



ISSUER RATING

Long-term Rating

Tendencia: Positiva

Fecha de primer rating: 12/09/2023

Contactos

Senior Associate

Benjamin Fazilleau

benjamin.fazilleau@ethifinance.com

Chief Rating Officer

Guillermo Cruz Martínez

guillermo.cruz@ethifinance.com

Rating action y rationale

- EthiFinance Ratings asigna por primera vez el rating de “BB-” con tendencia Positiva a Ontime Corporate Unión S.A.
- El rating otorgado se fundamenta en: i) el tamaño relevante del grupo, el cual le permite beneficiarse de las economías de escala, ii) unas consolidadas ventajas competitivas en base a la gran capilaridad de su red propia, ofrecer distintas líneas de servicios y posicionarse sobre el comercio electrónico, iii) la significativa experiencia del CEO y del Consejo de Administración, iv) un histórico de rentabilidades positivas y v) la implementación de una política ESG a nivel del grupo que se valora positivamente mejorando en un escalón el perfil financiero.
- Por otro lado, como factores limitantes del rating destacamos: i) el impacto ESG del sector del transporte, ii) el perfil financiero ciertamente apalancado que cuenta con un ratio DFN/EBITDA -4x y EBITDA/Intereses <5x iii) y especialmente un ratio de autonomía financiera débil (PN/DFT<30%).
- Ontime ha experimentado un fuerte crecimiento orgánico e inorgánico que continuará en 2023 y 2024. La financiación de este crecimiento será principalmente vía deuda lo que explica los ratios financieros ajustados. En 2023, Ontime prevé una financiación adicional de €100m dedicado al crecimiento inorgánico que hemos tenido en cuenta para la valoración. En este sentido, no prevemos una mejora significativa de los ratios financieros antes del ejercicio 2024, año en el que el ritmo de las adquisiciones y *capex* orgánico se va reduciendo, permitiendo generar *cash flow* libre positivo y reducir la deuda bruta. No obstante, si en el ejercicio 2023, Ontime mantiene una evaluación ESG positiva y no presenta ratios financieros más agresivos de lo estimado, es probable que el rating suba el próximo año, lo que reflejamos en la tendencia Positiva.
- En línea con nuestra metodología, el sector del transporte presenta un riesgo alto en términos de ESG (sector heatmap entre 4 y 5) dado su impacto en el medio ambiente. Esta valoración tiene como resultado un análisis sectorial que se ve rebajado en una categoría (tres escalones). Por otro lado, la política ESG de la compañía se considera como positiva (ESG score de la compañía entre 0 y 1), resultando en una subida de un escalón en el perfil financiero.

Descripción

Ontime Corporate Unión SA (en adelante “Ontime”) se dedica al transporte y gestión logística de mercancías y paquetes. Se constituyó en 2015 en Madrid, y opera actualmente en España y en menor medida en Portugal y Marruecos. Cuenta con una flota de 2.500 vehículos y 42 centros logísticos en la península ibérica. La compañía viene registrando una fuerte trayectoria de crecimiento orgánico e inorgánico, destacándose la compra de Acotral en 2021 (principal proveedor de transporte de la cadena de supermercado Mercadona) y la integración de Envalia en 2023 (firma que posee una relevante red de puntos de distribución). Ontime cerró el ejercicio 2022 con una facturación de €634m (+325,5% YoY) y un EBITDA de €64M (margen EBITDA del 10,1%). El ratio DFN/EBITDA ajustado se cifró en 4x.

Fundamentos

Perfil de negocio

Análisis del sector

- **Sector fragmentado, de relevantes barreras de entrada para ser competitivo y un crecimiento futuro ligado al ciclo económico.**

En España, el sector del transporte y de la logística de mercancías y paquetería está muy atomizado en base a la elevada presencia de distintas pequeñas empresas (el 85% del total tienen menos de 10 empleados). Adicionalmente a esto, cabe destacar la diferencia en cuanto a características de la industria del transporte de mercancías con la logística integral.

El transporte de mercancías por carretera se caracteriza por: i) una volatilidad media; ii) una rentabilidad baja a raíz de la elevada competencia y sensibilidad al precio de la gasolina; y iii) unas perspectivas de crecimiento en línea con la evolución del PIB de 2,4% en 2023 y 2,6% por año entre 2024 y 2027.

