



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: 31/07/2023

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".
- La compañía desarrolla su actividad dentro del sector salud, presentando una favorable valoración dados sus positivos niveles de rentabilidad operativos, controlada volatilidad, elevadas barreras de entrada y favorables perspectivas de crecimiento para próximos años. El grupo está incrementando su posicionamiento competitivo en el sector, fundamentado en su política de crecimiento orgánico e inorgánico tanto en el mercado doméstico como internacional, permitiéndole mejorar progresivamente su alcance y cobertura como un *player* de referencia en el mercado y nichos en los que opera. Además, se destaca la última refinanciación realizada en diciembre de 2021 para su deuda financiera, aspecto que le permitió mejorar su flexibilidad financiera y disponer de un calendario de vencimientos más holgado.
- No obstante, el rating se encuentra limitado por los elevados niveles de apalancamiento que refleja el grupo, que están penalizando ratios proforma como el DFN/EBITDA ajustado y FFO/DFN, con valores ajustados de 4,8x y 13,6% a cierre de 2022. Además, la totalidad de la deuda de Atrys está referenciada a tipo variable, viéndose penalizada la cobertura de intereses por el contexto de fuertes subidas de tipos de interés en el que nos encontramos, y que sitúa el ratio en valores reducidos y ajustados (3,1x). Desde EthiFinance Ratings se alerta que potenciales desviaciones del plan de negocio de Atrys para estos ratios, podrían impactar en el rating del grupo. Así, un mayor incremento de la deuda o los gastos financieros del grupo respecto a las previsiones estimadas, podrían ajustar en mayor medida su situación. Por último, consideramos destacar el elevado crecimiento inorgánico de la compañía, el cual 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 un mayor y necesario impulso y solidez a los resultados finales del grupo.
- En cuanto al bono, si bien ha empeorado la cobertura 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 la segunda mitad de 2023 en base a lo establecido en el contrato de financiación *senior*.
- En línea con nuestra metodología, el sector de servicios de salud presenta un riesgo medio-bajo en términos de ESG (sector *heatmap* entre 2 y 2,9) dado su impacto en el medio ambiente. Esta valoración tiene un impacto neutro en el análisis sectorial. En cuanto al análisis de ESG de la empresa, cabe destacar que las políticas del grupo están mejorando en los últimos años (ESG score de la compañía en el intervalo entre 1 y 2), teniendo por el momento un efecto neutro en la calificación.
- Se ha dispuesto, analizado y tenido en cuenta a nivel interno para el rating de unas proyecciones financieras facilitadas por el grupo con amplio detalle para próximos años (balance, detalle de la deuda, cuenta de resultados y cash flow).

Descripción

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 2022 de unas cifras proforma de facturación y EBITDA ajustado de €210,9m y €47,2m respectivamente (margen EBITDA del 22,4%), presentando un nivel de DFN/EBITDA ajustado proforma 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 (en julio de 2023 se situó en €377m).

Fundamentos

Perfil de negocio

Análisis del sector

- **Fuerte 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, grado de conocimiento y certificaciones necesarias para desarrollar la actividad, así como la escasez de personal. 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 (12 millones de asegurados en 2022 y un CAGR₁₇₋₂₂ del 4%), impulsado también por la mayor concienciación tras el impacto del Covid-19 y por la mayor aceleración en innovación tecnológica y digitalización. En base a estudios sectoriales, se prevé un crecimiento igual o superior al 5% por año hasta 2028 para los segmentos operativos donde opera el grupo.
- **El sector tiene una exposición a ESG neutra (Sector *heatmap score* entre 2 y 2,9).** En términos generales, se observa el uso limitado de recursos naturales en la prestación de servicios, con un impacto mayoritariamente indirecto. Se destaca que la atención al cliente es fundamental en esta industria, por lo que la calidad del servicio y resultado a la vez que el cumplimiento normativo respecto de la zona en la que opere, son temas claves que pueden afectar rápidamente a la reputación, ventas y rentabilidad. Por último, se hace mención a las responsabilidades derivadas de la información y cuestiones éticas (siendo importante la igualdad en el acceso a medicamentos por parte de toda la población), considerándose el impacto financiero asociado como limitado.

