

RESULTADOS 9M21

Estudios clínicos continúan avanzando en su desarrollo

Oryzon ha continuado avanzando en el 3T en el desarrollo clínico de sus programas de oncología y neurología. En cuanto a la evolución de **iadademstat (ORY-1001)**, la compañía ha completado el reclutamiento en el ensayo de Fase II ALICE de iadademstat en combinación con azacitidina en enfermos de leucemia mieloide aguda (LMA), con un total de 36 pacientes. Los últimos datos de ALICE se publicaron en junio en el congreso EHA-2021, donde mostró señales robustas de eficacia clínica con ORR del 83% (de los cuales el 67% son CR/CRi). La empresa tiene previsto presentar una nueva actualización de este ensayo en el congreso ASH-2021. Además, la compañía está preparando ahora nuevos ensayos de iadademstat en combinación en LMA y tumores sólidos. En LMA, la compañía planea iniciar FRIDA, un ensayo de Fase Ib/II en abierto y multicéntrico de iadademstat en combinación con gilteritinib en pacientes con LMA con mutación FLT3 que son refractarios o que han recaído. En cáncer de pulmón de célula pequeña (CPCP), la compañía está preparando el ensayo de Fase Ib/II aleatorizado y multicéntrico STELLAR en combinación con un inhibidor de punto de control inmunitario (ICI) en pacientes con CPCP metastásico en primera línea. Con respecto a **vafidemstat (ORY-2001)**, la compañía está reclutando ya pacientes en Europa y EE.UU. en el ensayo clínico de Fase IIb PORTICO con vafidemstat en pacientes con Trastorno Límite de la Personalidad (TLP). Asimismo, la compañía recibió en julio la aprobación de la Agencia Española del Medicamento y Productos Sanitarios (AEMPS) para llevar a cabo un ensayo clínico de Fase IIb con vafidemstat en pacientes con esquizofrenia (EVOLUTION). Con respecto al ensayo en Fase II SATEEN en esclerosis múltiple (EM), se publicaron datos finales sobre la capacidad de vafidemstat para reducir la respuesta inflamatoria en pacientes con EM en el 37º Congreso del Comité Europeo para el Tratamiento y la Investigación de la Esclerosis Múltiple, ECTRIMS-2021. El tratamiento a largo plazo con vafidemstat fue seguro y bien tolerado, con exposiciones al fármaco de hasta 2 años. En cuanto al estudio ESCAPE (vafidemstat en enfermos graves de Covid-19), se presentaron datos preliminares en el 31º Congreso Europeo de Microbiología Clínica y Enfermedades Infecciosas, ECCMID-2021. Vafidemstat fue seguro y bien tolerado en pacientes graves de Covid-19. Se han confirmado los efectos antiinflamatorios de vafidemstat en pacientes graves de Covid-19. Finalmente, en medicina de precisión, la compañía está preparando un nuevo ensayo en pacientes con síndrome de Kabuki (SK). Este ensayo de Fase I/II, denominado HOPE, será un ensayo multicéntrico, multibrazo, aleatorizado, doble ciego y controlado con placebo para explorar la seguridad y la eficacia de vafidemstat en la mejora de varias deficiencias descritas en pacientes con SK. A su vez, continúan avanzando las colaboraciones en el campo de la medicina de precisión en autismo con investigadores del Centro Seaver de Investigación y Tratamiento del Autismo en la Facultad de Medicina Icahn en el Hospital Mount Sinai de Nueva York y con el Instituto de Genética Médica y Molecular (INGEMM) del Hospital Universitario La Paz de Madrid. También continúa la colaboración en medicina de precisión en esquizofrenia con investigadores de la Universidad de Columbia en Nueva York.

