FCF Yield 20e	FCF 20e-22e
Laboratorios de Diagnóstico Molecular			2,1	21,2%	n.a.	67,2%	12,3	38,6%	13,2%	n.a.	32,5%
Exact Sciences Corp	EXAS.O	13.164,3	n.a.	86,2%	n.a.	90,6%	11,7	29,1%	n.a.	n.a.	n.a.
Guardant Health Inc	GH.O	8.700,5	n.a.	30,1%	n.a.	45,4%	33,6	31,5%	n.a.	n.a.	43,4%
Neogenomics Inc.	NEO.O	4.145,1	n.a.	n.a.	n.a.	99,3%	10,5	14,8%	6,4%	n.a.	n.a.
Biocartis	BCART.BR	282,9	n.a.	24,6%	n.a.	38,7%	6,4	41,1%	n.a.	n.a.	21,6%
Atrys Health	ATRY.MC	252,8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	16,7	n.a.	20,0%	n.a.	n.a.
MDXHEALTH SA	MDXH.BR	55,3	n.a.	n.a.	n.a.	62,2%	1,9	19,2%	n.a.	n.a.	n.a.
Biocept	BIOC.O	54,5	2,1	-56,0%	n.a.	n.a.	5,1	95,8%	n.a.	n.a.	n.a.
Equipos Médicos Avanzados			30,4	11,0%	23,4	9,9%	6,8	7,0%	29,7%	3,0%	15,9%
Thermo Fischer	TMO	156.991,6	29,2	7,2%	24,7	6,1%	6,9	5,3%	28,0%	2,5%	18,7%
Danaher	DHR	136.608,9	40,9	13,2%	31,4	13,8%	8,5	9,5%	26,9%	2,6%	17,9%
Becton Dickinson	BDX	58.193,9	23,7	16,1%	18,1	15,2%	5,0	7,2%	27,8%	4,1%	10,4%
Agilent	A	27.738,8	32,6	13,4%	24,1	9,0%	6,4	7,4%	26,5%	2,5%	19,5%
Qiagen	QGEN.K	10.360,3	25,5	5,0%	18,5	5,4%	7,3	5,6%	39,4%	3,3%	13,3%
Líder Global											
ROCHE	ROG.S	248.566,6	15,7	7,1%	11,2	6,4%	4,5	3,7%	40,5%	6,3%	8,4%
PANG	PANGO.MC	26,7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	6,2	25,7%	0,9%	n.a.	n.a.

Análisis de sensibilidad (2021e)

A) Análisis de sensibilidad del EBITDA Rec. y múltiplos a variaciones en los márgenes

Escenario	EBITDA/Ingresos 21e	EBITDA 21e	EV/EBITDA 21e
Max	13,5%	0,9	32,4x
Central	12,3%	0,8	35,6x
Min	11,1%	0,7	39,4x

B) Análisis de sensibilidad del FCF Rec. y FCF Rec. - Yield frente a variaciones en el EBITDA y CAPEX/Vtas

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 21e		
EBITDA 21e	1,8%	2,0%	2,2%
0,9	0,9	0,9	0,9
0,8	0,8	0,8	0,8
0,7	0,7	0,7	0,7

Escenario	FCF Rec./Yield 21e		
Max	3,3%	3,3%	3,2%
Central	3,0%	3,0%	2,9%
Min	2,7%	2,7%	2,6%

¿Qué puede salir mal?

Consideramos riesgos aquellos que puedan tener un impacto significativo negativo en nuestras proyecciones, principalmente en el resultado operativo y en el free cash flow:

1. **Pérdida de personal clave:** el equipo directivo/médico/científico es uno de los principales activos de PANG, por lo que la pérdida de alguno de sus miembros impactaría de forma relevante en el negocio del Grupo, mermando su potencial de crecimiento. Actualmente no existen cláusulas de retención para sus empleados clave (el compromiso de permanencia suscrito por sus cofundadores venció en noviembre 2019).

2. **Mix de ingresos:** Por un lado, el grueso de los ingresos por servicios de asistencia médica (69,1% de los ingresos consolidados 2019) se generan con pacientes asegurados, estando expuesto el segmento asegurador a la desaceleración económica. Adicionalmente, potenciales variaciones en las coberturas de las pólizas de asistencia sanitaria podrían impactar negativamente en los ingresos de la división. Una reducción del 5% en el volumen de pacientes asegurados (vs. 2021e) reduciría un 15% el EBITDA Rec. (EUR 0,7Mn 2021e).

   Por otro lado, los ingresos por servicios a empresas están expuestos a los plazos de ejecución de la cartera contractual (por el cumplimiento del calendario previsto para la ejecución de los ensayos clínicos por parte de sus clientes). Los ensayos clínicos están expuestos a su vez a riesgos regulatorios y tecnológicos que podrían retrasar su ejecución, impactando negativamente en el P/L del Grupo. Una reducción del 5% en la facturación 2021e de esta línea de negocio reduciría un 18% el EBITDA Rec. (EUR 0,7Mn 2021e).

3. **Elevada concentración de la cartera de clientes y limitado poder de negociación.** El grueso de los ingresos de su división de asistencia médica proviene del Grupo Quirónsalud. Esta situación genera una relación de cautividad recíproca, que expone a PANG a potenciales cambios estratégicos de dicho Grupo. Los contratos con los 5 centros de Quirónsalud con los que opera actualmente han sido renovados (2022-2023). La imposibilidad de extender la duración contractual en el más l/p impactaría de forma relevante en el P/L del Grupo (c. 39,5% de los ingresos consolidados 2022e). No obstante, esta situación obligaría a PANG a cambiar de Grupo y, probablemente, localización (el acuerdo actual con QuirónSalud se circunscribe a Barcelona).

   Del mismo modo, >50% de los ingresos por servicios a empresas (principalmente a la industria farmacéutica) la habrían generado < de 10 clientes habituales, por lo que la pérdida de éstos impactaría en los resultados del Grupo. Adicionalmente, el desproporcionado mayor tamaño relativo de sus clientes, junto a la ávida competencia del mercado sitúan a PANG en una posición negociadora de debilidad (lo que podría reducir los retornos esperados a l/p).

4. **Intensificación de la competencia:** El mercado en el que opera PANG se caracteriza por la elevada competitividad, lo que podría presionar los márgenes. Mientras que la apertura de unidades propias de biopsia líquida en centros hospitalarios públicos (Hospital del Mar; 2019) es un indicador de la intensificación de la competencia (l/p), el propio proceso de consolidación en la industria podría mermar la capacidad de negociación de PANG. Una caída generalizada del 5% en los precios de los servicios comercializados (excluyendo los contratos de I+D con la industria farmacéutica), reduciría un 20 % el EBITDA Rec. (EUR 0,7Mn 2021e).

