



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: 02/08/2021

Contactos

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	4
1.1 Actividad y ámbito de actuación	4
1.2 Estructura empresarial	5
2. Análisis cualitativo	6
2.1 Sector y posicionamiento competitivo	6
2.2 Accionariado, gestión y política financiera	10
3. Análisis cuantitativo	12
3.1 Resultados y rentabilidad	12
3.2 Estructura de activo y endeudamiento	14
3.3 Generación de caja y posición de liquidez	16
4. Proyecciones financieras	18
5. Perfil de emisión	19
5.1 Estructura legal y características del bono	19
5.2 Análisis de recuperación.	20

Rating Action

Axesor Rating afirma la calificación de la emisión de bonos de Grupo Atrys en "BB".

Resumen Ejecutivo

Atrys Health S.A. (en adelante 'Atrys' o 'Grupo Atrys') centra su actividad en el sector salud, presentando varias líneas de actividad que abarcan desde la prevención de riesgos laborales y la propia vigilancia de la salud (última adquisición de Aspy), diagnóstico personalizado y tratamiento oncológico, el telediagnóstico así como el *big data* como herramienta de complemento y mejora de su actividad. Actualmente se encuentra en una etapa de expansión y elevado crecimiento del negocio, disponiendo a cierre de 2020 de unas cifras proforma de facturación y EBITDA ajustado de €45,1M y €13M respectivamente, presentando un nivel de DFN/EBITDA ajustado de 4,1x. A cierre de 2020, la acción de Atrys se ha revalorizado un 78% respecto al precio de cierre de 2019, alcanzando una capitalización bursátil (con la última incorporación de Aspy) de €580M a finales de julio de 2021 (+94% respecto al cierre de 2020).

Fundamentos

Perfil de negocio

- ▶ **Elevado grado de especialización en un segmento de mercado que requiere de un alto know-how así como un elevado y recurrente 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 laboratorios, de tratamiento oncológico y de prevención de riesgos laborales, Atrys 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.

- ▶ **Fuerte crecimiento inorgánico desarrollado en los últimos años que fortalece hacia una mayor integración vertical de la actividad.**

Tras las últimas adquisiciones realizadas en 2020 y 2021 (destacando por su mayor dimensión la reciente incorporación de Grupo Aspy), la compañía ha reforzado el carácter integral de su actividad, controlando tanto las fases de prevención, diagnóstico (personalizado y online), tratamiento oncológico y seguimiento de la salud. Bajo un análisis proforma a cierre de 2021 y tras, a priori, una adecuada integración de las compañías adquiridas, Atrys concentraría el 71,7% de sus ingresos en España, estando el resto distribuido en Latinoamérica (15,8%) así como Portugal y Suiza que agruparían el 12,5% restante del negocio.

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

El plan estratégico está orientado a 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, potenciando de igual forma su actividad en Europa (incluyendo el mercado nacional). Todo este crecimiento está respaldado por una adecuada gestión de la compañía y una estructura accionarial equilibrada, que presenta importantes inversores institucionales con un elevado interés en el grupo y que se refleja en el apoyo mostrado recientemente (como ejemplo, la ampliación de capital que se realizó en el tercer trimestre de 2020 por €35M con sobredemanda de 3x).

Perfil financiero

- ▶ **Mantenimiento de unos sólidos márgenes operativos pese al moderado impacto de la crisis sanitaria en la actividad del grupo.**

Partiendo de un análisis proforma, si bien el negocio del grupo se redujo en el último año (-11,9% YoY) condicionado por la pandemia y el cierre temporal de las agendas hospitalarias en los mercados donde opera (España y LATAM), mantuvo unos positivos y adecuados márgenes de explotación situados en el 28,8% motivado, entre otros factores, por la mayor eficiencia lograda con el uso del *big data* y automatización en la revisión de pruebas médicas en segmentos como el diagnóstico online. Durante 2020 y, consecuencia de la mayor financiación dispuesta para asumir el crecimiento inorgánico, la carga financiera aumentó y penalizó en mayor medida el EBT mostrando pérdidas próximas al millón de euros. No obstante, la continuación de la estrategia de expansión y últimas adquisiciones realizadas permitirán, *a priori*, reforzar sus resultados desde 2021 en adelante.

- ▶ **Incremento del apalancamiento en los últimos años (acentuado con las últimas adquisiciones realizadas en 2021), parcialmente mitigado por unos favorables niveles de capitalización. Actualmente, se encuentra en pleno proceso de refinanciación.**

El crecimiento alcanzado en los últimos años tiene su reflejo directo en el aumento de la inversión total (CAGR₁₈₋₂₀ del 80,9%) 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 ejercicios (PN/DFT del 105,2%; -42,5pp respecto 2018). La compañía ha continuado fortaleciendo sus niveles de patrimonio (ampliación de capital dineraria realizada en julio 2020 por importe de €35M) así como elevando sus niveles de deuda financiera dentro del *mix* que presenta con una mayor relevancia (a cierre de mayo 2021) de la financiación bancaria (51% de peso respecto al total deuda financiera) derivado también de la propia deuda integrada con las compañías adquiridas (destacando a los grupos Lenitudes y Aspy). Atrys presentó valores relativamente elevados para su ratio DFN/EBITDA ajustado y proforma (4,1x; +0,4x YoY) en 2020, encontrándose en la actualidad en curso la realización de una operación de *'sale & lease back'* con un activo importante de Lenitudes (€18M) así como un proceso de refinanciación para la mayor parte de su pasivo que podrían fortalecer su estructura financiera (ambos procesos se estiman finalizar durante los próximos meses de 2021).

- ▶ **Positivos niveles de tesorería y caja operativa generada, aunque se requiere de un mayor avance en próximos ejercicios.**

En líneas generales, Atrys ha mantenido una sólida posición de *cash* en los últimos años (€18,5M 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. La mayor parte de sus vencimientos de deuda financiera se concentran desde 2024 en adelante (64,9% del total), situación que podría mejorar (además del coste financiero) con la consecución del proceso de refinanciación actualmente en curso.

- ▶ **Perspectivas positivas de crecimiento orgánico e inorgánico durante 2021 y próximos ejercicios bajo una estructura financiera equilibrada.**

Con las últimas y recientes adquisiciones materializadas en 2020 y 1S2021, se proyecta un escenario de crecimiento en el negocio, resultados y niveles de caja operativa, lo que podría reforzar en mayor medida la situación económico-financiera de Grupo Atrys.

- ▶ **Programa de bonos *unsecured* dispuesto en su totalidad (tras la última emisión en 2021) que presenta un alto grado de cobertura.**

Grupo Atrys presenta €50M emitidos bajo un programa de bonos (*unsecured*, tipo *bullet* y vencimiento en 2025), que cuenta con una adecuada cobertura en conjunto. Además, el plan de refinanciación que se encuentra desarrollando (podría cerrarse en el 2S2021) traería consigo una amortización anticipada de los bonos (ante las mejores condiciones financieras de la nueva deuda).