Posicionamiento competitivo

- **Fuerte crecimiento inorgánico desarrollado en los últimos años con una mayor integración vertical de la actividad que están mejorando su posición en el mercado.** 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 fortaleciendo su posicionamiento (mostrando una situación de liderazgo en países de habla hispana para el diagnóstico online) y 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 2023 y tras, *a priori*, una adecuada integración de las compañías adquiridas, Atrys concentraría el 77,3% de sus ingresos en España, estando el resto distribuido en Latinoamérica (15,6%, principalmente Chile, Brasil, Colombia y la reciente entrada en México) así como Portugal y Suiza que agruparían el 7% restante del negocio. A nivel operativo y tras la adquisición de compañías como Aspy y Bienzobas, entre otras, los diferentes segmentos que opera la compañía quedan situados de la siguiente manera (considerando todas las adquisiciones realizadas en 2022 a ejercicio completo): i) prevención: situándose

como el principal segmento del grupo con un 35,2% de los ingresos, ii) diagnóstico: 26,3% de los ingresos, iii) oncología: 17,1% de los ingresos, iv) compliance: 12% de los ingresos, y v) radioterapia: 9,4% respecto a las ventas. En cuanto a la diversificación de clientes, la compañía presenta una mayor concentración en el último ejercicio debido principalmente a la clientela incorporada por las últimas adquisiciones realizadas (como Bienzobas) y otros contratos adquiridos, no obstante, este aumento de concentración se matiza por la presencia en su top de clientes de las principales aseguradoras de referencia del mercado (Asisa, Adeslas, DKV o Sanitas, entre otras), resultando en un top 10 que representó un 22,5% de la facturación proforma en 2022 *versus* el 10% de 2021.

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 están permitiendo 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 favorable gestión de la compañía y una estructura accionarial equilibrada y diversificada, con importantes inversores institucionales que presentan 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). Aunque se está llevando a cabo una política financiera que combina recursos propios y financieros, en la actualidad resaltan unos elevados niveles de apalancamiento para el grupo, siendo deseable un mayor control en el corto y medio plazo, aspecto que se sitúa como uno de los objetivos fijados para Atrys.

- **Neutra política ESG.** Atendiendo a los datos ESG analizados y una vez aplicada la metodología, desde EthiFinance Ratings se valoran las políticas ESG de Grupo Atrys como neutras (puntuación ESG de 2). Como resultado, el rating de la compañía no se ve afectado por este *driver*. Destacar que la compañía encuentra en una fase de mejora de su política y prácticas ESG, aspecto que está siendo visible en mayor medida para el último año.

Perfil financiero

Flujo de caja y endeudamiento

- **Fuerte crecimiento de los ingresos y EBITDA en los últimos años impulsados por el crecimiento inorgánico desarrollado, si bien se refleja una evolución plana para el último ejercicio bajo un análisis *like for like*.** Partiendo de un análisis proforma y comparativo a perímetro para el periodo 2021-2022, Grupo Atrys ha presentado un crecimiento muy moderado en el negocio situando su facturación en €210,9m (+0,4% YoY, 3,6% sin el efecto ventas de test Covid-19), con un EBITDA ajustado de €47,2m (+0,8% YoY) y, unos sólidos, así como estables márgenes operativos (22,4%). Sin embargo, en cuanto a la carga financiera, el grupo está incrementando de forma notable los gastos financieros en los últimos años (CAGR₂₀₋₂₂ del 85,6%) debido al incremento de los niveles de apalancamiento y a la fuerte subida de tipos de interés que rige para el entorno en la actualidad (la deuda de Atrys está referenciada a tipo variable), aspecto que unido a los mayores gastos asumidos (como la mayor carga de amortización derivado de las compañías adquiridas así como otros no recurrentes), penaliza sus resultados finales hasta cifras negativas y elevadas.

Esta evolución del grupo en la cuenta de resultados se traslada también a su *cash flow*, con una evolución positiva para los fondos proforma generados con su actividad (FFO) que alcanzaron los €30,8m para 2022 (CAGR₂₀₋₂₂ del 73,9%). No obstante, derivado de la fuerte inversión que está realizando el grupo en los últimos años y más acentuada en 2022 para la adquisición de nuevas compañías principalmente, el *free cash flow* de Atrys se sitúa en cifras negativas de -€96m que fueron compensadas mediante diversas ampliaciones de capital (€82,5m) y la emisión neta de nueva deuda financiera (€12,3m). En general, la compañía

presenta valores ajustados y reducidos para la relación entre el FFO (proforma) y DFN (13,6% en 2022; -1,4pp YoY), considerándose un aspecto clave a mejorar en el corto/medio plazo.

