

ISSUER RATING  
Long termOUTLOOK  
StableINSTRUMENT RATING  
Senior Secured 70 M €**Initiation date**

Long term 25/06/2015

Senior Secured 02/03/2020  
70 M €

Rating date 24/04/2024

**Contacts****Lead analyst**Luis Mesa García  
luis.mesa@ethifinance.com**Committee chair**Guillermo Cruz Martinez  
guillermo.cruz@ethifinance.com

## Rating Action y Rationale

- EthiFinanceRatings sube la calificación corporativa de Sidecu, pasando de “B” a “B+”, cambiando la tendencia de Positiva a Estable. Adicionalmente, EthiFinance Ratings sube la calificación de la emisión de bonos de Sidecu, pasando de “B+” a “BB-”.
- La calificación de la compañía se ve favorecida por un posicionamiento competitivo de referencia en España, así como por la generación de ventajas competitivas, derivada de su modelo de negocio, que favorecen sus márgenes operativos dentro del sector (margen EBITDA ajustado: 25,5% en 2023 no auditado).
- Cabe destacar que, en términos financieros, se ha aplicado una escala asociada a baja volatilidad, dado el modelo de actividad que desarrolla la compañía, en el que el segmento concesional se constituye como core de negocio y del que se deriva una notable estabilidad en términos de márgenes, a lo largo de los distintos ciclos económicos (con la excepción del Covid-19).
- 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: 7,4% en 2023NA) y un bajo nivel de cobertura de intereses vía generación EBITDA (EBITDA ajustado/Intereses: 2,2x en 2023NA), a lo que se añade un elevado apalancamiento pese a la mejora experimentada en el último ejercicio (DFN ajustada/EBITDA ajustado: 6,8x vs 21,9x en 2022) y perspectivas de continuidad de dicha mejora.
- La mejora en el rating otorgado se basa en la notable mejora de los principales ratios financieros mostrada por la compañía en 2023, que se sitúa como ejercicio de transición hacia la conclusión del proceso de consolidación de la recuperación de la actividad y rentabilidades anteriores a la pandemia, que se espera que se haga efectiva en el corto plazo. En este sentido y tras superar las ventas precovid en el último ejercicio, el grupo se aproxima a sus márgenes operativos de referencia (margen EBITDA del 35%, aproximadamente), con un margen EBITDA del 32%, a marzo de 2024. Asimismo, una vez consolidada dicha recuperación, se prevé una estabilización de las ventas, así como de los márgenes, bajo unos niveles de apalancamiento, que, si bien se espera que se reduzcan, permanecerían en umbrales relativamente elevados, de ahí la tendencia Estable otorgada.
- En línea con nuestra metodología. 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. La calificación ESG de Sidecu, según metodología EthiFinance, se sitúa entre los valores 1,5-3,5, no modificando la valoración de su perfil financiero.

## 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 (31 centros bajo el modelo concesional vs 14 centros privados formato 24h), 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 2023 (no auditado), la compañía registró una cifra de negocio consolidada de €49,1m (€39,4m en 2022) y un EBITDA de €12,5m (€3,9m en 2022), lo que supuso un margen EBITDA del 25,5% (9,8% en 2022). A diciembre de 2023, el ratio DFN/EBITDA se situó en 6,8x (7,5x a efectos de covenant asociado al Bono emitido en 2020), frente a 21,9x en 2022 (25,7x a efectos de covenant), manteniéndose, en ambos casos por encima de los límites establecidos en el contrato de financiación vía bonos. Cabe mencionar que Sidecu ostenta el 38,5% del capital de Grupo Duma, vehículo paralelo que opera bajo el mismo paraguas accionario y que se constituye como el principal operador de instalaciones deportivas concesionales en Portugal. Actualmente, este vehículo cuenta con tres centros en funcionamiento (Setúbal, Barreiro y Lisboa), tres en construcción (Coimbra, Seixal y Braga) y cuatro en fase de obtención de licencia de construcción (Gaia, Odivelas, Oporto y Almada).

## Fundamentos

### Perfil de Negocio

#### Análisis del Sector

- Sector caracterizado por unas elevadas rentabilidades y altas barreras de entrada, en proceso de consolidación de la recuperación de la actividad, tras una trayectoria creciente condicionada por el impacto de la pandemia.**

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. Del mismo modo, la

especialización en el negocio concesional, consideramos que favorece el fortalecimiento de dichas barreras, así como la estabilidad en los márgenes operativos en relación con el modelo privado.

- **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.**

Sideku concentra su actividad en el negocio concesional, el cual supuso el 94% de las ventas y del EBITDA del grupo en 2023, 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 Sideku (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, incide positivamente en sus márgenes operativos en relación con sus competidores.