Resultados 9M21 en línea con la especificidad del negocio

La compañía publicó el 28 de octubre sus resultados 9M21. Los ingresos se situaron en Eur 7,72m, un 6,5% más gracias al aumento de los trabajos realizados para el propio activo. A nivel operativo, el EBIT se situó en una cifra negativa de Eur 4,87m, un 48,7% más que hace un año. La compañía obtuvo finalmente una pérdida neta de Eur 2,60m frente a una pérdida de Eur 2,27m Eur reportada hace un año. A nivel de balance, el efectivo y las inversiones financieras a corto plazo se situaron en Eur 30,9m, por debajo de los Eur 39,6m Eur con los que cerró el ejercicio 2020.

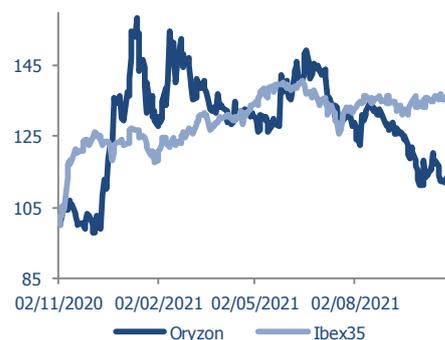
Ajustamos nuestra valoración hasta Eur 9,5/acc

Tras la publicación de los resultados del 9M21, reducimos ligeramente nuestra valoración de la compañía hasta Eur 505,2m Eur, o lo que es lo mismo Eur 9,5/acc (frente a Eur 9,6 Eur anteriormente) como consecuencia de la reducción de la caja neta de la compañía en el 3T.

Oryzon Genomics

DATOS DE LA COMPAÑÍA

TICKER	ORY SM / ORY.MC
PRECIO	3,07
SECTOR	BIOTECNOLOGÍA
Nº DE ACCIONES (M)	53,1
CAPITALIZACIÓN (Eur M)	163
FREE FLOAT	78,8%



Fuente: Bloomberg.

DATOS FINANCIEROS CLAVE (Eur)

	2018	2019	2020	2021E
VENTAS (M)	0,00	0,00	0,00	0,00
EBITDA (M)	-2,77	-3,69	-4,15	-6,34
EBIT (M)	-2,92	-3,84	-4,29	-6,50
BDI (M)	-1,18	-3,68	-3,40	-4,30
ROE (%)	-3,0%	-6,9%	-5,0%	-5,8%

DATOS POR ACCIÓN (Eur)

	2018	2019	2020	2021E
DPA	0,00	0,00	0,00	0,00
BPA	-0,03	-0,08	-0,06	-0,08
VLPA	1,15	1,34	1,43	1,35

RATIOS DE VALORACIÓN A Eur 3,07/acc

	2018	2019	2020	2021E
P/E (X)	-101,4	-38,2	-47,9	-37,9
EV/EBITDA (X)	-37,4	-32,1	-33,0	-23,6
P/VL (X)	2,3	1,9	1,8	2,1

EVOLUCIÓN DEL I+D

La compañía ha continuado avanzando durante este periodo en el desarrollo clínico de sus programas de oncología iadademstat y neurología vafidemstat.

Evolución de los estudios en marcha:

IADADEMSTAT (ORY-1001)

