



ISSUER RATING
LongTerm

OUTLOOK
Stable

Initiation date 12/09/2023
Rating Date 04/08/2026

Contacts

Lead analyst
Mario Rodriguez
mario.rodriguez@ethifinance.com

Committee chair
Antonio Madera Del Pozo
antonio.madera@ethifinance.com

Rating Action and Rationale

- EthiFinance Ratings sube la calificación de Ontime Corporate Unión SA, pasando de "BB-" a "BB", manteniendo la tendencia Estable.
- La subida de la calificación se sustenta en i) la mejora del perfil financiero hasta la categoría BB- (frente al B+ del rating anterior), apoyada en una tendencia de desapalancamiento del ratio DFN/EBITDA hacia el entorno de 3,2x una vez absorbido el pico inversor de 2025, y una mejora del ratio FFO/DFN hacia el 21%-23%; ii) el fortalecimiento previsto de la capitalización mediante la ampliación de capital, que impulsaría el ratio PN/DFT desde niveles inferiores al 20% hacia el entorno del 25-30%; y iii) la mejora del perfil de diversificación, gracias a la menor dependencia de Mercadona, la mayor atomización de la cartera de clientes y la creciente exposición internacional tras las últimas adquisiciones.
- Ontime se identifica como un grupo dedicado al transporte y gestión logística de mercancías y paquetes.
- La calificación se fundamenta en i) el tamaño relevante del grupo, que le permite beneficiarse de economías de escala; ii) unas consolidadas ventajas competitivas apoyadas en la gran capilaridad de su red, sus distintas líneas de servicio y su posicionamiento en el comercio electrónico; iii) la significativa experiencia del consejero delegado y el soporte financiero de los accionistas; y iv) la implementación de una política ESG a nivel grupo, que se valora positivamente y mejora en un escalón el perfil financiero.
- No obstante, la calificación continúa condicionada por un perfil financiero tensionado por el elevado apalancamiento, consecuencia de la estrategia de crecimiento inorgánico. Esto se traduce en unos ratios financieros aún débiles, especialmente reflejados en una cobertura de intereses por debajo de 3,5x y en una capitalización reducida (PN/DFT por debajo del 30%). Ontime ha registrado un crecimiento muy significativo financiado en gran medida con deuda, lo que deriva en un nivel de endeudamiento elevado que sigue pesando sobre su perfil crediticio.
- La tendencia estable se explica por unos ratios financieros que esperamos se mantengan próximos a los niveles actuales (DFN/EBITDA ~3,2x; EBITDA/Intereses ~3,5x; FFO/DFN ~20%; y PN/DFT mejorando progresivamente hacia el 25%-30% con el refuerzo de recursos propios). En este sentido, nuestras proyecciones incorporan las adquisiciones previstas en el plan de negocio, cuya ejecución, junto con la novación del sindicado (ya formalizada) y la ampliación de capital (a ejecutar en la segunda mitad de año), resulta determinante para la evolución de las métricas financieras. La no consecución de alguno de estos hechos derivaría en una anticipación de la revisión del rating.
- 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 (valoración de la compañía entre 0 y 1), resultando en una subida de un escalón en el perfil financiero.

Descripción de la Compañía

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 principalmente en España y, en menor medida, en Portugal y Marruecos, habiendo iniciado además en 2025 su expansión en América (Estados Unidos, México, Chile y Costa Rica) tras la adquisición del subgrupo Vicarli, contando con una red internacional presente en 28 países. Cuenta con una flota propia de más de 4.400 vehículos (y más de 10.000 vehículos externos), así como con 84 centros propios y 237 centros colaboradores y más de 50 centros logísticos, con una superficie dedicada a logística superior a 668.000 m², distribuidos por la península ibérica (España y Portugal), Islas Baleares, Canarias, Ceuta, Melilla y Norte de África. El grupo alcanzó una plantilla de 7.007 empleados a cierre de 2025 (frente a 6.058 en 2024). La compañía viene registrando una fuerte trayectoria de crecimiento orgánico e inorgánico que se prevé continúe en 2026 y 2027. Ontime cerró el ejercicio 2025 con una facturación de €1.014m (+13,5% YoY) y un EBITDA ajustado por EthiFinance Ratings de €243m (margen EBITDA del 23,9%). El ratio DFN/EBITDA ajustado se situó en 3,8x a final de 2025.

A nivel operativo, Ontime ofrece una propuesta integral de servicios logísticos, estructurada en las siguientes áreas de actividad:

- Mensajería urgente**, orientada al transporte nacional e internacional de documentos y pequeños paquetes, complementada con soluciones digitales para el envío certificado de documentación.
- Paquetería y palettería**, especializada en el transporte de mercancías de hasta 1.200 kg para clientes B2B y B2C, incluyendo soluciones vinculadas al comercio electrónico.
- Cargas completas (Full Truck Load)**, consistente en la prestación de servicios de transporte mediante vehículos dedicados para clientes empresariales, incluyendo la flota dedicada a Mercadona y el transporte a temperatura ambiente y controlada.
- Logística integral**, que comprende servicios de almacenamiento, preparación de pedidos, gestión logística,

transporte, distribución y última milla, habiendo reforzado en 2025 sus capacidades en segmentos de mayor valor añadido, como la logística refrigerada y tritemperatura, la logística farmacéutica (pharma) y el transporte multimodal (carretera, marítimo, ferroviario y aéreo).

5/ **Servicios auxiliares**, que incluyen actividades de apoyo como mudanzas, servicios de mantenimiento, limpieza, vigilancia y otras soluciones complementarias para clientes corporativos.

Fundamentos

Perfil de Negocio

Análisis del Sector

- **Sector fragmentado, de márgenes contenidos, barreras de entrada importantes y en crecimiento.**

Ontime enmarca su negocio en el sector del transporte y de la logística. En este, caben destacar cinco niveles diferentes de externalización de servicios por parte del cliente (PL: 'Party Logistics'): 1PL, únicamente se externaliza el transporte (el cliente dispone de su propio almacén); 2PL, se externalizan transporte y almacenaje, pero el cliente sigue haciendo la gestión; 3PL, se externalizan gestión, transporte y almacenaje ("Third Party Logistics"); 4PL, un operador que gestiona toda la cadena de suministro del cliente con red propia y alianzas con terceros, ofreciendo consultoría y tecnología a través de un punto de contacto centralizado; y 5PL, operador de redes logísticas globales que coordina distintos 3PL y 4PL con tecnología avanzada (IA, big data o blockchain). Ontime actúa en las actividades 1PL, 2PL, 3PL y, de forma creciente, 4PL. La ventaja de un servicio 3PL/4PL para el cliente se basa en i) ahorro de infraestructura (no invierte en capex de flota ni almacenes); ii) flexibilidad (acceso a una red existente que cubre amplias zonas geográficas); y iii) precio (economías de escala del operador logístico).