- **Refinanciación de la deuda alcanzada a cierre de 2021 que mejoró 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 (CAGR₂₀₋₂₂ del 97,4%). 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 su estructura financiera (holgado calendario de vencimientos y menor coste financiero en relación a la anterior financiación). No obstante, el grupo continúa mostrando un ratio DFN/EBITDA proforma ajustado elevado (4,8x en 2022). Además, dado el contexto macroeconómico en el que nos encontramos con fuertes subidas de tipos de interés y el volumen de deuda bruta a tipo variable que presenta el grupo, la cobertura de intereses se ha visto penalizada en el último año de forma significativa, presentando cifras ajustadas (3,1x; -4,3x YoY) a cierre de 2022. Desde EthiFinance Ratings consideramos importante un avance y consolidación de todo este crecimiento alcanzado para su reflejo en los recursos generados, así como un mayor control de los niveles de apalancamiento que puedan mejorar y equilibrar en mayor medida su estructura económico-financiera.

Solvencia

- **Sólidas cifras de capitalización reforzadas en los últimos años.** Derivado de todo el crecimiento que está desarrollando el grupo, se han realizado en los últimos años diversas ampliaciones de capital (destacando las últimas de junio y diciembre de 2022 por importes de €72,4m y €10,5m respectivamente) que están fortaleciendo sus niveles de patrimonio hasta alcanzar cifras de €337,6m a finales de 2022 (CAGR₂₀₋₂₂ del 117,5%). Esta evolución ha permitido reforzar el ratio PN/DFT hacia valores positivos y estables que se sitúan en torno al 128% para los dos últimos años.

Liquidez

- **Positiva posición de liquidez.** Atrys mantiene una favorable valoración en su vertiente de liquidez (>1,5x), al comparar su sólida posición de *cash* (en torno a los €38m para los dos últimos ejercicios), fondos operativos proforma (FFO) generados con la actividad (€30,8m para 2022; estimándose continuarán creciendo en 2023), y líneas disponibles por €14m en su tramo *capex* de financiación comprometida hasta 2028 *versus* los compromisos previstos tanto financieros (€36,8m) donde se incluyen pagos por adquisiciones y NIIF 16, como *capex* estimado para mantenimiento y crecimiento en 2023 por €10,7m. A su vez, gracias a la refinanciación alcanzada en diciembre de 2021, la mayor parte de sus vencimientos de deuda financiera se concentran desde 2028 en adelante (74% del total), situación que le permite continuar en mejores condiciones su estrategia de expansión para próximos años.

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.

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 las adquisiciones llevadas a cabo hasta final de 2022, el grupo presenta una mayor concentración del negocio en España (77,6%), derivado principalmente de la adquisición de Aspy y Bienzobas. El resto se encuentra distribuido principalmente en LATAM con un 15,1% (Chile, Brasil, Colombia y México), Portugal con un 5,8% y Suiza con un 1,6%, partiendo de datos proforma a cierre de 2022.

Perfil de emisión

- Programa de bonos amortizado parcialmente y de forma anticipada con la financiación dispuesta en diciembre de 2021, estando prevista su cancelación total durante la última parte de 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) así como una menor tasa de recobro estimada (en torno al 63%), se prevé por la compañía que también será amortizada durante el último trimestre de 2023 con la opción de recompra que presenta el grupo para los bonos.

Resumen de la información financiera

Principales magnitudes financieras. Miles de €. ⁽¹⁾				
	2020	2021	2022	22vs21
Facturación	31.396	121.014	186.994	54,5%
Facturación ^(PF)	45.133	165.313	210.891	27,6%
EBITDA aj. ^{(PF)(2)}	12.993	37.003	47.215	27,6%
Mg. EBITDA aj. ^{(PF)(2)}	28,8%	22,4%	22,4%	0,1pp
EBIT aj. ^{(PF)(2)}	-266	10.161	5.461	-70,1%
Mg. EBIT aj. ^{(PF)(2)}	-0,6%	6,1%	2,6%	-6,1pp
EBT aj. ⁽²⁾	-1.626	-2.815	-11.923	-323,6%
Total activo	180.971	565.632	705.281	24,7%
Patrimonio neto	71.380	273.979	337.573	23,2%
Deuda Financiera Total	85.773	213.317	264.713	24,1%
PN/DFT	83,2%	128,4%	127,5%	-0,9pp
Deuda Financiera Neta	67.228	175.244	226.556	29,3%
DFN/EBITDA aj. ^{(PF)(3)}	5,2x	4,7x	4,8x	0,1pp
FFO ^(PF)	10.194	26.302	30.814	17,2%
FFO ^(PF) /DFN	15,2%	15,0%	13,6%	-1,4pp
EBITDA aj. ^(PF) /Intereses aj. ^{(PF)(2)}	4,2x	7,4x	3,1x	-4,3x

