


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

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.

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.