El sector del transporte y la logística en España continúa altamente fragmentado: el ~95% de los operadores tiene menos de 10 empleados, lo que limita su capacidad de inversión, expansión y competitividad frente a operadores de mayor escala; los 30 mayores actores concentran solo ~32% del mercado, y existe un universo de ~8.500 compañías de tamaño medio susceptibles de consolidación. El conjunto de segmentos en los que opera Ontime supuso un mercado de ~€60.000m en 2024, con un crecimiento del ~2,2% anual (2016-2024), por encima del PIB real español (~1,8%).

El transporte de mercancías por carretera (€41.000m, ~60% del mercado) se caracteriza por: i) ciclicidad media y elevada sensibilidad a combustible y regulación; ii) rentabilidad reducida, con márgenes EBIT en torno al 3%, presionados por la competencia y los costes laborales; y iii) crecimiento moderado (2-2,5% anual estimado 2024-2030), ligado al consumo. Los principales costes son combustible (~30%) y personal (~30-40%), si bien ambos cuentan hoy con mecanismos de traslado al cliente, lo que protege estructuralmente el margen de los operadores con contratos indexados frente a los pequeños operadores del mercado spot. Un factor de soporte relevante es que ~70% del volumen por carretera en España es doméstico y hasta el ~95% está ya externalizado, y que alimentación y bebida representan ~35-40% de los volúmenes nacionales, aportando una base de demanda resiliente y poco cíclica.

Por su parte, la logística integral (contract logistics, ~€4.000m) y la paquetería exprés (CEP, ~€9.000m) se diferencian por proponer servicios adicionales (almacenaje, gestión, valor añadido y última milla). Se caracterizan por menor ciclicidad, mayor diversificación de ingresos y márgenes EBIT superiores (3-5% en contract logistics y 5%+ en CEP). Sus perspectivas de crecimiento son las más atractivas del sector: CEP 4,5-5% anual (impulsado por el e-commerce, con penetración online del ~20% hacia el ~30% en 2030) y contract logistics 1,5-2% anual, apoyada en la externalización creciente y la demanda de servicios de valor añadido. El crecimiento está respaldado además por el nearshoring hacia el Norte de África (Iberia como puerta de entrada a la UE), la digitalización, la sostenibilidad (electrificación aún incipiente, <2% de las matriculaciones, con potencial de ~20% en 2030) y la consolidación del sector (~62 operaciones de M&A en 2025).

Mientras el transporte 1PL presenta barreras de entrada reducidas, los niveles superiores (2PL, 3PL y 4PL) exigen mayor escala, capacidad de inversión y know-how especializado, configurando barreras de acceso más elevadas para operar con grandes clientes; estas barreras son aún mayores en nichos especializados (frío, pharma, ADR/APQ), que ofrecen márgenes estructuralmente superiores y menor riesgo de comoditización. En conjunto, el transporte por carretera mantiene un crecimiento estable, aunque con márgenes reducidos, mientras que la logística integral, la escala y la especialización constituyen los principales motores de diferenciación, rentabilidad y resiliencia.

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

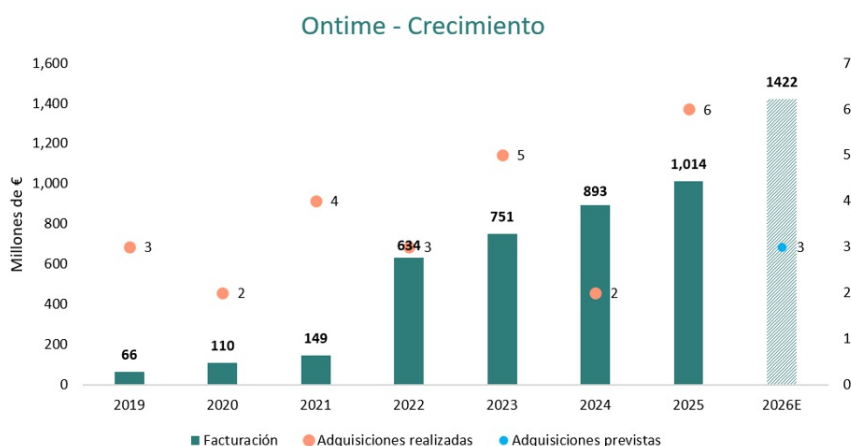
El sector de transporte por carretera tiene altos riesgos ESG según nuestra metodología (sector heatmap entre 4 y 5) debido a su impacto en el medio ambiente. Esto resulta en una rebaja de una categoría (3 escalones) en la calificación del sector por consideraciones de ESG relacionadas con la industria. En cuanto a los factores ambientales, el sector tiene un alto impacto en el clima ya que las emisiones de GEI son significativas. Además, el transporte por carretera también consume importantes cantidades de tierra, lo que impacta en los recursos. Además de los GEI, la industria es un gran contaminante con otras emisiones. Sin embargo, su impacto en la biodiversidad es bajo. Presenta un alto

impacto sobre los proveedores vinculado a preocupaciones de subcontratación, ya que la industria es mundial, y sobre los clientes, ya que los problemas de calidad afectan significativamente a la industria.

Posicionamiento Competitivo

- **Ontime ha alcanzado una escala relevante en Iberia mediante una estrategia de crecimiento orgánico e inorgánico sostenida.**

Ontime ha mantenido una trayectoria de crecimiento acelerado que le ha permitido beneficiarse de economías de escala, ampliar su cobertura geográfica y complementar progresivamente su cartera de servicios. La facturación aumentó desde €66m en 2019 hasta €1.014m en 2025, superando por primera vez los €1.000m. La compañía se posiciona como uno de los principales operadores nacionales de carga completa y una de las plataformas logísticas independientes de mayor escala en Iberia, con una oferta integrada de FTL, paquetería y palettería, logística contractual y transporte multimodal. No obstante, su cuota continúa siendo reducida respecto al conjunto del mercado, estimándose en torno al 3% del transporte por carretera y por debajo del 1% del mercado logístico español, reflejo de su elevada fragmentación.



La estrategia de adquisiciones ha sido una palanca fundamental de crecimiento. Entre las principales operaciones destacan Acotral en 2021, Envialia y Capitrans en 2023, y Transparets y Transportes Alfredo Caballero en 2024. En 2025, Ontime adquirió el subgrupo Vicarli, reforzando su exposición a logística industrial, energía y mercados americanos; el subgrupo Polo, especializado en manipulado, co-packing y servicios pharma; y L.W. Cretschmar Española, orientada al transporte internacional y conectada con una red logística europea. Estas operaciones ampliaron la cartera de clientes, la cobertura geográfica y las capacidades en actividades de mayor valor añadido.