#### Estructura accionarial y gobernanza

- **Estructura de propiedad caracterizada por la presencia mayoritaria de accionistas de perfil financiero.**

Accionariado que, desde la entrada de Portobello en 2017 (57% del capital), se caracteriza por su carácter inversor financiero, 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, así como por un contexto inflacionario generalizado y elevados tipos de interés.

#### Perfil Financiero

##### Ventas y Rentabilidad

- **Mantenimiento de la tendencia favorable en la facturación, unido a una notable mejora del margen EBITDA en el último ejercicio.**

Tras unos ejercicios recientes condicionados por los efectos de la pandemia, se observa una progresiva consolidación de la tendencia de recuperación en la generación de ingresos, situándose ya en 2023 por encima de periodos prepandemia (€49,1m vs €47,7m en 2019). Del mismo modo, cabe destacar la positiva evolución en el margen EBITDA, con un importante crecimiento en el último ejercicio (25,5% vs 9,9% en 2022), no obstante, aún lastrado por la coyuntura reciente, fundamentalmente en lo relativo a los precios de la energía. En este sentido, cabe mencionar que la compañía cerró en 2022 contratos de suministro (PPA) de gas y electricidad, por un periodo de tres años, y que entraron en funcionamiento en abril de 2023, a lo que se añade el incremento de la capacidad de generación de energía fotovoltaica para consumo propio.

Adicionalmente, en el último ejercicio, los márgenes operativos se vieron condicionados, en lo relativo a la estructura de personal, por la subida del SMI (Salario Mínimo Interprofesional) implementada por el Gobierno de España y que afectó, fundamentalmente, a las categorías inferiores del personal de Sideku. En cualquier caso, se espera que los márgenes operativos continúen con la tendencia al alza en el corto-medio plazo, situándose en umbrales similares a periodos prepandemia. En este sentido, cabe mencionar que el margen EBITDA se situó en torno al 32%, a marzo de 2024, lo que otorga positivas perspectivas de cara al cierre de 2024.

### Endeudamiento y Cobertura

- **Significativa mejora del ratio de apalancamiento, no obstante, manteniéndose en umbrales elevados.**

Notable desapalancamiento experimentado en 2023, favorecido por la notable recuperación mostrada por la compañía en la generación de EBITDA. No obstante, a pesar de la sustancial mejora del ratio DFN/EBITDA en el último ejercicio (7,5x vs 25,7x en 2022, a efectos de covenants), este ha permanecido en valores superiores a los límites establecidos en la emisión de bonos llevada a cabo en 2020 (4,0x en 2022 y 3,75x en 2023). 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 continuidad en la reducción de este indicador estimada.

Respecto al calendario de vencimientos de deuda, este se encuentra condicionado por el vencimiento en 2025 del Bono emitido en 2020 (€70m), respecto al cual la compañía se encuentra actualmente en proceso de refinanciación.

### Análisis de Flujo

- **Retorno a la generación de flujo de caja libre positivo en 2023, reduciendo la exposición a recursos ajenos.**

Positivo desempeño en términos de generación de caja operativa en el último ejercicio (€6,4m vs -€4,0m en 2022), impulsado vía resultados, pese a mantenerse en valores negativos (EBT: -€1,8m vs -11,8m en 2022), desempeño que se espera se mantenga en los próximos ejercicios. Esta mejora se trasladó al flujo de caja libre, que alcanzó los €4,4m, frente a los valores negativos que venía registrando en los últimos años (-€8,1m en 2022, -€3,8m en 2021 y -€25,3m en 2020), desembocando en una menor dependencia en términos de deuda para hacer frente a los compromisos de pago. En cualquier caso, llamamos la atención sobre el saldo de caja registrado, a cierre de 2023 (€0,6m, no auditado), tras la reducción del mismo observada desde 2019 (€7,2m).

### Capitalización

- **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 2023 (no auditado), el patrimonio neto representó un 7% sobre la deuda financiera bruta (5% sobre total balance). Si bien se espera una mejora de este indicador en el corto plazo, se espera que continúe en umbrales reducidos.

