



ISSUE RATING

Senior Unsecured
Corporate Bond

Emisión: € 25.000.000

Cupón: EURIBOR 3m + 4,75%

Amortización: Bullet



ISSUER RATING

Long-term Rating

Fecha de primer rating: 25/06/2020

Fecha de revisión: 02/05/2023

Contactos

Associate Director

Javier López Sánchez

javier.lopez@ethifinance.com

Chief Rating Officer

Guillermo Cruz Martínez

guillermo.cruz@ethifinance.com

Rating Action y rationale

- EthiFinance Ratings afirma la calificación de la emisión de bonos de Grupo Atrys en "BB".
- El rating asignado al grupo se apoya en la última refinanciación realizada por Atrys en diciembre 2021 para su deuda financiera, con una mejora en el coste de la financiación y calendario de vencimientos, aspecto que unido al importante incremento de tamaño y dimensión que está alcanzando el grupo con las operaciones M&A realizadas, están fortaleciendo su estructura económico-financiera. No obstante, consideramos que este crecimiento (principalmente inorgánico) adolece de riesgo de ejecución siendo necesario un mayor avance de la adecuada integración y consolidación de las compañías adquiridas, lo que podría seguir fortaleciendo su perfil competitivo y crediticio, así como dotar de mayor impulso y solidez a los resultados finales del grupo. En cuanto al bono, si bien empeoró la cobertura en el último año con la nueva financiación obtenida con CPDQ (solo tiene garantías de la filial suiza ROAG), se destaca la próxima amortización total y anticipada prevista por la compañía durante 2023 en base a su nuevo contrato de financiación *senior*.
- En línea con la actualización de nuestra metodología, el sector servicios de salud tiene un riesgo ESG medio (sector heatmap score entre 2,5 y 3), mientras que las políticas ESG de la compañía se consideran neutras (ESG score de la compañía entre 1 y 3,9), resultando en una calificación que no se ve afectada por estos factores.

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, 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 2021 de unas cifras proforma de facturación y EBITDA ajustado de €165,3M y €37M respectivamente, presentando un nivel de DFN/EBITDA ajustado de 4,8x. A cierre de 2022, la acción de Atrys cayó un 38,9% respecto al precio de cierre de 2021, presentando una capitalización bursátil de €456,6M.

Fundamentos

Perfil de negocio

Análisis del sector

- **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, nos encontramos ante un sector que presenta unos favorables niveles de rentabilidad operativos así como reducida volatilidad, siendo más pronunciados en la vertiente de diagnóstico y tratamiento oncológico (más limitados en la prevención de riesgos laborales dado que es un segmento con fuerte competencia y más cíclico). Además, las barreras de entrada se sitúan como elevadas destacando la elevada y recurrente inversión, así como el grado de conocimiento y certificaciones necesarias para desarrollar la actividad. Adicionalmente, nos encontramos en términos generales unas perspectivas de crecimiento positivas que se visualizan en el constante crecimiento del número de asegurados en el ámbito privado, impulsado también por la mayor concienciación tras el impacto del Covid-19 y con una mayor aceleración en innovación tecnológica y digitalización.
- **El sector tiene una exposición a ESG neutra (Sector heatmap score entre 2 y 2,9). Adaptación en proceso.** Desde EthiFinance Ratings se considera que las tendencias ESG son estructurales y existen oportunidades de negocio, pero aún es

necesario una mayor adaptación para alcanzar positivos beneficios financieros o sociales. Por el contrario, hay una baja dependencia esperada o impactos negativos de factores ESG en las partes involucradas.