5. **Elevado endeudamiento:** PANG cerró 2019 con una deuda financiera bruta de EUR 7,0Mn (28,3% a su socio mayoritario: Familia Solans). Este último le ha proporcionado de forma recurrente financiación, que ha sido en gran medida capitalizada (EUR 8,5Mn en el periodo 2016-2019). De la deuda a c/p (53,2% del total), EUR 1,2Mn corresponde a una línea de crédito facilitada por la Familia Solans. No obstante, el apoyo (contrastado) de sus socios de referencia debería permitir a PANG afrontar los vencimientos de la deuda (m/p). Por otro lado, las variaciones del tipo de interés impactarían en el P/L y CF del Grupo (c. 20% de la deuda es variable).

6. **Dependencia del FCF del cobro de subvenciones y del mecanismo de monetización de los incentivos fiscales al I+D+i (cash-back):** PANG ha obtenido financiación en el pasado mediante subvenciones y mecanismos de monetización "cash back". Estos han contribuido respectivamente con un promedio de EUR 0,5Mn y EUR 0,4Mn al FCF (-3y). Las dificultades para acceder a nuevas

subvenciones o la eliminación del mecanismo de cobro por el I+D, reduciría el CF del Grupo (nuestros números incorporan EUR +0,1Mn/año y EUR +0,3Mn/año respectivamente por estos conceptos).

7. **Elevada presencia de activos intangibles vinculados a I+D en su balance:** EUR 5,1Mn en 2019 (c. 70% de sus activos intangibles netos). El riesgo inherente a la activación del I+D expone a PANG a sus potenciales deterioros impactando en su P/L y situación patrimonial.

8. **Riesgo reputacional:** inherente a la praxis clínica, lo que podría dañar las perspectivas del negocio. No obstante, PANG cubre dicho riesgo mediante sendos seguros de responsabilidad civil.

9. **Riesgo operacional.** La actividad de diagnóstico molecular se centraliza en un único laboratorio, cuya potencial indisponibilidad (por motivos naturales/humanos) impactaría negativamente en el P/L del Grupo.

10. **Riesgo en la protección de la Propiedad Industrial y dependencia de patentes de terceros en los desarrollos.** Algunas metodologías y técnicas de diagnóstico de PANG se apoyan en patentes de terceros, lo que podría limitar su futura comercialización, impactando negativamente en su P/L.

Control (efectivo) de la familia Solans. Y gestión en manos de sus fundadores

Tabla 4. Consejo de Administración

Nombre	Categoría	Fecha	% Capital
Topgenetics, S.L. (R. Rosell Costa)	Presidente, Ejecutivo Co-fundador	02/11/2016	9,9%
Javier Rivela Rodríguez	CEO, Ejecutivo Co-fundador	02/11/2016	8,9%
Grupo Pikolín, S.L. (Familia Solans)	Dominical	02/11/2016	31,3%
Biolifepat, S.L. (S. Ramón y Cajal)	Dominical Co-fundador	02/11/2016	3,5%
Maectorax, S.L.U. (J.A. Maestre)	Dominical Co-fundador	02/11/2016	3,5%
Rafael Lopez-Diéguez	Independiente	02/11/2016	0,0%
Jesús Tejel	Independiente	02/11/2016	0,0%
Total			**57,1%**

Un Grupo controlado por el Consejo de Administración (57,1% del capital social), plenamente involucrado en su gestión, y estable desde su salida a bolsa (2016).

1. **Un Consejo de Administración controlado por los fundadores,** 4 de sus 7 miembros (y el 25,9% del capital) que acaparan los cargos de presidente (el Dr. Rafael Rosell) y consejero delegado (D. Javier Rivela), ambos miembros ejecutivos. El perfil del Consejo es mayoritariamente médico/científico (reconocido prestigio internacional). Sus 2 consejeros independientes aportan perfiles financiero y legal.

2. **Con presencia de su accionista mayoritario.** La familia Solans (que acumula el 31,3% del capital) está representada en el consejo mediante su sociedad Grupo Pikolín. El Consejo acumula el 57,1% del capital, lo que garantiza su alineación de los intereses con los minoritarios. La duración del cargo de consejero está limitada por los estatutos a un plazo de 6 años renovables por periodos de igual duración (conforme a la legislación vigente).

3. **Consejo plenamente involucrado en la gestión.** El equipo gestor de PANG tiene un organigrama bicéfalo, liderado por sus consejeros ejecutivos el Dr. Rafael Rosell (referente internacional en cáncer de pulmón), como Director Científico del Grupo, que dirige el servicio oncológico de IOR (gestión asistencial), y Javier Rivela, como Consejero Delegado. Adicionalmente, el Dr. José Antonio Maestre y el Dr. Santiago Ramón y Cajal, ambos cofundadores de PANG que cuentan con reconocido prestigio internacional, dirigen, respectivamente, los equipos de cirugía y de patología molecular (este último es clave en el tratamiento del paciente).

4. **Con incentivos vía bonus "solo" para sus consejeros ejecutivos y consejero delegado.** Contemplándose la remuneración variable (anual/plurianual) en acciones, opciones sobre acciones o retribución referenciada al precio de las acciones y conforme a sus estatutos. Pero exentas de cláusulas *bonus-malus* / *claw-back*. La retribución del Consejo ha representado un promedio de c. 8% -5y de los gastos vinculados al personal (5,8% en 2019).

5. **Y con cláusulas contractuales de "blindaje" para su consejero delegado.** Que tendrá derecho a percibir (c. 0,26Mn) en caso de cese (no disciplinario) por el desempeño de las funciones propias de su cargo de consejero delegado y una indemnización relativa al compromiso de no competencia asumido (plazo de 12 meses desde la fecha de extinción de su contrato). Adicionalmente, en caso de cese por su propia voluntad, y en el caso de que la sociedad decidiese limitar la prestación de sus servicios (profesionales o laborales) a otras empresas (por un periodo de hasta 12 meses desde la extinción del contrato), el Consejero Delegado tendrá derecho a percibir una compensación mensual de EUR 0,01Mn mensuales mientras dure dicha limitación.

6. **Transacciones con partes vinculadas:** A cierre del 2019 la compañía mantenía saldos acreedores con socios accionistas por un importe de EUR 1,5Mn, del que c. 85% corresponde al saldo dispuesto de la línea de crédito (EUR 1,5Mn; 5% de interés y vencimiento julio 2021) concedida por Ebrosol Inversiones S.L., sociedad vinculada a la familia Solans (su mayor accionista), y financiadora recurrente de PANG. Desde su salida a bolsa, se han capitalizado pasivos frente a este accionista de referencia por un total de EUR 5,8Mn.