La compañía mantiene su cadencia inversora: para 2026 contempla 3 adquisiciones (entre ellas SJL, con >450 camiones y fuerte corredor Europa-Marruecos; la ya cerrada Campillo Palmera en frío; y la adquisición del negocio de Zeleris, anterior filial de logística de Telefónica, cuyo perímetro se limita a las actividades de Logistics & Distribution y Technical Services) y 4 adquisiciones adicionales aplazadas a 2027, dentro de un pipeline de 7 objetivos. Desde EthiFinance Ratings, aunque las adquisiciones se producen en distintos meses del año, hemos considerado un EBITDA proforma de 12 meses para ser congruentes en los ratios financieros.

La capacidad para integrar compañías adquiridas constituye una ventaja competitiva relevante, especialmente en un sector atomizado. Ontime ha conseguido traducir el crecimiento inorgánico en mayor actividad orgánica mediante nuevos contratos, acceso a clientes y sectores adicionales, ampliación de volúmenes y oportunidades de venta cruzada. Desde 2021, la compañía ha completado más de diez operaciones, situándose entre los consolidadores más activos del mercado español.

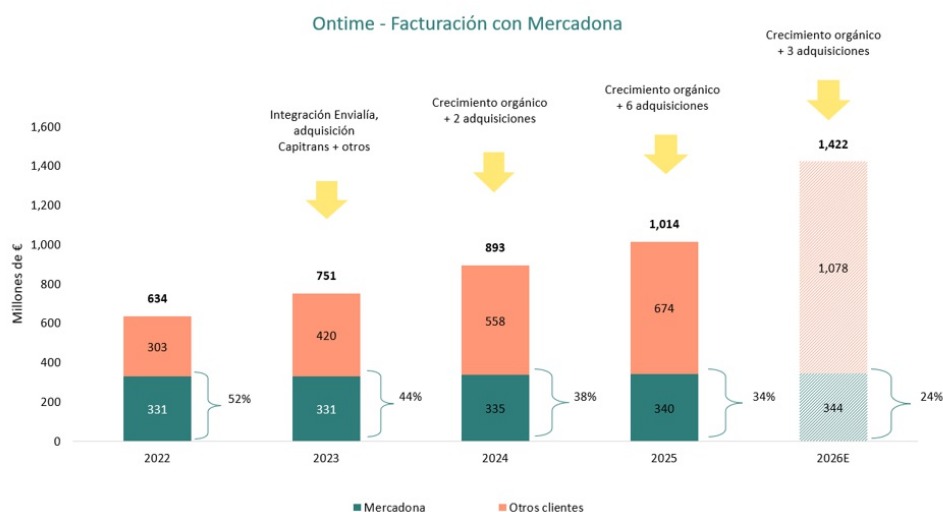
Entre sus principales ventajas competitivas destacan: i) una flota y una base de conductores mayoritariamente controladas directamente en FTL (alrededor del 80%), que favorecen la disponibilidad de capacidad y el control de la calidad del servicio; ii) una extensa red territorial y una elevada densidad de rutas; iii) una flota relativamente joven, con una edad media de las cabezas tractoras próxima a cinco años, frente a aproximadamente siete-ocho años en el mercado español; iv) relaciones comerciales directas y de largo plazo; y v) capacidades crecientes en segmentos menos commoditizados, como frío, pharma, ADR/APQ y logística industrial.

La información comercial disponible respalda una percepción favorable por parte de los clientes, que destacan la fiabilidad, capacidad de respuesta, flexibilidad y cercanía comercial de Ontime. Frente a operadores nacionales, la compañía presenta ventajas en ejecución e integración operativa con el cliente. No obstante, grandes grupos internacionales como DHL mantienen una posición superior en escala global, digitalización, visibilidad en tiempo real

y logística especializada de gran dimensión. Frente a Logista, posicionada como operador más especializado en determinados nichos (p. ej. farma, tabaco) y en su red de distribución, Ontime se diferencia por una oferta más generalista e integrada (transporte y logística de extremo a extremo). En consecuencia, la ventaja de Ontime se basa principalmente en combinar una escala nacional relevante con flexibilidad, control operativo y proximidad al cliente.

Como factores limitantes, el tamaño y la diversificación internacional de Ontime continúan alejados de los grandes grupos logísticos globales, mientras que el elevado ritmo de adquisiciones mantiene riesgos de ejecución, integración y materialización de sinergias. No obstante, la ampliación progresiva de la base de clientes, sectores y geografías supone una mejora del perfil de diversificación en la presente revisión, aunque todavía condicionada por la concentración en Mercadona y en el mercado español.

- La diversificación mejora progresivamente, aunque Mercadona continúa representando una concentración relevante.



Desde la adquisición de Acotral, Mercadona constituye el principal cliente de Ontime. La relación comercial se articula mediante un contrato indefinido que proporciona elevada visibilidad, apoyado en un preaviso mínimo de tres años, mecanismos de actualización mensual de precios y un periodo de cobro de 30 días. Asimismo, la elevada integración operativa y la prestación del servicio en las distintas zonas logísticas de Mercadona incrementan los costes de sustitución. Como contrapartida, la actividad se concentra principalmente en transporte y presenta márgenes inferiores a los de otras líneas.

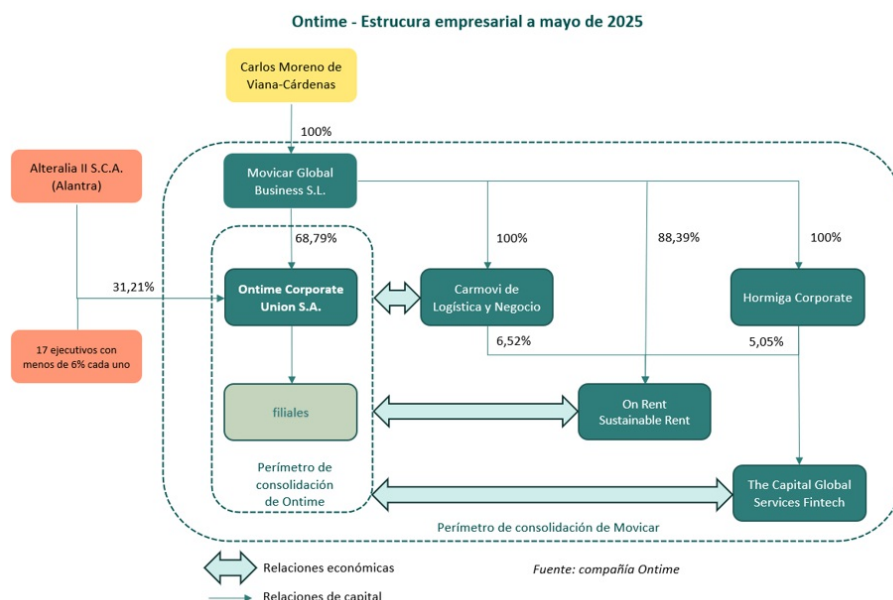
La facturación con Mercadona se ha mantenido estable, mientras que su peso se ha reducido desde el 52% en 2022 hasta el 34% en 2025. Esta evolución refleja el crecimiento con otros clientes y la incorporación de nuevas actividades mediante adquisiciones. Para 2026, su peso podría situarse alrededor del 24%, aunque esta reducción depende parcialmente de la ejecución de las operaciones previstas. Esta evolución se ha valorado favorablemente por EthiFinance Ratings.