Resumen de la información financiera

Principales magnitudes financieras. Miles de €. ⁽¹⁾				
	2018	2019	2020	20vs19
Facturación	7.294	14.837	31.396	111,6%
Facturación ^(PF)	11.081	20.818	45.133	116,8%
EBITDA aj. ^{(PF)(2)}	3.357	7.008	12.993	85,4%
Mg. EBITDA aj. ^{(PF)(2)}	30,3%	33,7%	28,8%	-4,9pp
EBT ^(PF)	979	1.204	-961	-179,8%
Total activo	53.693	88.043	175.776	99,6%
Patrimonio neto	26.443	39.954	75.328	88,5%
Deuda Financiera Total	17.905	35.768	71.600	100,2%
PN/DFT	147,7%	111,7%	105,2%	-6,5pp
Deuda Financiera Neta	6.710	25.948	53.054	104,5%
DFN/EBITDA aj. ^{(PF)(3)}	2,0x	3,7x	4,1x	0,4x
FFO ^(PF) /DFN	45,1%	24,4%	23,8%	-0,6pp
EBITDA aj. ^(PF) /Intereses aj. ^{(PF)(2)}	24,1x	13,3x	4,2x	-9,1x

^(PF) Datos proforma considerando todas las adquisiciones realizadas a ejercicio completo (partiendo del año en el que se realizan); ⁽¹⁾ La deuda financiera no incluye los "earn-out" contabilizados como provisiones en el balance (en torno a los €13,7M, €2,7M y €0,7M en 2020, 2019 y 2018 respectivamente) dado que son cantidades que pueden experimentar variaciones significativas en función del cumplimiento de los objetivos fijados en las operaciones M&A ⁽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), y ⁽³⁾ según definición de deuda financiera del Programa Bonos MARF (sin tener en cuenta bono convertible, arrendamientos operativos (NIIF 16) y "earn outs" generados por las adquisiciones realizadas), el ratio DFN aj./EBITDA aj.^(PF) para 2020 se situó en 3,3x.

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 17/03/2021) si bien ha modificado la tendencia del rating corporativo de Estable a Positiva, dado el cierre satisfactorio de la OPA llevada a cabo a Grupo Aspy y el resto de las adquisiciones realizadas durante 2021 que, a priori, podrían tener un impacto positivo tanto en su perfil competitivo (importante incremento del tamaño y dimensión) como en su estructura económico-financiera. Actualmente, Atrys se encuentra en pleno proceso de refinanciación y mayor control de sus niveles de deuda, aspecto que en caso de materializarse de forma óptima, unido al mayor avance y consolidación que se espera y se requiere para la ejecución e integración de las compañías adquiridas, podría repercutir positivamente en su perfil crediticio y, por tanto, de su rating.

Análisis de sensibilidad

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

► Factores positivos (↑).

Mejorar los niveles de apalancamiento en relación a los recursos operativos generados y estructura patrimonial (DFN/EBITDA, FFO/DFN y PN/DFT). Adecuada integración de las compañías adquiridas durante el próximo ejercicio, permitiendo un mayor impulso en los ingresos, beneficios operativos y finales, caja operativa así como mantenimiento de los márgenes generados con la actividad. Mantener e incluso mejorar los niveles de liquidez.

► Factores negativos (↓).

Incremento de los niveles de apalancamiento con desviaciones significativas de ratios relevantes como DFN/EBITDA o PN/DFT. Incumplimiento de los niveles de caja operativa generados y resultados alcanzados que se reflejan en el *business plan* tras la integración de todas las compañías adquiridas. Caída significativa de márgenes y ajuste de la posición de liquidez.

1. Perfil de la empresa

1.1 Actividad y ámbito de actuación

Atrys fue fundada en 2007 centrandose 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 varias líneas de negocio relacionadas y que requieren un sostenido grado de inversión en I+D:

- **Diagnóstico oncológico personalizado.** 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 (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.** 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.
- **Smart/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.
- **Prevención de riesgos laborales y vigilancia de la salud (Aspy).** Tras el cierre de la OPA realizada a Grupo Aspy (mayo 2021), este pasa a integrarse dentro de Grupo Atrys, otorgándole nuevos segmentos operativos que se centran fundamentalmente en: i) prevención técnica, básicamente recoge la realización de informes relacionados con la detección y evaluación de riesgos técnicos existentes en los centros de trabajo, ii) formación, realizando cursos sobre riesgos laborales y la forma de mitigarlos, iii) vigilancia de la salud, orientado a la realización de exámenes de salud y test médicos principalmente dirigidos a empresas, y iv) servicio de compliance a través de la compañía Conversia adquirida en 2020.

Grupo Atrys gracias a las operaciones de M&A que está realizando en los últimos años, se sitúa como un *player* de referencia en países de habla hispana, impulsado por la internacionalización en Latinoamérica (Chile, Brasil, Colombia, y Perú). Actualmente también está adquiriendo presencia operativa en Portugal y Suiza, tras las recientes adquisiciones realizadas en 2021, respaldando las perspectivas favorables de negocio para el grupo. Cuenta con diversos laboratorios situados en España, centro de I+D que se verá reforzado por las diversas líneas de innovación adquiridas, y con la última adquisición realizada con Grupo Aspy, refuerza su presencia con más de 240 centros sanitarios concentrados principalmente en España.

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.

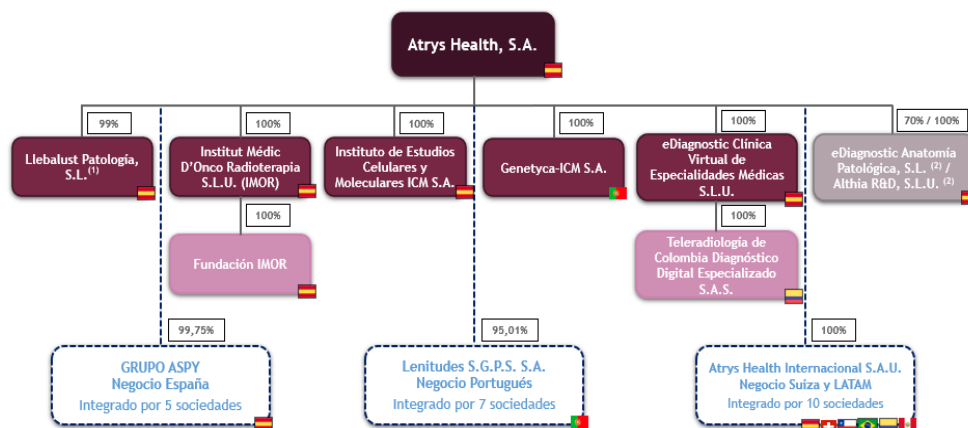
Presencia de Grupo Atrys

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) - Adquisición de Grupo ASPY (presencia operativa con centros en toda España)
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 y Genetyca
Suiza	- Adquisición de la compañía Radio-Onkologie Amsler AG (ROAG)

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. De esta forma, se diferencian varios grupos o segmentos de compañías en función de la actividad desarrollada y la procedencia de las mismas:

Estructura societaria (junio 2021)



⁽¹⁾ 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, y ⁽²⁾ Sociedades del grupo sin actividad en la actualidad.

