


ISSUE RATING

Senior Unsecured Corporate Bond

Emisión: 50.000.000 €

Cupón: EURIBOR 3m + 5,5% %

Amortización: Bullet


ISSUER RATING

Long-term Rating

Fecha de primer rating: 25/06/2020

Fecha de revisión: 17/03/2021

Analistas
Analyst

Mario Toro Gago

mtoro@axesor-rating.es

Senior Analyst

Javier López Sánchez

jlsanchez@axesor-rating.es

Chief Rating Officer

Guillermo Cruz Martínez

gcmartinez@axesor-rating.es

Contenido

1. Perfil de la empresa	5
1.1. Actividad y ámbito de actuación	5
1.2. Estructura empresarial	5
2. Análisis cualitativo	7
2.1. Sector y posicionamiento competitivo	7
2.2. Accionariado, gestión y política financiera	10
3. Análisis cuantitativo	13
3.1. Resultados y rentabilidad	13
3.2. Estructura de activo y financiación	15
3.3. Generación de caja y posición de liquidez	17
4. Proyecciones	19
5. Perfil de emisión	20
5.1. Estructura legal y características del bono	20
5.2. Análisis recobro	22

Rating action

Axesor Rating ha revisado el rating corporativo de Grupo Atrys, confirmando su calificación de BB- y tendencia estable. De igual modo, el rating del bono con la nueva emisión prevista se mantiene en BB. La compañía se encuentra en proceso de adquisición e integración de varias compañías que si bien mejorarán sus fundamentos competitivos y de negocio durante 2021 así como próximos ejercicios, se requiere de un mayor control y reducción de los niveles de apalancamiento actuales (principalmente deuda integrada con adquisición de Lenitudes) durante los próximos meses que permita un mayor equilibrio en la estructura de *covenants*.

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 2020 (no auditado) de unas cifras proforma de facturación y EBITDA ajustado de €45,3M y €13M respectivamente, presentando además un nivel de DFN/EBITDA de 4,5x. A cierre de 2020, la acción de Atrys se ha revalorizado un 78% respecto al precio de cierre de 2019, alcanzando una capitalización bursátil de €299M (+163,5% YoY).

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 países de habla hispana (España y parte de Latinoamérica) gracias al crecimiento inorgánico de los últimos años. 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 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, impulsada por el crecimiento inorgánico experimentado en estos últimos años, el cual ha mejorado la diversificación tanto operativa como geográfica.**

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 una recurrente inversión en I+D y área de *smart/big data* que le permiten continuar mejorando en su actividad principal. Además, tras las operaciones de M&A realizadas desde 2018, el grupo ha presentado una mayor actividad internacional, representando España el 39,5% de las ventas totales proforma en 2020 (87,3% en 2019) alzándose en Latinoamérica (31,3%), Portugal (19,9%) y Suiza (9,3%), como principales áreas de crecimiento en los próximos años para el grupo, aspecto que reforzará el posicionamiento de Atrys en estos mercados.

- **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, principalmente inorgánico (adquisiciones corporativas) que ha permitido una mayor presencia del grupo en el mercado latinoamericano e ibérico, potenciando de igual forma su actividad en Europa. 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 (como ejemplo, la ampliación de capital que se realizó en el tercer trimestre de 2020 por €35M).

Perfil financiero

- **Favorable evolución de los ingresos en los últimos años que permite mejorar el rendimiento operativo aunque se requiere de un mayor avance en los resultados finales.**

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. Durante 2020, si bien el impacto de la pandemia ha reflejado una caída del crecimiento orgánico de los ingresos (-4,9% YoY) derivado del cierre de agendas hospitalarias por las restricciones y cuarentena (mayor afectación en los segmentos de diagnóstico online y radioterapia), el fuerte crecimiento inorgánico con las adquisiciones realizadas ha mitigado e impulsado positivamente sus magnitudes de negocio. Partiendo de cifras proforma, la facturación y EBITDA del grupo alcanzó los €45,3M y €13M (+117,6% y +85% YoY), generando un EBT que se situó en cifras negativas de -€203K penalizado por la mayor carga financiera derivada del aumento de la deuda.

- **Incremento del apalancamiento en los últimos años (acentuado con las últimas adquisiciones realizadas en 2021), parcialmente mitigado por unos sólidos niveles de capitalización.**

El crecimiento alcanzado en los últimos años tiene su reflejo directo en el aumento de la inversión total (CAGR₁₈₋₂₀ del 76,3%) así como de la financiación. Este proceso de expansión se está realizando a través tanto de recursos propios como financieros, permaneciendo la relación entre ambas vertientes en valores adecuados a pesar de la evolución negativa de los últimos años (PN/DFT del 91,4%; -56,3pp respecto 2018). En el último ejercicio, la compañía ha continuado fortaleciendo sus niveles de patrimonio (ampliación de capital dineraria realizada en julio 2020 por importe de €35M) así como elevado sus niveles de deuda financiera dentro del *mix* que presenta (tanto programa de bonos, obligaciones convertibles, bancaria y organismos públicos). A cierre de 2020, el grupo presenta un ratio DFN/EBITDA ajustado y proforma relativamente elevado de 4,5x (+0,9x YoY), siendo necesario una reducción de estos niveles de deuda financiera ya que se habrían incrementado en mayor medida durante los primeros meses de 2021 con la adquisición de Lenitudes (compañía que incorpora una mayor DFN) y sobre la que está en curso una operación de 'sale & lease back' con su activo principal para dotar de un mayor equilibrio a la estructura financiera del Grupo en relación a sus *covenants*.

- **Positivos niveles de tesorería y adecuado perfil de vencimientos de la deuda financiera.**

En líneas generales, Atrys ha mantenido una sólida posición de *cash* en los últimos ejercicios (€18,3M en 2020) que junto a la mejora reflejada en la generación de fondos operativos proforma con su actividad (€12,6M a cierre de 2020; CAGR₁₈₋₂₀ del 104%), refuerzan sus niveles de liquidez. Además, dispone de un holgado calendario de vencimientos (el 57,7% de la deuda financiera vence desde 2025 en adelante), aspecto que favorece y podría seguir impulsando su estrategia de crecimiento en próximos años.

- ▶ **Perspectivas positivas de crecimiento orgánico e inorgánico durante 2021 bajo una política de financiación que continuará combinando recursos propios y ajenos.**

Durante este primer trimestre de 2021, Atrys ha anunciado varias operaciones corporativas de adquisición (Lenitudes, ROAG y la OPA sobre Aspy) que se llevarán a cabo tanto con nuevas ampliaciones de capital (pago mediante emisión de nuevas acciones de Atrys) así como una nueva emisión de bonos en el MARF por €20M. Esta situación, si bien incrementará los niveles de deuda durante este año (aspecto importante para controlar y reducir en los próximos meses), también debería permitir en próximos ejercicios un mayor y necesario crecimiento de los resultados y caja operativa acordes a la nueva dimensión del grupo.

Rating y Tendencia

Axesor Rating ha mantenido el rating corporativo y del bono a Grupo Atrys en **BB-** y **BB** respectivamente (anterior revisión realizada el 25/06/2020) manteniendo la **tendencia estable**, dada la etapa de expansión que se encuentra desarrollando actualmente la compañía, con un fuerte crecimiento inorgánico del que se requiere un mayor avance y ejecución en la integración y consolidación de las empresas adquiridas. El cierre de la OPA realizada sobre Aspy podría tener un impacto positivo, a priori, tanto en su perfil de negocio como estructura económico-financiera una vez se ejecute y consolide dicha operación, además del resto de adquisiciones realizadas en el 1T2021. No obstante, desde Axesor Rating se considera de especial importancia la reducción, en próximos meses, de los niveles de deuda financiera surgidos tras la adquisición principalmente de Lenitudes, aspecto que podría mejorarse (según estimaciones de la compañía) antes de finalizar el primer semestre de este año.

Análisis sensibilidad

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

- ▶ **Factores positivos (↑).**

Mejorar y mantener unos niveles controlados de su estructura económico-financiera (*covenants* DFN/EBITDA, PN/DFT y cobertura de intereses) con especial importancia de la reducción en la deuda financiera tras la última adquisición de Lenitudes. Cierre exitoso de la OPA sobre Aspy y cumplimiento del *business plan* presentado (crecimiento y mejora de ingresos, resultados, caja operativa y liquidez) reflejando una adecuada integración de las últimas compañías adquiridas.

- ▶ **Factores negativos (↓).**

Incumplimiento prolongado de los *covenants* reflejando una situación económico-financiera más ajustada (empeoramiento de ratios como DFN/EBITDA, PN/DFT o FFO/DFN). Caída de la caja operativa generada y los niveles de liquidez (desviaciones significativas respecto al BP). Reducción acentuada de los márgenes generados con la actividad.

Resumen de la información financiera

Principales magnitudes financieras. Miles de €. ⁽¹⁾

	2018	2019	2020	20vs19
Facturación	7.294	14.837	30.715	107,0%
Facturación ^(PF)	11.081	20.818	45.303	117,6%
EBITDA aj. ^{(PF)(2)}	3.357	7.008	12.974	85,1%
Mg. EBITDA aj. ^{(PF)(2)}	30,3%	33,7%	28,6%	-5,0pp
EBT ^(PF)	979	1204	-203	-116,9%
Total activo	53.693	88.043	166.834	89,5%
Patrimonio neto	26.443	39.954	70.042	75,3%
Deuda Financiera Total	17.905	34.828	76.637	120,0%
Deuda Financiera Neta	6.710	25.007	58.332	133,3%
DFN/EBITDA aj. ^{(PF)(3)}	2,0x	3,6x	4,5x	0,9x
FFO ^(PF) /DFN	45,1%	25,3%	21,6%	-3,7pp
EBITDA aj. ^(PF) /Intereses aj. ⁽²⁾	24,1x	13,3x	6,9x	-6,3x

^(PF) Datos proforma considerando todas las adquisiciones realizadas a ejercicio completo; ⁽¹⁾ Ejercicio 2020 no auditado; ⁽²⁾ 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); ⁽³⁾ según definición de deuda financiera del Programa Bonos MARF (sin tener en cuenta bono convertible ni "earn outs" generados por las adquisiciones realizadas), el ratio DFN aj./EBITDA aj.^(PF) para 2020 se situó en 2,7x.

1. Perfil de la empresa

1.1. Actividad y ámbito de actuación

Atrys fue fundada en 2007 y centra su actividad en la gestión integrada de la enfermedad oncológica, combinando para ello, entre otros, diversos métodos de diagnóstico en anatomía patológica y molecular junto con tratamientos de radioterapia oncológica.