^(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 de modo adicional 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, los arrendamientos operativos (NIIF 16) y el consumo de factoring sin recurso de €5m en 2022 ⁽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 2022 se situó en 3,88x.

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 y mantenimiento de los márgenes generados con la actividad. Mejora de la cobertura de intereses (>7x) con una potencial refinanciación de su estructura de deuda que presenta actualmente un diferencial elevado para el contexto de tipos altos que se reflejan en el entorno para el EURIBOR. Fortalecer los niveles de liquidez (>2x). Mantener o mejores los niveles de solvencia actuales (PN/DFT por encima del 120%). Mejora de las métricas ESG.

- **Factores negativos (↓).**

No amortizar anticipadamente el bono en los próximos meses de 2023 junto a una potencial reducción de la cobertura del mismo (igual o inferior al 30%). 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 (pérdidas finales continuadas). Caída de márgenes, deterioro de la cobertura de intereses con valores por debajo de lo proyectado (<4x) y ajuste de la posición de liquidez (<1x). Empeoramiento de los niveles de solvencia, con un ratio PN/DFT por debajo del 100%. Deterioro de las métricas ESG.

Credit Rating

Credit Rating	
Perfil Negocio	BB+
<i>Análisis Sectorial</i>	<i>BBB-</i>
<i>Ajuste ESG Sector</i>	<i>No</i>
<i>Posicionamiento Competitivo</i>	<i>BB-</i>
<i>Gobierno corporativo</i>	<i>BB</i>
Perfil Financiero	BB-
<i>Cash Flow y endeudamiento</i>	<i>B</i>
<i>Solvencia</i>	<i>A-</i>
<i>Ajuste ESG Compañía</i>	<i>No</i>
<u>Anchor Rating</u>	BB
<i>Modificadores</i>	<i>No impacta</i>
<u>Rating Corporativo</u>	BB
<u>Rating Bono</u>	BB

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.



ISSUER RATING

Long-term Rating

Tendencia: Estable

Fecha de primer rating: 08/07/2019

Fecha de revisión: 31/07/2023

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 Grupo Atrys en “BB”, manteniendo la tendencia Estable.
- La compañía desarrolla su actividad dentro del sector salud, presentando una favorable valoración dados sus positivos niveles de rentabilidad operativos, controlada volatilidad, elevadas barreras de entrada y favorables perspectivas de crecimiento para próximos años. El grupo está incrementando su posicionamiento competitivo en el sector, fundamentado en su política de crecimiento orgánico e inorgánico tanto en el mercado doméstico como internacional, permitiéndole mejorar progresivamente su alcance y cobertura como un *player* de referencia en el mercado y nichos en los que opera. Además, se destaca la última refinanciación realizada en diciembre de 2021 para su deuda financiera, aspecto que le permitió mejorar su flexibilidad financiera y disponer de un calendario de vencimientos más holgado.
- No obstante, el rating se encuentra limitado por los elevados niveles de apalancamiento que refleja el grupo, que están penalizando ratios proforma como el DFN/EBITDA ajustado y FFO/DFN, con valores ajustados de 4,8x y 13,6% a cierre de 2022. Además, la totalidad de la deuda de Atrys está referenciada a tipo variable, viéndose penalizada la cobertura de intereses por el contexto de fuertes subidas de tipos de interés en el que nos encontramos, y que sitúa el ratio en valores reducidos y ajustados (3,1x). Desde EthiFinance Ratings se alerta que potenciales desviaciones del plan de negocio de Atrys para estos ratios, podrían impactar en el rating del grupo. Así, un mayor incremento de la deuda o los gastos financieros del grupo respecto a las previsiones estimadas, podrían ajustar en mayor medida su situación. Por último, consideramos destacar el elevado crecimiento inorgánico de la compañía, el cual 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 un mayor y necesario impulso y solidez a los resultados finales del grupo.
- En línea con nuestra metodología, el sector de servicios de salud presenta un riesgo medio-bajo en términos de ESG (sector *heatmap* entre 2 y 2,9) dado su impacto en el medio ambiente. Esta valoración tiene un impacto neutro en el análisis sectorial. En cuanto al análisis de ESG de la empresa, cabe destacar que las políticas del grupo están mejorando en los últimos años (ESG score de la compañía en el intervalo entre 1 y 2), teniendo por el momento un efecto neutro en la calificación.
- Se ha dispuesto, analizado y tenido en cuenta a nivel interno para el rating de unas proyecciones financieras facilitadas por el grupo con amplio detalle para próximos años (balance, detalle de la deuda, cuenta de resultados y cash flow).