7. **Y sin preverse remuneración al accionista en el m/p.** Nuestras proyecciones descartan el pago de dividendos (Pay Out 0%, hasta, al menos, 2022), sin existir ningún compromiso del Grupo en relación al inicio de su desembolso. De forma previa a la distribución de dividendos, y conforme a la legislación, PANG deberá contar con reservas disponibles que cubran, como mínimo, el importe de los gastos de I+D que figuren en el activo del balance. El foco de atención (c/p) será rentabilizar el negocio (de forma orgánica), reforzando su balance.

Tabla 5. Ampliaciones de capital vs. resultados acumulados

Aumentos de capital	Importe Var. (EUR)	Capital social (EUR)	Prima de emisión (EUR)	Var. vs. -1y (%)	Resultados acumulados	Activos por I+D
Situación a dic. 2016	**-**	**212.207**	**9.758.831**	**0,0%**	**(3.582.309)**	**7.210.693**
Situación a dic. 2017	**-**	**212.207**	**9.758.831**	**0,0%**	**(4.378.300)**	**10.791.438**
Compensación de créditos	2.500.000	25.000	2.475.000	11,8%		
Aportación dineraria	2.500.000	25.000	2.475.000	11,8%		
Situación a dic. 2018	**-**	**262.207**	**14.708.831**	**23,6%**	**(6.312.257)**	**13.443.942**
Compensación de créditos	3.315.677	48.760	3.266.917	18,6%		
Aportación dineraria	1.819.940	26.764	1.793.176	10,2%		
Situación a dic. 2019	**-**	**337.731**	**19.768.924**	**28,8%**	**(7.793.017)**	**13.135.241**
Var. total vs. 2016	**10.135.617**	**125.524**	**10.010.093**	**59,2%**	**(4.210.708)**	**5.924.548**

Nota: La Junta General de Accionistas ha aprobado (julio 2020) la compensación de pérdidas de ejercicios anteriores (EUR 7,8Mn a cierre 2019) con reservas.

Anexo 1. Proyecciones financieras(1)

Balance (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Inmovilizado inmaterial	6,5	8,2	10,0	10,3	7,1	7,6	7,7	7,8
Inmovilizado material	0,6	0,9	0,9	0,8	0,6	0,6	0,6	0,6
Otros activos no corrientes	2,2	2,7	4,0	3,8	4,0	3,6	3,2	2,9
Inmovilizado financiero	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Fondo de comercio y otros intangibles	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Activo circulante	1,4	1,8	2,4	3,6	3,6	3,8	4,2	4,6
Total activo	**10,9**	**13,7**	**17,4**	**18,5**	**15,4**	**15,7**	**15,8**	**15,9**
Patrimonio neto	1,1	6,0	5,0	8,5	8,3	8,4	9,1	10,1
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-
Provisiones y otros pasivos a LP	0,1	0,1	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-
Deuda financiera neta	8,5	4,8	10,7	8,0	5,5	5,9	5,0	3,9
Pasivo circulante	1,3	2,8	1,3	1,6	1,3	1,2	1,5	1,6
Total pasivo	**10,9**	**13,7**	**17,4**	**18,5**	**15,4**	**15,7**	**15,8**	**15,9**

									TACC	
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020e**	**2021e**	**2022e**	**15-19**	**19-22e**
Total Ingresos	**1,9**	**2,5**	**2,6**	**3,1**	**3,3**	**4,7**	**6,7**	**7,4**	***14,2%***	***30,9%***
Cto.Total Ingresos	*13,5%*	*29,2%*	*4,1%*	*16,7%*	*8,4%*	*41,9%*	*42,6%*	*10,8%*		
Coste de ventas	(1,1)	(2,1)	(2,8)	(1,4)	(1,1)	(1,1)	(1,8)	(1,9)		
Margen Bruto	**0,8**	**0,4**	**(0,2)**	**1,7**	**2,2**	**3,6**	**5,0**	**5,5**	***27,6%***	***35,5%***
Margen Bruto / Ingresos	*42,9%*	*16,3%*	*n.a.*	*54,5%*	*66,9%*	*77,3%*	*73,9%*	*74,2%*		
Gastos de personal	(1,7)	(2,3)	(2,8)	(2,7)	(2,7)	(2,8)	(3,0)	(3,1)		
Otros costes de explotación	(1,2)	(1,4)	(1,4)	(1,3)	(1,3)	(1,1)	(1,2)	(1,2)		
EBITDA recurrente	**(2,1)**	**(3,3)**	**(4,5)**	**(2,3)**	**(1,7)**	**(0,3)**	**0,8**	**1,2**	***4,2%***	***39,2%***
Cto.EBITDA recurrente	*-24,0%*	*-60,5%*	*-34,3%*	*47,7%*	*25,3%*	*81,9%*	*361,2%*	*46,9%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*12,3%*	*16,3%*		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	0,1	0,0	(0,1)	0,3	0,0	0,4	0,1	0,1		
EBITDA	**(2,0)**	**(3,3)**	**(4,5)**	**(2,1)**	**(1,7)**	**0,0**	**0,9**	**1,3**	***2,8%***	***39,9%***
Depreciación y provisiones	(0,9)	(0,9)	(1,8)	(2,4)	(2,7)	(1,6)	(1,6)	(1,5)		
Gastos capitalizados	1,8	2,7	3,7	2,6	2,2	1,8	1,6	1,5		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
EBIT	**(1,0)**	**(1,5)**	**(2,6)**	**(1,8)**	**(2,3)**	**0,2**	**0,9**	**1,3**	***-23,9%***	***36,6%***
Cto.EBIT	*8,4%*	*-52,7%*	*-74,8%*	*30,3%*	*-26,7%*	*108,9%*	*345,8%*	*39,5%*		
EBIT / Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*4,3%*	*13,5%*	*17,0%*		
Impacto fondo de comercio y otros	-	(0,0)	(0,1)	0,0	(2,5)	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,1)	(0,2)	(0,4)	(0,3)	(0,2)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	**(1,1)**	**(1,7)**	**(3,1)**	**(2,1)**	**(5,0)**	**0,1**	**0,8**	**1,1**	***-45,5%***	***30,7%***
Cto.Beneficio ordinario	*-0,1%*	*-55,9%*	*-81,8%*	*32,4%*	*-134,2%*	*101,3%*	*n.a.*	*48,9%*		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	**(1,1)**	**(1,7)**	**(3,1)**	**(2,1)**	**(5,0)**	**0,1**	**0,8**	**1,1**	***-45,5%***	***30,7%***
Impuestos	0,6	1,1	1,5	0,9	0,1	(0,0)	(0,1)	(0,1)		
Tasa fiscal efectiva	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*7,5%*	*7,5%*	*7,5%*		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	**(0,5)**	**(0,6)**	**(1,6)**	**(1,3)**	**(4,8)**	**0,1**	**0,7**	**1,1**	***-77,6%***	***30,4%***
Cto.Beneficio neto	*-147,7%*	*-22,2%*	*-177,0%*	*23,9%*	*-286,4%*	*101,2%*	*n.a.*	*48,9%*		
Beneficio ordinario neto	**(1,2)**	**(1,8)**	**(3,1)**	**(2,4)**	**(5,0)**	**(0,3)**	**0,6**	**1,0**	***-41,8%***	***30,0%***
Cto. Beneficio ordinario neto	*-4,2%*	*-42,2%*	*-76,2%*	*22,9%*	*-109,5%*	*94,1%*	*316,3%*	*55,1%*		