La diversificación también mejora por sectores y líneas de negocio. La actividad industrial, energética, química, sanitaria y farmacéutica ha ganado peso, mientras que la paquetería, palettería y logística contractual presentan una cartera más atomizada que el negocio de cargas completas. Los 50 principales clientes redujeron su participación desde aproximadamente el 78% en 2023 hasta el 71% en 2025, mientras que la base de clientes de menor tamaño aumentó su contribución. Los clientes multiservicio representan todavía una proporción reducida de la cartera, pero generan cerca del 20% de los ingresos, evidenciando el potencial de venta cruzada de la plataforma integrada.

A nivel geográfico, España continúa concentrando la mayor parte de la actividad, con aproximadamente el 99% de la facturación, mientras que el resto se distribuye principalmente entre Portugal y Marruecos. No obstante, las adquisiciones de Capitrans, Cretschmar y Vicarli han ampliado la exposición a corredores europeos, el norte de África y determinados mercados americanos. En particular, la incorporación de Cretschmar ha permitido a Ontime integrarse en una red internacional de transporte europea, facilitando el acceso a nuevas rutas y mercados sin necesidad de desarrollar infraestructura propia. Esta integración debería reforzar las conexiones entre el norte de África, España y Europa, ampliar la base de clientes y mejorar progresivamente la diversificación geográfica. Pese a esta evolución favorable, la actividad continúa muy concentrada en España frente a los grandes operadores internacionales.

Accionariado, Gestión y Política Financiera

- Otime es un subgrupo de Movicar, con estrechas relaciones operativas y financieras entre ambas estructuras.



Otime está participada en un 68,79% por Movicar Global Business, S.L., sociedad que agrupa otras ramas de negocio y pertenece en un 100% al socio fundador, D. Carlos Moreno de Viana-Cárdenas. El 31,21% restante se reparte entre Alteralia II S.C.A. (vehículo gestionado por Alantra) y 17 directivos de la compañía, cada uno con una participación inferior al 6%. Movicar ha reforzado su participación respecto al 61,82% registrado en 2024, según el organigrama actualizado a mayo de 2025.

Otime concentra la mayor parte de la actividad de Movicar y una parte significativa de su deuda financiera. Ambas sociedades mantienen estrechas relaciones económicas: Otime alquila los vehículos y determinados inmuebles financiados por sociedades del perímetro de Movicar, mientras que esta última canaliza temporalmente algunas adquisiciones antes de su integración en el perímetro de consolidación de Otime.

En particular: i) Carmovi de Logística y Negocio, S.L., íntegramente participada por Movicar, posee activos inmobiliarios que arrienda a Otime; ii) On Rent Sustainable Rent, S.L., centraliza la flota y la alquila a Otime; y iii) The Capital Global Services Fintech, S.L., canaliza determinadas adquisiciones y procesos de reestructuración previos a su incorporación al grupo.

Estas estructuras permiten mantener fuera del perímetro de Otime parte de la deuda asociada a los activos utilizados en la operativa. Por este motivo, EthiFinance Ratings reintegra los compromisos por arrendamientos operativos no cancelables, con el objetivo de reflejar el endeudamiento económico asociado a la flota y los inmuebles.

La presencia de accionistas minoritarios y de un consejo de administración con miembros independientes aporta mecanismos de control sobre las operaciones vinculadas y sobre los precios de los alquileres satisfechos a entidades de Movicar. El contrato sindicado mantiene limitaciones sobre las transferencias de recursos hacia Movicar, incluyendo restricciones a los pagos por servicios y al reparto de dividendos, sujetas al cumplimiento de determinados niveles de apalancamiento y resultados. Estas cláusulas limitan parcialmente el riesgo de presión financiera de la matriz sobre Otime.

- Una gobernanza reforzada que apoya las decisiones estratégicas, aunque la política financiera continúa siendo agresiva.

Otime cuenta desde 2021 con un consejo de administración de mayoría independiente y con separación entre las funciones de presidente, ejercidas por Alberto Terol, y consejero delegado, asumidas por Carlos Moreno. Este marco de gobernanza se valora positivamente por EthiFinance Ratings.

La política financiera ha sido agresiva para financiar el fuerte crecimiento orgánico e inorgánico. Entre 2019 y 2025, la facturación aumentó desde €66m hasta €1.014m, acompañada de un incremento significativo de la deuda y de las necesidades de inversión. Para reforzar su capital, la compañía realizó ampliaciones por €19m en 2020, €27m en 2021 y €60m en 2024.

En 2025, la integración de Vicarli, Grupo Polo y Cretschmar se financió parcialmente mediante un préstamo de €75m con Prudential y una financiación sostenible sindicada de €30m. Para 2026, se contemplan dos nuevas ampliaciones de capital: una de €100m, suscrita por los accionistas actuales y destinada a reforzar los fondos propios y reducir la financiación sindicada; y otra estimada en €30m, pendiente de cierre, que incorporaría un nuevo accionista.

El apoyo recurrente de los accionistas se valora favorablemente, aunque la intensidad inversora, el crecimiento inorgánico y la dependencia de financiación externa mantienen una política financiera agresiva.

- **Positiva valoración ESG a nivel compañía.**

Por último, tras haber analizado los datos ESG de la compañía, la valoración de Ontime se encuentra entre 0 y 1. Según nuestra metodología, una valoración entre 0 y 1 tiene un impacto positivo en el perfil financiero que bonificamos de un escalón. Este resultado se fundamenta en una excelente gobernanza, con un consejo de administración y separación del papel del consejero delegado y presidente; una certificación ISO 45001 e históricos de datos sociales; y, a nivel medioambiental, se bonifica por la reducción de la intensidad de emisiones y la ampliación de la certificación ISO 14001.