Por su parte, la logística se diferencia del transporte por proponer servicios adicionales como el almacenaje, la gestión y mejora en logística; servicios externalizados por los clientes. Esta industria se caracteriza por: i) una volatilidad media a los ciclos económicos; ii) una rentabilidad más alta que el transporte por los distintos servicios propuestos, la puesta en común de los costes de infraestructuras y servicios para las economías de escala, siendo el tamaño un factor relevante; y iii) una perspectiva de crecimiento entre 6 y 7% por año entre 2023 y 2027, a nivel mundial y a nivel de España. Este crecimiento se fundamenta en el avance de la tecnología, el desempeño del comercio electrónico, la digitalización y el mayor grado de externalización y servicios ofrecidos por parte de los actores de logística.

- **Industria con una exposición a ESG alta.**

A nivel de ESG, este sector se ve impactado por las regulaciones: a nivel europeo con la reducción de los gases de efectos invernaderos que van imponer progresivamente el cambio de flota de vehículos a motores con energía fósil hacia vehículos eléctricos o con motores hidrógenos; a nivel local por la presencia de zona de baja emisiones en los centros de ciudades, que prohíben vehículos contaminantes y necesitan ya una flota de vehículos adaptada de bajas emisiones.

En línea con nuestra nueva metodología, el sector del transporte presenta un riesgo alto en términos de ESG (sector heatmap entre 4 y 5) dado su impacto en el medio ambiente. Los riesgos relacionados con ESG en las empresas del sector y los impactos en los factores sociales, ambientales y en *stakeholders* ya son materiales y afectan la estabilidad o los fundamentos del sector (*write-offs*, etc.) Las empresas del sector necesitan transformar sus operaciones o, de lo contrario, enfrentan riesgos significativos en el corto y medio plazo. Esta valoración tiene como resultado un análisis sectorial que se ve rebajado en una categoría.

Posicionamiento competitivo

- **Ontime apuesta por un fuerte crecimiento desde 2019.**

Dado un sector español atomizado, la voluntad de proponer una mayor oferta de servicios logísticos, la necesidad de tener un tamaño relevante para beneficiarse de la economía de escala, Ontime sigue manteniendo una fuerte trayectoria de crecimiento orgánico y especialmente inorgánico, cuyas adquisiciones más relevantes fueron: Acotral en diciembre 2021, Envialia y 2 sociedades relacionadas en marzo 2023 y Capitrans en Junio 2023.

En 3 años, Ontime multiplicó por 10 su facturación (€66m en 2019 hasta €634m en 2022). Para 2023 y 2024, Ontime prevé adquirir 3 otras compañías y realizar importantes *capex* orgánicos.

- **Ontime muestra un importante nivel de concentración de ventas.**

Con la compra de Acotral, Mercadona se convirtió en el principal cliente de Ontime representando este un 52% de su facturación en 2022 lo que supone un riesgo de concentración relevante. A pesar de ello, este se mitiga por una cláusula de preaviso de 3 años, una revisión mensual del precio para proteger el margen y un pago a 30 días para manejar el capital de trabajo. Asimismo, cabe señalar que el peso se va reduciendo hasta un 41% en 2023 por las adquisiciones realizadas en 2023.

A nivel geográfico, el 98% de las ventas se realizan en España, país histórico de Ontime. La estrategia de crecimiento se base también en la búsqueda de una mayor internacionalización. No existe otra concentración de cliente y la base de proveedores es diversificada.

- **Player relevante en el mercado español de transporte y logística.**

Ontime se posiciona como el tercer operador de transporte de mercancías por carretera y se encuentra dentro de los diez primeros operadores de logística en España. La compañía presenta las siguientes ventajas competitivas: i) proponer distintos servicios de logística integral (transporte, almacenaje, gestión) para captar negocio que los clientes externalizan y tener mejores márgenes en comparación con los operadores de un solo servicio de transporte, ii) mantener una favorable posición en comercio

electrónico, segmento que va creciendo, iii) tener su propia red de transporte y distribución para controlar la cadena de suministro y ofrecer la entrega a domicilio, iv) una flota de vehículos eléctricos para los centros urbanos sujetos a bajas emisiones de carbón.

