



ISSUE RATING

Senior Unsecured Corporate Bond
Emisión: 30.000.000 €
Cupón: EURIBOR 3m + 5,5% %
Amortización: Bullet



ISSUER RATING

Long-term Rating

Fecha de primer rating: 25/06/2020

Analistas

Senior Analyst

Javier López Sánchez
jlsanchez@axesor-rating.es

Chief Rating Officer

Guillermo Cruz Martínez
gcmartinez@axesor-rating.es

Resumen Ejecutivo

Atrys Health S.A. (en adelante 'Atrys' o 'Grupo Atrys') centra su actividad en el diagnóstico personalizado y tratamiento oncológico, el telediagnóstico y además cuenta con el *big data* como herramienta de complemento y mejora de su actividad dentro del sector salud. Actualmente se encuentra en una etapa de expansión y fuerte crecimiento del negocio, disponiendo a cierre 2019 de unas cifras proforma de facturación y EBITDA de €20,8M y €7M respectivamente, presentando además un nivel de DFN/EBITDA de 3,6x. A junio de 2020, la acción de Atrys se ha revalorizado un 114% respecto al precio de cierre de 2018, alcanzando una capitalización bursátil de €154,3M.

Fundamentos

Perfil de negocio

- ▶ **Elevado grado de especialización en un nicho de mercado que requiere de un alto know-how y elevado nivel de inversión para el desarrollo de la actividad.**

A pesar de encontrarse en un sector donde existe una concentración de cuota de mercado entre grandes grupos hospitalarios privados y laboratorios, el grupo se está posicionando como un *player* de referencia en España y Latinoamérica. La multi-especialidad médica (ofrecen servicios médicos en diferentes especialidades convirtiéndose en un factor diferencial en la telemedicina) así como el acceso a través de sus accionistas (desarrollan tecnología de EEUU) de las últimas tendencias en radioterapia y su implantación en países que no tienen acceso a ese *know-how*, se presentan como sus principales activos.

- ▶ **Actividad integrada verticalmente con una reducida diversificación geográfica que podría mejorar próximamente.**

Tras las últimas adquisiciones realizadas, el grupo ha reforzado su actividad controlando tanto las fases de diagnóstico (personalizado y online) como tratamiento oncológico, disponiendo además de un centro de I+D y área de *smart/big data* que le permiten continuar mejorando en su actividad principal. Además, si bien a cierre de 2019 concentraba la mayor parte de su negocio en el mercado nacional (88% del total estando el resto en Colombia), con la adquisición de la compañía ITMS en Chile así como la fase avanzada en la que se encuentran tres nuevas potenciales adquisiciones, Atrys mejorará su diversificación geográfica (incrementando su presencia en LATAM).

- ▶ **Management con amplia experiencia en el sector que orienta la estrategia corporativa a la expansión y consolidación del negocio.**

El plan estratégico se está centrando en fortalecer el posicionamiento competitivo a través tanto de un crecimiento orgánico (*capex* I+D y acuerdos de colaboración con centros hospitalarios) como inorgánico (varias adquisiciones corporativas) que permitirá, a priori, una mayor presencia del grupo en el mercado ibérico y latinoamericano. Este crecimiento está respaldado por una adecuada gestión de la compañía y un accionariado estable con importantes inversores institucionales que han apoyado a la sociedad con varias ampliaciones de capital y que continúan comprometidos para seguir aportando *equity* en el futuro (como ejemplo, la próxima ampliación de capital que se realizará en el tercer trimestre de 2020 por €35M).

Perfil financiero

- ▶ **Tendencia positiva de la facturación y resultados impulsados tanto por un crecimiento inorgánico como orgánico.**

Tanto a cierre contable como a nivel proforma (incorporando las adquisiciones corporativas a ejercicio completo) la evolución económica de Atrys en los últimos años ha sido positiva. Partiendo de cifras proforma, en 2019 la facturación del grupo alcanzó los €20,8M (CAGR₁₇₋₁₉ del 85,7%) así como un EBITDA y EBT de €7M y €3,2M respectivamente (+111,3% y +138,9% YoY respectivamente).