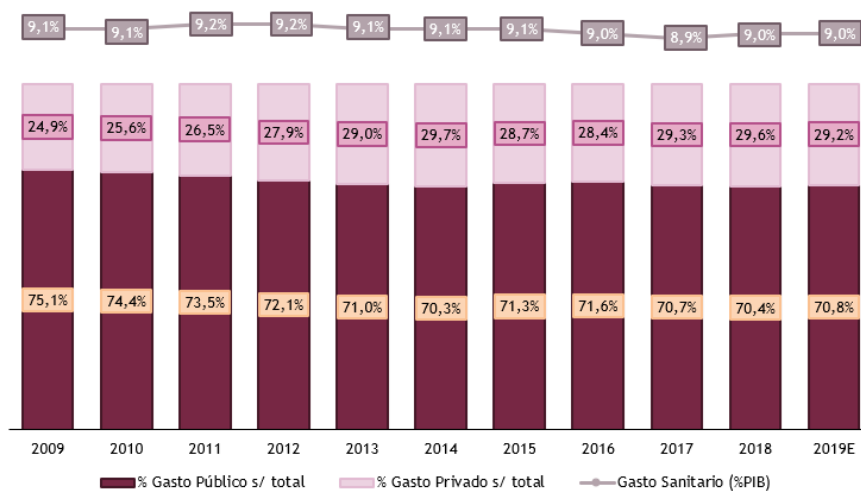
- Atrys Health, S.A. como sociedad dominante, incorporándose además los servicios de *smart/big data*.
- eDiagnostic Clínica Virtual como el subgrupo del segmento del diagnóstico de imagen médica online en España.
- Llebalust Patología, ICM y, la última adquisición en Portugal con Genetyca, enfocadas al diagnóstico personalizado.
- Negocio portugués encabezado por Lenitudes y siete sociedades filiales, al igual que IMOR, dentro de la radioterapia oncológica.
- Atrys Health Internacional, S.A.U. que aglutina aquellas compañías (diez filiales) 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 (Suiza, Chile, Brasil, Colombia y Perú).
- Por último, Grupo Aspy recientemente adquirido y que está integrado por cinco sociedades enmarcadas principalmente en el sector de la prevención de riesgos laborales (tercera compañía en España por cuota de mercado).

2. Análisis cualitativo

2.1 Sector y posicionamiento competitivo

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 €112.066M en 2019 (último dato disponible, según OCDE Health Data noviembre 2020), lo que representó el 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 (CAGR₀₉₋₁₉ del 3%) dado principalmente la menor dependencia de las políticas presupuestarias. La sanidad pública presenta un menor crecimiento (CAGR₀₉₋₁₉ del 0,8%) 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 70,8% sobre el total en 2019, el gasto privado en España ha mejorado su contribución, manteniendo un peso respecto al total por encima del 29% por tercer año consecutivo, superior a la media de la OCDE (23,3%), y solo por detrás de Portugal (38,8%), Suiza (35,5%) y Polonia (29,7%).

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



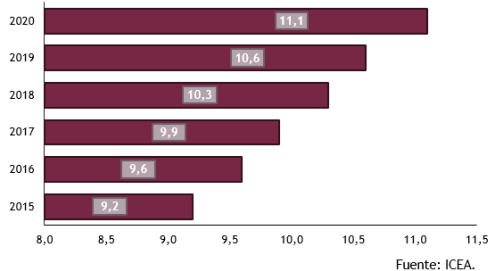
Fuente: OCDE. Health Data 2020

“Perspectivas favorables de crecimiento para el sector de la salud, más acentuadas tras la mayor concienciación reflejada por el impacto del COVID-19”.

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 29% 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 en 2020, 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) así como de la generación de ahorro (en torno a €1.368 por asegurado), favoreciendo por tanto la accesibilidad a la asistencia sanitaria. En este sentido, el sector privado representó el 56% del total de centros hospitalarios de España y el 31% 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 (11,1 millones en 2020 con un CAGR₁₅₋₂₀ del 3,6%).

Evolución número asegurados (millones)



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

“Sector de Servicios de Prevención Ajenos (SPA) atomizado aunque está tendiendo a una mayor concentración en los últimos años. A pesar de verse afectado por el cierre de empresas y caída de la población ocupada, surgen nuevos servicios (relacionados también con el COVID-19) que contrarrestan el impacto y permiten mantener una evolución favorable”.

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 donde el uso de la telemedicina seguirá creciendo en próximos años (desde el inicio de la pandemia se ha incrementado más de un 150% en España).

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.

A inicios de 2021 se lanzó una Oferta Pública de Adquisición (OPA) sobre la sociedad Aspy Global Services (compañía *holding* que sostiene al grupo Aspy), que ostenta una posición de referencia (3ª en cuota de mercado) en el sector de la prevención de riesgos laborales dentro de España. La OPA finalizó el pasado mes de mayo, con una aceptación del 99,75% de los accionistas de Aspy, dentro de los cuales se destaca que el 98,14% de estos acudió al canje de acciones por Atrys como forma de pago, siendo el porcentaje restante y minoritario pagado en *cash*. Con esta operación el grupo resultante cuenta con más de 2.000 empleados, ampliando así su cobertura de servicios y mejora el acceso a una mayor demanda al contar con más de 240 delegaciones (distribuidas tanto en centro propios como asociados), dotándole de una mayor capilaridad por todo el territorio nacional (más de 1 millón de trabajadores protegidos). Además, con la completa integración de este grupo, se reflejan sinergias y servicios complementarios que podrían adquirir mayor importancia en el negocio del nuevo grupo, tales como: i) venta cruzada impulsando el negocio B2C de servicios de diagnóstico, ii) establecimiento de laboratorios propios de Atrys en las principales ciudades españolas, iii) reforzar los servicios ofrecidos por Aspy en genética, radiología y cardiología así como la capacidad de ésta para referenciar pacientes oncológicos a Atrys, iv) mayor aceleración digital de los servicios ofrecidos por Aspy aprovechando la propia experiencia presentada por Atrys, y v) mejora de la capacidad de negociación y establecimiento de alianzas estratégicas con grupos hospitalarios.

Dada la dimensión que presenta el Grupo Aspy adquirido, conviene profundizar en las características propias del sector donde se sitúa, el de la prevención de riesgos laborales. Se encuentra regulado en España a raíz de la Ley 31/1995 y su posterior desarrollo normativo que controla la actividad preventiva. Se trata de un servicio necesario y obligatorio para las empresas (visto como una *commodity* que es regulado por ley) ofrecido en un mercado muy atomizado, altamente competitivo y cíclico (correlacionado con la evolución de la economía y población ocupada). Este mercado ha presentado numerosas adquisiciones y cambios de propiedad entre las compañías integrantes del sector (Cualtis, Quirón, Preving, la propia Aspy, etc.) originando una mayor concentración del negocio en un número más reducido de *players* (actualmente en torno a 370 operadores *versus* más de 700 reflejados inicialmente en su pico máximo), resaltando que el top 5 y top 10 de empresas en el mercado alcanzaron el 59% y 70% del negocio en 2020.

A nivel general para los últimos años, Grupo Atrys 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 (más de €2M 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 (12 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 tele cardiología y tele radiología 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 del 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 del grupo portugués Lenitudes**, 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 *síte* de referencia en Portugal y Europa.
- **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*.
- **Adquisición de Grupo Aspy en mayo de 2021 tras OPA presentada y finalizada con éxito** (ya detallado anteriormente).
- **Adquisición de la compañía portuguesa Genetyca ICM S.A.**, situada en el segmento de diagnóstico genético.

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 centra 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,

Desglose líneas de negocio/compañías

<ul style="list-style-type: none"> ▪ Atrys Health ▪ LLebalust Patología ▪ Instituto de Estudios Celulares y Moleculares (ICM) ▪ Genetyca-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"> ▪ Grupo Aspy ▪ Real Life Data (🇵🇹) <p>Prevención riesgos laborales/Vigilancia salud/ Compliance y Big data</p>

🇵🇹 Integrada desde 2019 en Atrys Health.

Actividad Grupo Atrys



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. Con la reciente incorporación de Grupo Aspy (más centrado en aspectos de prevención y salud de empleados) se refuerza el carácter integral del negocio. Además, el área de *smart/big data* proporciona un adecuado complemento a todas sus líneas de negocio (mayor uso y gestión de la información sanitaria recopilada).