- **Leucemia:** ALICE es un estudio de Fase II de iadademstat en enfermos recién diagnosticados de leucemia mieloide aguda (LMA) de avanzada edad que no son elegibles para terapia convencional, en combinación con el agente hipometilante azacitidina. El ensayo estudia la seguridad y la eficacia clínica de la combinación. El ensayo completó el reclutamiento durante el 3T, alcanzando un total de 36 pacientes. Los últimos datos correspondientes a los 30 meses se publicaron en el congreso de la Asociación Europea de Hematología (EHA)-2021, celebrado en junio. Así, el estudio mostró señales robustas de eficacia clínica, con ORR del 83%, de los cuales el 67% son CR/CRi. Las respuestas son tempranas y de larga duración, con cinco pacientes con remisiones superiores al año y la remisión más larga de 858 días a fecha del congreso, todavía en curso. La combinación de iadademstat y azacitidina continúa mostrando un buen perfil de seguridad. La empresa tiene previsto presentar una nueva actualización clínica sobre ALICE en el congreso ASH-2021. Por otro lado, la FDA concedió el pasado 11 de febrero la designación de medicamento huérfano a iadademstat para el tratamiento de la LMA. El fármaco tiene ahora la designación de medicamento huérfano para LMA tanto en EE.UU. como en la UE.
- **Nuevos estudios:** La compañía está preparando nuevos ensayos en combinación en LMA y tumores sólidos. En LMA, la compañía planea iniciar FRIDA, un ensayo de Fase Ib/II en abierto y multicéntrico de iadademstat en combinación con gilteritinib en pacientes con LMA con mutación FLT3 que son refractarios o que han recaído. En cáncer de pulmón de célula pequeña (CPCP), la compañía está preparando el ensayo STELLAR. STELLAR es un ensayo de Fase Ib/II aleatorizado y multicéntrico de iadademstat con un inhibidor de punto de