

Sidecu

Bono Senior Secured a 5 años

Una compañía cada vez más en forma

Emisiones	Vencimiento	Principal	Rating	Precio Medio	YTW	Z-Spread
Bono Senior Secured 6%	18/03/2020	55 M €	Axesor:BB	100,74	0,9%	129,8

Cifras principales

	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Ventas	43,7	46,0	48,0	51,4	55,6
EBITDA	15,5	16,7	17,1	18,5	20,2
FCL Operativo	8,0	7,2	9,0	8,2	10,9
Deuda neta	74,0	64,5	64,2	80,1	74,7
DNF/EBITDA	4,8x	3,9x	3,8x	4,3x	3,7x
EBITDA/Interes	3,3x	3,5x	3,2x	3,2x	3,7x
Mg EBITDA	35%	36%	36%	36%	36%

Fuente: Sidecu; estimaciones Arcano; FCL Operativo es el flujo de caja operativo minorado por las inversiones de mantenimiento

Emisión de un nuevo bono: Sidecu anunció el pasado 20 de enero su intención de emitir un nuevo bono por un importe de 70M€ para refinanciar el actual bono de 55M€ (el cual vence a finales de marzo) y permitir un pago de dividendos de 10M€. La recurrencia esperada del flujo de caja libre y un LtV estimado por debajo del 50%, facilitarán la emisión en un entorno de continua caída en las rentabilidades del mercado de crédito.

La refinanciación del bono se produce en un excelente momento para la compañía
Sidecu está completando las inversiones de Rivas, Santander y un gimnasio 24h en el IT20. En 2020 invertirá otros 5M€ adicionales en la puesta en marcha del centro deportivo de El Vasco en Oviedo, sin que de momento haya nuevos proyectos a realizar desde Sidecu ya que el enfoque inversor de los accionistas está puesto en Portugal a través de Duma (vehículo con la misma estructura accionarial que Sidecu). Estimamos un EBITDA cercano a los 20M€ a partir de 2021, con un flujo de caja libre después de inversiones de mantenimiento superior a los 10M€ (entre 7M€ y 9M€ en los últimos años). Desde un punto de vista crediticio, estimamos que el LtV (deuda neta sobre el valor de los activos) se sitúa por debajo del 50%, mientras que el ratio de apalancamiento se reducirá desde niveles de 4x hasta 2,6x a finales de 2025 pese a las inversiones en Duma para nuevos centros en Portugal y el pago de dividendos.

Sidecu es un líder en el sector de concesión de centros deportivos...

Sidecu es con 31 centros concesionales y 16 gimnasios 24 horas, uno de los principales operadores de centros deportivos en España. La compañía ha mantenido en los últimos 5 años un crecimiento total entre el 5% y el 10% en ventas. El interés que despierta el sector junto con la calidad en la gestión mostrada por el actual equipo gestor provocó la entrada en el accionariado del fondo inversor Portobello con el objetivo de acelerar el crecimiento de la compañía en un mercado que aún busca cerrar el diferencial de penetración existente con otros comparables europeos.

...con un modelo de negocio que ha mostrado fortaleza en márgenes...

La compañía apuesta por centros concesionales en localizaciones donde no compitan con centros similares y con un mínimo de población (y por tanto demanda) en un radio reducido. Al ser concesiones la compañía puede ofertar tarifas competitivas al no tener que soportar una inversión en suelo (o coste de alquiler) y gozar de un dilatado horizonte temporal para recuperar la inversión (en torno a los 40 años). Adicionalmente, la compañía construye sus propios centros minimizando los plazos y los costes, y con un enfoque en eficiencia energética, el principal gasto junto con el de personal. Dos tercios de la plantilla está a tiempo parcial, permitiendo gestionar caídas en la demanda y mantener una estabilidad en márgenes a lo largo del ciclo. En consecuencia, el margen de EBITDA ha mostrado una continua mejora en los últimos años desde el 34% a niveles por encima del 36% en 2018.

...en un entorno macroeconómico y social positivo para el crecimiento de la demanda de servicios deportivos

Históricamente, las ventas en centros deportivos muestran una elevada correlación con el empleo. Este ha mostrado una continua recuperación desde 2014 y esperamos que se mantenga en los próximos años, mostrando España un crecimiento mayor y más equilibrado que el de otros países de la eurozona. Adicionalmente existe una tendencia en los países desarrollados hacia una vida más sana, con un protagonismo de los gimnasios cada vez mayor. España muestra unos niveles de penetración del sector aún muy inferior al de otros países europeos (10% vs 20%), diferencial que esperamos siga cerrándose en los próximos años.

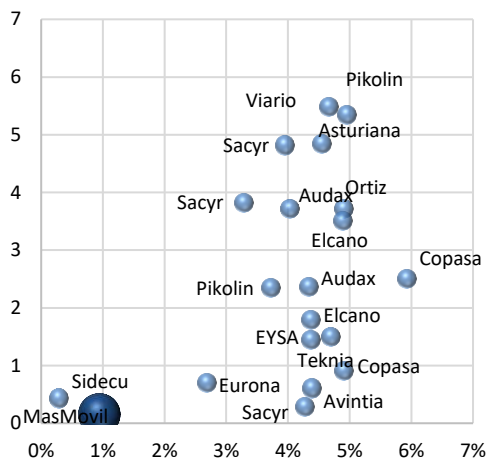
El equipo gestor apuesta por el crecimiento en Portugal a través de un vehículo paralelo en el que participará mediante inversiones en el capital

Las limitaciones del bono actual han llevado al equipo gestor a canalizar las inversiones en los nuevos centros portugueses (7 concesiones obtenidas y otras 10 potenciales) a través de Duma, una sociedad independiente pero con la misma estructura accionarial que Sidecu. Sidecu invertirá en el capital de Duma (para la financiación de los centros) y será el promotor y gestor de los mismos, lo que le permitirá ingresar comisiones por estos servicios.

Principales riesgos

El mayor riesgo se centra en el impacto que un fuerte deterioro de la economía y por tanto del empleo pudiesen tener en los ingresos y márgenes. Sin embargo, pensamos que el riesgo es limitado, dada la capacidad demostrada por la compañía para adaptarse a una corrección de la demanda como la sufrida en la pasada crisis. Incluso en ese escenario el principal impacto sería la limitación en inversiones fuera del vehículo. Otro riesgo es el derivado de la competencia por parte de centros low cost. Sin embargo, los centros concesionales han demostrado su fortaleza competitiva tras el incremento visto en centros low cost en los últimos años. Por último, la intención del nuevo gobierno de subir el salario mínimo interprofesional repercutirá en el gasto de personal, principal coste de la compañía. Sin embargo, estimamos que el impacto se sitúe por debajo del 1% del EBITDA para los próximos años con posibilidad de ser compensado por la compañía con futuras eficiencias y de repercutirse al abonado.