Análisis Cuantitativo

Resultados y Rentabilidad

- **Una trayectoria de crecimiento sostenido, acompañada de una mejora de la rentabilidad operativa.**

Rentabilidad. Millones de EUR				
	FY23	FY24	FY25	25vs24
Facturación	751	893	1.014	13,5%
Mg Bruto	55,5%	55,4%	58,1%	2,8pp
EBITDA ^{(1) (2)}	134	185	243	31,2%
Mg EBITDA ⁽¹⁾	17,9%	20,7%	23,9%	3,2pp
EBIT	31	35	42	20,7%
Mg EBIT	4,1%	3,9%	4,1%	0,2pp
Gastos Financieros	-23	-32	-37	-13,6%
EBT	9	4	10	114,2%

⁽¹⁾ Cifra ajustada con la reintegración de los arrendamientos operativos por EthiFinance Ratings.

⁽²⁾ EBITDA proforma.

En 2025, la facturación aumentó un 13,5%, hasta €1.014m (2024: €893m), impulsada tanto por la evolución orgánica como por las adquisiciones. El crecimiento orgánico se apoyó en la consolidación a ejercicio completo de Transparets y Transportes Alfredo Caballero, el incremento de actividad con clientes distintos de Mercadona y el desarrollo de las líneas logísticas. A ello se sumó la incorporación del subgrupo Vicarli, Grupo Polo y L.W. Cretschmar, que reforzó la capacidad operativa, la especialización y la presencia internacional del grupo. No obstante, los ingresos se situaron por debajo de los €1.203m estimados en el rating anterior, debido principalmente, al aplazamiento de determinadas operaciones corporativas desplazadas a 2026.

El EBITDA ajustado proforma se situó en €243m (margen EBITDA ~23,9% vs. 20,7% en 2024), apoyado en: i) la consolidación plena de las adquisiciones de 2024 y la aportación de los negocios incorporados en 2025, que permiten aprovechar sinergias de flota, rutas y red comercial; ii) la mayor diversificación de clientes respecto a Mercadona, que eleva el margen al reducir la exposición a un contrato de márgenes estrechos; iii) la ejecución recurrente de sinergias de costes en transporte capilar y paquetería tras la integración de Acotral y las operaciones previas; y iv) las eficiencias logísticas y tecnológicas, con avances destacados en digitalización de la red y en la gestión de flota. Todo ello compensa el mayor nivel de amortizaciones por intangibles adquiridos y el incremento de costes laborales derivados de la mayor plantilla consolidada.

El EBIT aumentó un 20,7%, hasta €42m, con una ligera mejora del margen hasta el 4,1% (2024: 3,9%). Su evolución fue más moderada que la del EBITDA por el aumento de las amortizaciones, asociado al esfuerzo inversor y a los intangibles reconocidos en las combinaciones de negocio. Asimismo, el ejercicio recoge aproximadamente €3,5m de honorarios legales y de asesoramiento vinculados a las adquisiciones.

Los gastos financieros se incrementaron como consecuencia del mayor endeudamiento destinado a financiar el crecimiento. El ejercicio recoge el efecto del sindicado de €250m refinanciado en 2024, el préstamo de €75m suscrito con Prudential, la financiación sostenible sindicada de €30m y el aumento de los pagarés vivos. No obstante, la valoración positiva de los instrumentos de cobertura por €2,1m compensó parcialmente este incremento, permitiendo elevar el resultado antes de impuestos hasta €10m (2024: €4m).

Para 2026, EthiFinance Ratings prevé una facturación de €1.422m y un EBITDA ajustado de €300m, equivalente a un margen del 21,1%. El crecimiento se sustenta en la consolidación anual de las adquisiciones realizadas en 2025, las operaciones previstas para 2026 y el mayor dinamismo de la logística, incluida la expansión de la actividad de frío y temperatura controlada.

Estructura de Activo y Endeudamiento

- Un ratio de apalancamiento que aumenta tras el fuerte crecimiento, aunque se mantiene en niveles razonables que, no obstante, se ve lastrado por una cobertura de intereses todavía débil.

DFN/EBITDA. Millones de EUR			
	2023	2024	2025
Pólizas de crédito y líneas de descuento	46	47	24
Pagarés	47	110	154
Préstamos y arrendamientos financieros	174	202	346
Otro	36	46	64
Deuda Financiera Reportada	303	404	588
(+) Arrendamientos operativos no cancelables actualizados	219	279	489
(+) Factoring sin recurso	0	43	43
(-) Derivados	0	-4	-1
Deuda Financiera Total (DFT)	522	722	1.118
(-) Caja	62	223	195
(-) Activos líquidos pignorados para pólizas de crédito	38	9	6
Deuda Financiera Neta (DFN)	422	490	917
EBITDA ajustado por EthiFinance Ratings	134	185	243
DFN/EBITDA	3,1x	2,6x	3,8x

En 2025, la Deuda Financiera Total ajustada ascendió a €1.118m (2024: €722m), impulsada principalmente por: i) el aumento de los compromisos por arrendamientos operativos no cancelables reintegrados en la deuda, ii) el mayor recurso a préstamos y arrendamientos financieros, asociado al CAPEX y a la financiación del crecimiento inorgánico; y iii) el incremento del saldo vivo de pagarés hasta €154m (2024: €110m). Este efecto se vio parcialmente compensado por la reducción de las pólizas de crédito y líneas de descuento hasta €24m. La caja disminuyó hasta €195m, que sumado a los activos considerados líquidos (€6m), resultan en una posición de liquidez de €201m, elevando la deuda financiera neta ajustada a €917m.

Como resultado, el ratio DFN/EBITDA se deterioró hasta 3,8x. El repunte responde al pico inversor de 2025, marcado por la integración de Vicarli, Grupo Polo y Cretschmar, la ampliación de la flota en renting y la puesta en marcha de nuevos centros logísticos, como Noblejas y Chiloeches. Asimismo, refleja la estrategia del grupo de preservar liquidez mediante el arrendamiento de activos en lugar de su adquisición. EthiFinance Ratings considera que parte del deterioro podría revertirse conforme madure el EBITDA de las inversiones realizadas y se ejecute el refuerzo de capital previsto para 2026, si bien el mantenimiento de una estrategia activa de adquisiciones limita la velocidad de desapalancamiento.

Durante el ejercicio, Ontime diversificó sus fuentes de financiación mediante el préstamo de €75m con Prudential, la financiación sostenible sindicada de €30m y el mayor recurso al mercado de pagarés. Estas operaciones mejoran el perfil de vencimientos, pero mantienen un coste financiero elevado.

El ratio EBITDA/Intereses se mantuvo débil en 3,3x (2024: 3,2x). El crecimiento del EBITDA permitió absorber parcialmente el aumento de los gastos financieros, aunque la cobertura continúa ofreciendo un colchón limitado frente a desviaciones operativas o nuevos incrementos del endeudamiento.