Los márgenes de la compañía también mejoraron en el último año, alcanzando un margen operativo y EBT del 33,7% y 15,3% (+3,7pp y +3,3pp YoY respectivamente). Durante los primeros meses de 2020, si bien la actividad se ha visto condicionada por el COVID-19 (cierre de agendas hospitalarias con mayor afectación en el área de telecardiología), desde finales de mayo se está reflejando una recuperación del negocio (con un repunte de la actividad durante la segunda mitad de 2020 para dar salida a todos los diagnósticos aplazados), estimándose un impacto moderadamente bajo durante el ejercicio.

► **Incremento del apalancamiento aunque parcialmente compensado por unos sólidos niveles de capitalización.**

El crecimiento alcanzado en los últimos años tiene su reflejo directo en el aumento de la inversión total (CAGR₁₇₋₁₉ del 47,3%) así como de la financiación. Para esta última, a pesar de haberse incrementado los niveles de deuda financiera (principalmente derivados de la emisión de bonos en el MARF por €15M), la compañía ha realizado varias ampliaciones de capital (€13M en 2019, alcanzando €30M para el periodo 2017-2019), aspecto que ha fortalecido su estructura patrimonial. Así, y aunque se ha producido una variación negativa entre la relación del patrimonio neto y la deuda financiera total, continúa presentando valores adecuados (114,7% en 2019; -34,4pp YoY). El grupo presenta una favorable diversificación entre sus fuentes de financiación, destacando tanto la deuda con origen en el MARF, organismos públicos y bancaria (43,3%, 24,3% y 21,8% del total deuda financiera respectivamente). Adicionalmente, la relación entre la DFN y EBITDA (valores ajustados y proforma) se sitúa en cifras moderadamente elevadas (3,6x en 2019) aunque controladas en relación a sus *covenants*.

► **Positivos niveles de tesorería y optimizado perfil de vencimientos de la deuda financiera.**

En líneas generales, Atrys ha mantenido una sólida posición de *cash* en los últimos ejercicios (€9,8M en 2019) que junto a la mejora reflejada en la generación de fondos operativos con su actividad (€2,1M a cierre contable en 2019; CAGR₁₇₋₁₉ del 121,9%), refuerzan sus niveles de liquidez. Además, dispone de un holgado calendario de vencimientos (el 64,2% de la deuda financiera vence desde 2024 en adelante), aspecto que favorece y podría impulsar su estrategia de crecimiento en próximos años.

► **Perspectivas positivas de crecimiento inorgánico durante 2020 bajo una política de financiación que combina recursos propios y ajenos.**

Atrys se encuentra en una fase muy avanzada para la compra de cuatro compañías (una de ellas, ITMS en Chile ya presenta una oferta vinculante para su adquisición) bajo el cual se proyecta un escenario de financiación que combinará tanto una nueva ampliación de capital (€35M) como la emisión de nuevos bonos *unsecured* en el MARF (€15M adicionales que se sumarán a los €15M existentes y que podrían quedar bajo un nuevo programa con vencimiento en 2025). El grupo seguirá cumpliendo su estructura de *covenants* (aunque con ligero incremento de los ratios de apalancamiento), estimándose, a priori, una mejora importante en el negocio y caja operativa generada de los próximos años.

Rating y Tendencia

Axesor Rating ha elevado el rating corporativo y del bono otorgado a Grupo Atrys hasta **BB-** y **BB** respectivamente (anteriormente **B+** y **BB-** respectivamente; 22/05/2019) dada la evolución favorable del negocio y resultados, así como el mantenimiento de una diversificación de sus fuentes de financiación equilibrada tras la etapa de crecimiento que se encuentra desarrollando. Se establece una **tendencia estable** a pesar de que actualmente el grupo se encuentra en pleno proceso de *due diligence* para adquirir cuatro compañías (la más importante en cuanto a contribución en cifra de negocio, ITMS en Chile, ha sido recientemente anunciada y acordada su compra), requiriendo por parte de Axesor Rating un mayor avance y ejecución en la integración y consolidación de estas empresas para determinar las perspectivas y evolución de Atrys.

Resumen de la información financiera

Principales magnitudes financieras. Miles de €.