Vencimiento (años) vs YTW (%)



Fuente Bloomberg (22-ene-2020)

Rafael Rico
+34 913 532 140
rrico@arcanopartners.com

	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Pérdidas y Ganancias (M€)									
Prestación de servicios	43,6	45,6	47,5	50,6	54,6	55,1	55,7	56,2	56,8
Venta de mercaderías	0,1	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Comisiones de gestión	-	-	0,0	0,3	0,5	0,7	0,6	0,6	0,5
Ventas	43,7	46,0	48,0	51,4	55,6	56,4	56,8	57,3	57,8
Incr. (%)	7,9%	5,4%	4,3%	7,1%	8,2%	1,4%	0,8%	0,9%	0,8%
Personal	(18,5)	(19,0)	(19,9)	(21,2)	(22,8)	(23,1)	(23,3)	(23,4)	(23,6)
Otros gastos de explotación	(9,7)	(10,3)	(11,0)	(11,7)	(12,6)	(12,7)	(12,8)	(12,9)	(13,0)
EBITDA	15,5	16,7	17,1	18,5	20,2	20,6	20,7	21,0	21,2
Margen EBITDA	35,5%	36,3%	35,6%	35,9%	36,3%	36,4%	36,5%	36,6%	36,6%
EBIT	8,1	9,1	9,8	11,0	12,4	13,0	13,4	13,9	14,4
Resultados financieros netos	(5,4)	(5,5)	(5,8)	(6,4)	(6,0)	(5,8)	(5,7)	(5,3)	(5,0)
Impuestos	(0,8)	(0,9)	(1,0)	(1,2)	(1,6)	(1,8)	(2,0)	(2,2)	(2,4)
Beneficio Neto	1,9	2,7	3,0	3,4	4,8	5,4	5,8	6,4	7,0
Int. Minoritarios	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,4)	(0,4)
Beneficio Neto Atribuible	1,8	2,5	2,8	3,2	4,5	5,1	5,4	6,0	6,6
Balance (M€)									
Edificios y equipamiento	92,8	89,6	93,4	100,0	97,4	95,0	90,7	86,6	82,8
Concesiones	12,7	12,3	11,8	11,4	11,0	10,6	10,3	9,9	9,6
Otros activos fijos	17,0	15,2	14,2	13,3	12,4	11,6	11,0	10,3	9,7
Inversiones financieras a largo plazo	0,3	0,3	0,3	4,5	7,4	23,0	23,0	23,0	23,0
Otros activos corrientes	1,1	1,9	2,0	2,2	2,3	2,4	2,4	2,4	2,4
Caja e inversiones financieras a corto plazo	1,1	5,8	6,9	8,8	11,8	2,1	10,7	16,9	21,7
Total activos	125,0	125,1	128,6	140,0	142,5	144,8	148,0	149,2	149,2
Patrimonio neto	24,6	31,2	34,1	27,6	32,3	37,2	42,9	46,6	50,7
Deuda financiera	77,7	72,8	73,6	91,8	89,5	87,3	85,0	82,8	79,1
Deuda no financiera	13,1	12,4	12,0	11,7	11,3	11,0	10,7	10,4	10,1
Acreedores	7,4	6,6	6,8	7,0	7,3	7,4	7,4	7,4	7,4
Otros pasivos	2,1	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Total patrimonio neto y pasivo	125,0	125,1	128,6	140,0	142,5	144,8	148,0	149,2	149,2
Deuda Financiera Neta (DFN) ⁽¹⁾	74,0	64,5	64,2	80,1	74,7	82,3	71,4	63,0	54,4
Flujo de Caja (M€)									
EBITDA	15,5	16,7	17,1	18,5	20,2	20,6	20,7	21,0	21,2
Impuestos	(1,4)	(0,9)	(1,0)	(1,2)	(1,6)	(1,8)	(2,0)	(2,2)	(2,4)
Cambios FM	0,7	(1,8)	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros operativos	-	-	(0,6)	(0,7)	(0,7)	(0,7)	(0,7)	(0,8)	(0,8)
Inversiones de mantenimiento	(1,5)	(1,4)	(1,8)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)
Intereses	(5,3)	(5,3)	(4,7)	(6,5)	(5,0)	(4,7)	(4,6)	(4,3)	(5,4)
FCL Operativo	8,0	7,2	9,0	8,2	10,9	11,3	11,4	11,8	10,7
Inversiones de expansión	(9,4)	(3,7)	(7,9)	(14,8)	(5,0)	(17,6)	-	-	-
Desinversiones	0,6	2,3	-	-	-	-	-	-	-
FCL	(0,8)	5,9	1,1	(6,6)	6,0	(6,4)	11,4	11,8	10,7
Ratios									
DFN / EBITDA	4,8x	3,9x	3,8x	4,3x	3,7x	4,0x	3,4x	3,0x	2,6x
EBITDA / Intereses	3,3x	3,5x	3,2x	3,2x	3,7x	4,0x	4,2x	4,5x	4,8x
(EBITDA - Inversión Mant.) / Intereses	3,0x	3,2x	2,9x	2,8x	3,4x	3,6x	3,8x	4,0x	4,4x
FCL Oper. / Capital Invertido	6,9%	6,4%	7,8%	6,6%	8,9%	8,3%	8,8%	9,4%	8,9%
FCL Oper. / EBITDA	51,8%	43,3%	52,7%	44,6%	54,2%	54,8%	55,2%	56,2%	50,4%
FCL Oper. / Ventas	18,4%	15,7%	18,7%	16,0%	19,7%	20,0%	20,1%	20,5%	18,5%

Fuente: Cifras históricas de Sidecu, estimaciones de Arcano; FCL Operativo coincide con el Flujo de Caja Operativo de la compañía minorado por las inversiones de mantenimiento; el Capital Invertido incluye el patrimonio neto, los minoritarios, la deuda neta y otros pasivos

(1) Para más detalle sobre la definición de Deuda Financiera Neta ver desglose en la Fig. 70 (página 31)