control inmunitario (ICI) en pacientes con CPCP metastásico en primera línea. Ambos ensayos se llevarán a cabo en EE.UU. y ambos planean reclutar 120 pacientes. La compañía cree que FRIDA y STELLAR podrían potencialmente apoyar solicitudes de aprobación de comercialización acelerada.

VAFIDEMSTAT (ORY-2001)

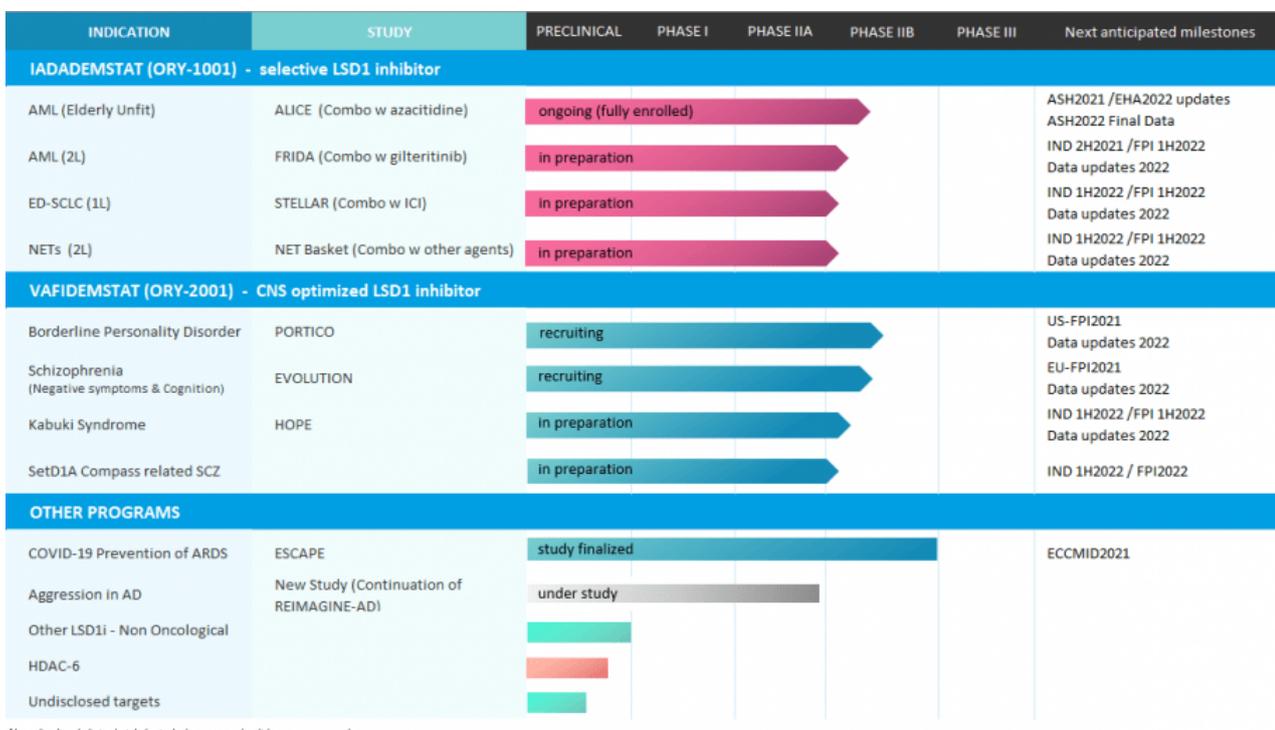
- **Alzheimer:** Con respecto al estudio llamado ETHERAL (por sus iniciales inglesas de “Aproximación Epigenética a la Terapia en enfermedad de Alzheimer”, “Epigenetic THERapy in ALzheimer’s Disease”), se presentaron datos de 12 meses en la conferencia virtual AD/PD-2021, que confirmaron la seguridad del tratamiento con vafidemstat en la población anciana con la enfermedad de Alzheimer (EA) en los datos agregados de 140 pacientes. También se confirmó la reducción de los niveles del biomarcador inflamatorio YKL40 en LCR tras 12 meses de tratamiento con vafidemstat. También se presentaron datos adicionales del ensayo REIMAGINE-AD, que confirmaron una reducción significativa de la agitación-agresión tras 12 meses de tratamiento en pacientes con EA moderada.
- **Esclerosis Múltiple:** El estudio clínico de Fase II con vafidemstat en esclerosis múltiple, llamado SATEEN (SeguridAd, Tolerabilidad y Eficacia de un enfoque EpigeNético para el tratamiento de la esclerosis múltiple), ha finalizado y se presentaron datos finales en el 37º Congreso del Comité Europeo para el Tratamiento y la Investigación de la Esclerosis Múltiple, ECTRIMS-2021. Este ensayo de Fase II, aleatorizado, doble ciego, controlado con placebo, de grupos paralelos y de búsqueda de dosis, tenía como objetivo evaluar la seguridad y la tolerabilidad de vafidemstat en pacientes con EM con recaída y remisión (EMRR) o con EM secundaria progresiva (EMSP). En el ensayo participaron 18