### Liquidez

- **Situación de liquidez que, necesariamente, pasa por la renovación del Bono de €70m que vence el próximo año.**

Cabe mencionar que la compañía se encuentra inmersa actualmente en el proceso de refinanciación del Bono (vencimiento en 2025), así como de la captación de deuda de carácter participativo, procesos que prevé finalizar antes del cierre de 2024. De este modo, dentro del análisis de la liquidez, se ha tenido en cuenta que la compañía podrá renovar la emisión de los bonos y refinanciar el préstamo participativo, en base al elevado nivel de certidumbre trasladado por la propia compañía, el rating del emisor y Bono actuales otorgados y el hecho de que los términos y condiciones de la refinanciación del Bono no diferirían en exceso en relación al actual. Adicionalmente, y como palancas adicionales de liquidez, cabe señalar que Sidecu cuenta con líneas de financiación comprometidas hasta 2026 (límite total: €6,4m). A ello se le añade el firme compromiso por parte del principal accionista, de apoyar financieramente a su filial en caso de necesidad, teniendo en cuenta el importe afrontado (horquilla de entre €150m y €200m) en el año de su entrada en el accionariado de Sidecu (2017) y, por tanto, los significativos incentivos a la hora de apoyar su inversión, especialmente, con vistas a su previsible salida del accionariado en el medio plazo. Este apoyo implícito por parte del principal accionista refuerza la situación de liquidez del grupo.

### Modificadores

#### Riesgo País

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

#### Controversias

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

## Perfil de emisión

- Emisión con un adecuado grado de cobertura y buena capacidad de recobro ante un hipotético escenario de default.

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 80%, aproximadamente, considerándose como "superior"; lo que implica el establecimiento de la calificación de la emisión un notch por encima del rating del emisor. Asimismo, el perímetro de garantías incluye aquellas concesiones operativas que representan en torno al 62% de los ingresos y el EBITDA del grupo (a fecha de emisión).

## Principales Magnitudes Financieras

Principales magnitudes financieras. Miles de €				
	2021	2022	2023NA	23NAvs22
Cifra de negocio	26.539	39.375	49.086	24,7%
EBITDA ajustado	1.836	3.897	12.527	221,4%
Mg EBITDA ajustado	6,9%	9,9%	25,5%	15,6 p.p.
EBIT	-5.931	-5.195	5.064	197,5%
Mg EBIT	-	-	10,3%	-
EBT	-11.322	-11.770	-1.758	85,1%
Patrimonio neto	17.812	8.169	6.460	-20,9%
Patrimonio neto/DFT	18,2%	9,1%	7,4%	-1,7 p.p.
Deuda Financiera Total	97.621	89.810	87.527	-2,5%
Deuda Financiera Neta	95.540	85.162	84.985	-0,2%
Total activo	139.254	141.268	134.932	-4,5%
DFN ajustada/EBITDA ajustado	52,0x	21,9x	6,8x	-15,1x
DFN reportada <sup>(1)</sup> /EBITDA reportado <sup>(2)</sup>	51,9x	25,7x	7,5x	-18,1x
EBITDA ajustado/Intereses	0,4x	0,8x	2,2x	1,4x
FFO	-3.686	-2.156	6.920	421,0%
FFO/DFN ajustada	-	-	8,1%	-

<sup>(1)</sup> No incluye las obligaciones de pago en concepto de intereses del bono, a efectos de covenants, contabilizadas en el pasivo corriente. Incluye, a partir de 2022, el saldo pendiente correspondiente al préstamo participativo firmado con COFIDES. <sup>(2)</sup> EBIT excluyendo i) Amortización del inmovilizado, ii) Imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y otras, y iii) Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado.

## Credit Rating

Credit Rating	
<b>Perfil Negocio</b>	<b>BB+</b>
<i>Análisis Sectorial</i>	<i>BBB</i>
<i>Ajuste ESG</i>	<i>No</i>
<i>Posicionamiento Competitivo</i>	<i>BB</i>
<i>Gobernanza</i>	<i>BB-</i>
<b>Perfil Financiero</b>	<b>B-</b>
<i>Cash flow y endeudamiento</i>	<i>B</i>
<i>Solvencia</i>	<i>CCC+</i>
<b>Anchor Rating</b>	<b>B+</b>
<i>Modificadores</i>	<i>No</i>
<b>Rating</b>	<b>B+</b>

## Análisis Sensibilidad

Factores que pueden (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 (3,5x en 2024), 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). Mejora del ratio EBITDA/Intereses por encima de lo esperado (valor de referencia aproximado: 5x).

- **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.

## 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 - Long Term : [https://files.qivalio.net/documents/methodologies/CRA\\_190\\_V3\\_Corporate%20Methodology\\_2023-10-06.pdf](https://files.qivalio.net/documents/methodologies/CRA_190_V3_Corporate%20Methodology_2023-10-06.pdf)
  - Corporate Rating Methodology - Instruments : [https://files.qivalio.net/documents/methodologies/CRA\\_127\\_V2.Corporate\\_Rating\\_Methodology\\_Instruments.pdf](https://files.qivalio.net/documents/methodologies/CRA_127_V2.Corporate_Rating_Methodology_Instruments.pdf)
- 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](http://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](mailto: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/ Benjamín Franklin S/N, Edificio Camt, 1º Izquierda, 18100, Granada, España C/ Velázquez nº18, 3º derecha, 28001 - Madrid