	2017	2018	2019	19vs18
Facturación	6.035	7.294	14.837	103,4%
Facturación ^(PF)	6.040	11.081	20.818	87,9%
EBITDA aj. ^{(PF)(*)}	1.839	3.321	7.018	111,3%
Mg. EBITDA aj. ^{(PF)(*)}	30,4%	30,0%	33,7%	3,7pp
EBT ^(PF)	-341	1.337	3.194	138,9%
Total activo	40.585	53.693	88.043	64,0%
Patrimonio neto	18.951	26.443	39.954	51,1%
Deuda Financiera Total	12.707	17.905	34.828	94,5%
Deuda Financiera Neta	2.199	6.710	25.007	272,7%
DFN/ EBITDA aj. ^(PF)	1,2x	2,0x	3,6x	1,5x
FFO ^(PF) /DFN	91,6%	45,1%	25,3%	-19,8pp
EBITDA aj. ^(PF) /Intereses aj. ^(*)	7,7x	23,9x	13,3x	-10,6x

^(PF) Datos proforma considerando todas las adquisiciones realizadas a ejercicio completo y ^(*) se ajusta por aquellos gastos no recurrentes (M&A, sinergias, etc.) y los intereses se consideran aquellos que suponen salida de caja (se excluye tipo de interés subvencionado por financiación pública principalmente).

Análisis sensibilidad

Factores que pudieran (individual o colectivamente) impactar en el rating:

► Factores positivos (↑).

Cumplimiento del crecimiento orgánico e inorgánico planteado para 2020-2021. Una vez minimizado el impacto del COVID-19, mayor avance y consolidación del crecimiento orgánico. Mejorar y avanzar en los niveles de caja operativa generados. Mantener en niveles controlados su estructura económico- financiera (*covenants* DFN/EBITDA, PN/DFT y cobertura de intereses con especial importancia de los valores que podrían alcanzarse de 2021 en adelante en base al *business plan*) así como las cifras de liquidez.

► Factores negativos (↓).

Incumplimiento de los *covenants* reflejando una situación económico-financiera más ajustada (empeoramiento de ratios como DFN/EBITDA, PN/DFT o FFO/DFN). Reducción significativa de los márgenes. Caída de la caja operativa generada y los niveles de liquidez.

Información regulatoria

Fuentes de información

La calificación de crédito emitida en este informe ha sido realizada de manera solicitada por parte del ente calificado, participando éste en el proceso. La misma se basa tanto en información privada como pública. Las principales fuentes utilizadas son:

1. Cuentas anuales.
2. Página web corporativa.
3. Información publicada por los Boletines Oficiales.
4. Rating book facilitado por la compañía.

La información ha sido exhaustivamente revisada para asegurar plausibilidad y coherencia, considerándose satisfactoria. No obstante, Axesor Rating no asume ninguna responsabilidad sobre la veracidad de la información y de las conclusiones deducidas sobre la misma.

Información adicional

- La calificación ha sido realizada de acuerdo al Reglamento (CE) N°1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de septiembre de 2009 sobre las agencias de calificación crediticia y en concordancia con la Metodología Bond Rating que puede consultarse en www.axesor-rating.com/sobreaxesor/metodologia; y bajo la Escala Corporate largo plazo disponible en www.axesor-rating.com/sobre-axesor/escala
- Axesor publica los datos sobre las tasas históricas de incumplimiento de las categorías de calificación, que se alojan en el repositorio central de estadísticas CEREP, del regulador European Securities and Markets Authority (ESMA).
- De acuerdo con lo estipulado en el Artículo 6, apartado 2, en relación con el anexo I, sección B, punto 4, del Reglamento (CE) N° 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de septiembre de 2009, se informa que en el transcurso de los últimos 12 meses axesor no ha prestado servicios auxiliares a la entidad calificada ni a terceros vinculados.
- El rating otorgado ha sido notificado a la entidad calificada, no siendo modificado desde entonces.

Condiciones de uso de este documento y su contenido:

Para todas las modalidades de Rating que la AGENCIA emita, el Usuario no podrá, por sí mismo o a través de terceros, ceder, subarrendar, sublicenciar, vender, extraer, reutilizar o realizar cualquier otro acto de disposición de los datos contenidos en este Documento a tercero alguno, ya sea de forma gratuita u onerosa, ni alterar, transformar o tergiversar de cualquier forma, la información facilitada; así mismo, tampoco podrá copiar y/o duplicar la información ni crear ficheros que contengan total o parcialmente la información contenida en el Documento. El Documento y su código fuente, en cualquiera de sus modalidades, tendrá la consideración de elaboración, creación, u obra de la AGENCIA sujeto a la protección de la normativa reguladora de los derechos de propiedad intelectual.