INDICE

I.	TESIS DE INVERSIÓN.....	4
I.1.	La refinanciación del bono actual se vera soportada por la solidez de la compañía.....	4
I.2.	...así como un entorno de mercado más favorable.....	5
I.3.	...con un riesgo muy acotado para el bonista.....	5
I.4.	Sidecu es una de las principales compañías de centros deportivos en España.....	5
I.5.	... con un continuo crecimiento en beneficio operativo.....	6
I.6.	... gracias a la solidez del modelo de negocio.....	7
I.7.	... y al positivo entorno macroeconómico.....	7
I.8.	... lo que ha facilitado el progresivo desapalancamiento de la compañía.....	8
I.9.	La apuesta del equipo gestor por Portugal convertirá a Sidecu en uno de los principales operadores de la Península Ibérica.....	8
2.	UNOS COVENANTS MAS RESTRICTIVOS Y UN BAJO LTV FACILITARAN LA REFINANCIACION DEL BONO.....	9
2.1.	Estructura de la nueva emisión propuesta.....	9
2.2.	Análisis de LtV (Loan to Value; deuda financiera neta sobre el valor de los activos).....	9
3.	EL SECTOR DE CENTROS DEPORTIVOS EN ESPAÑA MANTIENE SU CRECIMIENTO.....	12
3.1.	Un sector favorecido por los cambios de hábitos de la sociedad.....	12
3.2.	Evolución del mercado en España.....	13
3.3.	Evolución del sector de gimnasios en Europa.....	15
3.4.	Entorno macro.....	16
4.	DESCRIPCIÓN DE SIDECU.....	18
4.1.	Resumen.....	18
4.2.	Modelo de negocio.....	19
5.	POSITIVA EVOLUCIÓN DE LAS OPERACIONES.....	22
5.1.	Las nuevas aperturas y la recuperación del consumo han permitido un crecimiento estable del beneficio en los últimos años.....	22
5.2.	...con una aceleración esperada de la generación de caja a partir de 2020.....	23
5.3.	...lo que permitirá mantener el apalancamiento en niveles razonables incluso en un escenario negativo para el sector.....	24
6.	APUESTA POR EL CRECIMIENTO EN PORTUGAL.....	25
6.1.	... a través de Duma, un vehículo de inversión externo a la compañía.....	25
6.2.	... gestionado y participado por Sidecu.....	27
7.	RIESGOS.....	28
8.	ANEXOS.....	30
8.1.	Estados financieros.....	30
8.2.	Tabla de centros concesionales de Sidecu.....	33
8.3.	Esquema habitual de concesión.....	34
8.4.	Tabla de centros concesionales en España.....	35

I. TESIS DE INVERSIÓN

I.1. La refinanciación del bono actual se vera soportada por la solidez de la compañía...

La compañía anunció el pasado 20 de enero su intención de emitir un nuevo bono de 70M€ que le permita compensar el próximo vencimiento del actual bono de 55M€ en marzo de 2020, pagar un dividendo de 10M€ y financiar nuevas inversiones.

Actualmente, la compañía presenta un LtV estimado inferior al 50%, lo que proporciona una excelente cobertura en caso de que haya algún problema inesperado con uno o varios centros. Estimamos el valor de los activos bajo tres metodologías (desarrolladas en el punto 2.2) a través de las cuales llegamos a similares conclusiones: transacciones comparables, comparables cotizados y descuento de flujos de caja. En nuestra opinión la primera de todas sería la más adecuada al basarse en transacciones para hacerse con los activos, sin verse afectada por la volatilidad de los mercados bursátiles o la necesaria discrecionalidad en la construcción de un descuento de flujos de caja.

Fig. 1: Análisis de LtV de Sidecu según distintas metodologías

Metodología	Criterio		Valoración (M€)		LtV (%)	
	Min	Max	Min	Max	Min	Max
Transacciones comparables	9,1 x EBITDA	10,4 x EBITDA	87,90	112,21	47,7%	41,6%
Descuento de flujos de caja	10% WACC / 0% G	6% WACC / 2% G	121,51	261,94	43,8%	26,5%
Comparables cotizados	13,3 x EBITDA	15,1 x EBITDA	164,40	197,72	36,5%	32,4%

Fuente: Arcano; los múltiplos EBITDA de comparables cotizados se refieren al EBITDA de 2020

Así mismo, el crecimiento operativo de Sidecu ha conllevado un importante aumento en su capacidad de generación de caja. Esperamos que la compañía cierre 2019 con un EBITDA de 17,1M€, un 41% por encima del obtenido en 2014 (referencia para la emisión del bono anterior) gracias al crecimiento en nuevas concesiones. En nuestras cifras estimamos un crecimiento del 18% hasta los 20,2 M€ en 2021, fruto de las concesiones obtenidas en 2018 (Rivas y Santander), así como dos gimnasios 24h y el centro deportivo de El Vasco. A partir de 2022, asumimos un cierto aplanamiento al no incluir crecimiento en centros o abonados y un incremento de las tarifas del 1%.

Fig. 2: Evolución estimada de las principales indicadores y ratios financieros

Datos en M€	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Ventas	46,0	48,0	51,4	55,6	56,4	56,8	57,3	57,8
EBITDA	16,7	17,1	18,5	20,2	20,6	20,7	21,0	21,2
Mg EBITDA	36,3%	35,6%	35,9%	36,3%	36,4%	36,5%	36,6%	36,6%
Inversión mantenimiento	1,4	1,8	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Inversión expansión	3,7	7,9	10,6	2,0	2,0	-	-	-
Aportaciones a Duma	-	-	4,2	3,0	15,6	-	-	-
Dividendos	(0,1)	-	(10,0)	-	(0,5)	-	(2,7)	(3,0)
FCL Operativo	7,2	9,0	8,2	10,9	11,3	11,4	11,8	10,7
Deuda financiera neta (DFN)	64,5	63,9	80,1	74,7	82,3	71,4	63,0	54,4
DFN/EBITDA	3,9x	3,8x	4,3x	3,7x	4,0x	3,4x	3,0x	2,6x
EBITDA/Intereses	3,5x	3,2x	3,2x	3,7x	4,0x	4,2x	4,5x	4,8x

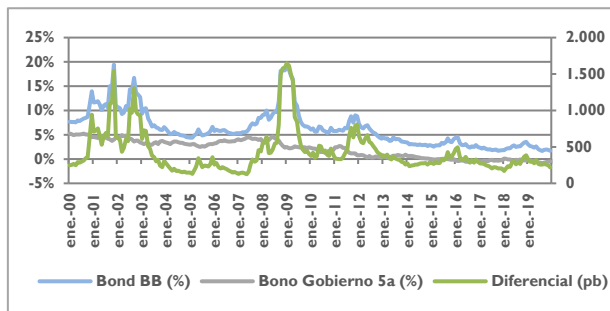
Fuente: Arcano; el FCL Operativo es el Flujo de Caja Operativo minorado por las inversiones de mantenimiento

Por último, la estructura societaria cambió a finales de 2017 con la entrada de Portobello, entidad de capital riesgo que se hizo con el 51% de la entidad mediante la compra de participaciones y una ampliación de capital de 5M€ que permitirán a la compañía acometer las inversiones de Rivas y Santander. La capacidad inversora de los nuevos accionistas refuerza el perfil crediticio de la compañía de cara al crecimiento futuro y eventuales necesidades de capital.

1.2. ...así como un entorno de mercado más favorable...