Descripción

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 2022 de unas cifras proforma de facturación y EBITDA ajustado de €210,9m y €47,2m respectivamente (margen EBITDA del 22,4%), presentando un nivel de DFN/EBITDA ajustado proforma 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 (en julio de 2023 se situó en €377m).

Fundamentos

Perfil de negocio

Análisis del sector

- **Fuerte 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, grado de conocimiento y certificaciones necesarias para desarrollar la actividad, así como la escasez de personal. 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 (12 millones de asegurados en 2022 y un CAGR₁₇₋₂₂ del 4%), impulsado también por la mayor concienciación tras el impacto del Covid-19 y por la mayor aceleración en innovación tecnológica y digitalización. En base a estudios sectoriales, se prevé un crecimiento igual o superior al 5% por año hasta 2028 para los segmentos operativos donde opera el grupo.
- **El sector tiene una exposición a ESG neutra (Sector heatmap score entre 2 y 2,9).** En términos generales, se observa el uso limitado de recursos naturales en la prestación de servicios, con un impacto mayoritariamente indirecto. Se destaca que la atención al cliente es fundamental en esta industria, por lo que la calidad del servicio y resultado a la vez que el cumplimiento normativo respecto de la zona en la que opere, son temas claves que pueden afectar rápidamente a la reputación, ventas y rentabilidad. Por último, se hace mención a las responsabilidades derivadas de la información y cuestiones éticas (siendo importante la igualdad en el acceso a medicamentos por parte de toda la población), considerándose el impacto financiero asociado como limitado.

Posicionamiento competitivo

- **Fuerte crecimiento inorgánico desarrollado en los últimos años con una mayor integración vertical de la actividad que están mejorando su posición en el mercado.** 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 fortaleciendo su posicionamiento (mostrando una situación de liderazgo en países de habla hispana para el diagnóstico online) y 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 2023 y tras, *a priori*, una adecuada integración de las compañías adquiridas, Atrys concentraría el 77,3% de sus ingresos en España, estando el resto distribuido en Latinoamérica (15,6%, principalmente Chile, Brasil, Colombia y la reciente entrada en México) así como Portugal y Suiza que agruparían el 7% restante del negocio. A nivel operativo y tras la adquisición de compañías como Aspy y Bienzobas, entre otras, los diferentes segmentos que opera la compañía quedan situados de la siguiente manera (considerando todas las adquisiciones realizadas en 2022 a ejercicio completo): i) prevención: situándose

como el principal segmento del grupo con un 35,2% de los ingresos, ii) diagnóstico: 26,3% de los ingresos, iii) oncología: 17,1% de los ingresos, iv) compliance: 12% de los ingresos, y v) radioterapia: 9,4% respecto a las ventas. En cuanto a la diversificación de clientes, la compañía presenta una mayor concentración en el último ejercicio debido principalmente a la clientela incorporada por las últimas adquisiciones realizadas (como Bienzobas) y otros contratos adquiridos, no obstante, este aumento de concentración se matiza por la presencia en su top de clientes de las principales aseguradoras de referencia del mercado (Asisa, Adeslas, DKV o Sanitas, entre otras), resultando en un top 10 que representó un 22,5% de la facturación proforma en 2022 *versus* el 10% de 2021.

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 están permitiendo 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 favorable gestión de la compañía y una estructura accionarial equilibrada y diversificada, con importantes inversores institucionales que presentan 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). Aunque se está llevando a cabo una política financiera que combina recursos propios y financieros, en la actualidad resaltan unos elevados niveles de apalancamiento para el grupo, siendo deseable un mayor control en el corto y medio plazo, aspecto que se sitúa como uno de los objetivos fijados para Atrys.