Como factor limitante, Ontime i) no ofrece servicios de consultoría y tecnología mientras que los competidores grandes sí lo hacen, ii) a nivel de tamaño sigue lejos de los grandes grupos europeos como DHL o Geopost, y iii) no ofrece la intermodalidad de transporte (aire, marítimo), en vías de una mejora de la logística internacional.

Gobierno corporativo

- **Ontime es un subgrupo de Movicar.**

Ontime es filial en un 61% de Movicar Global Business, sociedad que tiene otras ramas de negocio y pertenece en un 100% al socio fundador D. Carlos Moreno. Ontime concentra un 94% de la facturación total de Movicar y un 63% de su deuda bruta total. Ambas sociedades mantienen una estrecha relación económica: Ontime alquila los vehículos y las naves que Movicar financia vía deuda así mismo Movicar financia indirectamente algunas adquisiciones a través de préstamos intragrupo antes de que Ontime las integre en su perímetro de consolidación. En EthiFinance Ratings, hemos reintegrados los arrendamientos operativos dentro de las cuentas para reflejar estos compromisos indirectos.

La potencial presión financiera que pueda ejercer Movicar sobre Ontime se mitiga por i) cláusulas de limitación de remuneración de socio directo en los contratos financieros de Ontime, ii) la presencia de accionistas minoritarios en el capital de Ontime: fondo de inversión (Alantra 10%) y ejecutivos (29%) que limitan el poder de actuación del socio fundador y iii) una gobernanza corporativa con miembros independientes que tienen que aprobar operaciones con Movicar.

- **Equipo gestor de elevada experiencia que viene apostando por el crecimiento significativo del grupo, lo que ha estado apoyado sobre una política financiera intensiva en endeudamiento.**

D.Carlos Moreno, que actúa como CEO de la compañía desde 1991 presenta un extenso *expertise* en la compañía y la industria. Además, este se ve apoyado por un consejo de administración con miembros independiente con elevada experiencia de cara a impulsar la estrategia de crecimiento nacional e internacional. El objetivo del grupo es lograr €1bn de facturación en 2024, doblar la capacidad de almacenaje para 2025 (300.000m² hasta 600.000m²) y convertirse en un actor relevante a nivel europeo.

Esta política de crecimiento implica recursos necesarios que se dan mediante una política financiera agresiva. En el pasado, cabe señalar que la activa política de M&A se financió mediante: i) aumento de capital en 2020 y 2021 por €19m y €27m mediante los cuales se incorporaron un fondo de inversión y ejecutivos de Ontime, ii) aumento de la deuda bancaria con la firma de un primer contrato sindicado en 2021 (tramo amortizable de refinanciación, tramo dispuesto para adquisiciones y tramo de póliza de crédito), iii) financiación por deuda privada y iv) financiación en el MARF con pagarés. Ontime muestra ratio de DFN/EBITDA de 4x y un ratio de PN/DFT menor de 30%. No se prevé una mejora significativa antes de 2024 por las adquisiciones y financiación por deuda adicional en 2023.

- **Una política ESG positiva.**

EthiFinance Ratings considera la política ESG de Ontime como positiva (ESG score de la compañía entre 0 y 1), resultando en una subida de un escalón en el perfil financiero.

Perfil financiero

Flujo de caja y endeudamiento

- **Un grupo que quema caja dado su crecimiento.**

Pese a los resultados positivos y FFO positivos, el fuerte crecimiento impacta su generación de caja a nivel del capital de trabajo y del *capex* orgánico e inorgánico. En

los últimos 4 años, el *cash flow* libre es estructuralmente negativo lo que se ha visto compensa por un aumento continuo de la deuda y dos ampliaciones de capital en 2020 y 2021.

Para 2023-2025, Ontime prevé: un *capex* inorgánico de €75m (€45m en 2023 y €30m en 2024). Estos se prevén financiar a través de deuda adicional de €100m *bullet* a 5 años; un *capex* orgánico (sin tomar en cuenta los compromisos por arrendamientos operativos) de €36m en 2023 y €15m a partir de 2024. No se prevé *cash flow* libre positivo y reducción de deuda antes de 2024.