									TACC	
Cash Flow (EUR Mn)	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020e**	**2021e**	**2022e**	**15-19**	**19-22e**
EBITDA recurrente						**(0,3)**	**0,8**	**1,2**	***4,2%***	***39,2%***
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						(0,3)	(0,1)	(0,2)		
Cash Flow operativo recurrente						**-0,6**	**0,7**	**1,0**	***3,8%***	***35,1%***
CAPEX						(0,1)	(0,1)	(0,1)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,1)	(0,1)	(0,1)		
Impuestos						0,4	0,3	0,3		
Free Cash Flow Recurrente						**(0,5)**	**0,8**	**1,0**	***9,7%***	***36,2%***
Gastos de reestructuración y otros no rec.						0,4	0,1	0,1		
- Adquisiciones / + Desinversiones						(0,2)	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						**(0,4)**	**0,9**	**1,1**	***10,5%***	***37,4%***
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						**0,4**	**(0,9)**	**(1,1)**		

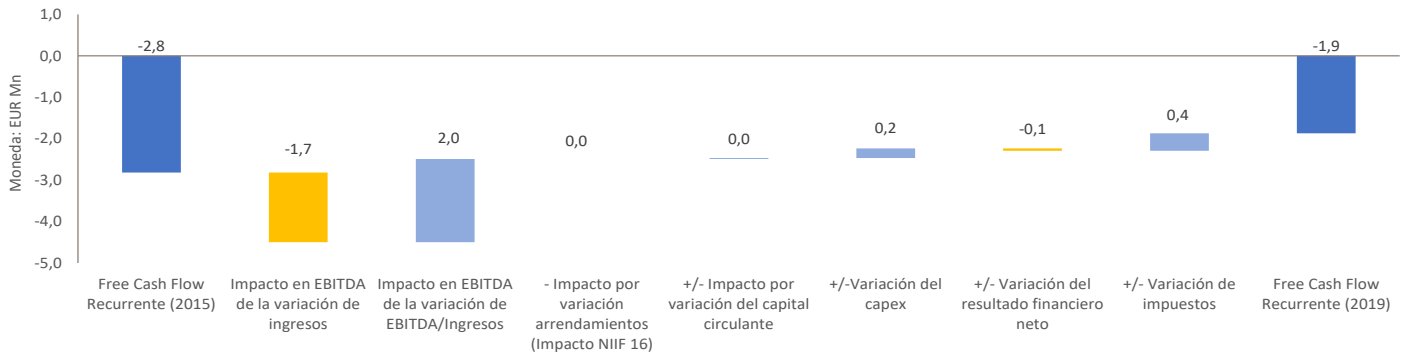
Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow(1)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	TACC 16-19	TACC 19-22e
EBITDA recurrente	**(3,3)**	**(4,5)**	**(2,3)**	**(1,7)**	**(0,3)**	**0,8**	**1,2**	***19,3%***	***39,2%***
Cto.EBITDA recurrente	*-60,5%*	*-34,3%*	*47,7%*	*25,3%*	*81,9%*	*361,2%*	*46,9%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*12,3%*	*16,3%*		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	1,1	(2,1)	(0,8)	(0,4)	(0,3)	(0,1)	(0,2)		
= Cash Flow operativo recurrente	**(2,2)**	**(6,6)**	**(3,2)**	**(2,1)**	**(0,6)**	**0,7**	**1,0**	***2,2%***	***35,1%***
Cto. Cash Flow operativo recurrente	*8,3%*	*-193,7%*	*51,8%*	*33,9%*	*69,7%*	*217,6%*	*30,5%*		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*11,1%*	*13,1%*		
- CAPEX	(0,5)	(0,2)	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,2)	(0,4)	(0,3)	(0,2)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
- Impuestos	-	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3		
= Free Cash Flow recurrente	**(3,0)**	**(6,8)**	**(3,1)**	**(1,9)**	**(0,5)**	**0,8**	**1,0**	***14,9%***	***36,2%***
Cto. Free Cash Flow recurrente	*-7,7%*	*-124,1%*	*54,2%*	*40,0%*	*74,7%*	*268,8%*	*22,7%*		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*11,9%*	*13,2%*		
- Gastos de reestructuración y otros	0,2	1,0	0,4	0,1	0,4	0,1	0,1		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	-	(0,2)	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	**(2,8)**	**(5,8)**	**(2,7)**	**(1,8)**	**(0,4)**	**0,9**	**1,1**	***13,9%***	***37,4%***
Cto. Free Cash Flow	*-0,3%*	*-108,4%*	*53,0%*	*34,9%*	*79,8%*	*343,7%*	*20,2%*		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*3,0%*	*3,7%*		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*3,3%*	*4,0%*		