- **Neutra política ESG.** Atendiendo a los datos ESG analizados y una vez aplicada la metodología, desde EthiFinance Ratings se valoran las políticas ESG de Grupo Atrys como neutras (puntuación ESG de 2). Como resultado, el rating de la compañía no se ve afectado por este *driver*. Destacar que la compañía encuentra en una fase de mejora de su política y prácticas ESG, aspecto que está siendo visible en mayor medida para el último año.

Perfil financiero

Flujo de caja y endeudamiento

- **Fuerte crecimiento de los ingresos y EBITDA en los últimos años impulsados por el crecimiento inorgánico desarrollado, si bien se refleja una evolución plana para el último ejercicio bajo un análisis *like for like*.** Partiendo de un análisis proforma y comparativo a perímetro para el periodo 2021-2022, Grupo Atrys ha presentado un crecimiento muy moderado en el negocio situando su facturación en €210,9m (+0,4% YoY, 3,6% sin el efecto ventas de test Covid-19), con un EBITDA ajustado de €47,2m (+0,8% YoY) y, unos sólidos, así como estables márgenes operativos (22,4%). Sin embargo, en cuanto a la carga financiera, el grupo está incrementando de forma notable los gastos financieros en los últimos años (CAGR₂₀₋₂₂ del 85,6%) debido al incremento de los niveles de apalancamiento y a la fuerte subida de tipos de interés que rige para el entorno en la actualidad (la deuda de Atrys está referenciada a tipo variable), aspecto que unido a los mayores gastos asumidos (como la mayor carga de amortización derivado de las compañías adquiridas así como otros no recurrentes), penaliza sus resultados finales hasta cifras negativas y elevadas.

Esta evolución del grupo en la cuenta de resultados se traslada también a su *cash flow*, con una evolución positiva para los fondos proforma generados con su actividad (FFO) que alcanzaron los €30,8m para 2022 (CAGR₂₀₋₂₂ del 73,9%). No obstante, derivado de la fuerte inversión que está realizando el grupo en los últimos años y más acentuada en 2022 para la adquisición de nuevas compañías principalmente, el *free cash flow* de Atrys se sitúa en cifras negativas de -€96m que fueron compensadas mediante diversas ampliaciones de capital (€82,5m) y la emisión neta de nueva deuda financiera (€12,3m). En general, la compañía

presenta valores ajustados y reducidos para la relación entre el FFO (proforma) y DFN (13,6% en 2022; -1,4pp YoY), considerándose un aspecto clave a mejorar en el corto/medio plazo.

- **Refinanciación de la deuda alcanzada a cierre de 2021 que mejoró 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 (CAGR₂₀₋₂₂ del 97,4%). 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 su estructura financiera (holgado calendario de vencimientos y menor coste financiero en relación a la anterior financiación). No obstante, el grupo continúa mostrando un ratio DFN/EBITDA proforma ajustado elevado (4,8x en 2022). Además, dado el contexto macroeconómico en el que nos encontramos con fuertes subidas de tipos de interés y el volumen de deuda bruta a tipo variable que presenta el grupo, la cobertura de intereses se ha visto penalizada en el último año de forma significativa, presentando cifras ajustadas (3,1x; -4,3x YoY) a cierre de 2022. Desde EthiFinance Ratings consideramos importante un avance y consolidación de todo este crecimiento alcanzado para su reflejo en los recursos generados, así como un mayor control de los niveles de apalancamiento que puedan mejorar y equilibrar en mayor medida su estructura económico-financiera.

Solvencia

- **Sólidas cifras de capitalización reforzadas en los últimos años.** Derivado de todo el crecimiento que está desarrollando el grupo, se han realizado en los últimos años diversas ampliaciones de capital (destacando las últimas de junio y diciembre de 2022 por importes de €72,4m y €10,5m respectivamente) que están fortaleciendo sus niveles de patrimonio hasta alcanzar cifras de €337,6m a finales de 2022 (CAGR₂₀₋₂₂ del 117,5%). Esta evolución ha permitido reforzar el ratio PN/DFT hacia valores positivos y estables que se sitúan en torno al 128% para los dos últimos años.