Para 2026, EthiFinance Ratings prevé una mejora gradual del ratio DFN/EBITDA hasta aproximadamente 3,2x y de la cobertura EBITDA/Intereses hasta 3,5x, apoyada en la consolidación anual del EBITDA de las compañías adquiridas y en la ampliación de capital. No obstante, la materialización de nuevas adquisiciones y el elevado volumen de arrendamientos seguirán condicionando la evolución de los ratios.

Análisis de Flujo de Caja

- Crecimiento sostenido del FFO, aunque el consumo de circulante y el pico de inversión sitúan el flujo de caja libre en terreno negativo.

Cash Flow. Millones de EUR				
	FY23	FY24	FY25	25vs24
EBT	10	4	10	114%
+/- ajustes de resultado	41	57	74	30%
+/- otros flujos de explotación	-27	-36	-43	-20%
+/- ajuste arrendamientos operativos	57	88	104	18%
Funds From Operations Aj.	81	114	144	27%
+/- variación WK	-2	40	-82	-308%
Cash Flow Operativo Aj.	79	153	62	-59%
Cash Flow Inversión ⁽¹⁾	-35	-60	-134	-123%
+/- ajuste arrendamientos operativos	-57	-88	-104	-18%
Cash Flow Libre Aj.	-13	5	-175	-3499%
+/- variación patrimonio	0	60	0	-100%
Cash Flow Final Generado Internamente	-13	65	-175	-369%
+/- variación de deuda	55	67	145	116%
Variación de caja final	42	132	-31	-123%
Caja inicial	58	100	232	132%
Caja final	100	232	201	-13%

⁽¹⁾ Activos líquidos pignorados para pólizas de crédito considerados como caja y variaciones neutralizadas en este cuadro.

En 2025, Ontime mantuvo un FFO positivo y creciente, que aumentó hasta €144m, apoyado en la mejora de los resultados operativos, pese al incremento de los gastos financieros. No obstante, la variación negativa del capital circulante redujo significativamente la caja operativa, como consecuencia del crecimiento de la actividad, el aumento de las cuentas a cobrar y la incorporación de las nuevas sociedades al perímetro de consolidación.

La generación de caja no fue suficiente para cubrir el elevado esfuerzo inversor del ejercicio, asociado tanto a la adquisición e integración de Vicarli, Grupo Polo y Cretschmar como a las inversiones en nuevos centros logísticos, flota y capacidades de frío y pharma. Como resultado, el cash flow generado internamente se situó en -€175m, frente a €65m positivos en 2024, ejercicio que se benefició de la ampliación de capital de €60m.

En ausencia de nuevas aportaciones de capital durante 2025, este déficit se financió principalmente mediante un incremento neto de deuda. Como resultado, la caja final ajustada se redujo hasta aproximadamente €201m.

Ontime mantiene una trayectoria de FFO positivo y creciente, aunque su estrategia de expansión ha generado flujos de caja libre recurrentemente reducidos o negativos, financiados mediante deuda y ampliaciones de capital. EthiFinance Ratings considera que la recuperación del flujo de caja libre dependerá de la normalización del circulante, la maduración de las inversiones realizadas y una moderación del ritmo de CAPEX y adquisiciones. La ampliación de capital prevista para 2026 reforzará la estructura financiera, pero no sustituye la necesidad de mejorar la conversión operativa en caja.

Capitalización

- Una capitalización muy débil, aunque con una mejora prevista a partir de 2026.

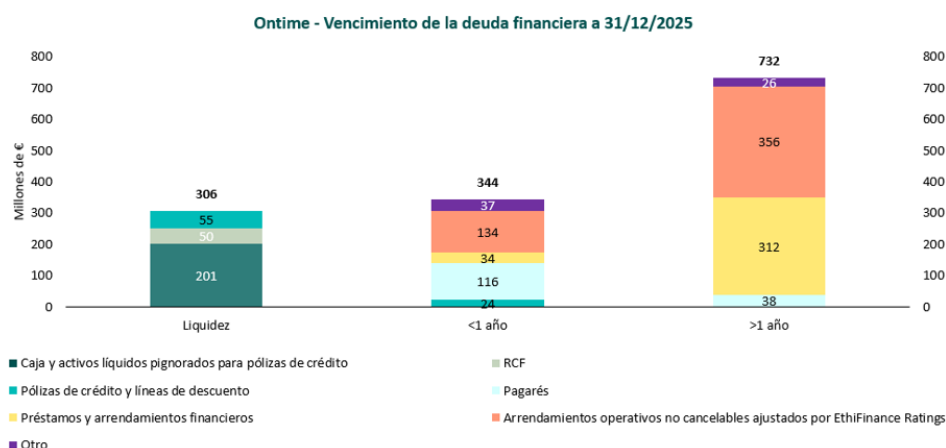
El ratio PN/DFT se deterioró hasta el 12,3% en 2025 (2024: 18,2%), alejándose aún más del umbral de referencia del 30%. Esta evolución se explica por el fuerte incremento de la deuda financiera asociado al esfuerzo inversor del ejercicio, principalmente por los mayores compromisos de arrendamientos operativos, la nueva financiación destinada a adquisiciones, incluidos el préstamo de €75m con Prudential y la financiación sostenible sindicada de €30m, y el mayor saldo vivo de pagarés.

Este aumento del endeudamiento no estuvo acompañado de nuevas aportaciones de capital, a diferencia de 2024, cuando la ampliación de €60m reforzó puntualmente la estructura financiera. El patrimonio neto se mantuvo prácticamente estable, en €138m (2024: €132m), apoyado únicamente por el moderado beneficio del ejercicio.

Para 2026, EthiFinance Ratings prevé una mejora significativa del ratio hasta aproximadamente el 26,5%, impulsada principalmente por la ampliación de capital de €130m y por el crecimiento de los resultados. No obstante, el indicador permanecería todavía por debajo del umbral del 30%, por lo que la capitalización continuaría siendo débil.

Liquidez

- Ontime presenta una liquidez adecuada.



Si bien la tesorería existente €201m (caja + activos líquidos) no cubre por sí sola todos los vencimientos de 2026 bajo un enfoque estricto, consideramos que buena parte de la deuda a corto plazo (pólizas de crédito, pagarés y líneas de descuento) se refinanciará. El grupo contaba a cierre de año además con un RCF de €50m sin disponer (Tramo C del sindicado) y con un objetivo declarado de mantener un nivel de tesorería por encima de €100m (caja de €201m a cierre de 2025, frente a €232m en 2024, tras un ejercicio de fuerte inversión).