- **Endeudamiento que se mantiene en niveles ciertamente elevados.**

El ratio de DFN/EBITDA se cifró en 4x en 2022. El ratio de EBITDA/Intereses es bajo, situándose en 4.3x, lo que da una sensibilidad mayor a la subida del tipo de interés que se materializa desde 2022 dado el importante nivel de deuda y una cobertura de intereses ajustada. Se prevé una ligera mejora a partir de 2024.

Solvencia

- **Una estructura del balance de débiles niveles de solvencia.**

La estructura financiera se presenta como frágil en consecuencia del fuerte crecimiento. El patrimonio neto se fortaleció tras i) la acumulación del resultado neto, ii) la ausencia de distribución de dividendos la política de distribución y iii) dos aumentos de capital en 2020 y 2021 por €19m y €27m. No obstante, a pesar de ello la autonomía financiera sigue en niveles limitados en base a un ratio PN/DFT de 23% y un PN/Total Activo del 15%, este último por debajo del umbral del 20% para una empresa que necesita activos fijos para desarrollar su actividad

Liquidez

- **Ontime presenta una liquidez adecuada.**

La compañía presenta unos fondos, incluyendo caja, fondos de inversión pignorados, líneas de crédito comprometido a largo plazo como la póliza de crédito del contrato sindicado que vence en 2027 (€10m dispuesto sobre el total de €30m) y una línea de factoring asociada de €15m (€9m dispuesto), que se consideran suficientes para atender sus compromisos de pago en el corto plazo. Además, Ontime contaba con €30m de pagarés que se refinanciaron durante la primera mitad de 2023, lo que mejoró su flexibilidad financiera.

Modificadores

Controversias

- **Actualmente el grupo no presenta ninguna controversia.**

Riesgo País

- **Ontime realiza 98% de su facturación en España que no presenta riesgo país según la clasificación de CESCE. Resulta neutro para el rating.**

Resumen de la información financiera

Principales magnitudes financieras con arrendamientos operativos incluidos. Millones de €							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	22vs21
Facturación	110	149	634	831	1.029	1.147	325,5%
EBITDA	17	23	64	88	120	134	178,3%
Margen EBITDA	15,5%	15,4%	10,1%	10,6%	11,7%	11,7%	-5,3pp
EBIT	13	9	27	59	87	102	200,0%
Margen EBIT	11,8%	6,0%	4,3%	7,1%	8,5%	8,9%	-1,8pp
EBT	7	2	13	39	64	77	550,0%
Total Activo	137	421	483	676	710	750	14,7%
Patrimonio Neto	31	61	72	100	148	206	18,0%
Deuda Financiera Total	83	288	312	466	441	416	8,3%
Deuda Financiera Neta	48	239	254	329	310	248	6,3%
PN/DFT	37,3%	21,2%	23,1%	21,5%	33,6%	49,5%	1,9pp
DFN/EBITDA	2,8x	10,4x	4,0x	3,7x	2,6x	1,9x	-6,4x
Funds From Operations	12	18	48	56	82	91	166,7%
FFO/DFN	25,0%	7,5%	18,9%	17,0%	26,5%	36,7%	11,4pp
EBITDA/Intereses	2,8x	3,3x	4,3x	4,4x	5,2x	5,4x	1,0x

Análisis de sensibilidad

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

Factores positivos (↑).

Facturación arriba de €1bn; mejor diversificación de ventas a nivel geográfico y menos proporción de la facturación con Mercadona en la facturación total; score ESG de la compañía mantenido entre 0 y 1; ratio PN/DFT>50%; ratio EBITDA/intereses>5x; ratio DFN/EBITDA<3x; FFO/DFN>30%.

Factores negativos (↓).

Cancelación de la póliza de crédito sindicada (RCF) que da reserva de liquidez a largo plazo, ratio EBITDA/Interés<3x; ratio DFN/EBITDA>5x; FFO/DFN<20%.

Credit Rating

Credit Rating	
Perfil Negocio	BB
Análisis Sectorial	BB-
Ajuste ESG Sector	Si
Posicionamiento Competitivo	BB
Governance	BB
Perfil Financiero	BB-
Cash Flow y endeudamiento	BB-
Solvencia	CCC+
Ajuste ESG Compañía	Si
Anchor Rating	BB-
Modificadores	No
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, habiendo sido modificado posteriormente tras la revisión realizada durante el proceso de apelación.

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.