Atrys Health se sitúa como la sociedad dominante del conjunto de empresas que forman el grupo Atrys. Su modelo de negocio se sustenta sobre cuatro líneas de negocio relacionadas y que requieren un sostenido grado de inversión en I+D:

- **Diagnóstico oncológico personalizado (Atrys patología & hematología).** Incluye las especialidades de anatomía patológica, patología molecular y genética. Se prestan servicios de diagnóstico en tumores sólidos y hematológicos bajo periodos breves de espera, basándose para ello en estrategias y tecnologías diagnósticas de precisión en el ámbito de la medicina predictiva y personalizada, tales como la elaboración de paneles de marcadores para cada tumor que resultan fundamentales para decidir la mejor acción terapéutica posible. Estos servicios se desarrollan en los laboratorios de la compañía.

- **Diagnóstico de imagen médica online (Atrys telemedicina).** Se realizan servicios de telemedicina principalmente en las especialidades médicas de radiología, cardiología, oftalmología y dermatología. El servicio es ofrecido ininterrumpidamente (24/7) y se gestiona a través de una plataforma tecnológica donde se coordinan todos los especialistas (más de 350) para la valoración de las imágenes médicas.

- **Radioterapia Avanzada (Atrys Oncología).** Se realizan tratamientos personalizados de radioterapia de Dosis Única guiada por imagen (SD-IGRT, Single Dose Image Guided Radiotherapy) e hipo-fraccionada que permiten ofrecer un servicio más eficiente y preciso en cuanto al tratamiento del tumor.

- **Atrys Big Data.** A través de la gestión de herramientas basadas en *smart y big data* (recopilan y gestionan grandes volúmenes de datos de información clínica) se cubren necesidades de la industria farmacéutica y de los servicios públicos de la salud.

Grupo Atrys gracias a las operaciones de M&A realizadas en los últimos años (continúan durante este año), se sitúa como un *player* de referencia en países de habla hispana, impulsado por la internacionalización en Latinoamérica (Colombia, Chile, Brasil y Perú). Asimismo, actualmente tiene presencia también en Portugal y Suiza, tras las recientes adquisiciones (2021) que respaldan las perspectivas favorables de negocio del grupo. Adicionalmente, cuenta con diversos laboratorios situados en España, además de un centro de I+D que se verá reforzado por las diversas líneas de innovación adquiridas, considerándose un factor clave ya que le permite desarrollar la investigación y desarrollo para diferenciar los servicios de diagnóstico y tratamiento.

El grupo presenta una mayor concentración de clientes en el sector privado, sobre todo grupos hospitalarios privados y aseguradoras sanitarias, aunque también mantiene estrecha colaboración y relaciones con el sector público.

1.2. Estructura empresarial

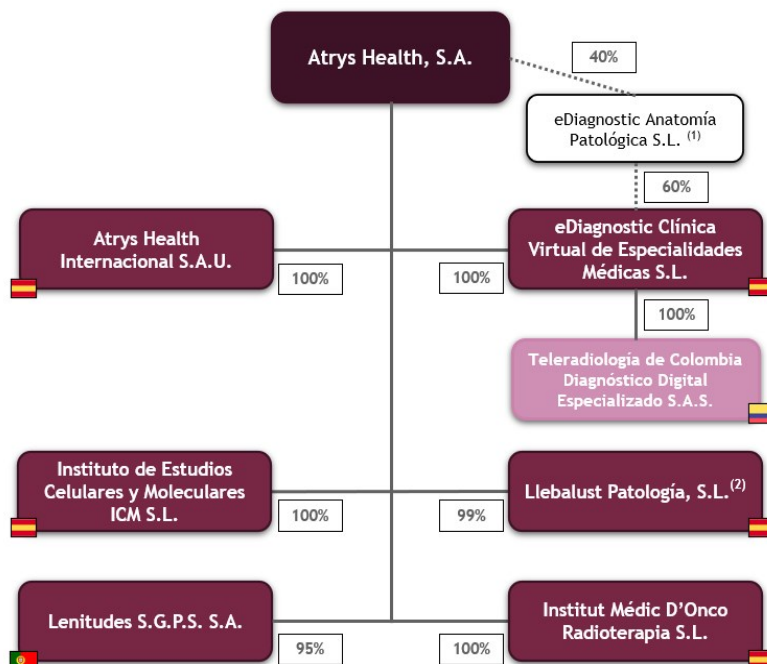
En los últimos años la estructura societaria está presentando cambios derivados de la ejecución del plan estratégico, contemplando la incorporación de nuevas adquisiciones recientemente realizadas. Se ha creado la sociedad Atrys Health Internacional, S.A.U. para aglutinar aquellas compañías cuya adquisición ha sido financiada por la emisión del programa de bonos, teniendo además la característica de que son compañías con una divisa diferente al euro.

De esta forma, en un primer nivel estaría Atrys Health, S.A. como sociedad dominante, incorporándose además los servicios de *smart/big data*, seguidamente de Atrys Health Internacional (recoge todo el negocio del exterior distinto al segmento Iberia), eDiagnostic Clínica Virtual como el subgrupo del segmento del diagnóstico de imagen médica online, Llebalust Patología e ICM enfocadas al diagnóstico personalizado y Lenitudes (compañía portuguesa) al igual que IMOR, dentro de la radioterapia oncológica.

Presencia de Grupo Atrys

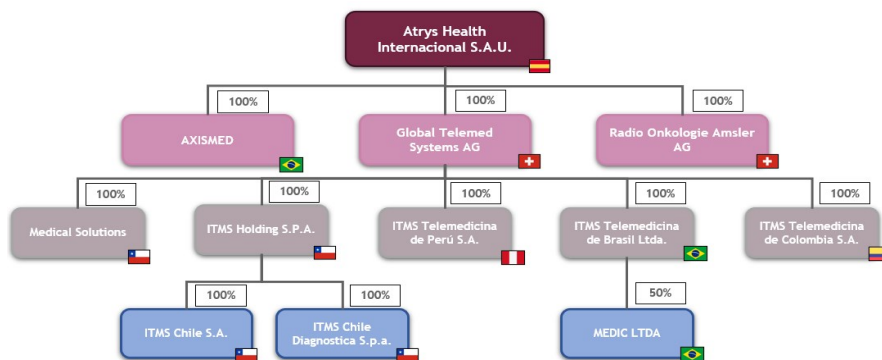
Localización	Activos
Madrid	- Oficinas Centrales - Adquisición compañía Real Life Data
Barcelona	- Cuatro laboratorios - Adquisición compañía Llebalust Patología (diagnóstico personalizado) - Adquisición de IMOR - Acuerdo Hospital Cima Sanitas (centro radioterapia oncológica)
Granada	- Centro de I+D
Valladolid	- Colaboración con Hospital Recoletas Campo Grande (radioterapia SD-IGRT)
Lugo	- Adquisición de Instituto de Estudios Celulares y Moleculares S.A. (ICM)
Colombia	- Adquisición compañía Teleradiología de Colombia
Chile	- Adquisición compañía suiza Global Telmed Systems A.G. (ITMS)
Brasil	- Adquisición compañía AXISMED Gestão Preventiva de Saúde S.A.
Portugal	- Adquisición de la compañía Lenitudes
Suiza	- Acuerdo de adquisición de la compañía Radio-Onkologie Amsler AG (ROAG)

Estructura societaria (marzo 2021)



(1) Sociedad del grupo sin actividad en la actualidad y (2) Atrys tiene el control del 48,6% de los derechos políticos de Llebalust Patología (con una opción de compra ilimitada en el tiempo y a ejercer de forma unilateral para adquirir el 52% restante de los derechos políticos por 1.000€) y el 99% de los derechos económicos de la sociedad.

Dentro de Atrys Health Internacional se englobaría por un lado el segmento de la telemedicina con la compañía brasileña Axismed, el grupo suizo Global Telemed Systems AG (con presencia principalmente en Chile, al igual que Perú, Brasil y Colombia a través de sus respectivas filiales ITMS) y, por otro, la compañía suiza ROAG enfocada a la radioterapia oncológica.



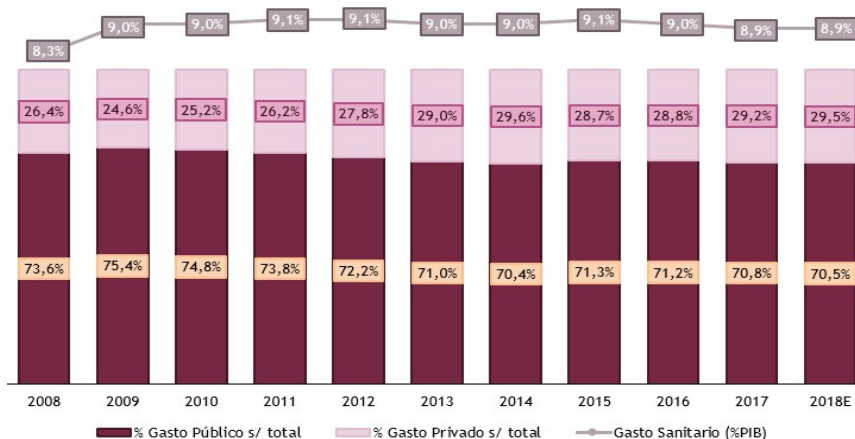
2. Análisis cualitativo

2.1. Sector y posicionamiento competitivo

Grupo Atrys se posiciona con un fuerte grado de especialización en un nicho de mercado que requiere de un elevado *know-how* y una recurrente inversión en I+D. La ejecución de su plan estratégico está favoreciendo hacia una mejora en la diversificación operativa y geográfica.

Atrys desarrolla su actividad en el sector de la salud, situándose como un aliado estratégico tanto del sistema sanitario público como privado, con una mayor concentración en este último. El gasto sanitario en España alcanzó los €107.049M en 2018 (último dato disponible, según OCDE Health Data noviembre 2019), lo que representó el 8,9% del PIB, en línea con el promedio de los últimos años. Tanto el gasto privado como público han presentado una clara tendencia ascendente, distinguiéndose un crecimiento más constante y sólido en el ámbito privado (CAGR₀₈₋₁₈ del 2,63%) dado principalmente la menor dependencia de las políticas presupuestarias. La sanidad pública presenta un menor crecimiento (CAGR₀₈₋₁₈ del 1%) al estar más condicionado por los recortes del gasto público. Esto ha derivado en que, si bien el gasto público sanitario continúa representando el principal segmento, con un peso del 70,5% sobre el total en 2018, el gasto privado en España ha mejorado su contribución, teniendo un peso del 29,5%, superior a la media de la OCDE (23,1%), solo por detrás de Suiza (36,3%) y Portugal (33,5%).

Evolución gasto público y privado s/total (%). Gasto sanitario s/PIB (%)



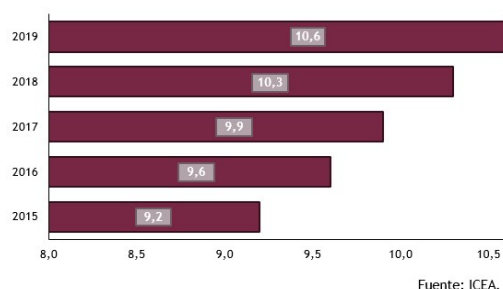
Fuente: OCDE. Health Data 2020

“Continuo crecimiento del sector sanitario privado, con una estructura atomizada, elevadas barreras de entrada y fuerte compromiso de cooperación con el sistema público de salud.”