Según nuestra metodología, Ontime presenta un perfil de refinanciación satisfactorio, en línea con la mejora de su perfil financiero hasta la categoría BB- (frente a B+ el ejercicio anterior). No consideramos que la compañía vaya a tener dificultades para refinanciar su deuda, lo que se ve reforzado por lo siguiente:

- En julio de 2024 se refinanció el sindicado (€250m, 3 tramos): Tramo A (€150m amortizable), Tramo B (€50m para capex orgánico e inorgánico) y Tramo C (RCF de €50m, sin disponer).

- Durante 2025, el grupo reforzó su financiación con un préstamo de €75m suscrito con el grupo Prudential y un contrato de financiación sostenible sindicado de €30m, ambos destinados a la expansión inorgánica e internacional.

- El programa de pagarés se renovó en septiembre de 2025, ampliándolo hasta €200m (saldo vivo de €154m a cierre de 2025). Dado que los bancos que otorgan las pólizas y líneas de descuento participan mayoritariamente en el sindicato, consideramos que estas líneas se renovarán.

La compañía tiene previsto reforzar sus recursos propios mediante una ampliación de capital estructurada en dos tramos: un primer tramo de €100m, que suscribirán los accionistas actuales manteniendo sus porcentajes de participación, y un segundo tramo de €30m, previsto entre finales de septiembre y mediados de octubre de 2026, con la incorporación de un nuevo accionista. Este refuerzo de recursos propios cubriría holgadamente las necesidades del ejercicio.

Adicionalmente, el Grupo acaba de formalizar (30 de julio de 2026) una nueva financiación sindicada por importe total de €375m, estructurada en un tramo de financiación para refinanciación (€200m), un tramo destinado a financiar el crecimiento orgánico e inorgánico (€75m) y una línea de crédito revolving para necesidades de circulante y flexibilidad financiera (ampliando su RCF de €50m a €100m). La operación extiende significativamente el perfil de vencimientos, con plazos de hasta seis años para los tramos de financiación y una línea revolving con vencimiento inicial a cuatro años prorrogable hasta dos años adicionales. Con todo ello, junto con la ampliación de capital prevista, consideramos que la posición de liquidez de Ontime es adecuada y, por tanto, no aplicamos modificador por este criterio.

Modificadores

Controversias

No se han identificado controversias relevantes para impactar el rating actual.

Riesgo País

Ontime genera casi la totalidad de su facturación en España no presentando un riesgo país según la clasificación de CESCE. **Resulta neutro para el rating.**

Proyecciones Financieras

Las proyecciones de EthiFinance Ratings incorporan las asunciones del plan de negocio, incluidas las adquisiciones previstas para 2026-2028, cuya ejecución e integración en plazo condiciona las métricas proyectadas.

i) Ingresos y EBITDA: esperamos un crecimiento significativo de la facturación en 2026, apoyado en la consolidación a ejercicio completo de las sociedades integradas en 2025, las nuevas adquisiciones del horizonte de proyección y la mayor diversificación de clientes distintos de Mercadona. El margen EBITDA ajustado se moderaría, con una recuperación gradual hacia el final del periodo apoyada en sinergias y eficiencias operativas.

ii) Apalancamiento: prevemos un capex anual en torno a €60m en 2026-2028, tras el pico inversor de 2025. Pese a este esfuerzo inversor, el ratio DFN/EBITDA se mantendría en el rango de 3,0x-3,5x, contenido por el refuerzo de recursos propios vía la ampliación de capital y por la novación del préstamo sindicado ya formalizada.

iii) Cobertura de intereses: esperamos una contención del gasto financiero, apoyada en un menor coste medio de la deuda derivado de la novación del sindicado (esto ya confirmado) y del refuerzo de la estructura de capital.

iv) Liquidez y capitalización: prevemos que la liquidez se mantenga adecuada. La ampliación de capital prevista contribuiría, además, a mejorar progresivamente la capitalización del grupo, aunque el ratio PN/DFT permanecería todavía por debajo del umbral del 30%.

Principales Magnitudes Financieras

Principales magnitudes. Millones de EUR ⁽⁴⁾						
	FY24 ⁽³⁾	FY25	FY26e	FY27e	FY28e	25vs24
Facturación	893	1.014	1.422	1.746	1.857	13,5%
EBITDA ⁽¹⁾⁽²⁾	185	243	300	341	376	31,2%
Margen EBITDA ⁽¹⁾⁽²⁾	20,7%	23,9%	21,1%	19,5%	20,3%	3,2pp
EBIT	35	42	99	122	143	20,7%
Margen EBIT	3,9%	4,1%	7,0%	7,0%	7,7%	0,2pp
EBT	4	10	54	75	98	114,2%
Total Activo	711	971	1.155	1.244	1.267	36,6%
Patrimonio Neto	132	138	308	365	438	4,9%
Deuda Financiera Total ⁽¹⁾	722	1.118	1.165	1.236	1.206	54,8%
Deuda Financiera Neta ⁽¹⁾	490	917	965	1.105	1.083	87,0%
PN/DFT ⁽¹⁾	18,2%	12,3%	26,5%	29,5%	36,3%	-5,9pp
DFN/EBITDA ⁽¹⁾	2,6x	3,8x	3,2x	3,2x	2,9x	1,1x
Funds From Operations ⁽¹⁾	114	144	201	234	263	26,9%
FFO/DFN ⁽¹⁾	23,2%	15,8%	20,9%	21,2%	24,3%	-7,5pp
EBITDA/Intereses ⁽¹⁾	3,2x	3,3x	3,5x	3,8x	4,2x	0,1x

⁽¹⁾ Cifra ajustada con la reintegración de los arrendamientos operativos por EthiFinance Ratings. Este ajuste se lleva a cabo a nivel de deuda y no de total activo.

⁽²⁾ EBITDA proforma (+€7,7m en 2024 y +€17,6m en 2025)

⁽³⁾ Cifras reexpresadas.

⁽⁴⁾ Años 2024 y 2025, cifras auditadas. Años futuros, cifras proforma.

Credit Rating

Credit Rating	
Perfil Negocio	BB+
<i>Análisis Sectorial</i>	<i>BB-</i>
<i>Ajuste ESG</i>	<i>Negativo</i>
<i>Posicionamiento Competitivo</i>	<i>BBB-</i>
<i>Gobierno corporativo</i>	<i>BB</i>
Perfil Financiero	BB-
<i>Cash flow y endeudamiento</i>	<i>BB-</i>
<i>Solvencia</i>	<i>CCC+</i>
<i>ESG Compañía</i>	<i>Positivo</i>
Anchor Rating	BB
<i>Modificadores</i>	<i>No</i>
Rating	BB

Análisis Sensibilidad

- Factores positivos en el largo plazo (↑)

El rating podría subir si la compañía presenta de forma sostenida una facturación por encima de €1,5bn; una mejor diversificación de ventas a nivel geográfico; así como unos ratios financieros que muestren un avance positivo: PN/DFT>30%; EBITDA/Intereses>5,5x; DFN/EBITDA<3,0x; FFO/DFN>25%.

