

ISSUER RATING  
Long termOUTLOOK  
StableInitiation date 12/09/2023  
Rating Date 12/09/2024

## Contacts

### Lead analyst

Benjamin Fazilleau  
benjamin.fazilleau@ethifinance.com

### Committee chair

Marc Pierron  
marc.pierron@ethifinance.com

## Rating Action y Rationale

- EthiFinance Ratings afirma la calificación de Ontime Corporate Unión SA en “BB-” cambiando la tendencia de Positiva a Estable.
- El cambio de tendencia se explica por unos ratios financieros a cierre de 2023 que de forma general (excepto a nivel de DFN/EBITDA) se encuentran más deteriorados en comparación a 2022 (EBITDA/intereses de 3,1x vs 5,3x; FFO/DFN de 18,6% vs 24,3% y PN/DFT de 14,3% vs 16,6%). Esto se debe principalmente a la reintegración de los compromisos de arrendamiento no cancelables, los cuales han sido mayores respecto a lo que EthiFinance Ratings había proyectado. Para 2024, Ontime planifica 4 adquisiciones que han sido integradas en nuestras proyecciones. En este sentido, se espera que los ratios financieros se vean impactados ligeramente, salvo el PN/DFT que se estima mejorará en base a la ampliación de capital de €60m esperada. A pesar de la potencial consecución de estos objetivos, se estima que la calificación se mantendrá estable.
- La calificación se fundamenta en i) el tamaño relevante del grupo que le permite beneficiarse de economía de escala; ii) unas consolidadas ventajas competitivas en base a la gran capilaridad de su red, distintas líneas de servicios 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 mejorando en un escalón el perfil financiero.
- Por otro lado, la calificación se ve limitada por un perfil financiero marcado por el alto apalancamiento que se ve reflejado en unos ratios financieros debilitados destacándose principalmente una cobertura de intereses <3,5x y un PN/DFT <30% en promedio. Ontime ha experimentado un fuerte crecimiento desde 2021 que se ha venido financiando principalmente vía deuda, lo que ha resultado en un nivel de endeudamiento alto, que, con la subida general de los tipos de interés, impactó el perfil financiero.
- 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 actualmente en España y en menor medida en Portugal y Marruecos. Cuenta con una flota de 3.000 vehículos y 19 centros logísticos (naves) en la península ibérica. La compañía viene registrando una fuerte trayectoria de crecimiento orgánico e inorgánico que se prevé seguirá en 2024. Ontime cerró el ejercicio 2023 con una facturación de €751m (+18,5% YoY) y un EBITDA ajustado por EthiFinance Ratings de €134m (margen EBITDA del 17,8%). El ratio DFN/EBITDA ajustado se situó en 3,2x a final de 2023.

## Fundamentos

### Perfil de Negocio

#### Análisis del Sector

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

En España, el sector del transporte y de la logística de mercancías y paquetería está muy atomizado en base a la elevada presencia de distintas pequeñas empresas (el 90% del total tiene menos de 10 empleados). Adicionalmente a esto, cabe destacar la diferencia en cuanto a características de la industria del transporte de mercancías con la logística integral.

El transporte de mercancías por carretera se caracteriza por: i) una volatilidad media; ii) una rentabilidad baja a raíz de la elevada competencia y sensibilidad al precio de la gasolina; y iii) unas perspectivas de crecimiento de 2,6% anual entre 2024 y 2027 (*fuerza: Transport Intelligence*).

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

- **Industria con una exposición 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 se caracteriza por un fuerte crecimiento y un buen posicionamiento competitivo.**

La facturación del grupo pasó de €149m en 2019 a €751m a final de 2023 en base a un importante plan de crecimiento orgánico e inorgánico que se prevé seguirá en los próximos años. El tamaño de una empresa de transporte es un factor competitivo relevante para proponer una cobertura geográfica densa y beneficiarse de economía de escala y sinergias entre las distintas actividades de transporte y logística. Así, en España, Ontime se encuentra como el primer grupo de transporte por carreteras y el cuarto de logística integral detrás de DHL, Logista y Seur Geopost.

Como ventajas competitivas, destacamos la amplia presencia geográfica (centros logísticos, delegaciones) que permite ofrecer servicios dedicados al comercio electrónico y la entrega de última milla. En 2023, la compra de la compañía Capitrans permite posicionarse en el sector de las exportaciones de frutas y verduras por carreteras que se prevé crecer en España. La integración de Envalia permitió ampliar la red de distribución para la entrega de última milla.

Como factor limitante, señalamos su tamaño aún alejado frente a grandes grupos como DHL y Seur Geopost (filial del grupo francés La Poste).