El incremento del gasto sanitario es reflejo de las principales características que influyen en la evolución del sector, como son: el envejecimiento de la población, la cronicidad de las enfermedades y la constante evolución de los avances tecnológicos y científicos que llevan a consumir unos mayores recursos al aplicar los nuevos avances médicos. El sector sanitario privado, en líneas generales, se caracteriza por ser altamente competitivo y por su tendencia en los últimos años a la concentración empresarial tanto a través de los principales grupos hospitalarios dominantes del mercado (TOP-5 representó el 27% de la cuota de mercado en número de hospitales en 2019, según el Ministerio de Sanidad) como compañías aseguradoras (TOP-5 representó el 72% de la cuota de mercado, según ICEA).

Además, se posiciona como un aliado estratégico del sistema público, a través de la liberación de recursos, gracias a la descongestión y disminución de la presión asistencial (reflejándose recientemente en la atención del 19% de los pacientes afectados por COVID-19 y al 14,2% de los pacientes ingresados en UCI, de acuerdo con la Alianza de Sanidad Privada Española) y de la generación de ahorro (en torno a €1.291 por asegurado), favoreciendo por tanto la accesibilidad a la asistencia sanitaria. En este sentido, el sector privado representó el 57% del total de centros hospitalarios de España y el 32% de camas sobre el total, en base al Ministerio de Sanidad. Todos estos aspectos continúan impulsando el crecimiento de este segmento, viéndose reflejado en el aumento del número de asegurados (10,6 millones en 2019 con un CAGR₁₅₋₁₉ del 3,5%).

Evolución número asegurados (millones)



Fuente: ICEA.

Por otra parte, se valoran como elevadas las barreras de entrada en el sector sanitario privado y más concretamente en el nicho del diagnóstico y tratamiento oncológico (creándose centros multidisciplinarios), todo ello motivado por diversos aspectos tales como la inversión necesaria en activos, I+D para el mantenimiento y avance de la posición competitiva en el mercado o los requerimientos acreditativos que se deben obtener para la realización de la actividad.

En cuanto a las perspectivas del sector se prevé una evolución positiva durante los próximos años. La pandemia producida por el COVID-19 ha generado no solo una mayor concienciación y esfuerzo por mejorar el sistema sanitario (partiendo de la colaboración entre el sector público y privado), sino que también han acelerado tanto la innovación tecnológica y digitalización, lo que debería impulsar el crecimiento. De esta forma se prevé crear una nueva forma de atención sanitaria (actualmente en desarrollo y expansión) alrededor del llamado 'paciente digital', más eficazmente informado así como con un tratamiento y seguimiento más preventivo y personalizado.

“Mejora del posicionamiento competitivo en los últimos años bajo una estrategia orientada al crecimiento nacional e internacional, impulsando las diferentes líneas de actividad.”

En opinión de Axesor Rating, si bien la compañía continúa presentando un posicionamiento reducido en el mercado en relación a los grandes grupos existentes (Eurofins, Synlab, Unilabs, Genesiscare o Iqvia entre otros), se destaca la etapa actual de crecimiento orgánico e inorgánico en la que se encuentra inmersa, gracias a la cual muestra un posicionamiento de liderazgo dentro del diagnóstico online en países de habla hispana, englobando tanto España como diversos países de Latinoamérica (principalmente Chile, Brasil y Colombia). De igual forma, Atrys ha iniciado su expansión por Europa en 2021, con el objetivo de posicionarse como uno de los principales *hubs* europeos a nivel de la industria farmacéutica.

Asimismo a inicios de 2021 se ha lanzado una Oferta Pública de Adquisición (OPA) sobre la sociedad Aspy Global Services, que ostenta una posición de referencia (3ª en cuota de mercado) en el sector de la prevención de riesgos laborales dentro de España. Con esta operación el grupo contaría con más de 2.000 empleados, ampliando así su cobertura de servicios y mejoraría el acceso a una mayor demanda al contar con más de 230 delegaciones (distribuidas tanto en centro propios como asociados), dotándole de una mayor capilaridad.

En los últimos años, la compañía ha combinado tres líneas estratégicas que han fortalecido su posicionamiento en el mercado: i) adquisiciones/acuerdos realizados que fortalecen sus líneas de negocio principales, ii) continua inversión en I+D (€2,9M al año) característica del sector en el que desarrolla su actividad, reflejando la necesidad de disponer de equipamiento hospitalario de última generación y mejoras para su práctica clínica, la cual se verá favorecida con las operaciones de M&A realizadas, y iii) programas de *training* para formar especialistas en el manejo de los equipos.

Dado el impacto y mejora que está presentando el posicionamiento del grupo en el mercado, se destaca el crecimiento inorgánico experimentado en los últimos años (10 adquisiciones desde 2018) destacando las siguientes realizadas en 2020 y 2021:

- **Adquisición en julio de 2020 de la compañía suiza Global Telmed Systems A.G.**, sociedad que a través de sus filiales (ITMS) se posiciona como líder en telecardiología y teleradiología en Chile, con presencia además en Colombia, Brasil y Perú. Gracias a esta operación, Atrys lidera el segmento de la telemedicina por cuota de mercado en Chile, España y Colombia.

- **Adquisición en agosto de 2020 de la sociedad brasileña Axismed- Gestão Preventiva de Saúde, S.A.**, la cual era propiedad del grupo Telefónica. Esta compañía se enfoca en la gestión de salud poblacional en Brasil, combinando el *expertise* de su equipo médico (generales y especialistas) con *business intelligence*, lo que proporciona una atención sanitaria personalizada a través de sus plataformas digitales.

- **Adquisición en octubre de 2020 de Instituto de Estudios Celulares y Moleculares, S.A. (ICM)**, centro español de referencia en el sector de la genética, especializada en procesos aplicados a la oncología a través de la prestación de servicios de caracterización y diagnóstico molecular. Asimismo, permite a Atrys contar con nuevos paneles genéticos también para enfermedades cardiovasculares, neurológicas y enfermedades raras.

- **Adquisición del 95,01% en febrero de 2021 de la sociedad portuguesa Lenitudes S.G.P.S. S.A.**, con la que se inicia la expansión de Atrys por Europa, ampliando además su presencia en mercados de habla portuguesa. El grupo opera en el sector salud, ofreciendo una gama completa de servicios de radiodiagnóstico, medicina nuclear, radioterapia, quimioterapia y otros servicios clínicos de oncología. Es un *site* de referencia en Portugal y Europa.

Desglose líneas de negocio/compañías

<ul style="list-style-type: none"> Atrys Health Llebalust Patología Instituto de Estudios Celulares y Moleculares (ICM) <p>Diagnóstico personalizado</p>	<ul style="list-style-type: none"> eDiagnóstico Clínica (incluyendo International Telemedicine Hospital) Teleradiología de Colombia Global Telmed Systems AG (ITMS) Axismed <p>Diagnóstico online</p>
<ul style="list-style-type: none"> Hospital Recoletas (Valladolid) Hospital CIMA Sanitas - IOA (Barcelona) Lenitudes IMOR ROAG <p>Radioterapia</p>	<ul style="list-style-type: none"> Real Life Data (*) <p>Big data salud</p>

(*) Integrada desde 2019 en Atrys Health.

- Reciente acuerdo de adquisición de la sociedad suiza Radio-Onkologie Amsler, A.G. (ROAG) en febrero de 2021 que ofrece tratamientos de radioterapia en el área de Basel con dos centros para patologías oncológicas, incorporando servicios integrales de diagnóstico y tratamiento. La compañía cuenta con dos aceleradores lineales *TrueBeam* de *Varian Medical Systems*.

Hay que señalar además la entrada en funcionamiento en septiembre de 2020 del Instituto de Oncología Avanzada (IOA) en Barcelona tras el acuerdo alcanzado en 2018 con grupo Sanitas. Este centro oncológico integral que es gestionado tanto por Atrys como por Sanitas Hospitales se centrará en el diagnóstico de patología, consejo genético y radioterapia de alta precisión. Actualmente, aunque se encuentra en su fase de *ramp-up*, se espera que a inicios de 2022 se trate a un total de 50 pacientes al mes.

A pesar de encontrarse en un mercado donde existen compañías de mayor tamaño con una dilatada experiencia y que disponen de líneas de negocio concurrentes a las presentadas por Atrys, cabe señalar el alto grado de especialización y *know-how* que presenta la compañía desde su constitución (fundada por un grupo de expertos en oncología) y que ha ido ampliando a lo largo de sus más de 10 años de actividad, proporcionándole una posición de referencia para establecer relaciones duraderas con los clientes, lo que junto a las positivas perspectivas del sector en cuanto a demanda, aseguran en mayor medida la continuidad del negocio. Del mismo modo, su especializado equipamiento que cuenta, entre otros, con nueve aceleradores lineales en Europa (cuatro en Portugal, tres en España y dos en Suiza) refuerzan su posicionamiento y se valoran como elementos diferenciadores dentro de la industria.

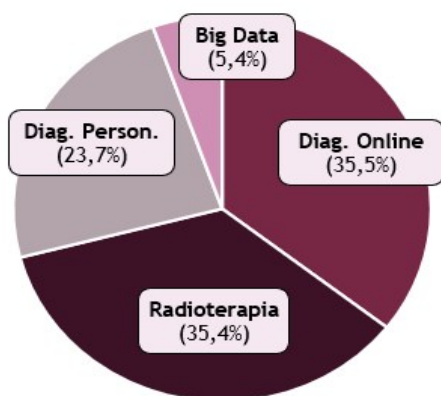
Atendiendo al *portfolio* de servicios prestados, se destaca la alta integración vertical presentada en la actividad de Atrys, realizando una gestión integrada de la enfermedad oncológica que comprende desde el diagnóstico por imagen médica o individualizado (patológico, molecular, genético y radiológico), hasta el tratamiento de la misma mediante la radioterapia hipo-fraccionada o de Dosis Única. Además, el área de *smart/big data* proporciona un adecuado complemento a sus otras líneas de negocio (mayor uso y gestión de toda la información sanitaria recopilada).