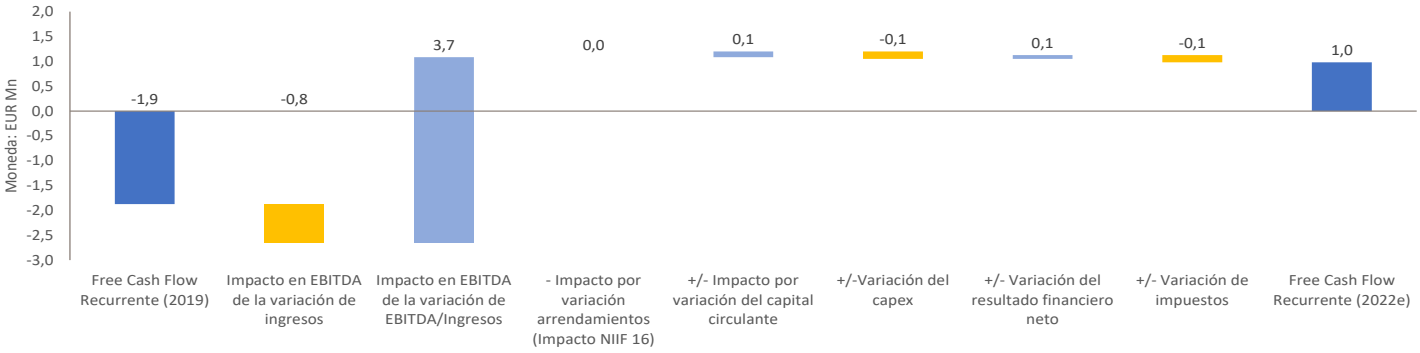
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	**(2,8)**	**(3,0)**	**(6,8)**	**(3,1)**	**(1,9)**	**(0,5)**	**0,8**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(0,6)	(0,1)	(0,7)	(0,2)	(0,7)	(0,1)	0,1
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(0,6)	(1,0)	2,9	0,8	2,2	1,3	0,3
= Variación EBITDA recurrente	**(1,3)**	**(1,1)**	**2,1**	**0,6**	**1,4**	**1,1**	**0,4**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-
+/- Impacto por variación del capital circulante	1,5	(3,2)	1,3	0,5	0,0	0,2	(0,2)
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	**0,2**	**(4,3)**	**3,4**	**1,1**	**1,5**	**1,4**	**0,2**
+/-Variación del CAPEX	(0,3)	0,4	0,1	0,0	(0,1)	(0,0)	(0,0)
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,1)	(0,2)	0,1	0,2	0,1	0,0	0,0
+/- Variación de impuestos	-	0,4	0,0	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,1)
= Variación del Free Cash Flow recurrente	**(0,2)**	**(3,8)**	**3,7**	**1,2**	**1,4**	**1,3**	**0,2**
Free Cash Flow Recurrente	**(3,0)**	**(6,8)**	**(3,1)**	**(1,9)**	**(0,5)**	**0,8**	**1,0**

C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	TACC 16-19	TACC 19-22e
EBIT	**(1,5)**	**(2,6)**	**(1,8)**	**(2,3)**	**0,2**	**0,9**	**1,3**	***-15,5%***	***36,6%***
** Tasa fiscal teórica*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*7,5%*	*7,5%*		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	-	(0,1)	(0,1)		
EBITDA recurrente	**(3,3)**	**(4,5)**	**(2,3)**	**(1,7)**	**(0,3)**	**0,8**	**1,2**	***19,3%***	***39,2%***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	1,1	(2,1)	(0,8)	(0,4)	(0,3)	(0,1)	(0,2)		
= Cash Flow operativo recurrente	**(2,2)**	**(6,6)**	**(3,2)**	**(2,1)**	**(0,6)**	**0,7**	**1,0**	***2,2%***	***35,1%***
- CAPEX	(0,5)	(0,2)	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	-	(0,1)	(0,1)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	**(2,8)**	**(6,7)**	**(3,2)**	**(2,1)**	**(0,7)**	**0,5**	**0,7**	***9,1%***	***32,9%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	*-4,2%*	*-141,5%*	*52,5%*	*34,5%*	*65,3%*	*174,6%*	*34,2%*		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	8,1%	9,8%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	-	(0,2)	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	**(2,8)**	**(6,7)**	**(3,2)**	**(2,1)**	**(1,0)**	**0,5**	**0,7**	***9,1%***	***32,9%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	*-4,2%*	*-141,5%*	*52,5%*	*34,5%*	*53,6%*	*155,8%*	*34,2%*		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*1,9%*	*2,5%*		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*1,9%*	*2,5%*		

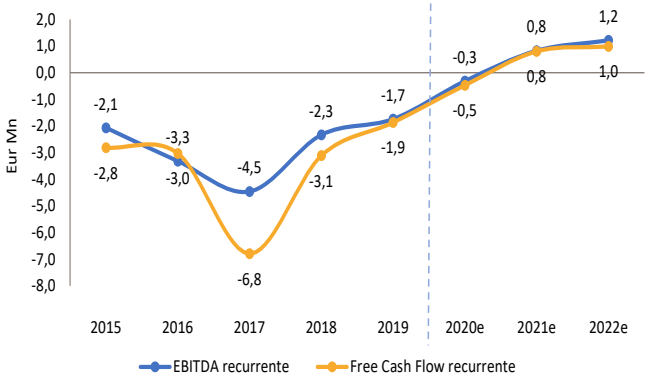
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2015 - 2019)



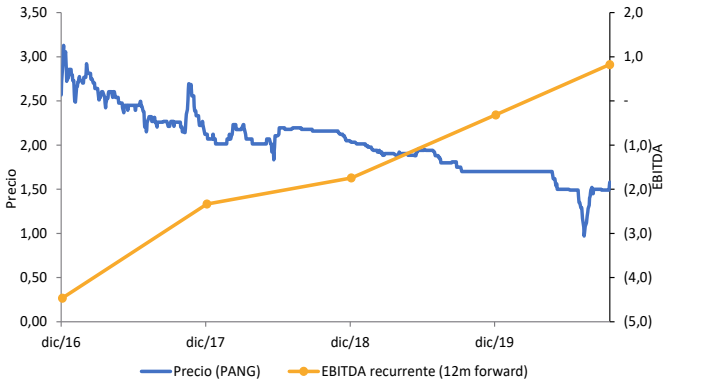
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2019 - 2022e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



Comportamiento del precio de la acción vs EBITDA (12m forward)



Anexo 3. Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	26,7	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2019
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,3	Rdos. 12m 2019
+ Deuda financiera neta	5,5	Rdos. 12m 2019
- Inmovilizado financiero	0,0	Rdos. 12m 2019
+/- Otros	(3,1)	Rdos. 12m 2019
Enterprise Value (EV)	**29,3**	

Nota: Otros incluye las bases imponibles negativas

Anexo 4. Comportamiento histórico(1)