pacientes. El tratamiento a largo plazo con vafidemstat fue seguro y bien tolerado, con exposiciones al fármaco de hasta 2 años. SATEEN fue un ensayo piloto a pequeña escala que no tenía la potencia necesaria para obtener datos de eficacia definitivos. No hubo diferencias estadísticamente significativas entre los grupos en las evaluaciones de IRM, OCT o EDSS. No obstante, algunos pacientes tratados con vafidemstat mostraron una mejora en uno o más indicadores clínicos. Además, se observó una prometedora actividad antiinflamatoria en la mayoría de los pacientes tratados con vafidemstat en comparación con el placebo.

- **Enfermedades psiquiátricas:** La compañía está ya reclutando pacientes de forma activa en Europa y EE.UU. en el ensayo clínico de Fase IIb con vafidemstat en pacientes con Trastorno Límite de la Personalidad (TLP). El estudio, denominado PORTICO, es un estudio de Fase IIb multicéntrico, doble ciego, aleatorizado y controlado con placebo para evaluar la eficacia y seguridad de vafidemstat en pacientes con TLP. El ensayo tiene dos objetivos primarios: la reducción de la agresividad/agitación y la mejora global de la enfermedad. El estudio incluirá 156 pacientes, con 78 pacientes en cada brazo, y cuenta con un análisis intermedio predefinido para ajustar el tamaño de la muestra en caso de una variabilidad excesiva en torno a las variables de evaluación o una tasa de placebo inesperadamente alta. El ensayo se llevará a cabo en 15-20 centros en Europa y EE.UU. (en octubre han incluido ya el primer paciente en este país), con tres hospitales españoles activados actualmente. Por otro lado, la compañía recibió en julio la aprobación de la Agencia Española del Medicamento y Productos Sanitarios (AEMPS) para llevar a cabo un ensayo clínico de Fase IIb con vafidemstat en pacientes con esquizofrenia. Este estudio de Fase IIb, denominado EVOLUTION, evaluará la eficacia de vafidemstat sobre los síntomas negativos y la cognición en pacientes con esquizofrenia. Este proyecto está parcialmente financiado con fondos públicos del Ministerio de Ciencia e Innovación y se realizará en diversos hospitales españoles. La compañía ha activado ya varios centros clínicos durante el 3T.
- **SARS-CoV-2 (Covid-19):** Se presentaron datos preliminares del estudio clínico de vafidemstat en pacientes graves con Covid-19, llamado ESCAPE, en 31º Congreso Europeo de Microbiología Clínica y Enfermedades Infecciosas, ECCMID-2021. Este era un ensayo de Fase II abierto, aleatorizado, de doble brazo para evaluar la eficacia y la tolerabilidad de vafidemstat en combinación con el tratamiento estándar utilizado en los hospitales, para evitar la progresión a Síndrome de Distrés Respiratorio agudo, que reclutó 60 pacientes. Vafidemstat fue seguro y bien tolerado en pacientes graves de Covid-19. Se han confirmado los efectos antiinflamatorios de vafidemstat en pacientes graves de Covid-19. Vafidemstat redujo la activación exacerbada de las células T CD4+ y redujo la liberación de citocinas inflamatorias. No hubo diferencias significativas en el número de fallecidos entre los dos brazos del estudio y los pacientes en ambos brazos del estudio se recuperaron con rapidez. Los resultados antiinflamatorios obtenidos en ESCAPE y SATEEN están en consonancia con la actividad antiinflamatoria observada previamente en el ensayo ETHERAL de vafidemstat en pacientes con Alzheimer.
- **Medicina de precisión:** (i) La compañía está preparando un nuevo ensayo de medicina de precisión en pacientes con síndrome de Kabuki (SK). Este ensayo de Fase I/II, denominado HOPE, será un ensayo multicéntrico, multibrazo, aleatorizado, doble ciego y controlado con placebo para explorar la seguridad y la eficacia de vafidemstat en la mejora de varias deficiencias descritas en pacientes con SK. El ensayo prevé reclutar a 50-60 pacientes y se realizará en niños mayores de 12 años y en adultos jóvenes. La compañía espera iniciar el HOPE en la primera mitad de 2022 en varios hospitales y centros de EE.UU y, posiblemente, en Europa. Teniendo en cuenta los precedentes de la FDA y la EMA en enfermedades raras y trastornos del SNC, la compañía cree que si el

ensayo HOPE demuestra mejoras clínicas relevantes, podría servir de base para una aprobación acelerada en la UE y en EE.UU. La compañía ha recibido una ayuda de US\$ 1m para apoyar este ensayo; (ii) Continúan avanzando las colaboraciones en el campo de la medicina de precisión en autismo con investigadores del Centro Seaver de Investigación y Tratamiento del Autismo en la Facultad de Medicina Icahn en el Hospital Mount Sinai de Nueva York y con el Instituto de Genética Médica y Molecular (INGEMM) del Hospital Universitario La Paz de Madrid, y en medicina de precisión en esquizofrenia con investigadores de la Universidad de Columbia en Nueva York. Los resultados de los estudios piloto en marcha de caracterización de estos pacientes con mutaciones específicas, que servirán para informar posteriores estudios clínicos de psiquiatría de precisión con vafidemstat, se esperan para el 2S21.

PIPELINE DE ORYZON A CIERRE DEL 9M21



Fuente: Oryzon.

RESULTADOS 9M21

La compañía publicó el pasado 28 de octubre los resultados correspondientes a los nueve primeros meses de 2021. Los puntos más destacados son los siguientes:

- Los ingresos se situaron en Eur 7,72m, representando una subida del 6,5% con respecto al mismo periodo del ejercicio anterior gracias al aumento contabilizado en los trabajos realizados para el propio inmovilizado.
- Las inversiones en I+D ascendieron a Eur 9,6m durante este periodo, de las cuales Eur 8,6m correspondieron a desarrollo y Eur 1,0m a investigación, habiendo sido capitalizadas inversiones en desarrollo por importe de Eur 7,7m y Eur 1,9m llevadas directamente a pérdidas, de las cuales Eur 0,9m corresponden a actividades de desarrollo en Covid-19 que fueron adoptadas en el marco de responsabilidad social corporativa de la Sociedad y Eur 1,0m relativas a actividades de investigación.