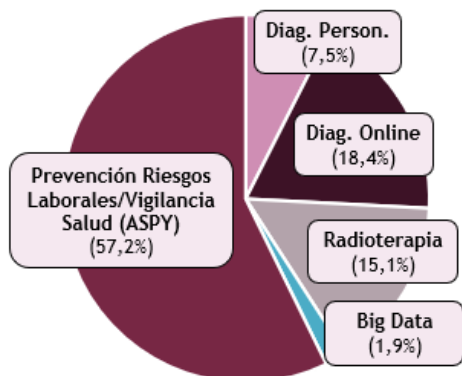
En un análisis proforma, considerando todas las adquisiciones anteriores y realizadas en el año en curso a ejercicio completo (en base a estimaciones de cierre de 2021), cabe destacar el mayor peso que representaría la nueva división de prevención tras la adquisición de Aspy (en fase de integración), situándose en el 57,2% de los ingresos totales proforma. Los segmentos de diagnóstico mantendrían un peso notable que reforzaría su diversificación operativa con un 25,9% de los ingresos totales, siendo la división online la que presenta una mayor importancia (18,4%) en base a la apuesta del grupo por la telemedicina (diversas adquisiciones realizadas en los últimos años para esta vertiente). Además, la línea de radioterapia también se vería impulsada con la integración de las dos últimas incorporaciones en Portugal y Suiza (Grupo Lenitudes y ROAG respectivamente), representando el 15,1% del negocio total. De forma complementaria, *smart data* alcanzaría un peso menor (1,9%) en los ingresos totales del grupo, no obstante, se refleja como un segmento relevante por las mejoras complementarias que suponen para el resto de las divisiones del grupo.

En relación a la diversificación geográfica y partiendo del mismo análisis proforma realizado anteriormente para 2021, el grupo presentará una mayor concentración del negocio en España (71,7% del total facturación proforma), estando representando en una parte relevante por los ingresos procedentes de Aspy, que concentra la totalidad de su facturación en el mercado doméstico si bien dispone de una adecuada diversificación regional por todo el territorio nacional (destacando las zonas de Cataluña, Aragón y Madrid). Este aspecto unido al negocio que ya tenía Atrys en España, conllevará hacia una menor dependencia de mercados emergentes donde el grupo viene desarrollando y expandiendo la actividad en los últimos años, alcanzando LATAM (Chile, Brasil, Colombia y Perú) un peso del 15,8% a cierre de este ejercicio (44,2% en 2020). De igual modo, la compañía ha expandido su actividad en Portugal (representaría el 9%) y Suiza (3,5%) sobre el total de facturación, aspecto que impulsará su negocio en Europa.

Grupo Atrys 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. 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 significativa así como las perspectivas positivas de crecimiento en este sector. Así mismo, la completa integración de Aspy durante 2021 reforzará esta vertiente de forma importante, ya que en este nuevo grupo adquirido y en fase de integración, el top 20 de clientes no supera el 5% de los ingresos totales, aspecto que es valorado positivamente por parte de Axesor Rating.

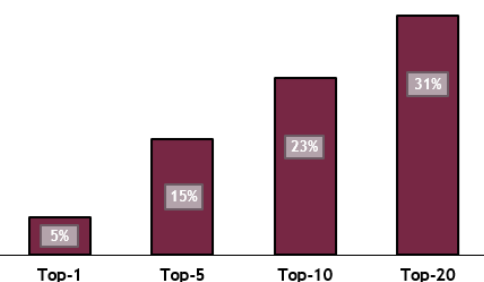
Diferenciando en función del carácter privado o público del cliente, el grupo continúa centralizando la mayor parte de su *core business* en el sector privado, representando éste el 92,2% de la facturación total proforma en 2020. Aunque el sector público presente una reducida importancia, cabe mencionar 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.

Diversificación operativa. % s/ventas proforma, 2021e*



* Se está considerando todas las adquisiciones realizadas en 2021 a ejercicio completo proforma: Lenitudes, Radio-Onkologie Amsler AG (ROAG), Genetyca y Aspy.

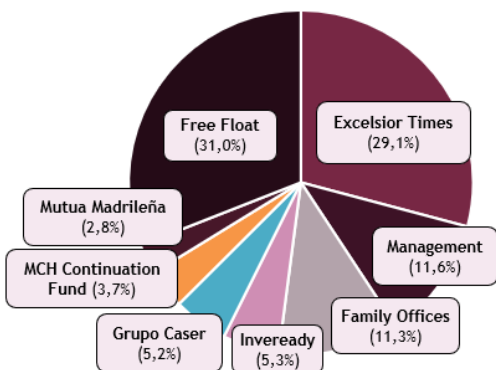
Top Clientes (2020). % s/ventas proforma.



2.2 Accionariado, gestión y política financiera

Tras la OPA realizada y finalizada en mayo de 2021 a Grupo Aspy, la composición del accionariado de Grupo Atrys ha experimentado cambios importantes, señalando la entrada en el mismo de Excelsior Times, *holding* empresarial liderado por José Elías (propietario principal de Aspy) y sobre el que se destaca su adecuada capacidad financiera, controlando y/o participando en grupos cotizados de referencia en el mercado como Audax Renovables o Ezentis. Así, tras el acuerdo y realización de una ampliación de capital no dineraria mediante acciones de Atrys, este *holding* ha pasado a situarse como el principal accionista del grupo con el 29,1%. En segundo lugar, cabe mencionar la participación alcanzada por el propio *management* (con un 11,6% 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 así como fortalecer la continuidad y buena marcha del negocio. El resto del accionariado se encuentra repartido entre varios grupos de referencia, entre los que se destacan los *family offices* (Onchena y Mayoral con el 11,3%), *venture capital* (Inveready) con el 5,3% y entidades aseguradoras como Grupo Caser (5,2%) y Mutua Madrileña (2,8%). Adicionalmente, tras la compra en febrero de 2021 del grupo oncológico portugués Lenitudes, el fondo MCH (al que pertenecía) ostenta el 3,7%. Como compañía cotizada en el BME Growth (antes M.A.B.) dispone de un estable *free float* que alcanza el 31%, señalando en este sentido que el grupo se encuentra en fase de preparación para su salto al mercado continuo, estimándose para finales de 2021.

Composición accionariado (junio 2021)



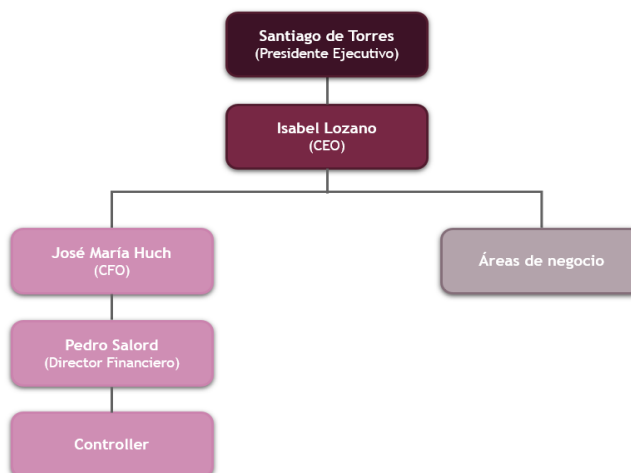
Además de las ampliaciones de capital no dinerarias (en acciones de Atrys) presentadas en el ejercicio actual (para ejecutar las adquisiciones de ICM, Lenitudes, ROAG y Aspy), cabe mencionar la ampliación de capital dineraria realizada por €35M en julio de 2020 dirigida a inversores institucionales, la cual sirvió para obtener fondos que permitieron financiar el crecimiento inorgánico experimentado en los meses siguientes. Esta captación de fondos trajo consigo 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.