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	TACC 12-19	TACC 19-22e
Total Ingresos				**2,6**	**3,1**	**1,7**	**1,9**	**2,5**	**2,6**	**3,1**	**3,3**	**4,7**	**6,7**	**7,4**	***3,4%***	***30,9%***
Cto. Total ingresos				*n.a.*	*17,7%*	*-44,4%*	*13,5%*	*29,2%*	*4,1%*	*16,7%*	*8,4%*	*41,9%*	*42,6%*	*10,8%*		
EBITDA				**(1,2)**	**(0,5)**	**(1,6)**	**(2,0)**	**(3,3)**	**(4,5)**	**(2,1)**	**(1,7)**	**0,0**	**0,9**	**1,3**	***-5,2%***	***39,9%***
Cto. EBITDA				*n.a.*	*61,2%*	*-237,0%*	*-22,1%*	*-69,4%*	*-37,0%*	*54,0%*	*16,4%*	*102,5%*	*n.a.*	*42,4%*		
EBITDA/Ingresos				*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*0,9%*	*13,5%*	*17,3%*		
Beneficio neto				**(0,4)**	**0,1**	**(0,2)**	**(0,5)**	**(0,6)**	**(1,6)**	**(1,3)**	**(4,8)**	**0,1**	**0,7**	**1,1**	***-41,9%***	***30,4%***
Cto. Beneficio neto				*n.a.*	*124,9%*	*-289,1%*	*-147,7%*	*-22,2%*	*-177,0%*	*23,9%*	*-286,4%*	*101,2%*	*n.a.*	*48,9%*		
Nº Acciones Ajustado (Mn)				0,2	0,2	0,2	0,2	15,0	15,0	15,0	15,0	16,9	16,9	16,9		
BPA (EUR)				-2,55	0,63	-1,20	-2,97	-0,04	-0,11	-0,08	-0,32	0,00	0,04	0,06	*25,6%*	*30,0%*
Cto. BPA				*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*98,7%*	*n.a.*	*23,9%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*48,9%*		
BPA ord. (EUR)				-4,30	0,57	-13,18	-7,53	-0,12	-0,21	-0,16	-0,33	-0,02	0,04	0,06	*30,6%*	*29,6%*
Cto. BPA ord.				*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*42,9%*	*98,4%*	*-76,2%*	*22,9%*	*n.a.*	*94,7%*	*n.a.*	*55,1%*		
CAPEX				-	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,5)	(0,2)	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
CAPEX/Vtas %)				*0,0%*	*3,5%*	*3,5%*	*12,0%*	*21,8%*	*5,9%*	*0,9%*	*0,0%*	*2,0%*	*2,0%*	*2,0%*		
Free Cash Flow				**(0,1)**	**(0,8)**	**(1,9)**	**(2,8)**	**(2,8)**	**(5,8)**	**(2,7)**	**(1,8)**	**(0,4)**	**0,9**	**1,1**	**-52,7%**	**37,4%**
DN/EBITDA (x)(3)				*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	5,5x	3,1x		
PER (x)				*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	37,4x	25,1x		
EV/Vtas (x)				*0,00x*	*0,00x*	*0,00x*	*0,00x*	*13,82x*	*12,59x*	*11,12x*	*9,38x*	*6,24x*	4,37x	3,95x		
EV/EBITDA (x)(3)				*0,0x*	*0,0x*	*0,0x*	*0,0x*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	32,5x	22,8x		
Comport. Absoluto									*-22,0%*	*-4,3%*	*-16,3%*	*-7,1%*				
Comport. Relativo vs Ibex 35									*-27,4%*	*12,6%*	*-25,2%*	*30,2%*				

Nota 1: Los múltiplos son históricos, calculados en base al precio y EV de final de cada ejercicio, salvo (en su caso) en el año en curso, en que se darían múltiplos a precios actuales. El comportamiento absoluto y relativo corresponde a cada ejercicio (1/1 a 31/12). La fuente, tanto de múltiplos históricos como de evolución de la cotización, es Thomson Reuters.
Nota 2: Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Anexo 5. Principales competidores 2020e