- A nivel operativo, el resultado de explotación (EBIT) se situó en una cifra negativa de Eur 4,87m, un 48,7% superior a la publicada hace un año (Eur 3,28m).
- En la parte baja de la cuenta de resultados, la compañía reportó una pérdida neta de Eur 2,60m, un 14,9% superior a la pérdida de Eur 2,27m registrada hace un año debido fundamentalmente a las actividades de desarrollo no capitalizado para contribuir a la lucha contra Covid-19 en el ensayo clínico ESCAPE. En cualquier caso, el resultado se considera acorde con la especificidad del modelo de negocio de la biotecnología, con un periodo de maduración de sus productos a largo plazo, y sin recurrencias desde la perspectiva de ingresos.
- Por último, a nivel de balance, el efectivo y las inversiones financieras a corto plazo se situaron en Eur 30,9m, un 21,9% menos con respecto al cierre de 2020. La caja neta, por otro lado, disminuyó hasta Eur 16,1m, Eur 10m menos que a 31 de diciembre de 2020 (un descenso del 38,3%).

CUENTA DE RESULTADOS 9M21

Eur m	9M21	9M20	Var. (%)
Ventas	-	-	-
Trabajos para el propio inmovilizado	7,71	7,25	6,3%
Otros ingresos	0,01	0,00	1614,3%
Total Ingresos	7,72	7,25	6,5%
EBIT	-4,87	-3,28	48,7%
Resultado financiero	-0,22	-0,37	-38,8%
BAI	-5,10	-3,64	39,9%
Impuestos	2,49	1,38	81,0%
BDI	-2,60	-2,27	14,9%

Fuente: Oryzon.

VALORACIÓN DE ORYZON

Tras la publicación de los resultados de los 9M21, reducimos ligeramente nuestra valoración de la compañía hasta Eur 505,2m Eur, o lo que es lo mismo Eur 9,5/acc (frente a Eur 9,6 Eur anteriormente) como consecuencia de la reducción de la caja neta de la compañía en el 3T.

VAN DE LOS PROYECTOS

Producto	Indicación	Estado	Prob. de éxito (%)	VAN (Eur)	VE/acc. (Eur)	%
ORY-1001	Leucemia Mieloide Aguda	Fase IIa	25%	56,9	1,1	12%
ORY-1001	Cáncer Pulmón Célula Pequeña	Fase IIa	20%	33,4	0,6	7%
ORY-1001				90,3	1,7	18%
ORY-2001	Alzheimer	Fase IIa	20%	123,2	2,3	25%
ORY-2001	Esclerosis Múltiple	Fase IIa	20%	126,0	2,4	26%
ORY-2001	Trastorno Límite de Personalidad	Fase IIb	20%	74,0	1,4	15%
ORY-2001	Esquizofrenia	Fase IIb	15%	75,6	1,4	15%
ORY-2001				398,8	7,5	82%
Total				489,1	9,2	100%

Fuente: Elaboración propia.

VALOR DEL CAPITAL

Eur m	Valor Oryzon	Método
ORY-1001/ORY-2001	489,1	VAN compuestos
Total Valor Empresa	489,1	
(-) Deuda Neta 9M21	-16,1	
(-) Minoritarios 9M21	0,0	
Total Valor Capital	505,2	
Nº Acciones (m)	53,1	
Valor Capital (Eur/acc.)	9,5	

Fuente: Elaboración propia.