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, entre otros, 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. Tras la integración de Aspy y celebración de la Junta General Ordinaria de Accionistas en junio de 2021, se resalta la entrada de tres nuevos miembros en representación de Excelsior Times. Adicionalmente, la existencia de tres consejeros independientes favorece la diversidad en la toma de decisiones dentro de la compañía.

Composición Consejo Administración (junio 2021)

Nombre	Representando
Santiago de Torres	Equipo directivo
Isabel Lozano	Equipo directivo
Josep M ^a Echarrri	Inveready Asset Manag.
Antonio Baselga	Grupo Onchena
Fernando de Lorenzo	Grupo Caser
Maria Rosa González Sans	Excelsior Times
Anabel López Porta	Excelsior Times
Óscar Santos Juve	Excelsior Times
Jaime Cano	Consejero indep.
Josep Piqué	Consejero indep.
Jaime del Barrio	Consejero indep.

Estructura de gestión



“Estrategia de expansión actualmente en fase de desarrollo, ejecución y consolidación, todo ello bajo un elevado compromiso de sus accionistas y equipo directivo”.

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 y que 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*.

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. En los últimos años se han integrado al grupo varias empresas que han reforzado mayoritariamente su presencia internacional tanto de sus tres principales líneas de negocio tradicionales (diagnóstico personalizado, online y radioterapia avanzada), así como la última incorporación (Aspy) para abarcar también la actividad de prevención de riesgos laborales y nutrirse de sinergias operativas. Como principales objetivos estratégicos para próximos años se destaca la continuación con su estrategia de crecimiento orgánico e inorgánico (con potenciales adquisiciones en Europa), la aceleración de la automatización en el diagnóstico (incrementa la eficiencia) así como la continua expansión del segmento de radioterapia fundamentalmente en Europa.

A pesar de que todo este crecimiento está siendo gestionado bajo el desarrollo de una política financiera que combina tanto recursos propios (varias ampliaciones de capital dinerarias y no dinerarias 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 (actualmente se encuentra en pleno proceso de refinanciación de su deuda financiera).

3. Análisis cuantitativo

3.1 Resultados y rentabilidad

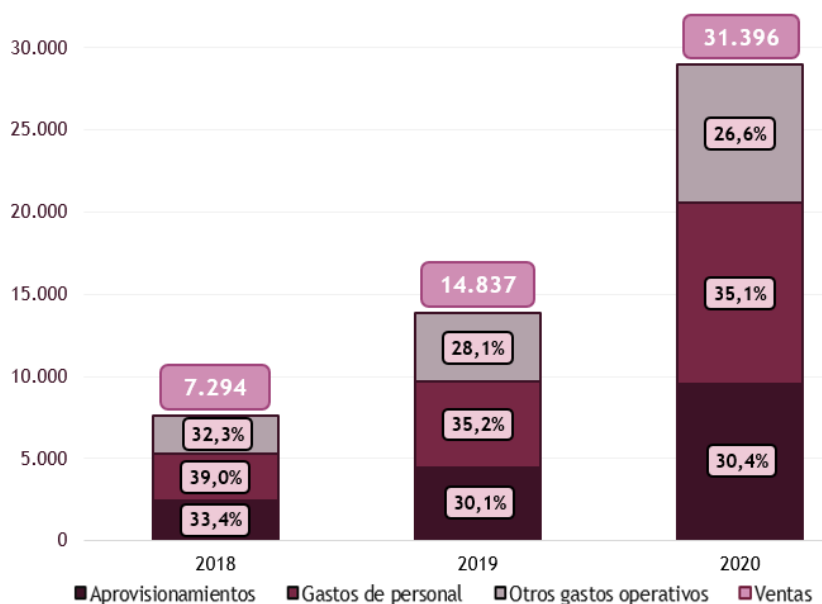
Partiendo de un análisis NIIF (sin considerar en un primer momento datos proforma), la evolución del negocio de Grupo Atrys ha continuado con la senda positiva de crecimiento de los últimos años, duplicando la facturación a cierre contable de 2020 (€31,4M con un CAGR₁₇₋₂₀ del 73,3%), todo ello motivado por el fuerte crecimiento inorgánico que está desarrollando fundamentalmente desde 2018. En línea con este, la compañía mantuvo en el último ejercicio un positivo margen bruto (69,6%) con un incremento de +3pp respecto 2018 derivado sobre todo de los mayores márgenes presentados por algunas de las 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 (€9,5M; +106,4% YoY), lo que le ha permitido mantener un positivo y adecuado margen operativo (30,3%; -0,8pp YoY).

Rentabilidad (cierre contable). Miles €.

	2018	2019	2020
Facturación	7.294	14.837	31.396
Mg. Bruto	66,6%	69,9%	69,6%
EBITDA aj. ⁽¹⁾	2.406	4.613	9.523
Mg. EBITDA aj. ⁽¹⁾	33,0%	31,1%	30,3%
EBIT	770	1.215	1.919
Gtos. Fros.	-622	-1.114	-2.494
EBT	64	207	-1.309

⁽¹⁾ ajustado por gastos no recurrentes (M&A, sinergias, etc.).

Estructura de costes s/ventas. Miles de €.

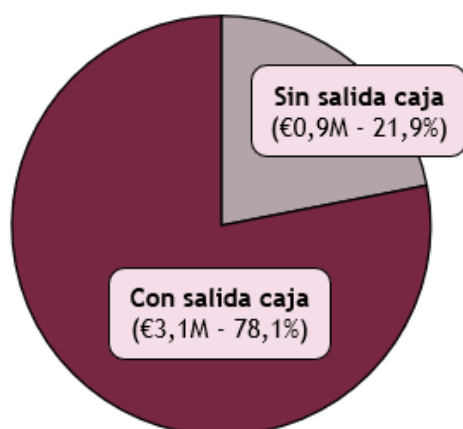


“Considerable crecimiento del negocio bajo una gestión controlada de los costes de explotación que favorece el mantenimiento de unos positivos márgenes operativos”.

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 (+109,1% 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 (continúan reforzando durante 2021).

En cuanto a la carga financiera, durante el último año el grupo ha incrementado el volumen de gastos financieros (+124% YoY) debido al aumento de la financiación ajena necesaria para llevar a cabo la expansión del negocio y las diversas operaciones M&A realizadas. En ese sentido, los intereses derivados del programa de bonos y el propio bono convertible justifican en su mayor parte el incremento de los propios gastos financieros, mencionando también los originados con entidades bancarias que también aumentan durante el último ejercicio. Cabe

Desglose gasto financiero proforma (2020)



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 (21,9% sobre el total de la carga financiera proforma), no suponiendo una salida real de caja. A pesar de tener en cuenta este aspecto, la cobertura de intereses proforma continuó la tendencia negativa de los últimos ejercicios, mostrando valores relativamente ajustados para 2020 (4,2x; -9,1x YoY).