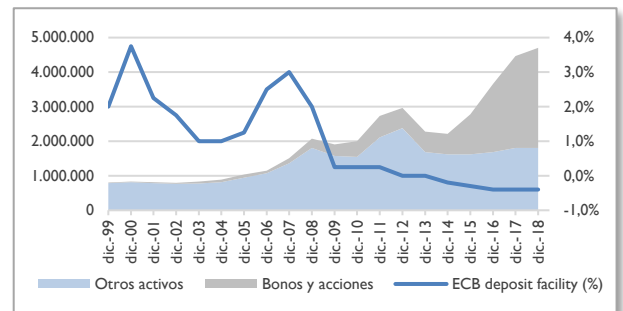
El actual entorno de tipos es favorable para la emisión de deuda. En los últimos 10 años hemos asistido a una progresiva caída en las rentabilidades del mercado de crédito derivada de la política expansiva del BCE. No sólo se espera que la tasa de depósito se mantenga en negativo a lo largo de 2020 sino que se esperan tipos en mínimos durante los próximos años dado que las expectativas de inflación también siguen en niveles muy reducidos. El Consejo de Gobierno del BCE anunció el pasado noviembre que se retoma la compra de activos, los cuales incluyen bonos soberanos y bonos corporativos, a un ritmo de 20Bn€ al mes. Esto implicará un aumento de la demanda inversora en productos de crédito y por tanto presión al alza en precios. Los bajos tipos de los bonos soberanos seguirán animando a los inversores a optar por bonos de mayor riesgo en busca de rentabilidad, aumentando así también la demanda inversora en este segmento del mercado de crédito.

Fig. 3: Evolución en la zona euro de los bonos BB y la deuda gobiernos a 5 años



Fuente: Bloomberg; Índices "ICE BofA BB Euro High Yield" y "Euro Generic Govt Bond 5 Year"

Fig. 4: Balance y facilidades de depósito del BCE



Fuente: BCE (Banco Central Europeo); datos en M€

1.3. ...con un riesgo muy acotado para el bonista

En nuestra opinión el principal riesgo es el de demanda en caso de que ocurra una crisis económica, ya que entendemos que los riesgos regulatorios no son relevantes para el sector (no lo han sido en el pasado) y se centran más en la posibilidad de no renovación de las concesiones que en la cancelación de la misma.

Así, en el punto 5.3 hemos analizado el impacto que tendría asumir un escenario de caída de la demanda y márgenes similar al sufrido por la compañía entre los años 2008 y 2013 (-20% en ventas y -270pb en margen EBITDA). La conclusión es que el FCL de las Operaciones (flujo de caja libre calculado como el Flujo de Caja Operativo menos la inversión de mantenimiento) se mantendría cerca de los 7M€ al final de 2025 (salvo el último año por los costes de refinanciación del bono) y el ratio de DFN/EBITDA se mantendría en niveles de 4x, siendo el principal impacto la limitación en la capacidad de la compañía para realizar pagos restringidos (dividendos o inversiones en Duma).

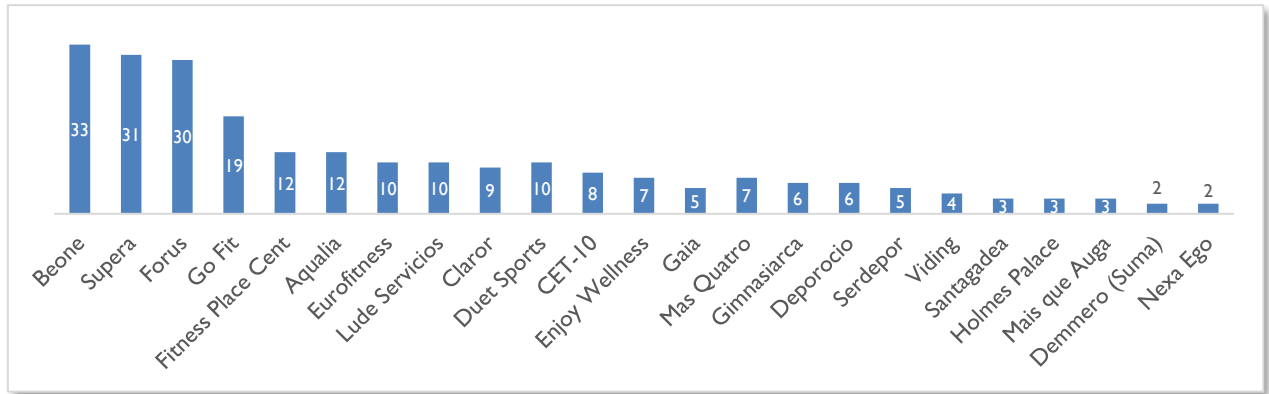
Fig. 5: Generación de caja y apalancamiento en el escenario negativo

	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Hipótesis							
Crecimiento Ventas	4,3%	7,1%	(1,7%)	(4,5%)	(5,1%)	(5,0%)	(5,0%)
Mg EBITDA	35,6%	35,9%	35,6%	35,1%	34,4%	33,8%	33,2%
Generación de caja y apalancamiento							
FCL de las Operaciones (M€)	9,0	8,2	9,2	8,5	7,8	7,2	5,2
DFN/EBITDA	3,8x	4,3x	4,3x	4,4x	4,3x	4,2x	4,0x

Fuente: Arcano; la menor generación de caja en 2025 se ve afectada por los costes de refinanciación del bono

1.4. Sidecu es una de las principales compañías de centros deportivos en España...

Sidecu es una compañía dedicada a la construcción y gestión de centros deportivos. Gestiona 31 centros deportivos a lo largo de la geografía española (salvo uno en Portugal) bajo la marca Supera con cerca de 170.000 miembros, así como 16 gimnasios Supera 24h con más de 7.000 abonados a principios de 2020.

Fig. 6: Número de centros deportivos concesionales por operador en España

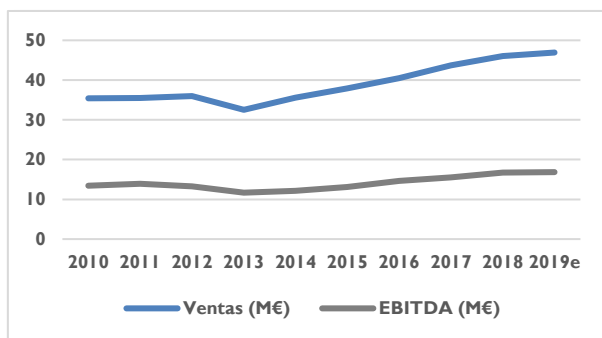
Fuente: CMD (marzo de 2019), ajustado por la compra de 6 centros de Santagadea por parte de Forus, 2 aperturas de Forus, 2 de BeOne, 2 de Supera (Santander y Rivas) y dos de GoFit

La compañía se fundó en 1993 en La Coruña y desde entonces ha apostado por una estrategia de crecimiento orgánica que incluye la apertura de un nuevo centro en Rivas en el IT20, la renovación en 2020 de un centro en Santander (adjudicado en 2019 y actualmente operativo), la apertura de un nuevo gimnasio 24 horas en Valencia (también en el IT20) y la apertura de un centro deportivo en Oviedo. Casi la totalidad de sus centros deportivos funciona bajo el régimen de concesión. Los centros operan bajo contratos de concesión otorgados por municipios, con una vida media restante de 30 años y una estructura de precios ligada al IPC. La mayor parte de los ingresos provienen de las suscripciones mensuales de los usuarios (87%), siendo buena parte de estos abonos familiares.