		Laboratorios de Diagnóstico Molecular								Equipos Médicos Avanzados						Líder Global	
	EUR Mn	Biocept	MDXHEALTH SA	Biocartis	Atrys Health	Guardant Health Inc	Exact Sciences Corp	Neogenomics Inc.	Average	Thermo Fischer	Qiagen	Danaher	Agilent	Becton Dickinson	Average	ROCHE	PANG
Datos Mercado	Ticker (Reuters)	BIOC.O	MDXH.BR	BCART.BR	ATRY.MC	GH.O	EXAS.O	NEO.O		TMO	QGEN.K	DHR	A	BDX		ROG.S	PANGO.MC
	País	USA	Belgium	Belgium	Spain	USA	USA	USA		USA	Netherlands	USA	USA	USA		Switzerland	Spain
	Market cap	54,5	55,3	282,9	252,8	8.700,5	13.164,3	4.145,1		156.991,6	10.360,3	136.608,9	27.738,8	58.193,9		248.566,6	26,7
	Enterprise value (EV)	36,1	44,2	297,5	250,8	7.942,4	13.451,3	4.038,9		170.228,4	11.181,8	153.802,5	28.563,2	71.706,6		259.861,8	29,3
Información financiera básica	Total Ingresos	7,0	23,4	46,7	15,0	236,2	1.145,2	383,0		24.596,2	1.533,0	18.182,7	4.471,9	14.235,8		57.404,2	4,7
	Cto.Total Ingresos	*42,9%*	*122,1%*	*24,8%*	*1,1%*	*23,5%*	*46,5%*	*5,0%*	*38,0%*	*7,9%*	*12,6%*	*13,8%*	*-3,4%*	*-10,3%*	*4,1%*	*1,3%*	*41,9%*
	2y TACC (2020e - 2022e)	*95,8%*	*19,2%*	*41,1%*	*n.a.*	*31,5%*	*29,1%*	*14,8%*	*38,6%*	*5,3%*	*5,6%*	*9,5%*	*7,4%*	*7,2%*	*7,0%*	*3,7%*	*25,7%*
	EBITDA	n.a.	(13,1)	(45,6)	3,0	(123,4)	(120,1)	24,4		6.896,0	603,6	4.892,9	1.185,5	3.953,2		23.276,3	0,0
	Cto. EBITDA	*n.a.*	*n.a.*	*0,6%*	*12,1%*	*-94,9%*	*26,6%*	*-47,3%*	*-20,6%*	*18,2%*	*24,4%*	*23,0%*	*1,8%*	*-16,9%*	*10,1%*	*2,9%*	*102,5%*
	2y TACC (2020e - 2022e)	*n.a.*	*62,2%*	*38,7%*	*n.a.*	*45,4%*	*90,6%*	*99,3%*	*67,2%*	*6,1%*	*5,4%*	*13,8%*	*9,0%*	*15,2%*	*9,9%*	*6,4%*	*n.a.*
	EBITDA/Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*20,0%*	*n.a.*	*n.a.*	*6,4%*	*13,2%*	*28,0%*	*39,4%*	*26,9%*	*26,5%*	*27,8%*	*29,7%*	*40,5%*	*0,9%*
	EBIT	(20,3)	(10,0)	(55,5)	1,0	(136,8)	(227,5)	(7,4)		6.169,5	505,6	4.215,4	1.058,9	3.291,3		19.796,9	0,2
	Cto. EBIT	*1,2%*	*50,0%*	*0,3%*	*-17,7%*	*-86,1%*	*-9,1%*	*-138,3%*	*-28,5%*	*62,3%*	*81,3%*	*44,5%*	*11,5%*	*22,3%*	*44,4%*	*6,0%*	*108,9%*
	2y TACC (2020e - 2022e)	*25,5%*	*58,2%*	*29,2%*	*n.a.*	*31,6%*	*48,4%*	*n.a.*	*38,6%*	*6,0%*	*4,0%*	*13,8%*	*10,5%*	*15,4%*	*10,0%*	*7,3%*	*n.a.*
	EBIT/Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*6,7%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*6,7%*	*25,1%*	*33,0%*	*23,2%*	*23,7%*	*23,1%*	*25,6%*	*34,5%*	*4,3%*
	Beneficio Neto	(22,3)	(16,5)	(63,5)	-	(129,8)	(305,1)	4,8		5.368,2	408,2	3.451,5	856,7	2.384,2		15.693,7	0,1
	Cto. Beneficio Neto	*-0,4%*	*-57,0%*	*-0,9%*	*n.a.*	*114,4%*	*307,1%*	*-32,8%*	*55,1%*	*62,5%*	*n.a.*	*59,1%*	*-10,8%*	*119,6%*	*57,6%*	*20,7%*	*101,2%*
	2y TACC (2020e - 2022e)	*28,6%*	*48,7%*	*25,6%*	*n.a.*	*28,3%*	*67,9%*	*n.a.*	*39,8%*	*6,8%*	*3,3%*	*14,5%*	*12,3%*	*18,3%*	*11,0%*	*8,0%*	*n.a.*
	CAPEX/Ventas	*n.a.*	*n.a.*	*-18,6%*	*n.a.*	*-6,2%*	*-7,8%*	*-4,6%*	*-9,3%*	*-4,5%*	*-8,3%*	*-3,3%*	*-2,5%*	*-4,7%*	*-4,7%*	*-6,6%*	*-2,0%*
	Free Cash Flow	n.a.	n.a.	(61,0)	n.a.	(107,2)	(106,5)	n.a.		3.930,3	345,1	3.542,6	679,0	2.352,5		15.635,7	(0,4)
	Deuda financiera Neta	n.a.	n.a.	(79,0)	21,0	(732,9)	339,6	(47,1)		10.783,5	828,6	13.774,5	622,1	11.998,2		(3.278,0)	5,9
	DN/EBITDA (x)	n.a.	n.a.	n.a.	7,0	n.a.	n.a.	(1,9)	2,5	1,6	1,4	2,8	0,5	3,0	1,9	(0,1)	n.a.
	Pay-out	*n.a.*	*n.a.*	*0,0%*	*n.a.*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*5,6%*	*0,0%*	*12,6%*	*22,3%*	*33,0%*	*14,7%*	*47,0%*	*0,0%*
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	2,1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2,1	29,2	25,5	40,9	32,6	23,7	30,4	15,7	n.a.
	P/BV (x)	n.a.	n.a.	12,5	4,8	7,3	6,3	7,7	7,7	5,7	4,4	4,4	6,4	2,7	4,7	6,5	3,2
	EV/Ingresos (x)	5,1	1,9	6,4	16,7	33,6	11,7	10,5	12,3	6,9	7,3	8,5	6,4	5,0	6,8	4,5	6,2
	EV/EBITDA (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	24,7	18,5	31,4	24,1	18,1	23,4	11,2	n.a.
	EV/EBIT (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	27,6	22,1	36,5	27,0	21,8	27,0	13,1	n.a.
	ROE	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	n.a.	*19,6*	*15,9*	*12,6*	*19,6*	*11,3*	15,8	*45,7*	*0,7*
	FCF Yield (%)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	n.a.	*2,5*	*3,3*	*2,6*	*2,5*	*4,1*	3,0	*6,3*	*n.a.*
	DPA	*n.a.*	*n.a.*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,75*	*0,00*	*0,61*	*0,61*	*2,92*	*0,98*	*8,62*	*0,00*
	Dvd Yield	*n.a.*	*n.a.*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,2%*	*0,0%*	*0,3%*	*0,7%*	*1,5%*	*0,5%*	*3,0%*	*0,0%*

Nota 1: Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Thomson Reuters). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).
Nota 2: Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

INFORMACIÓN LEGAL IMPORTANTE SOBRE ESTE INFORME

LIGHTHOUSE

Lighthouse es un proyecto de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Lighthouse es un proyecto de análisis plenamente financiado por Bolsas y Mercados Españoles S.A. Lighthouse persigue mejorar la cobertura de análisis de los "valores huérfanos" del mercado español: aquellos que carecen de una cobertura real y continuada de análisis. Los informes de Lighthouse no incluirán ni valoración ni precio objetivo. Lighthouse no persigue asesorar en materia de inversión a ninguna persona física o jurídica. Por este motivo, Lighthouse no dará ninguna recomendación personalizada de inversión de ninguno de los valores que analice.

IEAF Servicios de Análisis S.L.U. es una sociedad de nacionalidad española, cuyo objeto social es

1º) La prestación de servicios de información y análisis financiero de los valores emitidos por todo tipo de personas jurídicas que cotizan en los mercados secundarios oficiales, y específicamente de aquellos valores que no son objeto recurrente de información y análisis por los analistas financieros que intervienen en los mercados.

2º) La prestación de los servicios de publicidad y actualización de los referidos informes y análisis financieros, así como la monitorización y seguimiento de los valores objeto de información y análisis.

3º) La realización de estudios y proyectos dirigidos a proponer e implantar medidas tendentes a mejorar la información y análisis financieros de los valores que cotizan en los mercados secundarios oficiales.

IEAF Servicios de Análisis S.L.U. es una sociedad cuyo socio único es el Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF), asociación profesional sin ánimo de lucro.