Derivado principalmente de este impacto en el P&L de los intereses soportados por la financiación, el grupo ha presentado un EBT negativo de -€2,5M (sin incluir datos proforma y ajustes de gastos no recurrentes). 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, incluyendo el impacto a ejercicio completo (para el periodo 2019-2020) de las adquisiciones corporativas realizadas en 2020 (ITMS, Axismed e ICM). De esta manera, queda reflejado de forma más clara el impacto que ha tenido la pandemia en el negocio del grupo. Así, se muestra una reducción del 11,9% YoY para la cifra de facturación (se situaría en €45,1M en 2020), consecuencia del efecto negativo que tuvo en el negocio el cierre de agendas y actividad hospitalaria en España (marzo a junio de 2020) así como Chile y Colombia (marzo a septiembre de 2020) dados los confinamientos más estrictos de la primera ola del COVID-19. Bajo un análisis de los dos principales mercados donde opera la compañía, se destaca que:

- **España.** A pesar de la pandemia, el mercado doméstico continuó presentando cifras positivas de crecimiento en sus ingresos (+19% YoY) ya que tanto las áreas de negocio de radioterapia y sobre todo *big data* se vieron menos afectadas por los cierres hospitalarios y, además, desde junio de 2020 la división de laboratorio (diagnóstico personalizado) inició la realización de test COVID-19 con una elevada demanda y efecto positivo en la cifra de negocio de este segmento (+40% YoY).

- **Latinoamérica.** En este mercado y con las últimas adquisiciones realizadas por Atrys, el grupo concentra su actividad en la tele radiología y tele cardiología (diagnóstico online) que estuvieron más impactados por los cierres de hospitales. Además, se une el impacto de la depreciación de las divisas emergentes donde opera (peso chileno y colombiano principalmente) entre febrero y septiembre de 2020 (el impacto rondó los €3,7M sobre la cifra de negocio).

Dentro de la vertiente de explotación, se destacan unos resultados y márgenes positivos y crecientes en el último año. Tanto el margen bruto como margen EBITDA aumentaron hasta situarse en el 67,6% y 28,8% (+9,3pp y +9pp YoY) respectivamente, con un EBITDA ajustado próximo a los €13M (+28,1% YoY). Esta favorable evolución viene originada, entre otros aspectos, gracias a la mayor eficiencia reflejada en el segmento del diagnóstico online, que si bien fue el más penalizado por la crisis del COVID-19 (-31% YoY), la aplicación de herramientas de inteligencia artificial permitió optimizar de mejor forma los recursos (automatización en la revisión de algunas pruebas médicas) de esta área (sobre todo en Latinoamérica que es donde se potencia en mayor medida este segmento). Desde Axesor Rating valoramos favorablemente los adecuados y sólidos márgenes operativos que está generando Grupo Atrys en los últimos años, siendo el mantenimiento de estos una palanca clave para el cambio de tendencia que se espera desde 2021 en la generación de unos resultados finales positivos apoyados por las últimas adquisiciones.

En líneas generales, 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

Rentabilidad (proforma). Miles €. ⁽¹⁾

	2019	2020	20vs19
Facturación	51.207	45.133	-11,9%
Mg. Bruto (%)	58,3%	67,6%	9,3pp
EBITDA	8.153	7.922	-2,8%
EBITDA aj. ⁽²⁾	10.143	12.993	28,1%
Mg. EBITDA aj. ⁽²⁾	19,8%	28,8%	9,0pp
EBIT	4.551	3.149	-30,8%
Rdo. Fro.	-3.124	-4.109	-31,5%
EBT	1.427	-961	-167,3%

⁽¹⁾ Cifras proforma agregadas incluyendo impacto a ejercicio completo de las adquisiciones realizadas en 2020 (ITMS, Axismed e ICM), y ⁽²⁾ EBITDA ajustado por gastos no recurrentes (M&A, sinergias, etc.).

desarrolla la actividad) para continuar la fase de recuperación y crecimiento de la actividad iniciada ya desde finales de 2020. Las últimas incorporaciones realizadas a finales del ejercicio pasado y primer semestre 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.

3.2 Estructura de activo y endeudamiento

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 90,4%) motivado en su mayor parte por las empresas adquiridas en los últimos ejercicios que han incorporado significativos fondos de comercio (€95,1M en 2020 vs €35,5M en 2019). Dentro del activo corriente, la principal variación corresponde con el aumento de la cuenta de clientes (+105,5% YoY) también derivado principalmente de las tres adquisiciones realizadas en 2020.

Endeudamiento. Miles de €. ⁽¹⁾				
	2018	2019	2020	20vs18
Total Activo	53.693	88.043	175.776	227,4%
Activo no corriente	38.193	70.017	138.512	262,7%
Activo corriente	15.500	18.026	37.264	140,4%
Necesidades Operativas de Fondos (NOF)	2.773	6.650	11.351	309,4%
Patrimonio Neto	26.443	39.954	75.328	184,9%
Deuda financiera total	17.905	35.768	71.600	299,9%
Deuda financiera total aj. ⁽²⁾	17.198	31.140	51.350	198,6%
Deuda financiera neta	6.710	25.948	53.054	690,7%
Deuda financiera neta aj. ⁽²⁾	5.741	21.320	33.640	486,0%
PN/DFT	147,7%	111,7%	105,2%	-42,5pp
PN/DFT aj. ⁽²⁾	153,8%	128,3%	146,7%	-7,1pp
DFN/EBITDA aj. ^(PF)	2,0x	3,7x	4,1x	2,1x
DFN aj./EBITDA aj. ^{(PF)(2)}	1,7x	3,0x	3,3x	1,6x

⁽¹⁾ La deuda financiera no incluye los "earn-out" contabilizados como provisiones en el balance (en torno a los €13,7M, €2,7M y €0,7M en 2020, 2019 y 2018 respectivamente) dado que son cantidades que pueden experimentar variaciones significativas en función del cumplimiento de los objetivos fijados en las operaciones M&A. ⁽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 NIF 16 así como el bono convertible lanzado en 2020) y ^(PF) Datos proforma considerando todas las adquisiciones realizadas a ejercicio completo (partiendo del año en el que se realizan).

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 105,2%; -42,5pp vs 2018). 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 (€75,3M; +184,9% 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".

“Si bien se ha producido un incremento notable del apalancamiento en los últimos años, continúa presentando un adecuado *mix* de financiación entre recursos propios y deuda financiera”.

Durante la segunda parte de 2020 y primera mitad de 2021, el grupo ha realizado importantes operaciones de financiación que han complementado a la ya mencionada ampliación de capital dineraria, destacando las siguientes:

- A finales de julio de 2020 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). 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 2023 ya que el *strike* está muy por debajo del precio actual de cotización de la acción).
- En abril de 2021, para financiar sobre todo la adquisición de ROAG, se realizó una segunda emisión de bonos por €20M, quedando por tanto dispuesto en su totalidad el programa de bonos (€50M).
- Tanto en 2020 como 2021 se están realizando diversas ampliaciones de capital como parte del pago de las adquisiciones realizadas (entregando acciones de Atrys), destacando por su mayor importe, la realizada con la operación de Grupo Aspy, y en menor medida, las que proceden de las incorporaciones de Lenitudes, ICM y ROAG.

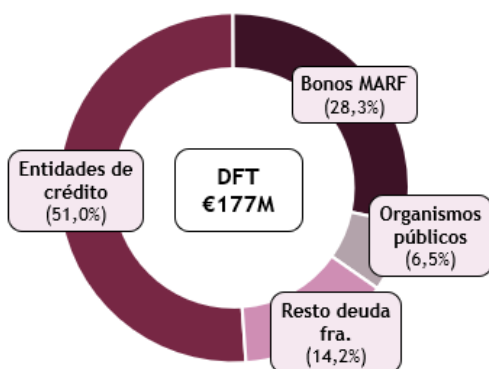
Dentro de las adquisiciones realizadas principalmente en 2021, destacamos por su mayor impacto en el volumen de deuda financiera, las operaciones de: i) Grupo Lenitudes, que presenta en su balance a cierre de 2020 una deuda financiera neta significativa (alrededor de €29M) siendo uno de los objetivos de 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 (en torno a €18M) que permita un mayor equilibrio financiero (actualmente disponen de varias ofertas, estimándose cerrar esta venta y amortización de la deuda a lo largo del 3T2021), y ii) Grupo Aspy, que presenta una deuda financiera próxima a los €48M que derivan principalmente del proceso de reestructuración realizado para el mismo en los últimos años así como la compra de Conversia en el 3T2020.