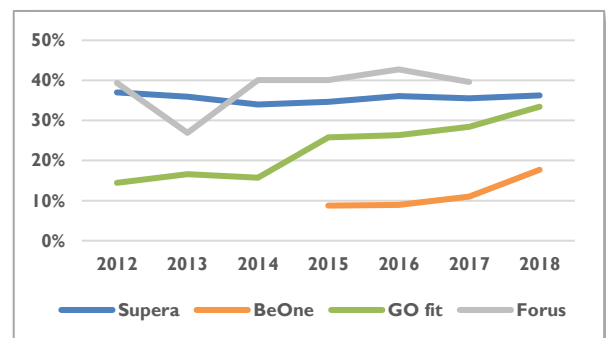
1.5. ... con un continuo crecimiento en beneficio operativo...

En los últimos 5 años, los resultados han mostrado un crecimiento constante gracias a la obtención de nuevas concesiones (Areiro, Mar de Plata y Miraflores), así como a la mayor madurez de las concesiones que abrieron sus puertas en 2013 (Chiclana, Marbella, Guadalajara y Valdemoro) y a la apertura de 15 gimnasios Supera 24h.

No sólo se producía un creciente número de abonados, sino que las mejoras en eficiencia (principalmente energéticas) implementadas en los nuevos centros y la capacidad de gestión de la compañía (especialmente de plantilla, con dos tercios a tiempo parcial) conseguía compensar el impacto de la subida del IVA (del 8% al 21% en 2012) en la demanda, manteniendo los márgenes en un rango estable. Esta capacidad de gestión es diferencial dentro de la industria, lo que se ha traducido en una mayor estabilidad en márgenes.

Fig. 7: Evolución operativa de Sidecu

Fuente: Sidecu; estimaciones Arcano

Fig. 8: Mg EBITDA de Sidecu y comparables

Fuente: Compañías; Supera es la marca comercial de Sidecu, BeOne de Servicio y GO fit de Ingesport

El tamaño alcanzado por Sidecu y la experiencia acumulada en estos años le ofrece ventajas adicionales. Por un lado, la construcción de los centros es gestionada directamente por la propia compañía, optimizando plazos y costes. Por otro, le permite llevar a cabo acuerdos estratégicos con proveedores de tecnología deportiva, reduciendo los costes de adquisición de los equipos.

1.6. ... gracias a la solidez del modelo de negocio...

El modelo concesional ofrece importantes barreras de entrada vs la fuerte penetración de los gimnasios low cost en los últimos años:

1. Buenas localizaciones (suelos municipales) a bajo coste, ya que se paga un canon anual que suele estar entorno a los 30.000 euros, muy por debajo de un coste de alquiler (c3% de los costes en las concesiones vs c20% para los gimnasios privados).
2. Amplia oferta deportiva gracias a al tamaño de las instalaciones (6.000m²-8.000m²), con alta capacidad de usuarios (5.000-10.000 usuarios) e instalaciones acuáticas que permite suavizar la estacionalidad de los ingresos que los periodos vacacionales provocan en los gimnasios.
3. Precios competitivos acordados en el marco de la concesión (y rentables al no existir un coste de alquiler), incluyendo el abono familiar que ofrece una oferta muy competitiva para familias.

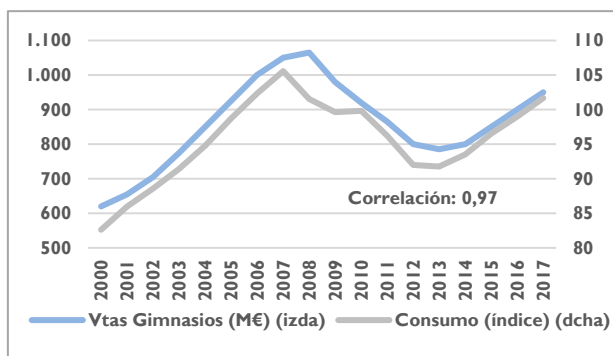
Particularmente, la compañía ha desarrollado ventajas competitivas al ser el constructor de sus propios centros (diferencial vs otros competidores) y gracias a su apuesta en eficiencia energética en la construcción de los centros, el principal coste después del de personal. El hecho de que sólo un tercio de la plantilla esté a tiempo completo, ofrece una gran flexibilidad a las operaciones de la compañía, permitiéndole gestionar los momentos de debilidad de la demanda y dando una mayor estabilidad en márgenes a lo largo del ciclo.

Así, la compañía ha mostrado su capacidad para gestionar sus concesiones en un entorno de mayor agresividad de la competencia por parte de los gimnasios low cost en los últimos años. Esperamos que en los siguientes años el entorno sea más favorable con un consumo que se mantiene al alza y la progresiva concentración del sector.

1.7. ... y al positivo entorno macroeconómico...

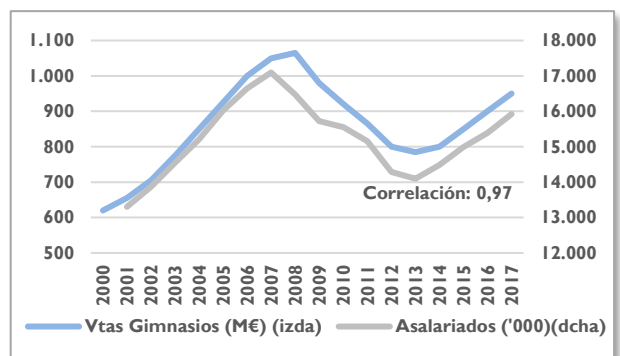
La suscripción a gimnasios está correlacionada con el empleo y el consumo. La mejora en el empleo y las expectativas de estabilidad en el mismo, soportan una mayor propensión a un gasto que cada vez se ve más como una necesidad relacionada con la salud.

Fig. 9: Ventas de gimnasios en España vs consumo



Fuente: DBK y Banco de España

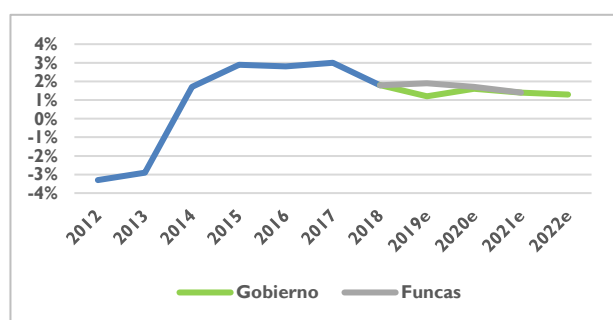
Fig. 10: Ventas de gimnasios en España vs empleo



Fuente: DBK y Banco de España

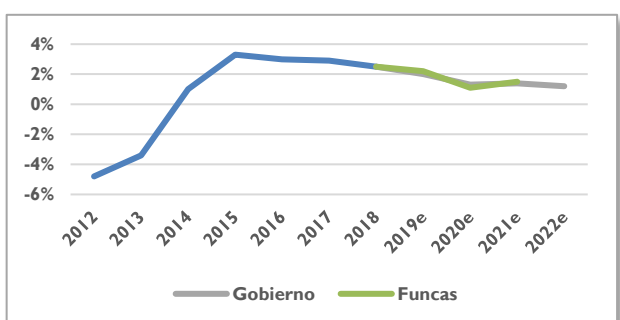
Tras la sólida recuperación mostrada por la economía española, se mantienen expectativas positivas de crecimiento del consumo y el empleo. Estimamos que esta positiva evolución, junto con una mejora de los hábitos de vida, mantendrá una tendencia alcista en el número de abonados a centros deportivos.

