

**ISSUE RATING**
Senior Secured Corporate
BondEmisión: € 70.000.000
Cupón: Estimado 4,75
Amortización: Bullet**ISSUER RATING**
Long-term Rating

Fecha de primer rating: 02/03/2020

Fecha de revisión: 24/04/2023

Contactos**Associate Director**Luis Mesa García
luis.mesa@ethifinance.com**Chief Rating Officer**Guillermo Cruz Martínez
guillermo.cruz@ethifinance.com

Rating Action y justificación

- EthiFinance Ratings afirma la calificación de Sidecu en “B”, cambiando la tendencia de En Observación a Positiva.
- La calificación de la compañía se ve favorecida por un posicionamiento competitivo de referencia en España, así como por la generación de ventajas competitivas que se trasladan a unos márgenes operativos superiores a los de sus pares, considerando periodos previos a la pandemia. Sin embargo, el rating de Sidecu se encuentra constreñido por un débil perfil financiero, marcado por una reducida autonomía financiera (Patrimonio neto/Deuda financiera bruta: 9,1% en 2022, estimado) y unos elevados niveles de apalancamiento (DFN/EBITDA: 22,0x en 2022, estimado). El grupo se encuentra actualmente en proceso de consolidación de la recuperación de los niveles anteriores a la pandemia, que prevé alcanzar a lo largo de 2023 en términos de márgenes (en 2024 en cuanto a ventas), apoyado, principalmente, en una mejora en la eficiencia y un notable incremento en el número de recibos (102k vs 72k en 2022), cuestión que favorece notablemente los márgenes, dado su modelo de negocio caracterizado por un elevado apalancamiento operativo. De ahí que situemos la tendencia del presente rating en Positiva.
- El sector 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 como resultado un análisis sectorial que no se ve afectado por este factor.

Descripción de la compañía

Sidecu, S.A. se presenta como sociedad cabecera del Grupo Sidecu (el grupo, la compañía o Sidecu, en adelante), cuya actividad se centra en el desarrollo y explotación de centros deportivos, principalmente en régimen concesional, bajo la marca Supera. El grupo opera, casi en su totalidad, en el mercado nacional. No obstante, cuenta con un centro en Portugal (Lisboa), operativo desde 2015. A cierre de 2022 (no auditado), la compañía registró una cifra de negocio consolidada de €39,4M (€26,6M en 2021) y un EBITDA de €3,9M (€1,8M en 2021), lo que supuso un margen EBITDA del 9,8% (6,8% en 2021). A diciembre de 2022, el ratio DFN/EBITDA se situó en 22,0x (21,8x a efectos de *covenant* asociado al Bono emitido en 2020), frente a 53,3x en 2021 (52,8x a efectos de *covenant*), manteniéndose, en ambos casos por encima de los límites establecidos en el contrato de financiación vía bonos.

Fundamentos

Perfil de negocio

Análisis sectorial

- Sector caracterizado por unas elevadas rentabilidades y altas barreras de entrada, no obstante, aún afectado por los efectos de la pandemia y una inflación generalizada.** El sector ha mantenido una trayectoria favorable en ejercicios recientes, favorecida por el mantenimiento del crecimiento económico y una demanda en aumento. Si bien dicha trayectoria se vio drásticamente interrumpida en 2020 y 2021 a causa de los efectos de la Covid-19, en 2022 y 2023 se observa una evolución positiva, esperándose una recuperación de los niveles de actividad previos a la pandemia, en el año 2024, no obstante bajo un entorno inflacionario generalizado. Industria caracterizada por unas elevadas rentabilidades y altas barreras de entrada, las cuales se ven favorecidas en *players* de mayor tamaño en términos número de centros deportivos.
- El sector presenta un riesgo medio-bajo en términos de ESG (sector *heatmap* entre 2 y 2,9), dado su impacto en el medio ambiente.** Las tendencias ESG son estructurales y existen oportunidades comerciales asociadas, no obstante, aún se necesita una mayor adaptación para lograr beneficios financieros o sociales al respecto.