Posicionamiento competitivo

- **Fuerte crecimiento inorgánico desarrollado en los últimos años con una mayor integración vertical de la actividad.** 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. Tras las últimas adquisiciones realizadas en 2021 y 2022 (destacando por su mayor dimensión las incorporaciones de Aspy y Bienzobas), la compañía ha reforzado el carácter integral de su actividad, controlando tanto las fases de prevención, diagnóstico (personalizado y online), tratamiento oncológico (oncología médica, tratamiento farmacológico y radioterapia avanzada) y seguimiento de la salud, aspecto que supone una importante ventaja competitiva en el mercado. Este crecimiento está mejorando su escala de forma notable en un sector dominado, a nivel general, por grandes *players* (Eurofins, Synlab, Unilabs, Genesiscare o Iqvia entre otros).
- **Amplio *portfolio* de actividades realizadas dentro del sector salud con una mayor concentración del negocio en el mercado doméstico.** Bajo un análisis proforma estimado a cierre de 2022 y tras, *a priori*, una adecuada integración de las compañías adquiridas, Atrys concentraría el 76% de sus ingresos en España, estando el resto distribuido en Latinoamérica (14,7%, principalmente Chile, Brasil y Colombia) así como Portugal y Suiza que agruparían el 9,3% restante del negocio. A nivel operativo y tras la adquisición de Aspy, la actividad de prevención se sitúa como el principal segmento del grupo (59,5% de los ingresos) en un análisis proforma con datos a 2021, destacando también la favorable diversificación en el resto de áreas como diagnóstico (25,3%), radioterapia (13,1%) y big data (2,1%). En cuanto a la diversificación de clientes, la compañía presenta una mejora importante en 2021 con la integración de Aspy (empresa más diversificada), mostrando un top 10 que representa el 10% de los ingresos totales (versus 23% en 2020).

Gobierno corporativo

- **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 y grandes aseguradoras sanitarias) como, principalmente, inorgánico (adquisiciones corporativas) que ha permitido una mayor presencia del grupo en España, Latinoamérica y expansión también por Europa (por el momento Portugal y Suiza).

Todo este crecimiento está respaldado por una adecuada gestión de la compañía y una estructura accionarial equilibrada y diversificada, con importantes inversores institucionales con un elevado interés en el grupo y que se refleja en el apoyo mostrado en las sucesivas ampliaciones de capital realizadas, suponiendo además del mantenimiento de los socios actuales, la entrada de nuevos inversores (como la realizada en junio de 2022).

- **Neutra política ESG.** Atendiendo a los datos ESG analizados y una vez aplicada la nueva metodología, desde EthiFinance Ratings se valoran las políticas ESG de Grupo Atrys como neutras (ESG score de la compañía entre 1 y 3,9). Como resultado, el rating de la compañía no se ve afectado por este *driver*.

Perfil financiero

Flujo de caja y endeudamiento.

- **Tendencia creciente de los ingresos apoyada en la generación de unos elevados márgenes operativos.** Partiendo de un análisis proforma, Grupo Atrys ha presentado una evolución positiva en el negocio del último año (+3,5% YoY) alcanzando una facturación de €165,3M. Así, aunque los márgenes operativos de

2021 han experimentado un ligero descenso (-6,4pp YoY) con la última adquisición de Aspy (presenta menores márgenes EBITDA, promedio del 19% para el periodo 2019-2021), continúan presentando cifras elevadas y positivas (22,4%). Además, pese a que se ha producido un incremento de la carga financiera consecuencia de la mayor financiación dispuesta para asumir el crecimiento inorgánico, la cobertura de intereses refleja valores adecuados (considerando aquellos gastos financieros recurrentes y que suponen salida de caja) de 7,4x. La evolución durante 2022 está siendo positiva, estimándose que el grupo podría alcanzar unas cifras proforma de facturación y EBITDA situadas en €220M y €50M respectivamente, aspecto que supondría una mayor estabilización de los márgenes, así como un fuerte y necesario impulso a los resultados finales.