Fig. 11: Estimación del consumo nacional privado



Fuente: Banco de España (dic 19) y Funcas (oct 19)

Fig. 12: Estimación del empleo

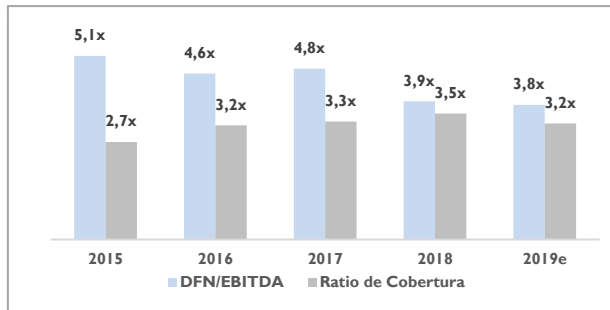


Fuente: Banco de España (dic 19) y Funcas (oct 19)

1.8. ... lo que ha facilitado el progresivo desapalancamiento de la compañía

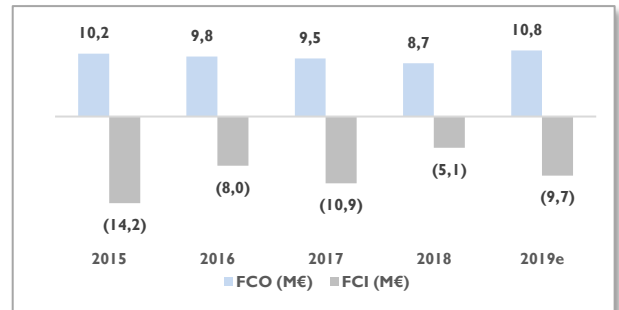
La solidez y estabilidad del flujo de caja operativo gracias a la buena gestión de las operaciones de la compañía, ha permitido mantener el esfuerzo inversor en nuevos centros deportivos a la vez que alcanzar una progresiva reducción del apalancamiento en línea con los compromisos del actual bono.

Fig. 13: Evolución apalancamiento Sidecu



Fuente: Sidecu

Fig. 14: Flujo de caja operativo y de inversiones de Sidecu



Fuente: Sidecu

Si bien la mayor reducción mostrada en 2018 es debida a la entrada de Portobello en el accionariado (que incluyó una ampliación de capital de 5M€), las cifras muestran que la reducción del apalancamiento no ha sido mayor en la medida en que la compañía ha mantenido su estrategia de crecimiento en centros deportivos. Desde un punto de vista de perfil crediticio, la compañía tendría la capacidad de acelerar la reducción de la deuda mediante la paralización de nuevas inversiones, dado que a futuro los centros en marcha requerirán una inversión de mantenimiento cercana a los 2 M€, dejando el flujo de caja libre para los próximos años por encima de los 10M€ (ver Fig.2).

1.9. La apuesta del equipo gestor por Portugal convertirá a Sidecu en uno de los principales operadores de la Península Ibérica

Sidecu (así como otros competidores nacionales como Ingesport o Forus) está apostando por el crecimiento en Portugal, un país con gran atractivo gracias a la menor penetración de este tipo de centros y a la mejora económica que está experimentando en los últimos años.

Sidecu ya cuenta con un centro en funcionamiento, Supera Areeiro, el cual ha mostrado un excelente rendimiento desde su inauguración. El margen EBITDA se sitúa cercano al 50%, siendo de los mayores alcanzados por los centros concesionales de la compañía, gracias en buena medida al menor coste laboral existente en el país luso.

Dadas las limitaciones a la deuda financiera bruta impuestas por el bono, el equipo gestor está canalizando sus inversiones a través de un vehículo independiente denominado Duma, habiendo recibido la autorización para 7 nuevos centros, mientras avanza en la obtención de otros 10 centros adicionales.

Sidecu operará como gestor de los nuevos centros tanto para su construcción inicial como para su gestión posterior, lo que estimamos reportará cerca de 3M€ en los próximos 5 años y un ingreso recurrente de unos 0,5M€ a partir de entonces. Parte de la financiación de las obras se realizará con ampliaciones de capital suscritas por Sidecu, siempre que se cumplan los covenants de inversiones marcados.

2. UNOS COVENANTS MAS RESTRICTIVOS Y UN BAJO LTV FACILITARAN LA REFINANCIACION DEL BONO

2.1. Estructura de la nueva emisión propuesta

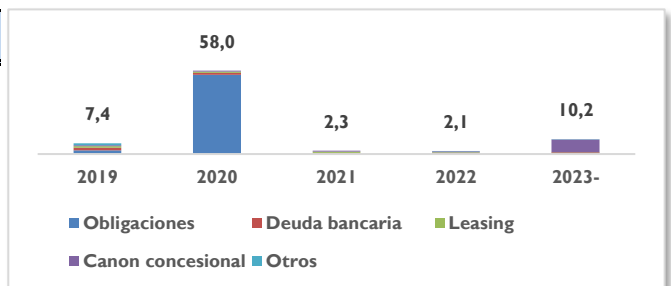
La financiación de Sidecu está principalmente basada en el bono actual, un 67% de su deuda financiera que asciende hasta el 77% si excluimos la obligación financiera surgida de los cánones concesionales y hasta el 85% excluyendo la deuda sin recurso a la matriz (principalmente financiación de proyecto). El coste medio se sitúa en el entorno del 6%, situándose los vencimientos principales en 2020 vinculados al bono.

Fig. 15: Estructura de deuda (Dic-18)

Tipo deuda	Con recurso	Sin recurso	Total	Peso
Obligaciones	54,4	2,6	57,0	67%
Deuda bancaria	5,8	6,1	11,9	14%
Leasing	3,5	0,2	3,7	4%
Canon concesional		11,5	11,5	14%
Otros	0,3	0,9	1,2	1%
Total	63,9	21,3	85,2	100%

Fuente: Sidecu; datos en M€

Fig. 16: Vencimientos de deuda (Dic-18)



Fuente: Sidecu

De cara al vencimiento del bono el próximo 18 de marzo de 2020, Sidecu anunció el pasado 20 de enero que emitirá 70M€ en obligaciones Senior Secured con vencimiento en 2025. Dicha cantidad permitirá financiar la cancelación del bono de 55M€ emitido en 2015 y pagar un dividendo a los accionistas de 10M€.