Para los usos permitidos de este Documento, el Usuario se obliga a no retirar el copyright de la AGENCIA, la fecha de emisión del Documento, la denominación comercial establecida por la AGENCIA sobre el mismo, así como el logotipo, marcas y cualquier otro signo distintivo y representativo de la AGENCIA y de sus derechos sobre el Documento.

El Documento y su contenido no se utilizarán para ningún propósito ilegal o no autorizado por la AGENCIA. El Usuario pondrá en conocimiento de la AGENCIA cualquier uso no autorizado del Documento y/o su contenido del que hubiera tenido conocimiento.

El Usuario responderá por sí y por sus empleados y/o cualquier otro tercero al que se haya facilitado o haya tenido acceso al Documento y/o a su contenido frente a la AGENCIA de los daños y perjuicios que se le causen en caso de incumplimiento de las obligaciones que el Usuario declara haber leído, aceptado y entendido a la entrega del Documento, sin perjuicio de cualesquiera otras acciones legales que la AGENCIA pudiera ejercitar en defensa de sus derechos e intereses legítimos.

El Documento se proporciona bajo la aceptación de que la AGENCIA no es responsable de la interpretación que el Usuario haga de la información contenida en el mismo. Los análisis crediticios incluidos en el Documento, así como las calificaciones y declaraciones tienen únicamente la consideración de opiniones realizadas con validez a la fecha de su emisión y no son declaraciones de hechos o recomendaciones para comprar, retener o vender título alguno, o para tomar cualquier decisión de inversión. Las calificaciones crediticias y perspectivas de calificación crediticia emitidas por la AGENCIA tienen la consideración de dictamen propio, por lo que se recomienda que el Usuario se base en ellas de forma limitada para cualquiera de las finalidades que pretenda dar a dicha información. Los análisis no se refieren a la idoneidad de cualquier valor. La AGENCIA no actúa como fiduciario o como asesor de inversiones, por lo que el contenido del Documento no debe ser utilizado como sustitutivo del conocimiento, criterio o del juicio o la experiencia del Usuario, de su Dirección, empleados, asesores y/o los clientes con el objeto de tomar decisiones de inversión.

La AGENCIA dedica el mayor esfuerzo y cuidado para tratar que la información suministrada sea correcta y fiable. No obstante, debido al hecho de que la información se elabora a partir de los datos suministrados por fuentes sobre las que la AGENCIA no siempre tiene control y cuya verificación y cotejo no siempre es posible, la AGENCIA, sus filiales, así como sus directores, accionistas, empleados, analistas o agentes no asumirán responsabilidad alguna (incluyendo, sin limitación, pérdidas de ingresos o ganancias y costes de oportunidad, pérdidas de negocio o daño reputacional ni otros costes derivados) por las inexactitudes, incorrecciones, falta de correspondencia, carácter incompleto u omisiones de los datos e información utilizada para la elaboración del Documento o en relación con cualquier uso del contenido del Documento incluso si se advirtió de la posibilidad de tales daños. La AGENCIA no realiza una auditoría ni asume la obligación de verificación independiente de las fuentes de información de las que se vale para la elaboración de sus calificaciones.

Por tanto, el Usuario está de acuerdo en que la información suministrada por la AGENCIA podrá ser un elemento más a tener en cuenta en la adopción de sus decisiones empresariales, pero no podrá tomar las mismas exclusivamente en base a ella, y de hacerlo libera a la AGENCIA de toda la responsabilidad por la falta de adecuación. Igualmente, queda bajo la discreción del Usuario y por ello libera a la AGENCIA de toda responsabilidad por la posible falta de adecuación del contenido de la Información, el uso de la misma para hacerla valer ante tribunales y/o juzgados, administraciones públicas o cualquier otro organismo público o tercero particular para cualquier motivo de su interés.

©2020 por AXESOR RISK MANAGEMENT S.L.U. Todos los derechos reservados.

C/ Graham Bell. Edificio Axesor s/n de Armilla (Granada)

C/ Velázquez nº18, 3º derecha, 28001 - Madrid.