RIESGOS POTENCIALES PARA LA VALORACIÓN

En nuestra opinión, los riesgos potenciales sobre nuestra valoración no han variado durante este periodo. Dichos riesgos incluyen, pero no se limitan a, factores clínicos, regulatorios, comerciales y factores competitivos:

- **Financiero:** Como hemos comentado anteriormente, tras la última ampliación de capital, la compañía mantiene recursos suficientes para un normal progreso de sus proyectos de I+D. A medio plazo no es descartable que la compañía pueda volver a recurrir a los mercados de capitales para continuar con el desarrollo clínico de sus moléculas y/o para identificar otras nuevas utilizando su plataforma de tecnología y conocimientos.
- **Clínico:** El desarrollo de fármacos es un negocio con un riesgo inherente alto. Los activos (iadademstat, vafidemstat, o productos futuros), pueden no mostrar niveles clínicamente significativos de eficacia en los ensayos en curso o futuros. Esto se traduce en un potencial riesgo de fracaso, más alto cuando la molécula se encuentra en una Fase menos avanzada de su desarrollo.
- **Regulador:** La capacidad de Oryzon o sus socios para comercializar sus medicamentos depende de la obtención de la aprobación por parte de las distintas autoridades sanitarias (por ejemplo de la FDA en los EE.UU. o de la EMA en Europa). El fracaso en lograr la aprobación, o retrasos en la obtención de la misma, podría dar lugar a una disminución sustancial en la valoración.
- **Competitivo:** La epigenética es un campo cada vez más competitivo y Oryzon se enfrenta a la competencia tanto de empresas centradas en el mismo ámbito como de otras focalizadas en mecanismos relacionados. Como tal, no hay seguridad de que los productos de Oryzon serán competitivos o diferenciados de otros fármacos.
- **Comercialización:** Aunque Oryzon ha declarado sus planes para licenciar a terceros los derechos comerciales de sus productos, sus ingresos futuros (vía *royalties*) si se verán afectados por la capacidad comercializadora de sus socios.
- **Reembolso:** No hay garantía de que Oryzon, o sus socios, puedan conseguir niveles de reembolso adecuado para sus productos. La consecución de niveles bajos de reembolso podrían afectar negativamente a la cotización.
- **Licencias:** Oryzon dispone de dos fármacos licenciados, iadademstat y vafidemstat. De producirse una minoración del grado de licenciabilidad de sus productos podría afectar negativamente a la cotización de Oryzon.

ESTADOS FINANCIEROS

PÉRDIDAS Y GANANCIAS

Eur m	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
Cifra de Negocios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Trabajos realizados por la empresa para su activo	4,3	6,8	10,3	9,5	10,3	10,7
Otros ingresos de explotación	0,4	0,4	0,0	0,1	0,1	0,1
Aprovisionamientos	-0,3	-0,3	-0,4	-0,5	-0,8	-0,8
Gastos de personal	-2,9	-2,9	-3,0	-3,5	-3,9	-4,0
Otros gastos	-5,0	-6,7	-10,6	-9,7	-12,1	-12,5
EBITDA	-3,5	-2,8	-3,7	-4,1	-6,3	-6,5
<i>EBITDA margin</i>	-	-	-	-	-	-
Amortización Inmovilizado	-0,8	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2
EBIT	-4,3	-2,9	-3,8	-4,3	-6,5	-6,7
<i>EBIT margin</i>	-	-	-	-	-	-
Resultado financiero	-0,9	-0,8	-0,7	-0,5	-0,3	-0,4
Otros resultados	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BAI	-5,3	-3,7	-4,6	-4,8	-6,8	-7,0
Impuestos	0,1	2,5	0,9	1,4	2,5	2,0
Intereses Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BDI	-5,2	-1,2	-3,7	-3,4	-4,3	-5,0

Fuente: Oryzon para datos históricos y elaboración propia para estimaciones.