El pago de inversiones estará sujeto a una estructura de covenants más restrictiva que la existente en el bono actual, en el que se establece una ratio de apalancamiento de 4x para toda la vida del bono. En nuestra opinión esta estructura tiene sentido dada la generación de caja esperada y dado que el crecimiento en Portugal (y por tanto la mayor parte de las inversiones) se realizará a través de un vehículo situado fuera del perímetro del bono. Aunque la estructura accionarial sea la misma, el vehículo portugués (Duma) no es actualmente una filial de Sidecu y aunque a futuro Sidecu suscribirá ampliaciones de capital de Duma, entendemos que dichas participaciones no formarán parte del perímetro restringido del bono.

Fig. 17: Ratio de apalancamiento definido para la estructura de covenants

	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
DFN/EBITDA (Bono 2020)	4.5x	4.5x	4.0x	3.8x	3.5x

Fuente: Sidecu

Adicionalmente, se limita el dividendo a distribuir al 50% del beneficio del año anterior vs la posibilidad del bono actual de pagar hasta el 100% en caso de cumplirse con determinados ratios de apalancamiento (75% si el ratio DFN/EBITDA está entre 3,75% y 4,25% y el 100% si está por debajo del 3,75%). Si bien la compañía no ha dado más detalles en su hecho relevante, asumimos que la estructura de garantías será similar a la del bono existente (acciones de las principales filiales, derechos de crédito y cuentas bancarias).

2.2. Analisis de LtV (Loan to Value; deuda financiera neta sobre el valor de los activos)

Una de las formas de cuantificar el riesgo de crédito está el peso de la deuda sobre el total de activos que la respaldan. Si bien el importe de la deuda es fácil de definir, el valor de los activos depende de cómo se analicen y las hipótesis utilizadas. A continuación, hacemos una estimación a través de tres metodologías.

Metodología I: Transacciones en mercado

Una de las formas de valorar una compañía es ver cuánto se ha pagado en transacciones sobre compañías similares, si bien el múltiplo pagado se verá afectado en cada operación por múltiples motivos: expectativas de crecimiento, calidad de los activos, posicionamiento, sinergias con el comprador...

En el caso de Sidecu, pensamos que tiene más sentido tomar como referencia la compra por parte de Portobello del 51% de la compañía en noviembre de 2017. Temporalmente no está demasiado alejada en el

tiempo y es obvio que es una referencia más directa que otras operaciones que se hayan hecho en el mercado.

Si bien el precio pagado a los accionistas no se hizo oficial, simultáneamente se llevó a cabo una ampliación de capital por el 5,7% con un precio de suscripción que valoraba los recursos propios en 88M€. Con este precio como referencia, el múltiplo de EV/EBITDA pagado sobre las cifras de 2017 y 2018 fue de 10,4x y 9,1x respectivamente. Este múltiplo no sería agresivo a la vista de las últimas transacciones realizadas en el mercado, con múltiplos claramente por encima de 10x (salvo en el caso de compañías de pequeño tamaño) al igual que los múltiplos de cotización de comparables (como recogemos en la Metodología 3).

Fig. 18: Múltiplos pagados por comparables

Fecha	Compañía	Pais	Comprador	Importe (M€)	EV/EBITDA	Mg EBITDA
12-12-19	Fitness World	Dinamarca	Pure Gym Limited	415	10,7x	21,3%
05-07-18	EasyGym	Reino Unido	The Gym Group Plc	28	5,7x	33,3%
18-05-18	Club Company	Reino Unido	Epiris LLP	184	22,9x	16,1%
03-11-17	Pure Gym	Reino Unido	Leonard Green & Partners, L.P.	540	21,8x	17,2%
15-09-17	Competition Line	Reino Unido	The Gym Group Plc	23	5,9x	26,9%
				Media	13,4x	23,0%
				Mediana	17,4x	19,7%

Fuente: Estimaciones de Arcano

Aplicando dichos ratios a nuestras estimaciones de 2020 de EBITDA de 18,5M€ y de deuda financiera neta de 80,1M€, el LtV se situaría entre 42% y 48%.

Metodología 2: descuento de flujos de caja

Bajo esta metodología, hemos analizado el valor actual de los flujos futuros de la compañía en base a su actual plan de negocio. Asumiendo un crecimiento a largo plazo (G) del 2%, los flujos han sido descontados a una tasa de descuento (WACC) del 7%, que asume un coste de los recursos propios del 12,5% basado en una rentabilidad libre de riesgo del 4%, una prima de mercado del 7,1% y una beta de 1,2.

Fig. 19: Valoración por descuento de flujos de caja

Datos en M€	2020	2021	2022	2023	2024	Posterior
EBIT	11,0	12,4	13,0	13,4	13,9	13,9
Amortización	7,4	7,8	7,6	7,4	7,1	7,1
Impuestos	(2,8)	(3,1)	(3,2)	(3,3)	(3,5)	(3,5)
Capex	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(7,1)
WC	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	-
Flujo de caja	13,8	15,2	15,3	15,4	15,5	10,4

Valor terminal	WACC	7,1%	Valoración
Crecimiento perpetuo	2,0%	Coste deuda	6,0%
Valor residual	208,5	Coste recursos propios	12,5%
Valor residual (actual)	147,9	% Deuda	67%
Múltiplo EBITDA implícito	10,1x	% Recursos Propios	33%
		Valor terminal (actual)	147,9
		Valor actual de los FC	61,3
		EV implícito (2020)	289,3
		Múltiplo EBITDA implícito	15,7x

Fuente: Estimaciones de Arcano;

Asumiendo distintos escenarios de crecimiento (G) y tasa de descuento (WACC), el ratio de LtV se sitúa por debajo del 45%.

Fig. 20: Valor presente de los flujos futuros

	WACC				
	6,0%	7,0%	8,0%	9,0%	10,0%
G 0%	193,1	167,7	148,6	133,6	121,5
1%	220,6	186,7	162,3	143,8	129,4
2%	261,9	213,2	180,5	157,0	139,3

Fuente: Estimaciones de Arcano

Fig. 21: LtV de la compañía según distintas hipótesis

	WACC				
	6,0%	7,0%	8,0%	9,0%	10,0%
G 0%	33%	36%	39%	41%	44%
1%	30%	34%	37%	40%	42%
2%	27%	31%	34%	38%	40%

Fuente: Estimaciones de Arcano

Metodología 3: Comparables cotizados

La comparativa con compañías cotizadas permite entender el múltiplo que el mercado está dispuesto a pagar, si bien no existe un número suficiente de comparables cotizados y estos presentan una importante dispersión en múltiplos.

Teniendo en cuenta esta matización y tomando como referencia el rango de EV/EBITDA de 2019-2020 (12,5x y 14,7x) y nuestras estimaciones de EBITDA y DFN para 2020 (18,5M€ y 80,1M€ respectivamente), alcanzaríamos unos ratios de LtV entre 32% y 37%.