Con esto último y a cierre de mayo de 2021, la financiación bancaria (teniendo también presente los préstamos avalados por el ICO obtenidos en el último año) se sitúa como la principal fuente de financiación de Grupo Atrys (51%), mencionando además el peso adquirido por el programa de bonos (28,3%) que le suponen una mayor diversificación en sus fuentes de financiación. Si bien la financiación recibida por organismos públicos (Ministerio de Sanidad, Ministerio de Economía y CDTI entre otros) que, es destinada sobre todo a impulsar todas las líneas de investigación y desarrollo llevadas a cabo por el grupo, representó el menor peso (6,5%), se resalta la mayor flexibilidad en los plazos de amortización así como el menor coste de la deuda que presenta (en su mayoría a interés subvencionado o tipo cero).

Agrupando toda la deuda financiera y ajustándola por las posiciones líquidas de Atrys, para el último ejercicio auditado y completo de 2020, el grupo presentó un incremento en su relación con el rendimiento operativo generado (DFN/EBITDA ajustado proforma de 4,1x; +0,4x YoY), valor considerado como relativamente elevado. No obstante, partiendo de la definición de deuda financiera definida dentro del programa de bonos (se excluyen los *earn-out*, las obligaciones convertibles que están subordinadas al propio programa y el impacto de la NIIF 16 por los arrendamientos operativos de sus centros), Atrys presentaría un ratio más favorable (3,3x) y con cierta holgura respecto al *covenant* establecido en la emisión de bonos del MARF (máximo permitido de 4x para 2020).

Actualmente, el grupo se encuentra en pleno proceso de refinanciación (en fase de estudio y análisis de diversas propuestas) con el objetivo principal de dotar de una mayor extensión al calendario de vencimientos así como reducir el coste financiero de su pasivo. Desde Axesor Rating valoramos favorablemente este

Detalle deuda financiera (mayo 2021) *



* Cifras no auditadas.

proceso iniciado, considerando también de especial importancia el cierre de la operación de 'sale & lease back' con Lenitudes 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). Aun 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 en próximos ejercicios.

3.3 Generación de caja y posición de liquidez

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/Pasivo Corriente situado en el 86,6%), aspecto que muestra que la compañía presenta 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 (23,8% en 2020), está presentando una evolución negativa en los últimos años (-21,4pp 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 endeudamiento'), un mayor control 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	18.546
Tesorería / PC	204,3%	100,0%	86,6%
Líneas disponibles	1.241	287	2.276
FFO (PF)	3.029	6.328	12.627
FFO(PF)/DFN (1)	45,1%	24,4%	23,8%

(1) La deuda financiera no incluye los "earn-out" contabilizados como provisiones en el balance (en torno a los €13,7M, €2,7M y €0,7M en 2020, 2019 y 2018 respectivamente) dado que son cantidades que pueden experimentar variaciones significativas en función del cumplimiento de los objetivos fijados en las operaciones M&A y (PF) Datos proforma considerando todas las adquisiciones realizadas a ejercicio completo (partiendo del año en el que se realizan).

“Evolución positiva de los fondos operativos proforma generados con la actividad (impulsados sobre todo por el crecimiento inorgánico del grupo). No obstante, la caja operativa generada es insuficiente para acometer el plan de inversión y expansión desarrollado, teniendo que realizar nuevas emisiones de deuda”.

Cash Flow. Miles de €.

	2018	2019	2020	20vs19
Rdo. antes de impuestos (BAI)	64	207	-1.309	-733,2%
+/- ajustes de resultado	1.692	2.876	6.241	117,0%
+/- otros flujos de explotación	-668	-960	-2.670	-178,1%
Funds From Operations (FFO)	1.088	2.123	2.262	6,6%
+/- variación WK	-2.002	-1.039	-3.658	-252,0%
Cash Flow Operativo (CFO)	-914	1.083	-1.396	-228,8%
Cash flow de inversión	-7.668	-21.098	-52.083	-146,9%
Cash Flow Libre (CFL)	-8.581	-20.015	-53.479	-167,2%
+/- variación instrumentos de patrimonio	4.306	5.093	34.315	573,7%
Dividendos	-	-	-	-
Cash Flow Final generado internamente (CFFI)	-4.275	-14.921	-19.163	-28,4%
Emisión de nueva deuda	7.012	16.227	46.771	188,2%
Devolución y amortización de deuda	-2.242	-2.740	-18.461	-573,8%
Efecto tipo de cambio	-	-	-	-
Variación de caja final	495	-1.434	9.147	737,8%

A cierre de 2020 si bien el *cash flow* operativo fue negativo (-€1,4M), impactado por las mayores necesidades del *working capital* (aplicación de recursos procedente de clientes y proveedores), es conveniente partir también de datos proforma (incorporando la integración de las compañías adquiridas en 2020 a

ejercicio completo), en lo que se habría reflejado una cifra positiva de €2,3M. Aun así, 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 a cierre del 1S2021.

Durante el último año, 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 €2,6M y se continuó con la inversión en nuevos activos (€3,2M) 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 (€46,7M), 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 €52,1M 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 caja final de €9,1M que fortaleció la posición de *cash* hasta los €17,5M.

“Vencimientos más concentrados en 2024-2025 tras la incorporación de las compañías adquiridas, si bien actualmente se encuentra en fase de refinanciación de su deuda”.

Calendario de vencimientos (pagos) de la deuda (Mayo 2021). Miles de €. ⁽¹⁾						
Año	Bonos	Pública	Bancaria	Resto deuda ⁽²⁾	Total	% s/total
2021	-	1.799	20.587	4.712	27.098	15,5%
2022	-	1.772	5.132	12.861	19.765	11,3%
2023	9785 ⁽³⁾	2.298	8.849	3.139	14.286	8,2%
2024	-	2.257	43.622	1.474	47.353	27,2%
2025	50.000	2.185	3.207	3.536	58.928	33,8%
2026 y ss.	-	4.649	765	1.500	6.914	4,0%
Total	50.000	14.960	82.162	27.223	174.345	-

⁽¹⁾ Cifras no auditadas, ⁽²⁾ Incluye principalmente arrendamientos operativos (NIIF 16) y pagos “*earn-out*” por operaciones M&A, contabilizados como provisiones en el balance ya que están condicionados al cumplimiento de unos determinados objetivos por las compañías adquiridas (estos importes están sujetos a revisión y podrían variar), y ⁽³⁾ se estima (con alta probabilidad) la conversión a vencimiento de este bono convertible a equity (actualmente *strike* muy inferior al precio de cotización de la acción de Grupo Atrys).