Liquidez

- **Positiva posición de liquidez.** Atrys mantiene una favorable valoración en su vertiente de liquidez (>1,5x), al comparar su sólida posición de *cash* (en torno a los €38m para los dos últimos ejercicios), fondos operativos proforma (FFO) generados con la actividad (€30,8m para 2022; estimándose continuarán creciendo en 2023), y líneas disponibles por €14m en su tramo *capex* de financiación comprometida hasta 2028 *versus* los compromisos previstos tanto financieros (€36,8m) donde se incluyen pagos por adquisiciones y NIIF 16, como *capex* estimado para mantenimiento y crecimiento en 2023 por €10,7m. A su vez, gracias a la refinanciación alcanzada en diciembre de 2021, la mayor parte de sus vencimientos de deuda financiera se concentran desde 2028 en adelante (74% del total), situación que le permite continuar en mejores condiciones su estrategia de expansión para próximos años.

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.

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 las adquisiciones llevadas a cabo hasta final de 2022, el grupo presenta una mayor concentración del negocio en España (77,6%), derivado principalmente de la adquisición de Aspy y Bienzobas. El resto se encuentra distribuido principalmente en LATAM con un 15,1% (Chile, Brasil, Colombia y México), Portugal con un 5,8% y Suiza con un 1,6%, partiendo de datos proforma a cierre de 2022.

Resumen de la información financiera

Principales magnitudes financieras. Miles de €. ⁽¹⁾				
	2020	2021	2022	22vs21
Facturación	31.396	121.014	186.994	54,5%
Facturación ^(PF)	45.133	165.313	210.891	27,6%
EBITDA aj. ^{(PF)(2)}	12.993	37.003	47.215	27,6%
Mg. EBITDA aj. ^{(PF)(2)}	28,8%	22,4%	22,4%	0,1pp
EBIT aj. ^{(PF)(2)}	-266	10.161	5.461	-70,1%
Mg. EBIT aj. ^{(PF)(2)}	-0,6%	6,1%	2,6%	-6,1pp
EBT aj. ⁽²⁾	-1.626	-2.815	-11.923	-323,6%
Total activo	180.971	565.632	705.281	24,7%
Patrimonio neto	71.380	273.979	337.573	23,2%
Deuda Financiera Total	85.773	213.317	264.713	24,1%
PN/DFT	83,2%	128,4%	127,5%	-0,9pp
Deuda Financiera Neta	67.228	175.244	226.556	29,3%
DFN/EBITDA aj. ^{(PF)(3)}	5,2x	4,7x	4,8x	0,1pp
FFO ^(PF)	10.194	26.302	30.814	17,2%
FFO ^(PF) /DFN	15,2%	15,0%	13,6%	-1,4pp
EBITDA aj. ^(PF) /Intereses aj. ^{(PF)(2)}	4,2x	7,4x	3,1x	-4,3x

^(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 de modo adicional 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, los arrendamientos operativos (NIIF 16) y el consumo de factoring sin recurso de €5m en 2022 ⁽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 2022 se situó en 3,88x.

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 y mantenimiento de los márgenes generados con la actividad. Mejora de la cobertura de intereses (>7x) con una potencial refinanciación de su estructura de deuda que presenta actualmente un diferencial elevado para el contexto de tipos altos que se reflejan en el entorno para el EURIBOR. Fortalecer los niveles de liquidez (>2x). Mantener o mejores los niveles de solvencia actuales (PN/DFT por encima del 120%). Mejora de las métricas ESG.

- **Factores negativos (↓).**

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 (pérdidas finales continuadas). Caída de márgenes, deterioro de la cobertura de intereses con valores por debajo de lo proyectado (<4x) y ajuste de la posición de liquidez (<1x). Empeoramiento de los niveles de solvencia, con un ratio PN/DFT por debajo del 100%. Deterioro de las métricas ESG.

Credit Rating

Credit Rating	
Perfil Negocio	BB+
<i>Análisis Sectorial</i>	<i>BBB-</i>
<i>Ajuste ESG Sector</i>	<i>No</i>
<i>Posicionamiento Competitivo</i>	<i>BB-</i>
<i>Gobierno corporativo</i>	<i>BB</i>
Perfil Financiero	BB-
<i>Cash Flow y endeudamiento</i>	<i>B</i>
<i>Solvencia</i>	<i>A-</i>
<i>Ajuste ESG Compañía</i>	<i>No</i>
Anchor Rating	BB
<i>Modificadores</i>	<i>No impacta</i>
Rating	BB

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 Corporate Rating y Metodología de Perspectivas 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.