- **Una dependencia con Mercadona que se va reduciendo.**

Con la compra de la compañía Acotral, Mercadona se convirtió en el principal cliente de Ontime desde 2022, lo que supone un riesgo de concentración. A pesar de ello, se considera que este se ve mitigado por i) una cláusula de preaviso de 3 años para la rescisión, una revisión mensual del precio para proteger el margen y un pago a 30 días para manejar el capital de trabajo; y ii) una progresiva reducción del peso de este cliente tras las adquisiciones. Las ventas con Mercadona representaron 52% de la facturación de Ontime en 2022, 44% en 2023 y se prevé reducir a 39% para 2024.

### Estructura Accionarial y Gobernanza

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

Ontime es filial en un 61% de Movicar Global Business, sociedad que tiene otras ramas de negocio y pertenece en un 100% al socio fundador D. Carlos Moreno. Ontime concentra un 94% de la facturación total de Movicar y un 69% de su deuda financiera total (DFT). Ambas sociedades mantienen una estrecha relación económica: Ontime alquila los vehículos y las naves que Movicar financia vía deuda, así mismo Movicar financia indirectamente algunas adquisiciones a través de préstamos intragrupo de forma previa a que Ontime las integre en su perímetro de consolidación. Desde EthiFinance Ratings, hemos reintegrados los arrendamientos operativos dentro de las cuentas para reflejar estos compromisos indirectos.

La potencial presión financiera que pueda ejercer Movicar sobre Ontime se mitiga por i) las cláusulas de limitación de remuneración de socio directo en los contratos financieros de Ontime, ii) la presencia de accionistas minoritarios en el capital de Ontime: fondo de inversión (Alantra 10%) y ejecutivos (29%) que limitan el poder de actuación del socio fundador y iii) una gobernanza corporativa con miembros independientes que tienen que aprobar operaciones con Movicar. Así, consideramos que Movicar no condiciona el rating de Ontime.

- **Un equipo gestor experimentado que mantiene una política financiera agresiva.**

D.Carlos Moreno, que actúa como CEO de la compañía desde 1991 presenta un extenso *expertise* en la compañía y la industria. Además, este se ve apoyado por un consejo de administración con miembros independientes con elevada experiencia de cara a impulsar la estrategia de crecimiento nacional e internacional.

Esta política de crecimiento implica recursos necesarios que se dan mediante una política financiera agresiva. En el pasado, cabe señalar que la activa política de M&A se financió mediante i) deuda bancaria, deuda de fondos y pagarés y ii) ampliaciones de capital en 2020 y 2021 mediante los cuales se incorporaron un fondo de inversión y ejecutivos de Ontime.

Para seguir con la estrategia de crecimiento, en julio 2024 se refinanció el contrato sindicado que prevé un nuevo

tramo para financiar capex orgánico e inorgánico. Se prevé también en 2024 cuatro adquisiciones por un total de €113m y una nueva ampliación de capital de €60m.

## Perfil Financiero

### Ventas y Rentabilidad

- Una trayectoria de crecimiento y de aumento del margen EBITDA.

La facturación creció tras las adquisiciones realizadas en 2023 y el dinamismo de las ventas no relacionadas con Mercadona. No obstante, el margen EBITDA cayó en 2022 tras la integración de Acotral, la compañía que cuenta con Mercadona como cliente y cuyo contrato presenta márgenes estrechos. En 2023, el margen EBITDA se mantuvo igual que en 2022. Para 2024, se prevé una facturación de €862m y un EBITDA de €145m que se fundamenta en un año entero de resultados de las compañías adquiridas en 2023, las compañías previstas a adquirir en 2024 (hemos considerado un EBITDA proforma para las compañías adquiridas), el aumento de los arrendamientos operativos estimados por EthiFinance Ratings y el mayor dinamismo comercial.

### Endeudamiento y Cobertura

- Un satisfactorio ratio de apalancamiento y un ratio de cobertura de interés débil.

En 2023, la DFT subió principalmente por los compromisos de arrendamientos operativos no cancelables que hemos reintegrado en la deuda financiera. Como resultado, el ratio DFN/EBITDA se mantuvo en un 3,2x. Para 2024, se prevé un nivel de 3,8x tras un escenario de mayor DFN explicado por las adquisiciones. El ratio EBITDA/intereses que se sitúa en 3,1x, nivel bajo, se explica por la mayor deuda financiera y especialmente el aumento de los tipos de interés durante el ejercicio. Para 2024 a pesar de que se estima una ligera mejora, se prevé que se mantenga en un nivel débil de 3,1x.

### Análisis de Flujo de Caja

- Una generación de cash flow operativo positiva que no cubre el nivel elevado de capex.