En un análisis proforma, considerando las adquisiciones anteriores a ejercicio completo, cabe destacar la mayor diversificación que se alcanzaría a través de la división de radioterapia, con el 35,4% del total ventas en 2020 (vs. 22,3% en el ejercicio anterior), fuertemente impulsada por la nueva contribución de ingresos que presenta tanto Lenitudes como ROAG. Además, los segmentos de diagnóstico continúan agrupando la mayor parte del negocio (59,2% del total de facturación). Dentro de esta última vertiente hay que señalar que, el diagnóstico online se sitúa como la principal línea de negocio (35,5% vs 26,7% en 2019) consecuencia de la adquisición de ITMS y Axismed, representando el diagnóstico personalizado el 23,7% sobre el total (37,3% en 2019). De forma complementaria, *smart data* alcanzó un peso del 5,4% en los ingresos totales del grupo.

En relación a la diversificación geográfica, el grupo presenta una mayor actividad internacional gracias a las últimas adquisiciones realizadas, representando su actividad fuera de España el 60,5% en 2020 frente al 12,7% del ejercicio anterior (datos proforma bajo un análisis donde se consideran las recientes adquisiciones realizadas en 2021). Sobresale el crecimiento en Latinoamérica, con un peso del 31,3% en 2020 (vs. 11,9% en 2019) impulsado por el incremento de actividad en Colombia y el inicio en Chile, Brasil y Perú. De esta forma Atrys continúa su expansión en países de habla hispana, donde actualmente presenta una posición de liderazgo, estimándose además un incremento en países como Brasil en los próximos años, favorecido por la posibilidad de poder realizar la telemedicina, regularizada recientemente. De igual modo, la compañía ha expandido su actividad en Portugal (representaría el 19,9% sobre el total de facturación) y en Suiza (9,3%), aspecto que impulsará su negocio en Europa, pudiéndose situar como un *player* importante y de referencia dentro de la industria.

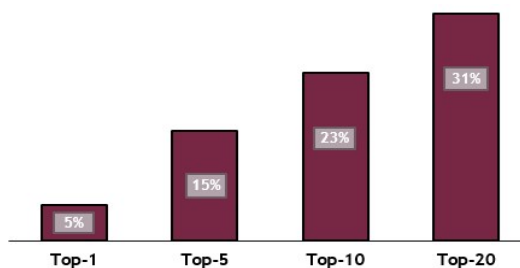
Atrys por tanto, ha mejorado tanto su diversificación operativa como geográfica en 2020 gracias a las operaciones de M&A realizadas, favoreciendo no solo su posicionamiento a nivel internacional sino también su actividad. Así, a pesar de verse penalizada en los meses de confinamientos impuestos por los diferentes gobiernos de los países donde opera (España y LATAM) consecuencia de la crisis generada por el COVID-19, el grupo presenta un negocio resiliente que podría experimentar un mayor crecimiento desde una fase inicial en la recuperación de la crisis actual.

Diversificación operativa. % s/ventas proforma, 2020e*



*Se está considerando las adquisiciones de Lenitudes y Radio-Onkologie Amsler AG (ROAG) realizadas a inicio de 2021, a nivel proforma dentro del propio ejercicio 2020 estimado.

Top Clientes (2020). % s/ventas proforma.



La compañía continuó presentando una mejoría durante 2020 en el grado de concentración de su negocio dentro de sus principales clientes, valorándose como relativamente moderado y representando el top-20 un 31% de las ventas totales en este ejercicio frente al peso del 50% que presentó en 2019, gracias también a la cartera de clientes integrada en la actividad de Atrys tras las operaciones M&A realizadas. Asimismo, la relativa concentración se ve compensada por: los estrechos lazos comerciales que se establecen con sus clientes (fijando incluso acuerdos de colaboración en el desarrollo de actividades de I+D); la inexistencia de morosidad así como las perspectivas positivas de crecimiento en este sector, valorándose positivamente por parte de Axesor Rating.

Diferenciando en función del carácter privado o público del cliente, el grupo continúa centralizando la mayor parte de su *core business* en el sector privado, representando éste el 92,2% de la facturación total proforma en 2020. Aunque el sector público presente una reducida importancia, cabe mencionar el incremento experimentado en este ejercicio (€3,5M vs €0,5M en 2019) derivado de la mayor actividad en el segmento de diagnóstico personalizado de anatomía patológica y molecular junto a la realización de pruebas para detectar el COVID-19 en la población (PCR) por parte de la empresa del grupo recientemente adquirida ICM.

2.2. Accionariado, gestión y política financiera

Gestión y estrategia centrada en impulsar el crecimiento inorgánico y orgánico del grupo, que cuenta con el apoyo de un *management* con alta experiencia y comprometido con los objetivos estratégicos definidos.

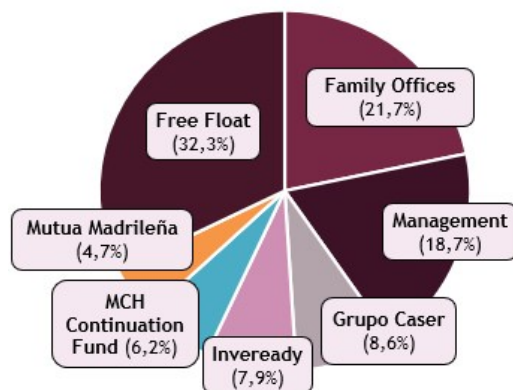
En la actualidad, el control de grupo Atrys se encuentra repartido entre varios grupos de referencia. Los *family offices* (Onchena, Inversiones Industriales Serpis o el de Mayoral entre otros) son el principal grupo, ostentando el 21,7% de su capital, continuando con entidades aseguradoras como grupo Caser (8,6%) y Mutua Madrileña (4,7%) y con venture capital (Inveready) con el 7,9%. Adicionalmente, tras la compra en febrero de 2021 del grupo oncológico portugués Lenitudes, el fondo MCH (al que pertenecía) ostenta el 6,2%. Así mismo, cabe reseñar la participación alcanzada por el propio *management* (con un 18,7% de control sobre la compañía), aspecto que refuerza la vinculación y fidelidad del equipo gestor con el negocio, lo que podría favorecer la implementación y cumplimiento de los objetivos estratégicos definidos a largo plazo fortaleciendo la continuidad y buena marcha del negocio. Como compañía cotizada en el BME Growth (antes M.A.B.) dispone de un estable *free float* que alcanza el 32,3%.

Esta estructura del accionariado viene precedida de la ampliación de capital por €35M realizada en julio de 2020 dirigida a inversiones institucionales, la cual sirvió para obtener fondos que permitieron financiar el crecimiento inorgánico experimentado en los meses siguientes. Consecuencia de esta captación de fondos fue la entrada en el accionariado de Mutua Madrileña, situado como un cliente de referencia para el grupo (con Adeslas), aspecto que podría suponer una colaboración más estrecha en el corto/medio plazo.

Atrys Health está planteando el paso a ser cotizada del mercado continuo, algo que podría tener lugar en el segundo semestre de 2021. Asimismo, en enero, el Consejo de Administración de la compañía lanzó una Oferta Pública de Adquisición sobre Aspy Global Services, sociedad de referencia en el mercado nacional dentro del sector de prevención de riesgos laborales, estando condicionada a la obtención de al menos el 90% del capital social de Aspy y a que las adhesiones a la oferta en forma de canje de acciones alcancen el 85%.

Respecto a la composición de sus órganos de gobierno corporativo, a día de hoy, se establece un Consejo de Administración formado por once miembros. El mismo es presidido por Santiago de Torres que cuenta con una dilatada experiencia en la gestión clínica y con importantes posiciones tanto en el sector público como privado. El resto de los miembros presentan perfiles con un amplio bagaje en la dirección de compañías de diferentes sectores, donde cabe resaltar las del sector sanitario, biotecnológico y oncológico, aspecto que podría repercutir positivamente en el crecimiento de grupo Atrys. Adicionalmente, la existencia de tres consejeros independientes favorece la diversidad en la toma de decisiones dentro de la compañía.

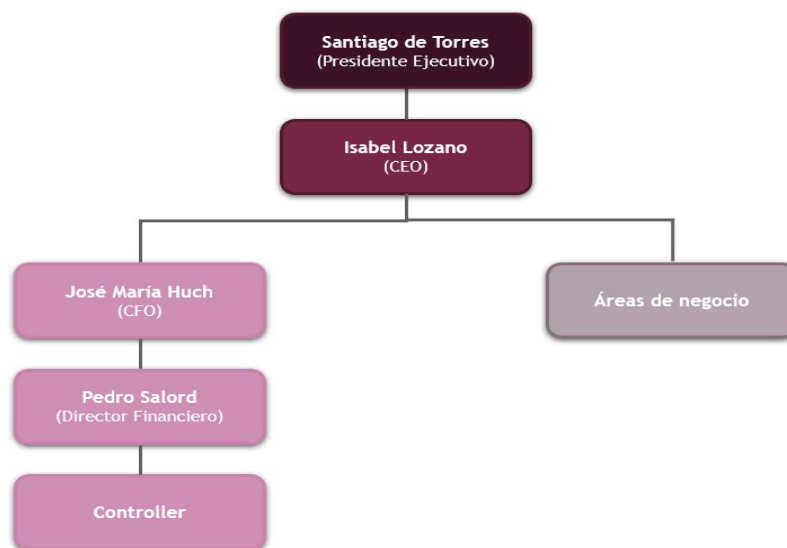
Composición accionariado (marzo 2021) *



* Accionariado post adquisición Lenitudes (previo ROAG).

Profundizando en la estructura de gestión, se destaca la posición de Isabel Lozano (CEO del Grupo Atrys desde 2007) que presenta una amplia experiencia en el sector y lidera la gestión tanto del área financiera como de negocio. En conjunto, se refleja una estructura de gobierno y organizativa ajustada a la situación actual de la compañía (se está reforzando en los últimos años derivado del proceso de crecimiento y expansión desarrollado), con un equipo que presenta un elevado *expertise* y *know-how* en la gestión de procesos similares, lo que está repercutiendo positivamente en el cumplimiento del *business plan*.

Estructura de gestión



“Estrategia de expansión, actualmente en desarrollo y ejecución, todo ello bajo un elevado compromiso de sus accionistas y equipo directivo con el negocio y crecimiento del grupo.”

Desde Axesor Rating se valora favorablemente el desarrollo de la compañía desde su constitución, reflejándose un fuerte crecimiento en los últimos años. En este sentido, la estrategia del grupo está centrada, entre otras líneas, en convertirse en un proveedor de confianza de sus clientes a través de los servicios de diagnóstico (personalizado y online) que pueden ser contratados de forma escalable incrementando el volumen progresivamente. Una vez afianzan las relaciones con sus clientes, dada la estrecha relación de sus líneas de negocio (primeramente diagnóstico oncológico para pasar posteriormente al tratamiento), éstos suelen ampliar los servicios demandados incluyendo otros servicios de diagnóstico y tratamiento médico que requieren de inversiones más significativas, consiguiendo por tanto, el establecimiento de relaciones a largo plazo con una mayor recurrencia en el negocio.