Por el contrario, se esperan bajas dependencias o impactos negativos de los factores ESG en *stakeholders*. Esta valoración tiene como resultado un análisis sectorial que no se ve afectado por este factor.

Posicionamiento competitivo

- **Operador de referencia en España dentro del negocio concesional.** Sidecu concentra su actividad en el negocio concesional, el cual supuso el 93% de las ventas y el 95% del EBITDA del grupo en 2022, contando con una posición de referencia en España (tercer puesto en volumen de ventas en el negocio concesional), gracias a su amplio *portfolio*, integrado por 31 centros operativos, actualmente. Pese a contar con un centro operativo en Portugal desde 2015, la compañía muestra una exposición, prácticamente total, al mercado doméstico. Por otra parte, y como condición inherente a su modelo de negocio, la diversificación en términos de cliente se considera muy alta.
- **Ventajas competitivas derivadas de su actividad.** Consideramos que del *core* de negocio de Sidecu (modelo concesional) se derivan una serie de ventajas competitivas, a pesar del hecho que el riesgo de demanda es asumido por el grupo. Dentro de estas, destacamos la cesión del suelo y parte de las instalaciones, dependiendo del caso, por parte de las administraciones, así como unos amplios plazos de vencimiento de las concesiones (30-50 años); lo que favorece la visibilidad de los ingresos a futuro. Adicionalmente, el alcance de un tamaño crítico y una alta eficiencia en lo relativo a sus instalaciones, deriva en unos márgenes operativos superiores a los de sus principales competidores, considerando periodos prepandemia.

Gobernanza

- **Estructura de propiedad caracterizada por la presencia mayoritaria de accionistas de perfil inversor.** Accionariado que, desde la entrada de Portobello en 2017 (57% del capital), se caracteriza por su carácter inversor, lo que, a su vez, supone un soporte financiero en caso de necesidad, dada su elevada capacidad en este sentido. Dicho carácter se combina con la presencia de accionistas históricos y miembros del *management*, que favorece el establecimiento de objetivos estratégicos sobre la base de un amplio conocimiento del sector. Política financiera marcada por unos niveles de apalancamiento relativamente manejables tradicionalmente, no obstante, condicionada en ejercicios recientes por el impacto de la pandemia.

Perfil financiero

Cash flow y endeudamiento

- **Evolución favorable de la facturación y margen EBITDA en el último ejercicio, no obstante, aún en niveles inferiores a periodos precovid.** Tras un periodo 2020-2021 altamente afectado por los efectos de la pandemia, se observa una intensificación de la tendencia de recuperación de la actividad en el último año, con una cifra de negocio que se situó en €39,4M, a diciembre de 2022 (no auditado), un 48,4% superior al ejercicio anterior. Asimismo, el EBITDA se ha visto beneficiado de una progresiva normalización en la generación de negocio, registrando un aumento del 115,5% YoY, lo que favoreció el margen EBITDA, que ascendió a un 9,8% (6,8% en 2021). Desde la compañía se espera una paulatina consolidación de la recuperación mostrada en ambos aspectos, estimándose que alcancen los niveles anteriores a la pandemia, en torno a 2024.
- **Mantenimiento del apalancamiento en umbrales elevados.** Ligero desapalancamiento observado en 2022, favorecido por la mejora en la generación de EBITDA. Sin embargo, a pesar de la consiguiente mejora del ratio DFN/EBITDA (21,8x vs 52,8x en 2021, a efectos de *covenants*), este ha permanecido en valores muy superiores a los límites establecidos en la emisión de bonos llevada a cabo en 2020 (4,5x en 2021 y 4,0x en 2022). Por tanto, el avance en el proceso de expansión del grupo continúa restringido, actualmente, estimándose que se mantenga en el mismo estado en el corto plazo, no obstante, considerando la notable mejora estimada.