DISCLAIMER

El Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) certifica que todo Analista de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. cuyo nombre figure como Autor de este informe, expresa opiniones que reflejan su opinión personal e independiente sobre la compañía analizada. Sin que estas impliquen, ni directa ni indirectamente una recomendación personalizada de la compañía analizada a efectos de constituir un asesoramiento en materia de inversión. El informe se basa en la elaboración de proyecciones financieras detalladas a partir de información pública y siguiendo la metodología de análisis fundamental tradicional (no tratándose, por tanto de un informe de análisis técnico ni cuantitativo). Para la metodología de análisis empleada en la redacción de este informe, por favor, contacte directamente con el analista, cuyos datos de contacto figuran en la portada de este informe.

El informe incluye información básica de los principales parámetros a utilizar por un inversor a la hora de realizar por sí mismo una valoración (sea por descuento de flujos o por múltiplos). Dichos parámetros son la opinión o estimación personal del analista. La persona que reciba este informe deberá aplicar su propio juicio a la hora de utilizar dichos parámetros. Y deberá considerarlos un elemento más en su proceso de decisión en materia de inversión. Esos parámetros no constituyen una recomendación personalizada de inversión.

Normas de confidencialidad y conflictos de interés

Ninguna de las siguientes normas (12) de confidencialidad y conflictos de interés son de aplicación a este informe:

1. El presente informe es un análisis no independiente al estar realizado por encargo de la compañía analizada (emisor).

2. En los últimos 12 meses, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., han tenido mandatos de Finanzas Corporativas o bien han gestionado o cogestionado una oferta pública de los valores del emisor, o bien recibido de dicho emisor una remuneración por los servicios de Finanzas Corporativas, que excluyen los servicios de corredor por unos honorarios anticipados.

3. El Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., espera recibir o pretende obtener en los próximos 6 meses una remuneración por los servicios de Finanzas Corporativas prestados a esta empresa, que excluyen los servicios de corredor por unos horarios anticipados.

4. El Analista de Inversiones o un miembro del Departamento de Análisis o que viva en su casa tiene una posición larga en las acciones o los derivados del emisor correspondiente.

5. El Analista de Inversiones o un miembro del Departamento de Análisis o que viva en su casa tiene una posición corta en las acciones o los derivados del emisor correspondiente.

6. A la fecha de producción, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U. tenían una posición larga superior al 0,5% del Capital del emisor.

7. A la fecha de producción, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U. tenían una posición corta superior al 0,5% del Capital del emisor.

8. Al fin del mes inmediatamente anterior a la publicación de este informe, o del mes previo si el informe se publica en los diez días siguientes al final del mes, la compañía analizada (el emisor) o cualquiera de sus filiales, poseían el 5% o más de cualquier clase de valores de renta variable del Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U.

9. Un alto directivo o ejecutivo del Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., o bien un miembro de sus departamentos es directivo, ejecutivo, asesor o miembro del Consejo de Administración del emisor y/o una de sus subsidiarias.

10. El Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., actúa en calidad de corredor del Emisor por los honorarios anticipados correspondientes.

11. El contenido de este informe ha sido revisado por el emisor con anterioridad a su publicación.

12. El emisor ha realizado cambios en el contenido del informe antes de su distribución.

Los Analistas de Inversiones que han elaborado el presente Análisis de Inversiones son empleados de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Dichos analistas han recibido (o recibirán) una remuneración en función de los beneficios generales de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Para obtener una copia del Código de Conducta de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. (para la Gestión de Conflictos de Interés en el departamento de Análisis), contacte por correo electrónico con secretaria@ieaf.es o consulte el contenido de este Código en www.ieaf.es.

IEAF Servicios de Análisis está remunerado por Bolsas y Mercados Españoles, S.A. para la redacción de este informe. Este informe debe considerarse solo un elemento más en la toma de decisiones de inversión.

Un informe emitido por IEAF Servicios de Análisis S.L.U.

Todos los derechos reservados. Queda prohibido su uso o distribución no autorizados. Este documento ha sido elaborado y distribuido, según lo establecido en la MiFID II, por IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Su actividad empresarial está regulada por la CNMV. La información y las opiniones expresadas en este documento no constituyen ni pretenden constituir una oferta o la solicitud de una oferta para la compra o la venta de los valores referidos (es decir, los valores mencionados en el presente y los warrants, opciones, derechos o intereses relacionados con estos). La información y las opiniones contenidas en este documento están basadas en informaciones de carácter público y en fuentes consideradas fiables por IEAF Servicios de Análisis S.L.U., pero no se ofrece ninguna garantía en cuanto a su precisión o integridad. Todos los comentarios y las estimaciones facilitadas reflejan únicamente la opinión de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. y no ofrecen ninguna garantía implícita o explícita. Todas las opiniones expresadas están sujetas a cambio sin previo aviso. En el presente documento no se tienen en cuenta los objetivos de inversión concretos, el estado financiero, la actitud frente al riesgo ni otras cuestiones específicas de la persona que reciba este documento, de modo que ésta deberá aplicar su juicio al respecto. Ni el Instituto Español de Analistas Financieros ni su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., asumen responsabilidad alguna por las pérdidas directas o indirectas derivadas del uso de los análisis publicados, salvo en caso de conducta negligente por parte de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. La

información contenida en este informe se aprueba para su distribución a clientes profesionales, contrapartes elegibles y asesores profesionales, no a clientes particulares o minoristas. Se prohíbe su reproducción, distribución o publicación para cualquier fin sin la autorización por escrito de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. El Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) y/o su filial IEAF Servicios de Análisis S.L.U., sus empleados y directivos, pueden tener una posición (larga o corta) en una inversión sabiendo que ese emisor será objeto de análisis y que ese análisis se distribuirá a inversores institucionales. Cualquier información adicional sobre el contenido de este informe se remitirá previa solicitud. IEAF Servicios de Análisis tiene como objetivo la publicación de (al menos) un informe o nota trimestral de actualización de la compañía analizada.

Estados Unidos. IEAF Servicios de Análisis S.L.U. no está inscrito en Estados Unidos y, por lo tanto, no está sujeto a la normativa de dicho país sobre la elaboración de análisis y la independencia de los analistas. Este informe se distribuirá únicamente a los principales inversores institucionales de EE.UU., con arreglo a la exención de inscripción estipulada por la Normativa 15a-6 de la Ley del Mercados de Valores de Estados Unidos de 1934, en su versión enmendada (la "Exchange Act") y en las interpretaciones de ésta realizadas por la Comisión de Valores de EE.UU. ("SEC").

Principales inversores institucionales de EE.UU. Este informe se distribuirá a los "Principales inversores institucionales de EE.UU." según la definición de la Normativa 15a-6 de la Comisión del Mercado de Valores de Estados Unidos y de la Ley del Mercado de Valores de EE.UU. de 1934.

Histórico de notas e informes

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
16-Oct-2020	n.a.	1,58	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	Ana Isabel González García, CIIA