- **Refinanciación de la deuda alcanzada a cierre de 2021 que fortalece su estructura financiera.** El crecimiento alcanzado en los últimos ejercicios tiene su reflejo directo en el aumento de la inversión total así como de la financiación (CAGR₁₈₋₂₁ del 119,2%). La compañía materializó en diciembre de 2021 la refinanciación de su pasivo financiero, bajo la obtención de un préstamo a largo plazo (TLB con diversos tramos) que le permiten mejorar significativamente su estructura financiera (holgado calendario de vencimientos y menor coste financiero). No obstante, el grupo dispone de un DFN/EBITDA proforma ajustado elevado (4,8x en 2021), siendo importante un mayor avance y consolidación de todo este crecimiento alcanzado para su reflejo en los recursos generados y un mayor equilibrio de su estructura económico-financiera.
- **Positivos niveles de 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 (€36M en 2021) que junto a la mejora reflejada en la generación de fondos operativos proforma con su actividad (€36,3M a cierre de 2021; CAGR₁₉₋₂₁ del 139,4%), refuerzan sus positivos niveles de liquidez. Tras la refinanciación alcanzada en diciembre de 2021, la mayor parte de sus vencimientos de deuda financiera se concentran desde 2027 en adelante (74,8% del total), situación que le permite continuar en mejores condiciones su estrategia de expansión para próximos años. La compañía proyecta un escenario de crecimiento en el negocio, resultados y caja operativa, aspecto que podría reforzar su situación económico-financiera.

Solvencia

- **Sólidas cifras de capitalización reforzadas en los últimos años.** El grupo ha realizado sucesivas ampliaciones de capital como las de mayo 2021 mediante aportaciones no dinerarias (OPA a Aspy) por importe de €219,7M y la de junio 2022 mediante aportaciones dinerarias (adquisición de Bienzobas) por €72,5M, aspecto que permite mantener un adecuado *mix* de financiación y que se refleja en unos positivos valores para el ratio PN/DFT del 128,4% (+45,2pp YoY).

Modificadores

Factores ESG

- **El grupo no presenta ninguna controversia.** Nuestra evaluación de controversias determina que no hay noticias o eventos que constituyan un problema real que apunten a una debilidad en las operaciones u organización de Grupo Atrys y que requieran seguimiento.

Liquidez

- **No existe riesgo de liquidez.** La empresa presenta una liquidez favorable (entre 1x-2x) al comparar las fuentes de fondos disponibles (efectivo, FFO y la nueva línea de financiación disponible a largo plazo) con el uso previsto de fondos (vencimientos de deuda a corto plazo y *capex* comprometido).

Riesgo país

- **No se ha determinado que exista un riesgo país condicionante y que por lo tanto tenga un impacto negativo en la calificación.** Tras la adquisición de Aspy en 2021, el grupo presenta una mayor concentración del negocio en España (73,4%), estando el resto distribuido principalmente en LATAM con un 15% (Chile, Brasil, Colombia y Perú) y Portugal con un 8,9%, partiendo de datos proforma a cierre de 2021.

Además, con la adquisición de Bienzobas (junio 2022), se estima un mayor incremento de los ingresos en el mercado nacional.

Perfil de emisión

- **Programa de bonos amortizado parcialmente y de forma anticipada con la nueva financiación dispuesta, y que está prevista su cancelación total durante 2023.** Grupo Atrys presenta un programa de bonos emitido en el MARF por €50M y del que se han amortizado anticipadamente €25M (diciembre 2021). A raíz de esto, aunque la restante financiación emitida (€25M) ha presentado un cambio de condiciones (principalmente reducción del cupón del 5,5% al 4,5%, vencimiento 2028 y nuevas garantías únicamente por las acciones de la filial de Atrys en Suiza), se estima que también será amortizada durante 2023 con la opción de recompra que presenta el grupo para los bonos y, todo ello, en base a lo definido en su nuevo contrato de financiación senior (TLB).

Resumen de la información financiera

Principales magnitudes financieras. Miles de €. ⁽¹⁾				
	2019	2020	2021	21vs20
Facturación	14.837	31.396	121.014	285,4%
Facturación ^(PF)	20.818	45.133	165.313	266,3%
EBITDA aj. ^{(PF)(2)}	7.008	12.993	37.003	184,8%
Mg. EBITDA aj. ^{(PF)(2)}	33,7%	28,8%	22,4%	-6,4pp
EBT aj. ⁽²⁾	1.685	-1.626	-2.815	-73,1%
Total activo	88.691	180.971	565.632	212,6%
Patrimonio neto	39.539	71.380	273.979	283,8%
Deuda Financiera Total	38.568	85.773	213.317	148,7%
PN/DFT	102,5%	83,2%	128,4%	45,2pp
Deuda Financiera Neta	28.747	67.228	177.295	163,7%
DFN/EBITDA aj. ^{(PF)(3)}	4,1x	5,2x	4,8x	-0,4x
FFO ^(PF)	6.328	12.608	36.276	187,7%
FFO ^(PF) /DFN	22,0%	18,8%	20,5%	1,7pp
EBITDA aj. ^(PF) /Intereses aj. ^{(PF)(2)}	13,3x	4,2x	7,4x	3,2x