- **Cash flow.** Generación de caja interna en 2022 aún penalizada por los resultados negativos recogidos, en línea con ejercicios anteriores. Asimismo, el mantenimiento del saldo de caja (€1,8M vs €1,9M en 2021) se encontró sujeto al acceso a fondos de carácter institucional (préstamo participativo de €15M firmado con COFIDES). A pesar de la notable mejora en la generación de caja operativa estimada, los requerimientos de *capex* de renovación estimados (permitidos en los términos del Bono), unido a los compromisos de deuda y la limitada capacidad de acceso a nueva financiación, se espera que condicione la generación de caja neta en el corto plazo.

Solvencia

- **Estructura financiera marcada por un reducido nivel de capitalización.** Sidecu mantiene una reducida autonomía financiera, penalizada por las necesidades de recursos ajenos destinados a financiar el crecimiento del grupo en los últimos años, así como por los resultados negativos recogidos en los últimos ejercicios. A cierre de 2022 (no auditado), el patrimonio neto representó un 9% sobre la deuda financiera bruta (6% sobre total balance).

Modificadores

Factores ESG

- No se han detectado riesgos relevantes respecto a controversias ESG.

Liquidez

- **Débil liquidez.** Sidecu reporta una relación entre sus orígenes de fondos (caja, activos líquidos, líneas de crédito por disponer y FFO esperado) y los usos de fondos (principalmente, deuda a corto plazo e inversión de mantenimiento) por encima de 1x, valor que se considera como razonable. Este aspecto se ve condicionado por un deteriorado perfil financiero, lo que deriva en una calificación de la liquidez como débil.

Riesgo país

- No se ha determinado que exista un riesgo país condicionante al concentrar la compañía su operativa en España, fundamentalmente

Perfil de emisión

- EthiFinance Ratings afirma la calificación de la emisión de bonos de Sidecu en "B+".
- La emisión llevada a cabo por Sidecu en marzo de 2020 (importe: €70M, vencimiento: 2025, cupón: 5%) destaca por su elevado *seniority* y una adecuada estructura de *covenants* que protege los intereses del bonista.
- Ante un hipotético escenario de *default*, la tasa de recobro relativa al Bono se situaría en un 63%, aproximadamente, considerándose como buena; apoyada en la solidez de los activos asociados (concesiones) al modelo de negocio de la compañía.

Resumen de la información financiera

Principales magnitudes financieras. Miles de €				
	2020	2021	2022NA	22NAvs21
Cifra de negocio	22.324	26.539	39.375	48,4%
EBITDA	3.458	1.792	3.862	115,5%
Mg EBITDA	15,5%	6,8%	9,8%	3,1 p.p.
EBIT	-4.433	-5.932	-5.195	12,4%
EBT	-9.702	-11.323	-11.770	-3,9%
Patrimonio neto	26.502	17.812	8.169	-54,1%
Patrimonio neto/DFT	28,2%	18,2%	9,1%	-9,1 p.p.
Deuda Financiera Total	93.991	97.621	89.736	-8,1%
Deuda Financiera Neta	90.490	95.540	85.087	-10,9%
Total activo	143.780	139.254	141.194	1,4%
DFN/EBITDA	26,2x	53,3x	22,0x	-31,3x
DFN ajustada ⁽¹⁾ /EBITDA	25,9x	52,8x	21,8x	-31,0x
EBITDA/Intereses	0,7x	0,4x	0,8x	0,4x
FFO	-2.616	-3.380	-1.789	47,1%

⁽¹⁾ No incluye las obligaciones de pago en concepto de intereses del bono, a efectos de *covenants*, contabilizadas en el pasivo corriente.

Análisis de sensibilidad

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

- **Factores positivos (↑).** Mejora de los márgenes operativos, recuperando los niveles precovid (mg. EBIT: 20%; mg. EBITDA: 36%, aproximadamente). Reducción del ratio DFN/EBITDA, situándose por debajo de los límites establecidos en los términos de la emisión de bonos efectuada en 2020 (3,75x en 2023), permitiendo así continuar con la política de crecimiento del grupo. Incremento de la autonomía financiera, aproximándose a umbrales anteriores a irrupción de la Covid-19 (Patrimonio neto/Deuda financiera bruta: 47%, en 2019).
- **Factores negativos (↓).** Retraso en la recuperación de los márgenes operativos, manteniéndose por debajo de los niveles medios del sector (valores de referencia aproximados: mg EBIT en torno al 13%). Continuidad en la debilidad en lo relativo al perfil financiero, junto con un empeoramiento de los niveles de liquidez, con un ratio de cobertura inferior a 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.