Dentro del plan estratégico desarrollado por el grupo en los últimos ejercicios, destacan dos palancas principales de crecimiento: i) orgánico, a través de un recurrente *capex* invertido en nuevos proyectos de investigación y desarrollo así como acuerdos alcanzados con algunos centros hospitalarios que le permiten continuar impulsando la actividad, e ii) inorgánico, mediante las adquisiciones corporativas realizadas principalmente desde 2018 en adelante (más detalle en subapartado “2.1 Sector y posicionamiento competitivo”) y que suponen el principal *driver* de crecimiento del grupo. Así, en los últimos años se han integrado al grupo varias empresas que han reforzado mayoritariamente sus tres líneas de negocio principales (diagnóstico personalizado, online y radioterapia avanzada), lo que ha derivado en una actividad más diversificada e integrada.

Si bien en años anteriores la compañía había centrado su crecimiento principalmente en el mercado nacional, desde 2019 ha impulsado en mayor medida su estrategia de internacionalización del negocio, la cual ha tenido su máxima representación en 2020 e inicios de 2021, con la adquisición de compañías tanto en Latinoamérica (ITMS y Axismed), alcanzando una posición de liderazgo en el segmento del diagnóstico online (telemedicina) en lengua castellana, como en Europa (Lenitudes y ROAG), donde se alzaría como un *hub* importante en el mercado. Además, a nivel operativo, tras estas adquisiciones, el grupo presenta una mayor diversificación operativa, con un crecimiento claro en las divisiones de radioterapia y diagnóstico online, principalmente. Asimismo, si se materializase la OPA sobre Aspy, habría una clara expansión de la actividad del grupo nutriéndose de las sinergias operativas entre ambas sociedades.

Composición Consejo Administración
(marzo 2021)

Nombre	Representando
Santiago de Torres	Equipo directivo
Isabel Lozano	Equipo directivo
Josep M ^a Echarri	Inveready Asset Manag.
Roger Piqué	Inveready Seed Capital
Jaime Cano	Consejero indep.
Jaime del Barrio	Consejero indep.
Josep Piqué	Consejero indep.
Antonio Baselga	Grupo Onchena
Fernando de Lorenzo	Grupo Caser
Alejandro Rey	Grupo Caser
Carolina Pascual	Inv. Industriales Serpis

A pesar de que todo este crecimiento esté siendo gestionado bajo el desarrollo de una política financiera que combina tanto recursos propios (varias ampliaciones de capital dinerarias y de compensación de créditos que están ligadas a las adquisiciones realizadas mediante el pago parcial con acciones de Atrys) como recursos financieros (financiación bancaria, con organismos públicos y emisiones en el MARF), el grupo presenta unos mayores niveles de apalancamiento que deberán gestionarse en el corto/medio plazo para un mayor equilibrio de los mismos.

3. Análisis cuantitativo

3.1. Resultados y rentabilidad

Tendencia creciente de la facturación impulsada por la estrategia de expansión (orgánica e inorgánica) que se encuentra desarrollando en la actualidad, lo que está permitiendo la consolidación de unos márgenes operativos positivos y elevados.

La evolución del negocio de Grupo Atrys ha continuado con la senda positiva de crecimiento de los últimos años, duplicando la facturación a cierre contable de 2020 (€30,7M con un CAGR₁₇₋₂₀ del 72%). Esta trayectoria si bien ha estado impulsada en los últimos ejercicios tanto desde un punto de vista inorgánico como orgánico, para 2020 destacamos el impacto moderado que ha tenido en los ingresos del grupo la situación actual de crisis provocada por el COVID-19. Si bien el impacto de esta tuvo un mayor efecto en los segmentos de diagnóstico online y radioterapia (cierre de las agendas en los centros hospitalarios) penalizando el crecimiento orgánico de Atrys (-4,9% YoY) tanto en España como con una mayor afectación en el negocio de Latinoamérica (también impactado por la depreciación de las divisas emergentes donde opera), destacamos que la integración completa de las adquisiciones realizadas en 2019 (Real Life Data, Teleradiología de Colombia e IMOR) junto a las recientes incorporaciones al perímetro durante este ejercicio recientemente cerrado (ITMS, Axismed e ICM) se han situado como los *drivers* principales que han fortalecido la facturación del grupo.

Este crecimiento ha continuado repercutiendo favorablemente en el margen bruto contable de Atrys, que ha presentado una evolución positiva en los últimos años (70,1% en 2020; +3,4pp vs 2018), derivado sobre todo de los mayores márgenes presentados por las últimas empresas adquiridas e integradas a ejercicio completo, donde señalamos las situadas en segmentos como radioterapia (IMOR) o *smart data* (Real Life Data). A nivel de EBITDA, conviene reseñar que se han realizado ajustes en los costes considerados no recurrentes (entre otros, los originados por las operaciones M&A, ampliaciones de capital y emisiones de bonos, sinergias con las empresas adquiridas, etc.) para un mejor reflejo del rendimiento operativo generado por Atrys. En 2020, el EBITDA se ha duplicado respecto al ejercicio precedente (€11,3M; +121,5% YoY), lo que le ha permitido mejorar el margen operativo (36,9%; +2,4pp YoY).

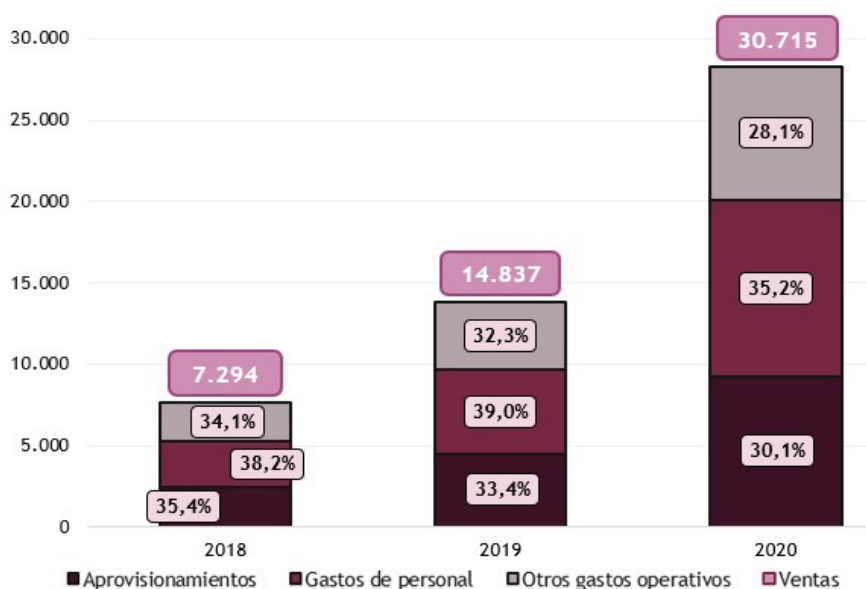
Rentabilidad (cierre contable). Miles € ⁽¹⁾

	2018	2019	2020
Facturación	7.294	14.837	30.715
Mg. Bruto	66,6%	69,9%	70,1%
EBITDA aj. (2)	2.406	5.111	11.319
Mg. EBITDA aj. (2)	33,0%	34,4%	36,9%
EBIT	770	1.215	615
Gtos. Fros.	-622	-1.114	-2.529
EBT	64	207	-2.385

⁽¹⁾ Ejercicio 2020 no auditado y ⁽²⁾ ajustado por gastos no recurrentes (M&A, sinergias, etc.).

“Considerable crecimiento del negocio bajo una gestión controlada de los costes de explotación (reducen el peso respecto a las ventas) que favorece el mantenimiento de unos positivos márgenes operativos.”

Estructura de costes s/ventas. Miles de €.



Dentro de los principales costes de explotación, se refleja un equilibrio y control entre los aprovisionamientos, gastos de personal y otros gastos operativos, que si bien se incrementan en el último año (+104,6% YoY) obedecen principalmente al proceso de expansión y crecimiento en el que se encuentra inmerso Atrys. Cabe reseñar el creciente aumento de los costes de personal (a perímetro constante) dada la necesidad de adecuar la estructura corporativa al crecimiento y dimensión que está desarrollando el grupo en los últimos años (continuarán reforzando durante 2021).

En cuanto a la carga financiera, durante el último año el grupo ha incrementado el volumen de gastos financieros (+127% YoY) debido al aumento de la financiación ajena necesaria para llevar a cabo la expansión del negocio y las diversas operaciones M&A realizadas. Tanto los intereses por el programa de bonos como los originados con entidades bancarias se incrementan de forma significativa en 2020. Cabe diferenciar entre los gastos financieros que realmente suponen salida de caja (en su mayor parte bancarios y bonos) de aquellos procedentes de entidades públicas que financian la actividad de I+D a tipo de interés subvencionado (31,8% sobre el total de la carga financiera), no suponiendo una salida real de caja. Bajo esta consideración, la cobertura de intereses siguió mostrando valores positivos aunque se acentúa la evolución negativa de los últimos años (6,9x; -17,2x vs 2018).

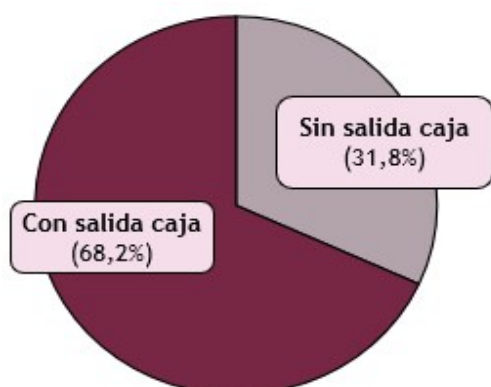
Derivado principalmente de este impacto en el P&L de los intereses soportados por la financiación, el grupo ha presentado un EBT negativo de -€2,4M (sin incluir datos proforma). Desde Axesor Rating consideramos que a pesar de esta negativa evolución en la vertiente económica, la integración completa en próximos ejercicios de los resultados de las compañías adquiridas permitirá, a priori, un mayor impulso de la vertiente operativa y por tanto un balance positivo para los resultados finales.

Dada la etapa de expansión de la actividad en la que se encuentra el grupo, consideramos de especial relevancia realizar un análisis de resultados a nivel proforma, integrando las adquisiciones corporativas de los últimos años a ejercicio completo para una mejor comparativa. Durante 2020, Atrys ha continuado la evolución favorable en los ingresos y EBITDA proforma ajustados y generados con la actividad, alcanzando los €45,3M y €13M (+117,6% y +85% YoY) respectivamente. El margen bruto y operativo ha presentado un descenso en el último año (-3,2pp y -5pp YoY respectivamente) derivado, entre otros factores, del mix de negocio presentado, donde destacamos el incremento de la actividad en el segmento del diagnóstico online (impulsada en mayor medida con la incorporación de ITMS), línea de negocio con márgenes inferiores respecto al resto de áreas del grupo. En cualquier caso, desde Axesor Rating valoramos favorablemente los adecuados y sólidos márgenes operativos que está consolidando Grupo Atrys en los últimos años, siendo el mantenimiento de los mismos una palanca clave para el cambio de tendencia que se espera desde 2021 en la generación de unos resultados finales positivos.