BALANCE DE SITUACIÓN

Eur m	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
Inmovilizado inmaterial	22,5	29,3	39,9	49,2	58,2	63,2
Inmovilizado material	0,6	0,7	0,6	0,6	0,5	1,3
Inmovilizado financiero	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Otros activos fijos	1,8	1,7	1,7	1,8	1,8	1,8
Total Activo Fijo	24,9	31,8	42,4	51,7	60,6	66,4
Exsitencias	0,0	0,1	0,3	0,3	0,1	0,1
Deudores	0,9	1,0	2,1	2,4	3,3	3,4
Inversiones financieras temporales	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Caja	35,0	34,3	35,1	39,6	29,6	19,6
Otros activos circulantes	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Total Activo Circulante	36,1	35,7	37,7	42,4	33,1	23,3
Total Activos	61,0	67,5	80,1	94,1	93,7	89,7
Patrimonio Neto	34,4	45,1	61,1	75,9	71,6	66,6
Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda financiera	23,4	18,2	13,2	13,5	16,2	17,1
Proveedores	1,3	2,2	4,0	2,8	3,2	3,3
Provisiones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otras deudas a largo y a corto plazo	1,9	1,9	1,7	1,8	2,7	2,7
Total Pasivo + Fondos Propios	61,0	67,5	80,1	94,1	93,7	89,7
Deuda Neta	-11,8	-16,2	-22,0	-26,1	-13,4	-2,5
Deuda Neta/EBITDA (x)	3,4	5,8	6,0	6,3	2,1	0,4
Deuda Neta/Fondos Propios (%)	-34%	-36%	-36%	-34%	-19%	-4%

Fuente: Oryzon para datos históricos y elaboración propia para estimaciones.

El presente Informe de inversiones ha sido elaborado, con efectos exclusivamente informativos, por el analista y no responde a la prestación de un servicio de asesoramiento de inversiones destinado a un cliente determinado. No está dirigido a distribución ni uso de ninguna persona o entidad que sea ciudadana o residente de los Estados Unidos de América, ni de cualquier otra jurisdicción donde la distribución, publicación, disponibilidad o uso fuere contrario a las leyes o regulaciones, o hiciera que el analista quede sujeto a algún requerimiento de registro o licencia dentro de dicha jurisdicción.

Este informe no constituye ninguna oferta de venta o solicitud de compra de cualquier valor o instrumentos financieros, ni propuesta de realización de operación financiera alguna.

La información contenida en este informe o en la que se basa el mismo ha sido obtenida por el analista de fuentes consideradas como fiables basándose en el mejor conocimiento de la compañía analizada, del sector en el que opera y de los mercados de capitales, si bien, aunque se han adoptado medidas razonables para asegurarse de la corrección de dicha información, no puede garantizar que sea exacta, completa o esté actualizada, por lo que no debe confiarse exclusivamente en ella como si lo fuera.

Las opiniones, interpretaciones, estimaciones, proyecciones, pronósticos y objetivos de precios deben entenderse realizados y válidos en la fecha de emisión de este informe; en consecuencia, están sujetos a cambios y modificaciones futuras sin previa notificación. La información sobre rentabilidades pasadas, tendencias o previsiones es meramente indicativa y no constituye promesa o garantía de rentabilidades futuras.

El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que las recomendaciones sobre inversiones que este informe pudiera contener, pueden no ser recomendables para todos los inversores o no ajustarse a sus objetivos de inversión, perfil de riesgo, situación financiera o necesidades particulares de cada uno de ellos y debe tomar, de forma independiente y con el asesoramiento profesional adecuado, sus propias decisiones sobre las inversiones en cualquier valor o instrumento financiero mencionado en este informe, siendo consciente de los riesgos que toda inversión conlleva, incluso en ocasiones, el de no recuperar en parte o totalmente el importe invertido. Las personas responsables de la emisión de este informe no son responsables de los daños directos o indirectos, incluida la pérdida total o parcial del capital invertido y el lucro cesante de cualquier decisión de inversión que el receptor de este informe pudiera tomar.

Los derechos de propiedad intelectual de este informe corresponden al analista prohibiéndose la reproducción, transmisión, divulgación o modificación sin la previa autorización expresa y por escrito del analista.

En el momento de la elaboración del presente informe el analista certifica que no tiene posiciones en el valor ni las ha tenido a lo largo de los últimos doce meses ni las tendrá a lo largo de los próximos doce meses. Este informe ha sido elaborado por el analista en su capacidad individual sin conexión alguna con cualquier entidad donde pueda ejercer funciones de analista financiero.