^(PF) Datos proforma considerando todas las adquisiciones realizadas a ejercicio completo (partiendo del año en el que se realizan y no con carácter retroactivo); ⁽¹⁾ La deuda financiera incluye los "earn-out" contabilizados como provisiones en el balance y que se han confirmado con Atrys como salida efectiva de caja por el cumplimiento de objetivos de las operaciones M&A realizadas, ⁽²⁾ se ajusta por aquellos gastos no recurrentes (M&A, sinergias, salida al mercado continuo, etc.) y los intereses se consideran aquellos que suponen salida de caja (se excluye tipo de interés subvencionado por financiación pública principalmente), y ⁽³⁾ en base a la definición de deuda financiera con la nueva refinanciación realizada a finales de 2021 (sin tener en cuenta bono convertible, arrendamientos operativos (NIIF 16) y "earn-outs" generados por las adquisiciones realizadas entre otros), el ratio DFN aj./EBITDA aj. ^(PF) para 2021 se situó en 3,72x.

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, con ratios de DFN/EBITDA menores que 3,5x y FFO/DFN mayor al 25%. Adecuada integración y consolidación de las compañías adquiridas durante 2022, permitiendo un mayor impulso en los ingresos, beneficios operativos y finales, caja operativa, mantenimiento de los márgenes generados con la actividad y mejora de la cobertura de intereses (>7x). Fortalecer los niveles de liquidez.

- **Factores negativos (↓).**

No amortizar anticipadamente el bono en los próximos meses de 2023 junto a una potencial reducción de la cobertura del mismo. Incremento de los niveles de

apalancamiento con desviaciones (en base a lo proyectado) de ratios relevantes como DFN/EBITDA mayor que 4x y FFO/DFN menor al 20%. Incumplimiento de los niveles de caja operativa generados y resultados alcanzados (EBITDA y EBT) que se reflejan en el *business plan* tras la integración de todas las compañías adquiridas. Caída de márgenes, cobertura de intereses (<6x) y ajuste de la posición de liquidez (<1x).

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, EthiFinance Ratings 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 <https://www.ethifinance.com/es/calificaciones/methodologies>; y bajo la Escala Corporate largo plazo disponible en <https://www.ethifinance.com/es/calificaciones/ratingScale>
- ▶ EthiFinance Ratings 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 EthiFinance Ratings 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 todo tipo de Calificaciones Crediticias que emita ETHIFINANCE RATINGS, S.L. (la "AGENCIA"), el Usuario no podrá, ni por sí mismo ni a través de terceros, transferir, subarrendar, sublicenciar, vender, extraer, reutilizar o disponer de cualquier otra forma del contenido de este Documento a un tercero, ya sea a título gratuito u oneroso.

A los efectos de las presentes Condiciones de Uso, se considerará Usuario a todo cliente que pueda haber suscrito un producto y/o un servicio que le permita disponer del contenido de este Documento, así como a toda persona privilegiada que pueda acceder al contenido de este Documento a través de <https://www.ethifinance.com/>.

El usuario tampoco podrá alterar, transformar o distorsionar la información proporcionada de ninguna manera. Asimismo, no podrá copiar y/o duplicar la información, ni crear archivos que contengan la información del Documento, ni en su totalidad ni parcialmente.

El Documento y su código fuente, cualquiera que sea su tipología, se considerará elaboración, creación u obra de la AGENCIA y estará sujeto a la protección de la normativa sobre derechos de propiedad intelectual. Para los usos permitidos de este Documento, el Usuario se obliga a no permitir la supresión del copyright de la AGENCIA, la fecha de emisión del Documento, la razón social establecida por la AGENCIA, así como el logotipo, las marcas y cualquier otro signo distintivo que sea representativo de la AGENCIA y de sus derechos sobre el Documento.