ISSUER RATING

Long-term Rating

Tendencia: Positiva

Fecha de primer rating: 09/03/2015

Fecha de revisión: 24/04/2023

Contactos

Associate Director

Luis Mesa García

luis.mesa@ethifinance.com

Chief Rating Officer

Guillermo Cruz Martínez

guillermo.cruz@ethifinance.com

Rating Action y justificación

- EthiFinance Ratings afirma la calificación de Sidecu en “B”, cambiando la tendencia de En Observación a Positiva.
- La calificación de la compañía se ve favorecida por un posicionamiento competitivo de referencia en España, así como por la generación de ventajas competitivas que se trasladan a unos márgenes operativos superiores a los de sus pares, considerando periodos previos a la pandemia. Sin embargo, el rating de Sidecu se encuentra constreñido por un débil perfil financiero, marcado por una reducida autonomía financiera (Patrimonio neto/Deuda financiera bruta: 9,1% en 2022, estimado) y unos elevados niveles de apalancamiento (DFN/EBITDA: 22,0x en 2022, estimado). El grupo se encuentra actualmente en proceso de consolidación de la recuperación de los niveles anteriores a la pandemia, que prevé alcanzar a lo largo de 2023 en términos de márgenes (en 2024 en cuanto a ventas), apoyado, principalmente, en una mejora en la eficiencia y un notable incremento en el número de recibos (102k vs 72k en 2022), cuestión que favorece notablemente los márgenes, dado su modelo de negocio caracterizado por un elevado apalancamiento operativo. De ahí que situemos la tendencia del presente rating en Positiva.
- El sector 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 como resultado un análisis sectorial que no se ve afectado por este factor.

Descripción de la compañía

Sidecu, S.A. se presenta como sociedad cabecera del Grupo Sidecu (el grupo, la compañía o Sidecu, en adelante), cuya actividad se centra en el desarrollo y explotación de centros deportivos, principalmente en régimen concesional, bajo la marca Supera. El grupo opera, casi en su totalidad, en el mercado nacional. No obstante, cuenta con un centro en Portugal (Lisboa), operativo desde 2015. A cierre de 2022 (no auditado), la compañía registró una cifra de negocio consolidada de €39,4M (€26,6M en 2021) y un EBITDA de €3,9M (€1,8M en 2021), lo que supuso un margen EBITDA del 9,8% (6,8% en 2021). A diciembre de 2022, el ratio DFN/EBITDA se situó en 22,0x (21,8x a efectos de *covenant* asociado al Bono emitido en 2020), frente a 53,3x en 2021 (52,8x a efectos de *covenant*), manteniéndose, en ambos casos por encima de los límites establecidos en el contrato de financiación vía bonos.

Fundamentos

Perfil de negocio

Análisis sectorial

- Sector caracterizado por unas elevadas rentabilidades y altas barreras de entrada, no obstante, aún afectado por los efectos de la pandemia y una inflación generalizada. El sector ha mantenido una trayectoria favorable en ejercicios recientes, favorecida por el mantenimiento del crecimiento económico y una demanda en aumento. Si bien dicha trayectoria se vio drásticamente interrumpida en 2020 y 2021 a causa de los efectos de la Covid-19, en 2022 y 2023 se observa una evolución positiva, esperándose una recuperación de los niveles de actividad previos a la pandemia, en el año 2024, no obstante bajo un entorno inflacionario generalizado. Industria caracterizada por unas elevadas rentabilidades y altas barreras de entrada, las cuales se ven favorecidas en *players* de mayor tamaño en términos número de centros deportivos.
- El sector presenta un riesgo medio-bajo en términos de ESG (sector *heatmap* entre 2 y 2,9), dado su impacto en el medio ambiente. Las tendencias ESG son estructurales y existen oportunidades comerciales asociadas, no obstante, aún se necesita una mayor adaptación para lograr beneficios financieros o sociales al respecto.