En cuanto a la distribución de vencimientos de la deuda financiera total (bajo un análisis completo a cierre de mayo de 2021 que incorpora todos los pagos estimados en próximos años), Atrys presenta un calendario relativamente adecuado para el periodo 2021-2023 con una mayor concentración a partir de 2024 en adelante (64,9% del total deuda financiera) siendo lo más destacable el vencimiento de financiación bancaria en 2024 (€40M proceden del préstamo que tiene concedido Aspy con ING) así como el programa de bonos por €50M en 2025. Para el año en curso, más del 60% de los vencimientos se corresponden con la operación de ‘*sale & lease back*’ que va a realizar la compañía con uno de los activos principales de Lenitudes (encontrándose en una fase próxima para el cierre de la operación). Actualmente, Grupo Atrys se encuentra en pleno proceso de refinanciación, principalmente de aquella deuda con mayor coste (bancaria y bonos), hito que en caso de materializarse durante la segunda mitad de 2021, podría suponer una mejora en su estructura y flexibilidad financiera, con una extensión de vencimientos y menor coste financiero, valorándose favorablemente por parte de Axesor Rating.

En conjunto, Grupo Atrys está alcanzando un importante crecimiento en los últimos años bajo unas cifras de endeudamiento que si bien se han incrementado de forma significativa tanto en 2020 como en la primera mitad de 2021 (tras la incorporación de todas las compañías adquiridas), podrían seguir manteniendo una adecuada relación con el rendimiento operativo y caja operativa generada tras una adecuada integración de las mismas.

4. Proyecciones financieras

Las proyecciones financieras analizadas de Grupo Atrys han partido de datos que contemplan todas las adquisiciones realizadas durante la primera mitad de 2021, incluyendo las últimas de Grupo Aspy y Genetyca.

En las cifras dispuestas, se proyecta un escenario de mejora en los resultados y caja operativa generada para los próximos ejercicios todo ello motivado por la favorable integración estimada de las últimas empresas adquiridas que, presentan en líneas generales, una actividad consolidada en las líneas de negocio y mercados donde operan, destacando la mayor contribución que tendrá en el grupo el negocio de Aspy. Esta positiva evolución proyectada se considera un aspecto importante desde Axesor Rating ya que podría favorecer hacia un mayor equilibrio económico-financiero en próximos ejercicios (mayor control de los niveles de apalancamiento en relación a los recursos generados con la actividad y la propia estructura patrimonial). Además, derivado de este crecimiento esperado, la compañía tendrá que continuar reforzando e incrementando el personal (como el del área corporativa) a corto/medio plazo.

En cuanto a la deuda, la compañía parte del objetivo de reducir sus niveles de deuda, los cuales se han visto recientemente incrementados derivados de las últimas adquisiciones, mencionando por su mayor volumen en balance, los negocios de Lenitudes y Aspy. Bajo este punto, durante la segunda mitad de 2021 se prevé cerrar la operación de *'sale & lease back'* con uno de los activos principales del grupo portugués así como un mayor avance en el plan de refinanciación iniciado por el grupo con el que se podría mejorar tanto el calendario de vencimientos como coste financiero.

En conjunto, desde Axesor Rating se consideran realistas y alcanzables las proyecciones estimadas por el grupo partiendo de las perspectivas positivas que se estiman para el sector salud y el refuerzo del posicionamiento competitivo del grupo en los mercados donde opera, con diversas adquisiciones y acuerdos de colaboración con otras entidades de referencia del sector (en próximos meses se podrían alcanzar nuevos acuerdos). No obstante, dado el tamaño y dimensión de las últimas adquisiciones realizadas, señalando principalmente a Grupo Aspy, se requiere de un mayor avance y ejecución en la integración completa y aprovechamiento de sinergias para esta nueva línea de negocio de prevención presentada por Grupo Atrys.

“Perspectivas favorables para el crecimiento del grupo a nivel de ingresos, resultados y caja operativa, todo ello bajo una estructura financiera que podría experimentar mejoras si finalmente se lleva a cabo el proceso de refinanciación actualmente en curso”.

5. Perfil de 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 y dispuesto en su totalidad. Si bien durante 2020 se habían consumido €30M del citado programa para financiar principalmente el *capex* del grupo y crecimiento inorgánico desarrollado, a inicios de 2021 se realizó un TAP de €20M para financiar fundamentalmente la adquisición de la compañía suiza ROAG. En conjunto, la emisión de la totalidad del programa de bonos se ha realizado bajo una estructura *bullet*, vencimiento 5 años y *unsecured*. El tipo de interés se fijó en base a cupón flotante del 5,5% más EURIBOR 3m. El mercado de destino es el MARF (España), bajo el marco normativo de la Ley española. Así mismo, se destaca que la emisión realizada es sostenida 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 las últimas adquisiciones realizadas, Grupo Atrys presentaría una posición más ajustada. 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, en mayor medida, sus *covenants* (reducción de los niveles de apalancamiento con los fondos obtenidos tras la venta del centro) con una estimación de cierre de la operación durante el 3T2021. 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. Así mismo, cabe mencionar también la última adquisición de Aspy, compañía que fortalece (a nivel proforma) ratios importantes dentro de su propia estructura de *covenants*.

En la actualidad, Grupo Atrys se encuentra en pleno proceso de refinanciación que, en caso de materializarse a lo largo del segundo semestre de 2021, podría traer consigo la amortización anticipada del programa de bonos presentado, todo ello bajo unas condiciones de coste financiero que serían inferiores a las presentadas actualmente en sus bonos.

Por otro lado, la estructura de la emisión prevista cuenta 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.
- ***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.
- **Ratios financieros**. Se establece el cumplimiento de los siguientes ratios:

Términos y condiciones emisión	
Emisor	Atrys Health Internacional S.A.U.
Emisión	Bono <i>Senior Unsecured</i>
Instrumento	Bono cupón flotante
Fecha de emisión	2020 - 2021
Tamaño	50M€
Vencimiento	2025
Yield	5,5% + EURIBOR 3m
Tipo de Amortización	<i>Bullet</i> sin amortizaciones hasta vencimiento
Mercado	MARF (España)
Ley Vigente	Ley Española

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.
- **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 de recuperación

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	74.632
2021 Ingresos	169.523	Gastos administrativos	1.493
2021 EBITDA	33.662	Valoración neta de la compañía	73.139
2025 Ingresos Default	173.515	Priority claims	5.851
2025 EBITDA Default	6.015	Masa disponible para acreedores	67.288
Múltiplo EBITDA estimado	7x	Deuda senior	70.041
		Tasa de recobro	96%

“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% aproximado 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 78,6% y 3,5% respectivamente en 2025.
- Mantenimiento del resto de gastos y política de financiación aunque ajuste de la política de inversión (reducción en un 50% del *capex* I+D y de operaciones en todo el grupo).

La interrelación de estos supuestos daría la entrada en 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 y reforzada 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 (centros y/o maquinaria entre otros) 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 €67,3M. Partiendo de la valoración neta realizada para Atrys (€73,1M), 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 96%, 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:

- ▶ Cuentas anuales.
- ▶ Página web corporativa.
- ▶ Información publicada por los Boletines Oficiales.
- ▶ 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.

La información sobre personas físicas que pudiera aparecer en el presente informe incide única y exclusivamente en sus actividades comerciales o empresariales sin hacer referencia a la esfera de su vida privada y de esta manera debe ser considerada.

Le informamos que los datos de carácter personal que pudieran aparecer en este informe son tratados conforme al Reglamento (UE) 679/2016, relativo a la protección de las personas físicas en lo que respecta al tratamiento de datos personales y a la libre circulación de estos datos y otra legislación aplicable. Aquellos interesados que deseen ejercer los derechos que les asisten pueden encontrar más información en el enlace: <https://www.axesor.com/es-ES/gdpr/> o contactar con nuestro Delegado de Protección de Datos en el correo dpo@axesor.com.

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/ Benjamín Franklin S/N, Edificio Camt, 2º Derecha, 18100, Armilla, Granada, España.

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