El Usuario acepta las condiciones de Uso de este Documento y queda sujeto a estas disposiciones desde la primera vez que se le facilite este Documento, independientemente de la forma en que se le facilite el mismo. El Documento y su contenido no podrán ser utilizados con fines ilícitos o distintos a los autorizados por la AGENCIA. El Usuario informará a la AGENCIA de cualquier uso no autorizado del Documento y/o de su contenido que se ponga de manifiesto. El Usuario responderá frente a la AGENCIA por sí mismo y por sus empleados y/o por cualquier otro tercero al que se le haya facilitado o haya tenido acceso al Documento y/o a su contenido en caso de daños y perjuicios que se deriven del incumplimiento de las obligaciones que el Usuario declaró haber leído, aceptado y comprendido al recibir el Documento, sin perjuicio de las demás acciones legales que la AGENCIA pueda ejercer en defensa de sus legítimos derechos e intereses.

El Documento se facilita bajo la aceptación de que la AGENCIA no es responsable de la interpretación que el Usuario pueda hacer de la información contenida. Los análisis crediticios incluidos en el Documento, así como las calificaciones y declaraciones, deben considerarse como opiniones válidas en la fecha de emisión de los informes y no como declaraciones de hecho o recomendaciones para comprar, mantener o vender cualquier valor o para tomar cualquier decisión de inversión. Las calificaciones crediticias y las perspectivas de calificación crediticia emitidas por la AGENCIA se consideran una opinión propia, por lo que se recomienda que el Usuario la tome como base limitada para cualquier propósito para el que pretenda utilizar la información. Los análisis no abordan la idoneidad de ningún valor. La AGENCIA no actúa como fiduciaria ni como asesora de inversiones, por lo que el contenido del Documento no debe ser utilizado como sustituto de los conocimientos, criterios, juicios o experiencia del Usuario, su Dirección, empleados, asesores y/o clientes para la toma de decisiones de inversión. La AGENCIA dedica todos sus esfuerzos a garantizar que la información suministrada sea precisa y fiable. No obstante, dado que la información se elabora en base a datos suministrados por fuentes que pueden estar fuera del control de la AGENCIA, y cuya verificación y comparación no siempre es posible, la AGENCIA, sus filiales, y sus directores, accionistas, empleados, analistas y agentes no tendrán responsabilidad alguna (incluyendo, sin limitación alguna, pérdida de ingresos y costes de oportunidad, pérdida de negocio o daños a la reputación o cualquier otro coste) por cualquier inexactitud, error, falta de correspondencia, integridad u omisión de datos e información utilizados en la elaboración del Documento o en relación con cualquier uso de su contenido, incluso en el caso de haber sido advertida de los posibles daños. La AGENCIA no realiza auditorías ni asume la obligación de verificar las fuentes de información independientes sobre las que se elaboran las calificaciones.

Por lo tanto, el Usuario acepta que la información proporcionada por la AGENCIA puede ser un elemento más a tener en cuenta a la hora de tomar decisiones empresariales, pero no se tomarán decisiones basándose únicamente en ella; siendo así, la AGENCIA no se hace responsable de la falta de idoneidad. Asimismo, la utilización de la información ante juzgados y/o tribunales, administraciones públicas, o cualquier otro organismo público o tercero privado por cualquier motivo, será responsabilidad exclusiva del Usuario y la AGENCIA no responderá de ninguna responsabilidad por la inadecuación de los contenidos de la información.

La información sobre las personas físicas que pueda aparecer en este documento es única y exclusivamente relevante para sus negocios o actividades empresariales, sin referencia a la esfera de su vida privada, por lo que puede ser considerada. Los datos personales que puedan aparecer en este documento son tratados de acuerdo con el 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 demás normativa aplicable. Aquellos interesados que deseen ejercer los derechos que les asisten pueden encontrar más información en el enlace: <https://www.ethifinance.com/> en la página de Política de Privacidad o contactar con nuestro Delegado de Protección de Datos en el correo dpo@ethifinance.com.

Copyright © 2023 ETHIFINANCE RATINGS, S.L. Todos los derechos reservados.

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