Las recientes adquisiciones anunciadas durante 2021 de Lenitudes en Portugal y ROAG en Suiza, podrían continuar impulsando los resultados desde este mismo ejercicio así como sus márgenes operativos dado que estas compañías centran su actividad principalmente en el segmento de radioterapia (con márgenes estables y elevados). Además, también se destacan los servicios realizados por Atrys para redefinir su actividad bajo el contexto actual lo que también podría seguir impulsando su negocio, con un apoyo general contra el COVID-19 en las áreas de tele radiología, diagnóstico test PCR (resaltando el fuerte crecimiento en el último año bajo esta área por la reciente compañía adquirida en Lugo, ICM), seguimiento de la evolución de la enfermedad en varias Comunidades Autónomas con el área de *smart data* y seguir potenciando el área de I+D con nuevos acuerdos de colaboración (como los recientes alcanzados con Vithas).

Desde Axesor Rating consideramos que el impacto de la crisis actual en la compañía ha sido moderado tal como se constata en los datos de 2020, encontrándose en una posición favorable (por su situación actual y el sector donde desarrolla la actividad) para continuar la fase de recuperación y crecimiento de la actividad iniciada ya en la segunda mitad de 2020. Las últimas incorporaciones realizadas a finales del ejercicio pasado y primeros meses de 2021 continuarán impulsando el negocio del grupo, siendo importante un mayor avance en la ejecución e integración completa de estas empresas que permita, entre otros aspectos, el aprovechamiento de sinergias y sobre todo, un mayor impulso a los resultados del grupo.

Desglose gasto financiero (2020)



Rentabilidad (proforma). Miles €. (1)

	2019	2020	20vs19
Facturación	20.818	45.302	117,6%
Mg. Bruto (%)	70,8%	67,5%	-3,2pp
EBITDA	5.022	7.628	51,9%
EBITDA aj. (2)	7.012	12.974	85,0%
Mg. EBITDA aj. (2)	33,7%	28,6%	-5,0pp
EBIT	2.268	2.999	32,3%
Gtos. Fros.	-1.160	-2.743	136,4%
EBT	1.204	-203	-116,9%

(1) Ejercicio 2020 no auditado y (2) EBITDA ajustado por gastos no recurrentes (M&A, sinergias, etc.).

3.2. Estructura de activo y financiación

Adecuado mix de financiación con un significativo crecimiento de la capitalización y deuda financiera que está sosteniendo la inversión realizada en su plan de expansión. En 2021, con las últimas adquisiciones realizadas, se han incrementado los niveles de apalancamiento, siendo necesario una reducción en próximos meses que permita equilibrar en mayor medida la estructura financiera.

Durante 2020, Grupo Atrys continuó con su estrategia de crecimiento de la misma forma que viene desarrollando en los últimos años (diversas operaciones M&A) teniendo su reflejo directo en el sustancial incremento de la inversión y financiación mostrada en el balance. Por el lado del activo, el principal aumento se presenta para la inversión no corriente (CAGR₁₈₋₂₀ del 83,4%) motivado en su mayor parte por las empresas adquiridas en los últimos ejercicios que han incorporado significativos fondos de comercio. Dentro del activo corriente, la principal variación corresponde con el aumento de la cuenta de clientes (+137% YoY) también derivado principalmente de las adquisiciones realizadas en 2020.

Endeudamiento. Miles de €. ⁽¹⁾

	2018	2019	2020	20vs18
Total Activo	53.693	88.043	166.834	210,7%
Activo no corriente	38.193	70.017	128.530	236,5%
Activo corriente	15.500	18.026	38.304	147,1%
Necesidades Operativas de Fondos (NOF)	2.773	5.709	11.548	316,5%
Patrimonio Neto	26.443	39.954	70.042	164,9%
Deuda financiera total	17.905	34.828	76.637	328,0%
Deuda financiera total aj. ⁽²⁾	17.198	31.140	52.884	207,5%
Deuda financiera neta	6.710	25.007	58.332	769,4%
Deuda financiera neta aj. ⁽²⁾	5.741	21.320	34.579	502,3%
PN/DFT	147,7%	114,7%	91,4%	-56,3pp
PN/DFT aj. ⁽²⁾	153,8%	128,3%	132,4%	-21,3pp
DFN/EBITDA aj. ^(PF)	2,0x	3,6x	4,5x	2,5x
DFN aj./EBITDA aj. ^{(PF)(2)}	1,7x	3,0x	2,7x	1,0x

⁽¹⁾ Ejercicio 2020 no auditado; ⁽²⁾ Se excluye la deuda que no devenga ningún tipo de interés o subordinada al programa de bonos (principalmente "earn-outs" por las adquisiciones realizadas, arrendamientos operativos registrados bajo la NIIF 16 así como el bono convertible lanzado en 2020) y ^(PF) Datos proforma considerando todas las adquisiciones realizadas a ejercicio completo.

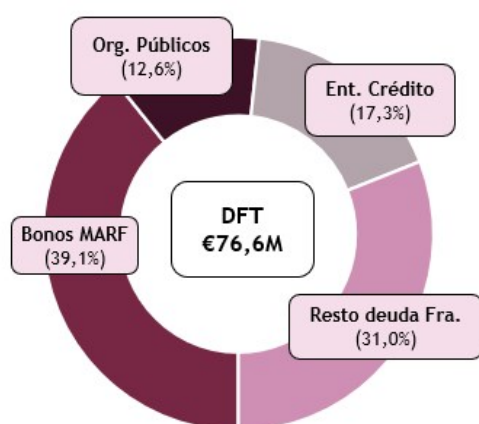
Para financiar este crecimiento, Atrys se ha apoyado tanto en recursos propios como deuda financiera, donde si bien sigue mostrándose una evolución negativa para la relación de ambas magnitudes, continúan presentándose valores adecuados (PN/DFT del 91,4%; -23,3pp YoY). En relación a las ampliaciones de capital llevadas a cabo, se resalta la última realizada en julio de 2020 para financiar las nuevas adquisiciones corporativas acometidas en la segunda mitad del año. Esta fue dirigida a inversores cualificados y supuso la entrada de fondos por €35M (con sobredemanda de 3x), lo que unido a las restantes ampliaciones realizadas en los últimos años, tanto dinerarias como por compensación de créditos (derivados del pago restante en capital por las adquisiciones realizadas), han fortalecido el neto patrimonial del grupo (€70M; +164,9% respecto 2018), reflejando también el fuerte compromiso del accionariado actual e interés de nuevos inversores.

“Fuerte incremento de la inversión en los últimos años impulsada tanto por financiación ajena como propia”.

A finales de julio de 2020, el grupo realizó dos importantes operaciones de financiación que complementaron a la ya mencionada ampliación de capital para así poder asumir todo el crecimiento inorgánico previsto durante el ejercicio y las propias necesidades de *capex*. Por un lado, se procedió al registro de un nuevo programa de bonos en el MARF (sustituyó al anterior de 2019) con un límite máximo de €50M y una primera emisión de €30M (€15M de estos fueron usados para cancelar la emisión que tenía Atrys desde 2019). Este programa de bonos le supone una mayor diversificación en su financiación, situándose actualmente como la principal fuente dentro del pasivo financiero (representa un 39,1% del total deuda financiera en 2020). Por otro lado, también se emitieron obligaciones convertibles por importe de €10M con la posibilidad de conversión en patrimonio (estimándose por la compañía, a priori, que podría llevarse a cabo durante 2022).

Dentro de este *mix* de financiación, las deudas con entidades de crédito han aumentado su importancia durante el último año (se sitúan como la segunda fuente dentro del total deuda financiera con un peso del 17,3%), mediante la adquisición, entre otros, de préstamos avalados por el ICO y que han supuesto la entrada de fondos en favorables condiciones financieras.

Detalle deuda financiera (2020)



La financiación recibida por organismos públicos (Ministerio de Sanidad, Ministerio de Economía y CDTI entre otros) representó el 12,6% del total deuda financiera, siendo destinada sobre todo a impulsar todas las líneas de investigación y desarrollo llevadas a cabo por el grupo. Esta financiación se caracteriza principalmente por una mayor flexibilidad en los plazos de amortización así como un menor coste de la deuda (en su mayoría a interés subvencionado o tipo cero). Por último, el grupo dispone de otra deuda financiera donde se destacan los *earn-out* que se presentan como parte del precio pactado en las compañías adquiridas.

Agrupando toda la deuda financiera y ajustándola por las posiciones líquidas de Atrys, en 2020 el grupo presentó un incremento en su relación con el rendimiento operativo generado (DFN/EBITDA ajustado proforma de 4,5x; +0,9x YoY), valor relativamente elevado bajo la consideración de toda la deuda financiera descrita anteriormente. No obstante, partiendo de la definición de deuda financiera definida dentro del programa de bonos (se excluyen los *earn-out* y las obligaciones convertibles que están subordinadas al propio programa), Grupo Atrys presentaría un ratio más favorable (2,7x) y con cierta holgura respecto al *covenant* establecido en la emisión de bonos del MARF (máximo permitido de 4x para 2020).

Durante los primeros meses de 2021, se ha cerrado la adquisición de la compañía portuguesa Lenitudes y la suiza ROAG, aspecto que implicará la necesidad de nueva financiación bajo dos vertientes: i) la primera, se atenderá principalmente con nuevas acciones emitidas de Atrys y ii) la segunda, bajo una combinación de acciones y efectivo (con mayor peso de esta última) para lo cual será financiado con una nueva emisión de bonos (actualmente en estudio y valoración) por €20M que supondría el consumo total del límite dispuesto en el programa. Se destaca que Lenitudes presenta en su balance a cierre de 2020 una deuda financiera neta significativa (alrededor de €29M) siendo uno de los objetivos de Grupo Atrys la realización de una operación de *'sale & lease back'* con el activo principal de esta empresa (centro médico avanzado) para así amortizar una parte importante de la deuda que permita un mayor equilibrio financiero (actualmente se disponen de varias ofertas no vinculantes estimándose cerrar esta venta antes del cierre del primer semestre de 2021). Desde Axesor Rating consideramos de especial importancia un mayor avance y cierre de esta operación en los próximos meses, ya que le permitiría reducir los niveles de apalancamiento para el cumplimiento de los *covenants* actuales del grupo (DFN/EBITDA y PN/DFN con límite máximo de 3,25x y 1,20x respectivamente para 2021). Aún así, señalamos que bajo la consideración de toda la deuda del grupo y en base a la metodología de Axesor Rating (incluida la derivada de la aplicación de la NIIF 16 donde seguiría contabilizándose esta operación de *leasing* realizada con Lenitudes), se considera importante un mayor recorrido y reducción de la misma.