Por el contrario, se esperan bajas dependencias o impactos negativos de los factores ESG en *stakeholders*. Esta valoración tiene como resultado un análisis sectorial que no se ve afectado por este factor.

Posicionamiento competitivo

- **Operador de referencia en España dentro del negocio concesional.** Sidecu concentra su actividad en el negocio concesional, el cual supuso el 93% de las ventas y el 95% del EBITDA del grupo en 2022, contando con una posición de referencia en España (tercer puesto en volumen de ventas en el negocio concesional), gracias a su amplio *portfolio*, integrado por 31 centros operativos, actualmente. Pese a contar con un centro operativo en Portugal desde 2015, la compañía muestra una exposición, prácticamente total, al mercado doméstico. Por otra parte, y como condición inherente a su modelo de negocio, la diversificación en términos de cliente se considera muy alta.
- **Ventajas competitivas derivadas de su actividad.** Consideramos que del *core* de negocio de Sidecu (modelo concesional) se derivan una serie de ventajas competitivas, a pesar del hecho que el riesgo de demanda es asumido por el grupo. Dentro de estas, destacamos la cesión del suelo y parte de las instalaciones, dependiendo del caso, por parte de las administraciones, así como unos amplios plazos de vencimiento de las concesiones (30-50 años); lo que favorece la visibilidad de los ingresos a futuro. Adicionalmente, el alcance de un tamaño crítico y una alta eficiencia en lo relativo a sus instalaciones, deriva en unos márgenes operativos superiores a los de sus principales competidores, considerando periodos prepandemia.

Gobernanza

- **Estructura de propiedad caracterizada por la presencia mayoritaria de accionistas de perfil inversor.** Accionariado que, desde la entrada de Portobello en 2017 (57% del capital), se caracteriza por su carácter inversor, lo que, a su vez, supone un soporte financiero en caso de necesidad, dada su elevada capacidad en este sentido. Dicho carácter se combina con la presencia de accionistas históricos y miembros del *management*, que favorece el establecimiento de objetivos estratégicos sobre la base de un amplio conocimiento del sector. Política financiera marcada por unos niveles de apalancamiento relativamente manejables tradicionalmente, no obstante, condicionada en ejercicios recientes por el impacto de la pandemia.

Perfil financiero

Cash flow y endeudamiento

- **Evolución favorable de la facturación y margen EBITDA en el último ejercicio, no obstante, aún en niveles inferiores a periodos precovid.** Tras un periodo 2020-2021 altamente afectado por los efectos de la pandemia, se observa una intensificación de la tendencia de recuperación de la actividad en el último año, con una cifra de negocio que se situó en €39,4M, a diciembre de 2022 (no auditado), un 48,4% superior al ejercicio anterior. Asimismo, el EBITDA se ha visto beneficiado de una progresiva normalización en la generación de negocio, registrando un aumento del 115,5% YoY, lo que favoreció el margen EBITDA, que ascendió a un 9,8% (6,8% en 2021). Desde la compañía se espera una paulatina consolidación de la recuperación mostrada en ambos aspectos, estimándose que alcancen los niveles anteriores a la pandemia, en torno a 2024.
- **Mantenimiento del apalancamiento en umbrales elevados.** Ligero desapalancamiento observado en 2022, favorecido por la mejora en la generación de EBITDA. Sin embargo, a pesar de la consiguiente mejora del ratio DFN/EBITDA (21,8x vs 52,8x en 2021, a efectos de *covenants*), este ha permanecido en valores muy superiores a los límites establecidos en la emisión de bonos llevada a cabo en 2020 (4,5x en 2021 y 4,0x en 2022). Por tanto, el avance en el proceso de expansión del grupo continúa restringido, actualmente, estimándose que se mantenga en el mismo estado en el corto plazo, no obstante, considerando la notable mejora estimada.