En 2023, Ontime presentó cash flow operativo positivo que se sustenta por el crecimiento de los resultados y una variación de capital de trabajo limitada pese a su fuerte crecimiento. No obstante, esta generación de caja no cubrió la intensiva actividad a nivel de inversiones, las cuales se financiaron mediante aportaciones de deuda. Para 2024, prevemos un cash flow libre todavía negativo, compensado por la ampliación de capital y el aumento de deuda. Es a partir de 2025 cuando se espera un cash flow libre positivo.

### Capitalización

- Una capitalización muy débil.

El ratio PN/DFT se encuentra por debajo de 30%. El nivel de 14,3% a final de 2023 se explica por el aumento de la deuda, principalmente los compromisos de arrendamientos operativos dado las importantes inversiones realizadas (naves por ejemplo). Para 2024 se prevé un nivel ligeramente mejor a 22% tras la ampliación de capital de €60m.

### Liquidez

- Ontime presenta una liquidez adecuada.

Si bien la tesorería existente no cubre todos los vencimientos de 2024, consideramos que parte de la deuda que vence a corto plazo, como la póliza de crédito y los pagarés se refinanciarán. Además, el grupo refinanció en julio 2024 su contrato sindicado que cuenta con un RCF ampliado a €50m. El objetivo del grupo es mantener un nivel de tesorería por encima de €100m.

## Modificadores

### Controversias

- En julio 2024 salió una noticia de una potencial huelga en Acotral por incumplimiento de la jornada laboral. Hasta ahora, esta no se ha materializado. Se prevé una huelga general del sector en octubre, la cual está más relacionada al sector que directamente a la compañía. **No consideramos que sean controversias relevantes para impactar el rating.**

### Riesgo País

- Ontime genera el 98% de su facturación en España no presentando un riesgo país según la clasificación de CESCE. **Resulta neutro para el rating.**

## Principales Magnitudes Financieras

Principales magnitudes. Millones de €						
	2022	2023	2024E	2025E	2026E	23vs22
Facturación	634	751	862	1.038	1.104	18,5%
EBITDA <sup>(1) (2)</sup>	114	134	145	168	181	17,5%
Margen EBITDA <sup>(1) (2)</sup>	18,0%	17,8%	16,8%	16,2%	16,3%	-0,1pp
EBIT	23	31	32	56	61	34,8%
Margen EBIT	3,6%	4,1%	3,7%	5,4%	5,5%	0,5pp
EBT	13	9	7	29	36	-30,8%
Total Activo	396	538	646	767	766	35,9%
Patrimonio Neto	72	76	141	162	189	5,6%
Deuda Financiera Total <sup>(1)</sup>	435	531	641	743	725	22,1%
Deuda Financiera Neta <sup>(1)</sup>	377	431	548	555	554	14,3%
PN/DFT <sup>(1)</sup>	16,6%	14,3%	22,0%	21,8%	26,1%	-2,2pp
DFN/EBITDA <sup>(1)</sup>	3,3x	3,2x	3,8x	3,3x	3,1x	-0,1x
Funds From Operations <sup>(1)</sup>	91	80	87	110	122	-12,4%
FFO/DFN <sup>(1)</sup>	24,3%	18,6%	15,9%	19,9%	22,0%	-5,7pp
EBITDA/Intereses <sup>(1)</sup>	5,3x	3,1x	3,1x	3,3x	3,6x	-2,2x

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

<sup>(2)</sup> EBITDA 2023 y 2024 proforma (12 meses de EBITDA de las compañías adquiridas) aumentando el EBITDA de €7m en 2023 y €9m en 2024.

## Credit Rating

Credit Rating	
<b>Perfil Negocio</b>	<b>BB</b>
<i>Análisis Sectorial</i>	<i>BB-</i>
<i>Ajuste ESG</i>	<i>Negativo</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>
<i>ESG Compañía</i>	<i>Positivo</i>
<b>Anchor Rating</b>	<b>BB-</b>
<i>Modificadores</i>	<i>No</i>
<b>Rating</b>	<b>BB-</b>

## Análisis Sensibilidad

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

- Factores positivos en el largo plazo (↑)

El rating podría subir si la compañía presenta de forma sostenida una facturación por encima de €1bn; mejor diversificación de ventas a nivel geográfico y menos proporción de la facturación con Mercadona en la facturación total; así como unos ratios financieros que muestren un positivo avanza: PN/DFT>30%; EBITDA/Intereses>5x; DFN/EBITDA<3x; FFO/DFN>20%.

- Factores negativos en el largo plazo (↓)

El rating podría bajar si se produce: una cancelación del RCF sindicado que da reserva de liquidez a largo plazo; una valoración ESG de la compañía superior a 1; o los ratios financieros empeoran: PN/DFT<20%; EBITDA/Intereses<2,5x; DFN/EBITDA>4x; FFO/DFN<15%).

## 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)
- 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