3.3. Generación de caja y posición de liquidez

Niveles de liquidez fortalecidos por la elevada tesorería disponible y la positiva caja operativa generada, no obstante, dada la fase de crecimiento y fuerte inversión presentada, se requiere de un mayor avance y consolidación acorde a la nueva dimensión que está alcanzando el grupo.

A pesar de la etapa de expansión e importante inversión en la que se encuentra inmerso el grupo, en el último año se han mantenido, e incluso reforzado en términos absolutos, unos positivos niveles de tesorería que permiten hacer frente a la mayor parte de las obligaciones corrientes (tesorería/PC situado en el 75,8%), aspecto que refleja la prudencia de la compañía por disponer de unos sólidos recursos líquidos para financiar la operativa corriente. Esto es valorado favorablemente ya que ante situaciones de mayor estrés (como la presentada desde 2020 por el impacto del COVID-19), le otorgan una mayor fortaleza y le permiten un mayor margen de maniobra ante este tipo de escenarios.

A nivel de *cash flow*, la evolución de la compañía es favorable en los últimos ejercicios, en línea con la proyección ascendente que está alcanzando. Así, se muestran unos fondos operativos proforma procedentes de las operaciones (FFO) que continúan una tendencia creciente y se situaron en los €12,6M para 2020 (CAGR₁₈₋₂₀ del 104%). La compañía a pesar de mantener valores moderados para la relación entre el FFO (proforma) y DFN (21,6% en 2020), está presentando una evolución negativa en los últimos años (-23,5pp vs 2018) que debe ser valorada con prudencia ya que las nuevas adquisiciones realizadas en 2021 podrían ajustar en mayor medida este ratio, siendo necesario un mayor avance en la generación de caja operativa, y como se ha descrito anteriormente (*subapartado '3.2 Estructura de activo y financiación'*), una reducción de los niveles de apalancamiento principalmente con la nueva compañía adquirida (Lenitudes).

Liquidez. Miles de €. *

	2018	2019	2020
Tesorería (efectivo + IFT)	11.195	9.820	18.305
Tesorería / PC	204,3%	100,0%	75,8%
Líneas disponibles	1.241	287	2.276
FFO (PF)	3.029	6.328	12.608
FFO(PF)/DFN	45,1%	25,3%	21,6%

* Ejercicio 2020 no auditado y ^(PF) Datos proforma considerando todas las adquisiciones realizadas a ejercicio completo.

Cash Flow. Miles de €.

	2017	2018	2019	19vs18
Rdo. antes de impuestos (BAI)	-455	64	207	224,9%
+/- ajustes de resultado	1.862	1.692	2.876	69,9%
+/- otros flujos de explotación	-977	-668	-960	-43,8%
Funds From Operations (FFO)	431	1.088	2.123	95,0%
+/- variación WK	886	-2.002	-1.039	48,1%
Cash Flow Operativo (CFO)	1.317	-914	1.083	218,6%
Cash flow de inversión	-3.418	-7.668	-21.098	-175,2%
Cash Flow Libre (CFL)	-2.101	-8.581	-20.015	-133,2%
+/- variación instrumentos de patrimonio	9.197	4.306	5.093	18,3%
Dividendos	-	-	-	-
Cash Flow Final generado internamente (CFFI)	7.096	-4.275	-14.921	-249,0%
Emisión de nueva deuda	1.716	7.012	16.227	131,4%
Devolución y amortización de deuda	-2.393	-2.242	-2.740	-22,2%
Efecto tipo de cambio	-	-	-	-
Variación de caja final	6.419	495	-1.434	-389,9%

“Evolución positiva de los fondos operativos proforma generados con la actividad que están siendo impulsados sobre todo por el crecimiento inorgánico del grupo.”

Cash Flow. Miles de €. *

	2020
Cash Flow Operativo	2.390
Capex I+D	-2.911
Capex M&A	-48.799
Capex operativo	-7.241
Cash Flow Inversión	-58.951
Nueva deuda neta	30.536
Ampliación capital	35.000
Cash Flow Financiación	65.536
Cash Flow Libre	8.975
Posición tesorería inicial	8.329
Posición tesorería final	17.305

* Ejercicio 2020 no auditado.

A la fecha de realización de este informe de rating, no se ha dispuesto de un estado de flujos de efectivo auditado de forma similar a ejercicios anteriores, por lo que dentro de este análisis se partirá de lo dispuesto hasta 2019 (auditado) y el *cash flow* cerrado y facilitado por la compañía a falta de la propia auditoría. Si bien durante 2019 el grupo generó un *cash flow* operativo de €1,1M, destacamos que bajo un ejercicio proforma, durante 2020 se habrían generado alrededor de €2,4M, cifra positiva sobre la que consideramos importante un mayor recorrido en próximos ejercicios que permita consolidar unos mayores niveles de caja operativa acordes a la nueva dimensión y tamaño de Atrys.

Durante 2020, la compañía aceleró su proceso de expansión con la adquisición de varias empresas que originaron unos significativos niveles de inversión. Por un lado, se mantuvo el *capex* de I+D en torno a los €2,9M y se continuó con la inversión en nuevos activos (€7,2M) como la puesta a punto del Instituto de Oncología Avanzada (IOA) en Barcelona que entró en funcionamiento en el último trimestre de 2020. En cuanto al *capex* M&A, se sitúa como el más importante durante el ejercicio (€48,8M), correspondiéndose con la inversión realizada en la adquisición de compañías como ITMS, Axismed, ICM e incluso en menor medida, los *earn out* pagados por adquisiciones de ejercicios anteriores (LLebalust, Real Life Data o IMOR).

Con todo esto, Grupo Atrys generó una inversión total de €58,9M durante 2020 que fue financiada tanto con la emisión de nueva deuda (bonos en el MARF, obligaciones convertibles, bancaria y organismos públicos) así como la ya mencionada ampliación de capital dineraria. Finalmente, gracias a esta elevada entrada de fondos, se generó un *cash flow* libre próximo a los €9M que fortaleció la posición de tesorería hasta los €17,3M.

Calendario de vencimientos de la deuda (31/12/2020). Miles de €. ⁽¹⁾

Año	Bonos	Pública	Bancaria	Resto deuda ⁽²⁾	Total	% s/total
2021	-	1.799	3.751	10.993	16.543	16,4%
2022	-	1.772	3.253	-	5.025	5,0%
2023	10.000	2.298	3.285	-	15.583	15,5%
2024	-	2.220	3.136	-	5.356	5,3%
2025	50.000	2.185	2.411	-	54.596	54,3%
2026 y ss.	-	1.994	1.492	-	3.486	3,5%
Total	60.000	12.268	17.328	10.993	100.589	-

⁽¹⁾ Se excluyen instrumentos de financiación corriente (como pólizas de crédito) dado que se entiende serán renovados anualmente. ⁽²⁾ Incluye principalmente pago "earn-out" por operaciones M&A.

“Optimizado perfil de vencimientos de la deuda ante un escenario de elevadas necesidades de financiación”.

En cuanto a la distribución de vencimientos de la deuda financiera total (bajo un análisis completo que incorpora todos los pagos estimados en próximos años), Atrys presenta un calendario optimizado con una mayor concentración a partir de 2025 en adelante (57,7% del total deuda financiera siendo lo más destacable el vencimiento de los bonos en 2025 que incorpora ya la nueva emisión prevista de €20M durante el 1S2021). Desde Axesor Rating valoramos favorablemente este perfil de vencimientos ya que favorece la continuación de la estrategia de crecimiento inorgánico y orgánico en la que se encuentra actualmente la compañía.

En conjunto, Grupo Atrys está alcanzando un importante crecimiento en los últimos años bajo unas cifras de endeudamiento que han permanecido en niveles controlados y acordes a los *covenants* presentados, si bien, durante el primer semestre de 2021 deberá reducir el volumen de deuda financiera que se ha visto incrementado de forma más notable a partir de la reciente adquisición de Lenitudes. Un mayor control en este sentido junto a la aprobación definitiva de la OPA planteada para Aspy (tercera compañía en España por cuota de mercado dentro del sector de la prevención de riesgos laborales), podrían otorgar unas perspectivas más positivas hacia una mejora de su perfil de negocio y generación de caja, pudiendo impactar favorablemente en su estructura económico-financiera.

4. Proyecciones

Actualmente, Grupo Atrys está continuando su estrategia de crecimiento inorgánico que queda reflejada en las dos últimas operaciones corporativas (adquisiciones) llevadas a cabo en febrero de 2021 (Lenitudes y ROAG). Además, en enero de este año se ha lanzado una oferta de adquisición (OPA) por el 100% de las acciones de Aspy Global Services, grupo que se sitúa como el tercer *player* en el mercado nacional dentro del sector de la prevención de riesgos laborales con un amplio número de empleados a los que ofrece cobertura (superior al millón) y más de 230 delegaciones (distribuidas tanto en centros propios como asociados).

Desde Axesor Rating se ha analizado un *business plan* interno facilitado por la compañía que recoge de forma separada y proyectada:

a) **Dimensión actual con la integración de Lenitudes y ROAG**, pero sin incluir la OPA sobre Aspy que está pendiente de cierre a fecha de realización de esta valoración.

b) **Dimensión prevista con la potencial integración de Aspy si la OPA se lleva a cabo** y se incorporara esta compañía al perímetro de Atrys (siendo el objetivo cerrar esta operación para mayo/junio).

Teniendo presente en esta valoración y análisis la primera de las situaciones con las operaciones corporativas que ya se han formalizado (excluyendo por el momento la OPA sobre ASPY), el grupo proyecta un significativo crecimiento desde 2021 en adelante que quedaría materializado a través de dos vías: i) orgánicamente, donde si bien en 2020 el negocio se redujo para esta vertiente (-4,9% YoY), durante el año en curso se estima una recuperación en los ingresos favorecidos por la superación de la pandemia y las perspectivas favorables para el sector salud donde desarrolla la actividad e ii) inorgánicamente, con la integración a ejercicio completo de todas las adquisiciones realizadas el ejercicio pasado (ITMS, Axismed e ICM) y el apoyo de las dos últimas realizadas este año y descritas anteriormente.

Se proyecta un escenario de mejora en los resultados y caja operativa generada, considerándose desde Axesor Rating un aspecto importante y necesario para favorecer hacia un mayor equilibrio económico-financiero en próximos ejercicios. También, se prevé continuar con el incremento de personal durante 2021 con el objetivo de reforzar, entre otras, la estructura corporativa dado el mayor tamaño que se está alcanzando.

En cuanto a la deuda, la compañía parte del objetivo de reducir sus niveles de apalancamiento durante el primer semestre de 2021, los cuales se han visto recientemente incrementados derivados principalmente de la adquisición de Lenitudes que incorporaba un elevado volumen de deuda en su balance.