- **Cash flow.** Generación de caja interna en 2022 aún penalizada por los resultados negativos recogidos, en línea con ejercicios anteriores. Asimismo, el mantenimiento del saldo de caja (€1,8M vs €1,9M en 2021) se encontró sujeto al acceso a fondos de carácter institucional (préstamo participativo de €15M firmado con COFIDES). A pesar de la notable mejora en la generación de caja operativa estimada, los requerimientos de *capex* de renovación estimados (permitidos en los términos del Bono), unido a los compromisos de deuda y la limitada capacidad de acceso a nueva financiación, se espera que condicione la generación de caja neta en el corto plazo.

Solvencia

- **Estructura financiera marcada por un reducido nivel de capitalización.** Sidecu mantiene una reducida autonomía financiera, penalizada por las necesidades de recursos ajenos destinados a financiar el crecimiento del grupo en los últimos años, así como por los resultados negativos recogidos en los últimos ejercicios. A cierre de 2022 (no auditado), el patrimonio neto representó un 9% sobre la deuda financiera bruta (6% sobre total balance).

Modificadores

Factores ESG

- No se han detectado riesgos relevantes respecto a controversias ESG.

Liquidez

- **Débil liquidez.** Sidecu reporta una relación entre sus orígenes de fondos (caja, activos líquidos, líneas de crédito por disponer y FFO esperado) y los usos de fondos (principalmente, deuda a corto plazo e inversión de mantenimiento) por encima de 1x, valor que se considera como razonable. Este aspecto se ve condicionado por un deteriorado perfil financiero, lo que deriva en una calificación de la liquidez como débil.

Riesgo país

- No se ha determinado que exista un riesgo país condicionante al concentrar la compañía su operativa en España, fundamentalmente.

Resumen de la información financiera

Principales magnitudes financieras. Miles de €

	2020	2021	2022NA	22NAvs21
Cifra de negocio	22.324	26.539	39.375	48,4%
EBITDA	3.458	1.792	3.862	115,5%
Mg EBITDA	15,5%	6,8%	9,8%	3,1 p.p.
EBIT	-4.433	-5.932	-5.195	12,4%
EBT	-9.702	-11.323	-11.770	-3,9%
Patrimonio neto	26.502	17.812	8.169	-54,1%
Patrimonio neto/DFT	28,2%	18,2%	9,1%	-9,1 p.p.
Deuda Financiera Total	93.991	97.621	89.736	-8,1%
Deuda Financiera Neta	90.490	95.540	85.087	-10,9%
Total activo	143.780	139.254	141.194	1,4%
DFN/EBITDA	26,2x	53,3x	22,0x	-31,3x
DFN ajustada ⁽¹⁾ /EBITDA	25,9x	52,8x	21,8x	-31,0x
EBITDA/Intereses	0,7x	0,4x	0,8x	0,4x
FFO	-2.616	-3.380	-1.789	47,1%

⁽¹⁾ No incluye las obligaciones de pago en concepto de intereses del bono, a efectos de *covenants*, contabilizadas en el pasivo corriente.

Análisis de sensibilidad

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

- **Factores positivos (↑).** Mejora de los márgenes operativos, recuperando los niveles precovid (mg. EBIT: 20%; mg. EBITDA: 36%, aproximadamente). Reducción del ratio DFN/EBITDA, situándose por debajo de los límites establecidos en los términos de la emisión de bonos efectuada en 2020 (3,75x en 2023), permitiendo así continuar con la política de crecimiento del grupo. Incremento de la autonomía financiera, aproximándose a umbrales anteriores a irrupción de la Covid-19 (Patrimonio neto/Deuda financiera bruta: 47%, en 2019).
- **Factores negativos (↓).** Retraso en la recuperación de los márgenes operativos, manteniéndose por debajo de los niveles medios del sector (valores de referencia aproximados: mg EBIT en torno al 13%). Continuidad en la debilidad en lo relativo al perfil financiero, junto con un empeoramiento de los niveles de liquidez, con un ratio de cobertura inferior a 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 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.