- Factores negativos en el largo plazo (↓)

El rating podría bajar si se produce: un empeoramiento de los ratios financieros: PN/DFT<25%; EBITDA/Intereses<3,2x; DFN/EBITDA>3,5x; FFO/DFN<20%. Asimismo, el rating podría verse presionado a la baja si no se materializan los hitos más relevantes del plan de negocio considerados y que todavía están en curso (la novación del préstamo sindicado ya se ha formalizado), en particular, la ampliación de capital prevista, o si se producen desviaciones significativas en la ejecución de las adquisiciones contempladas que deriven en un deterioro relevante de las métricas financieras. En esta línea, un incremento de la flota bajo arrendamiento operativo de las compañías adquiridas superior al previsto podría tensionar los ratios de apalancamiento, pudiendo derivar en una bajada de la calificación.

Adicionalmente, una variación negativa en la valoración ESG de la compañía podría tener impacto en la calificación.

Sources of information

The credit rating assigned in this report has been requested by the rated entity, which has also taken part in the process. It is based on private information as well as public information. The main sources of information are:

1. Annual Audit Reports.
2. Corporate Website.
3. Information published in the Official Bulletins.
4. Rating book provided by the Company.

The information was thoroughly reviewed to ensure that it is valid and consistent, and is considered satisfactory. Nevertheless, EthiFinance Ratings assumes no responsibility for the accuracy of the information and the conclusions drawn from it.

Additional information

- The rating was carried out in accordance with Regulation (EC) N°1060/2009 of the European Parliament and the Council of 16 September 2009, on credit rating agencies. Principal methodology used in this research are :
 - Corporate Rating Methodology - General : <https://www.ethifinance.com/download/corporate-rating-methodology-general/?wpdmdl=35203>
- The rating scale used in this report is available at <https://www.ethifinance.com/en/ratings/ratingScale>.
- EthiFinance Ratings publishes data on the historical default rates of the rating categories, which are located in the central statistics repository CEREP, of the European Securities and Markets Authority (ESMA).
- In accordance with Article 6 (2), in conjunction with Annex I, section B (4) of the Regulation (EC) No 1060/2009 of the European Parliament and of the Council of 16 September 2009, it is reported that during the last 12 months EthiFinance Ratings has not provided ancillary services to the rated entity or its related third parties.
- The issued credit rating has been notified to the rated entity, and has not been modified since.

Conditions of Use for this document and its content:

For all types of Ratings that ETHIFINANCE RATINGS, S.L. (the "AGENCY") issues, the User may not, either by themselves or via third parties, transfer, sublease, sublicense, sell, extract, reuse, or dispose of in any other way the content of this Document to a third party, either for free or for consideration.

For the purpose of these Conditions of Use, any client who might have subscribed for a product and/or a service that allows him to be provided with the content of this Document as well as any privileged person who might access the content of this Document via www.ethifinance.com shall be considered as a User.

Nor may they alter, transform or distort the information provided in any way. In addition, the User will also not be permitted to copy and/or duplicate the information, nor create files which contain the information of the Document, either in its entirety or partially. The Document and its source code, regardless of the type, will be considered as the elaboration, creation, or work of the AGENCY and subject to the protection of intellectual property right regulation. For those uses of this Document which are permitted, the User is obliged to not allow the removal of the copyright of the AGENCY, the date of the Document's issuance, the business name as established by the AGENCY, as well as the logo, brands and any other distinctive symbol which is representative of the AGENCY and its rights over the Document. The User agrees to the conditions of Use of this Document and is subject to these provisions since the first time they are provided with this Document no matter how they are provided with the document. The Document and its content may not be used for any illicit purpose or any purpose other than those authorised by the AGENCY. The User will inform the AGENCY about any unauthorised use of the Document and/or its content that may become apparent. The User will be answerable to the AGENCY for itself and its employees and/or any other third party which has been given or has had access to the Document and/or its content in the case of damages which arise from the breach of obligations which the User declared to have read, accepted and understood upon receiving the Document, without prejudice to any other legal actions that the AGENCY may exercise in defence of its lawful rights and interests. The Document is provided on the acceptance that the AGENCY is not responsible for the interpretation that the User may make of the information contained. Credit analyses included in the Document, as well as the ratings and statements, are to be deemed as opinions valid on the date of issuance of the reports and not as statements of fact or recommendations to purchase, hold or sell any securities or to make any investment decision. The credit ratings and credit rating prospects issued by the AGENCY are consider to be its own opinion, so it is recommended that the User take it as a limited basis for any purpose that it intends to use the information for. The analyses do not address the suitability of any value. The AGENCY does not act as a fiduciary or an investment advisor, so the content of the Document should not be used as a substitute for knowledge, criteria, judgement or experience of the User, its Management, employees, advisors and/or clients in order to make investment decisions. The AGENCY will devote every effort to ensure that the information delivered is both accurate and reliable. Nonetheless, as the information is elaborated based on data supplied by sources which may be beyond the control of the AGENCY, and whose verification and comparison is not always possible, the AGENCY, its subsidiaries, and its directors, shareholders, employees, analysts and agents will not bare any responsibility whatsoever (including, without any limitations, loss of revenue or income and opportunity costs, loss of business or reputational damage or any other costs) for any inaccuracies, mistakes, noncorresponding information, incompleteness or omission of data and information used in the elaboration of the Document or in relation to any use of its content even should it have been warned of potential

damages. The AGENCY does not make audits nor assume the obligation of verifying independent sources of information upon which the ratings are elaborated. Information on natural persons that may appear in this document is solely and exclusively relevant to their business or business activities without reference to the sphere of their private life and should thus be considered. We would like to inform that the personal data that may appear in this document is treated in accordance with Regulation (EU) 679/2016, on the protection of natural persons with regard to the processing of personal data and the free movement of such data and other applicable legislation. Those interested parties who wish to exercise the rights that assist them can find more information in the link: <https://www.ethifinance.com/> in the Privacy Policy page or contact our Data Protection Officer in the mail dpo@ethifinance.com. Therefore the User agrees that information provided by the AGENCY may be another element to consider when making business decisions, but decisions will not be made based solely on it; that being the case the AGENCY will not be held responsible for the lack of suitability. In addition, the use of the information before courts and/or tribunals, public administrations, or any other public body or private third party for any reason shall be solely the User's responsibility and the AGENCY shall not be held responsible for any liabilities on the grounds of inappropriateness of the information's contents. Copyright © 2023 ETHIFINANCE RATINGS, S.L. All Rights Reserved. C/ Velázquez nº18, 3º derecha, 28001 - Madrid