En conjunto, desde Axesor Rating se considera de especial importancia esa reducción de deuda financiera de Lenitudes (operación de *sale & lease back* prevista antes de finales del 1S2021 y que permitiría volver al equilibrio en sus *covenants*), lo que junto al cierre exitoso de la OPA sobre Aspy, podría traer consigo unas perspectivas positivas para el nuevo grupo resultante de esta operación (con cambios importantes en el tamaño). Todo esto podría llevarle a una continua mejora y consolidación de su posicionamiento dentro del sector (resaltando la reciente posición de liderazgo alcanzada dentro de la división del diagnóstico online en lengua castellana), con una estructura económico-financiera más controlada y que cumpla los *covenants* presentados (en la actualidad estarían incumpliendo aquellos relativos al endeudamiento).

“Perspectivas favorables para el crecimiento del grupo a nivel de ingresos, resultados y caja operativa, todo ello bajo una estructura financiera que, si bien se estima permanecerá en valores controlados, será necesario reducir los niveles de deuda durante los próximos meses de 2021.”

5. Perfil de emisión

Grupo Atrys se encuentra en fase de valoración de una ampliación en la emisión de bonos en el MARF (con las mismas características del programa actual, bajo una deuda senior *unsecured*), que si bien refleja un alto grado de cobertura en conjunto, dispone de una estructura de *covenants* más ajustada en base a la situación actual. No obstante, se destaca el compromiso por parte de la compañía de aportar fondos (a corto plazo) o tomar medidas que restablezcan el equilibrio económico-financiero fijado en las condiciones de la emisión.

5.1. Estructura legal y características del bono

Actualmente, el grupo dispone de un programa de bonos emitido en el MARF (2020) con límite máximo de €50M (consumo €30M). Tras el contrato de compraventa formalizado en febrero de este año para la adquisición de la compañía suiza ROAG (previsión de ejecución de dicho contrato a finales de marzo) así como el resto de las inversiones estimadas derivadas principalmente de la expansión que está llevando a cabo Atrys, se prevé el consumo total del programa de bonos actual (mediante un TAP de €20M) para financiar este crecimiento durante 2021. Esta nueva emisión seguiría presentando las mismas características del programa actual, bono *unsecured* con vencimiento a 5 años y tipo *bullet*. El tipo de interés estaría aún por determinar, aunque como referencia se parte del coste fijado para la anterior emisión con un cupón flotante del 5,5% más EURIBOR 3m. El mercado de destino será el MARF (España), bajo el marco normativo de la Ley española. Así mismo, se destaca que esta emisión será realizada de nuevo por la compañía Atrys Health Internacional (100% propiedad de Atrys Health SA, más detalle ver subapartado “1.2 Estructura empresarial”) contando con una garantía personal, solidaria y a primer requerimiento de la cabecera Atrys Health. Adicionalmente, los bonos cuentan con una garantía real otorgada también por Atrys Health SA instrumentalizada en forma de prenda de primer rango sobre las acciones representativas del 100% del capital social del Emisor.

La deuda emitida por Atrys destaca por su *seniority* y el favorable grado de cobertura bajo una hipotética situación de *default*. En cuanto a la estructura de *covenants* presentada, se destaca que en la actualidad tras la adquisición de la compañía portuguesa Lenitudes y la incorporación de su deuda financiera, Grupo Atrys superaría los límites fijados para varios *covenants* en 2021 (DFN/EBITDA ajustado y PN/DFN). No obstante, la empresa se encuentra en una fase avanzada para realizar una operación de *sale & lease back* con el activo principal de Lenitudes (centro médico avanzado), aspecto que podría equilibrar de nuevo la propia estructura de *covenants* (reducción de los niveles de apalancamiento con los fondos obtenidos tras la venta del centro) con una estimación de cierre de la operación para antes de finalizar el primer semestre de este ejercicio. Estos pasos que acometerá el grupo se enmarcan dentro de la obligación por parte del mismo de tomar las medidas necesarias para restaurar los ratios en caso de incumplimiento en un máximo de 6 meses desde su falta.

Tal como se ha descrito, los fondos procedentes de la emisión serán utilizados fundamentalmente para financiar el crecimiento inorgánico previsto por el grupo, concretamente la adquisición de ROAG estimada para finales del primer trimestre de 2021 así como en menor medida el resto de los pagos pendientes por las compañías adquiridas en los últimos años.

Por otro lado, la estructura de la emisión prevista contaría con un conjunto de *covenants* que otorgan un mayor nivel de seguridad de cara al potencial inversor, destacando:

- **Rango Pari Passu.** Los derechos de los tenedores de los bonos frente al Emisor derivados de la emisión tendrán, al menos, el mismo rango en orden de prelación de pago que el resto de los acreedores no subordinados y no garantizados del Emisor.

- **Ratios financieros.** Se establece el cumplimiento de los siguientes ratios:

Términos y condiciones emisión

Emisor	Atrys Health Internacional S.A.U.
Emisión	Bono Senior Unsecured
Instrumento	Bono cupón flotante
Fecha de emisión	Pendiente (2021)
Tamaño (*)	50M€
Vencimiento	5 años
Yield	Estimación en rango 5,5% + EURIBOR 3m
Tipo de Amortización	Bullet sin amortizaciones hasta vencimiento
Mercado	MARF (España)
Ley Vigente	Ley Española

(*) Se incluyen los €30M emitidos en 2020 bajo la anterior emisión del programa de bonos.

Estructura Covenants (*)

	2019	2020	2021	2022	2023	Desde 2024
DFN/EBITDA aj. ^(PF)	4,25x	4x	3,25x	3,25x	3x	2,75x
PN/DFN	1,1x	1,2x	1,2x	1,3x	1,3x	1,3x
EBITDA aj. ^(PF) /Intereses aj.	2,5x	3x	3,5x	4x	5x	5x

(*) Se ajusta el EBITDA 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) y ^(PF) Datos proforma considerando todas las adquisiciones realizadas a ejercicio completo.

- **Compromiso de restauración de ratios.** Se destaca como uno de los puntos más importantes en la emisión el compromiso que asume la compañía de tomar las medidas necesarias para restaurar los ratios anteriores (DFN/EBITDA recurrente proforma y PN/DFN) en caso de incumplimiento de los mismos hasta los niveles permitidos en el plazo de 6 meses desde su falta.

- **Limitación de endeudamiento adicional.** Únicamente se podrá incurrir en endeudamiento financiero adicional al existente en el momento de la emisión del bono siempre que se respeten los límites marcados para los ratios DFN/EBITDA y PN/DFN (punto anterior). No obstante, se destaca que podría permitirse endeudamiento financiero adicional por encima de los límites fijados para los ratios siempre y cuando la nueva deuda tenga carácter subordinado al bono, vencimiento superior a éste y no disponga de mayores garantías/coberturas/colateral que el bono.

- **Negative pledge.** La compañía no podrá ofrecer garantías sobre cualquiera de los elementos de su propiedad a favor de terceros acreedores.

- **Restricción a la distribución de dividendos.** Hasta la completa amortización del bono, se prohíbe el reparto de dividendos.

- **Transferencia de activos.** Hasta la completa amortización del bono, el Emisor se compromete a reinvertir los fondos obtenidos ante una supuesta venta, transmisión o cesión parcial o total de algún elemento esencial de su activo en otro que genere el mismo o mejor rendimiento que el liquidado, o bien, a amortizar los bonos.

- **Transacciones entre partes vinculadas.** Quedan limitadas las transacciones entre partes vinculantes.

- **Cambio de control.** Si se produce un cambio de control en la compañía, cada uno de los titulares de los bonos tendrá la opción de amortizar anticipadamente la totalidad de los bonos por su valor nominal incluyendo los intereses devengados y no pagados hasta la fecha de amortización.

- **Acciones de las compañías.** Se pignorarán las acciones de las empresas subsidiarias del grupo y de las nuevas adquiridas hasta su completa integración en el grupo.

5.2. Análisis recobro

Al objeto de analizar en mayor profundidad las perspectivas de recobro por parte de los presentes y potenciales acreedores de la compañía, se establece un hipotético escenario de *default*, estresando para ello las previsiones del grupo en próximos ejercicios.

Valoración del recobro bajo un escenario de estrés. Miles de €.

Principales Asunciones		Waterfall simplificado	
Año del Default	2.025	Valoración bruta de la compañía en 2025e	61.330
2021 Ingresos	71.734	Gastos administrativos	1.227
2021 EBITDA	15.270	Valoración neta de la compañía	60.103
2025 Ingresos Default	73.642	Priority claims	4.808
2025 EBITDA Default	6.430	Masa disponible para acreedores	55.295
Múltiplo EBITDA estimado	7x	Deuda senior	62.229
		Tasa de recobro	89%

“Elevado valor de los activos del grupo que le permitiría hacer frente a la mayor parte de la deuda”.

Las principales asunciones contempladas para que las magnitudes muestren una situación de estrés acorde con el hipotético *default*, son las siguientes:

- Descenso progresivo de la facturación (respecto al crecimiento establecido en su *business plan*) de un 15% de media para los próximos ejercicios (se ha partido de una caída en los ingresos que se agrava a medida que avanzan los años).
- Significativa reducción de los márgenes, situándose el margen bruto y EBITDA en el 64,5% y 8,7% respectivamente en 2025.
- Mantenimiento del resto de gastos y política de financiación aunque ajuste de la política de inversión (reducción del *capex* I+D y de operaciones en un 50%).

La interrelación de estos supuestos daría la entrada de una situación de *default* a finales de 2025 (ante el supuesto de no poder refinanciar la deuda). Al no disponer de deuda con garantías reales, se ejecutaría la deuda financiera reflejada para el grupo en ese ejercicio, destacando la procedente del bono, bancaria y con organismos públicos.

Desde nuestro punto de vista, ante este escenario, el modelo de negocio continuaría teniendo viabilidad dada la diversificación entre sus líneas de negocio y geográfica (mejorada estos últimos años tras el mayor avance de ejecución de su plan estratégico) que le podría permitir un mayor margen de maniobra en las áreas más rentables. Así mismo, la venta de activos se sitúa como otra alternativa que le permitiría obtener fondos para reestructurar la actividad.

De este modo, ante un hipotético escenario de *default* en el ejercicio 2025, tras descontar gastos administrativos y *priority claims*, se obtiene una masa disponible para acreedores de €55,3M. Partiendo de la valoración neta realizada para Atrys (€60,1M), bajo una combinación del valor de su activo y múltiplos EBITDA de 7x (se ajusta este valor en comparación al sector por la situación de estrés y premura para una venta), se obtendría una tasa de recobro para los bonistas del 89%, valorándose como adecuada por parte de Axesor Rating.

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/es-ES/about-axesor/methodology; y bajo la Escala Corporate largo plazo disponible en www.axesor-rating.com/es-ES/about-axesor/rating-scale
- 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.

©2021 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.