Fig. 22: Comparables cotizados

Nombre	Ticker	Pais	Capitalización (M€)	EV/EBITDA 2019	EV/EBITDA 2020	Mg EBITDA 2019	Mg EBITDA 2020
Basic Fit	BFIT NA	Holanda	1.883	13,2x	11,3x	34%	36%
Gym Group	GYM LN	Reino Unido	504	9,4x	8,8x	37%	37%
Planet Fitness	PLNT US	EE.UU.	6.453	27,4x	24,4x	41%	42%
Sats	SATS NO	Noruega	420	10,2x	8,5x	10%	12%
Promedio				15,1x	13,3x	30%	32%

Fuente: Bloomberg (22-enero-2020)

3. EL SECTOR DE CENTROS DEPORTIVOS EN ESPAÑA MANTIENE SU CRECIMIENTO

3.1. Un sector favorecido por los cambios de hábitos de la sociedad

La tendencia general en los países desarrollados es hacia una vida más sana. La mayor esperanza de vida gracias a los avances médicos, las mayores rentas disponibles y una presión social a tener un aspecto más saludable, han soportado una mejora en los hábitos deportivos de la población. Dicha mejora ha sido más patente en los segmentos de población más joven, en aquellos con una mayor formación cultural (vinculada a un mayor poder adquisitivo) y en el de las mujeres, vinculada a una mayor incorporación de la mujer al trabajo y a la creciente igualdad alcanzada.

Fig. 23: Personas que practican deporte semanalmente en España

	2010	2015	Dif
Hombres	45,4%	50,4%	500pb
Mujeres	28,8%	42,1%	1330pb
De 15 a 24 años	57,9%	76,1%	1820pb
De 25 a 54 años	40,2%	53,2%	1300pb
De 55 y más años	22,2%	26,0%	380pb
Educación primaria, secundaria	33,2%	39,4%	620pb
Educación superior o equivalente	54,9%	64,1%	920pb
Total	37,0%	46,2%	920pb

Fuente: Ministerio de Cultura y Deporte; Anuario de Estadísticas Deportivas 2019

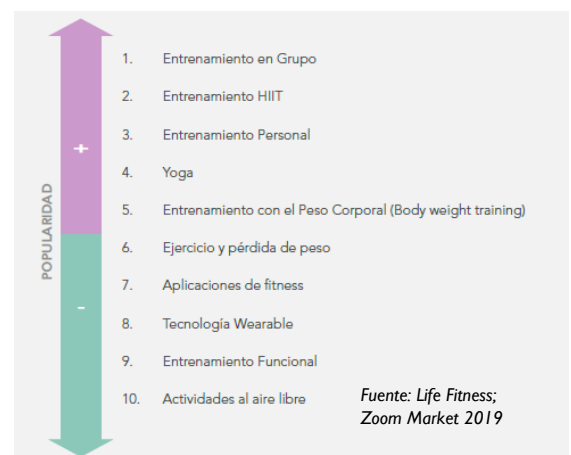
Dicha mejora en la práctica de deporte se ha canalizado hacia la práctica de deportes al aire libre (correr, ciclismo,...) o en gimnasios, con vistas a la práctica de estilos más vinculados a la mejora de la condición física que a deportes competitivos.

Fig. 24: Evolución del porcentaje de personas que va a gimnasios y tendencias en los servicios demandados

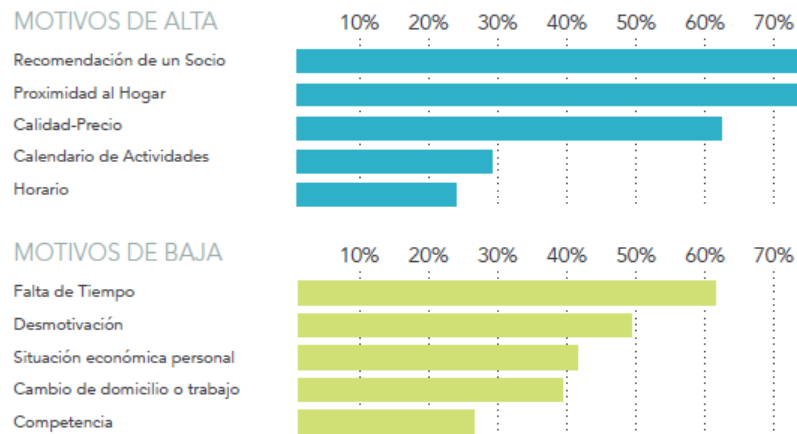
	2010	2015	Dif
Gimnasios privados	12,7%	23,1%	10,4%
Otras instalaciones o clubs deportivos privados	17,8%	12,1%	-5,7%
Gimnasio público		13,2%	
Otras instalaciones o clubs deportivos públicos (1)	51,3%	17,9%	-20,2%
Espacios abiertos de uso libre	44,9%	69,9%	25,0%

Fuente: Ministerio de Cultura y Deporte; Anuario de Estadísticas Deportivas 2019; (1) En 2010 no se diferenció entre gimnasios públicos y otras instalaciones públicas, si bien estimamos una evolución similar a la de los privados

Fig. 25: Servicios más demandados



Una vez tomada la decisión de apuntarse a un gimnasio, los principales motivos para la elección de gimnasio son principalmente la recomendación de un conocido, la cercanía a casa y la relación calidad precio. Sin embargo, los motivos de baja son algo más reñidos destacando la falta de tiempo y desmotivación como los más relevantes, seguido de la situación económica. Curiosamente el horario es el quinto motivo de elección de centro, pero la falta de tiempo es el principal motivo de baja, lo que crea una oportunidad para los gimnasios con mayor horario de apertura. También es habitual el cambio de centro, provocado por un entorno muy competitivo, donde cada vez más se van eliminando las cláusulas de permanencia.

Fig. 26: Principales motivos de alta y baja de los centros deportivos

Fuente: Life Fitness; Zoom de mercado 2019

3.2. Evolución del mercado en España

En el mercado español operaban 4.650 gimnasios en 2018 (cerca de 180 se habrían abierto en 2019, un +3,9%), con un volumen de ventas de 2.291M€ y con crecimientos en torno al 2% en los últimos años. Sin embargo, la elevada competencia existente y el aumento de los gimnasios low cost, han mantenido los ingresos por abonado estables en los últimos años.

Fig. 27: Evolución de las ventas, centro y suscriptores de gimnasios en España

	2014	2015	2016	2017	2018
Facturación (M€)	2.134	2.130	2.171	2.235	2.291
% crecimiento		(0,2%)	1,9%	2,9%	2,5%
Nº centros (ud)	4.300	4.350	4.435	4.520	4.650
% crecimiento		1,2%	2,0%	1,9%	2,9%
Nº de afiliados (miles)	4.900	4.941	5.060	5.200	5.330
% crecimiento		0,8%	2,4%	2,8%	2,5%
Facturación media por abonado (€)	36,3	35,9	35,8	35,8	35,8

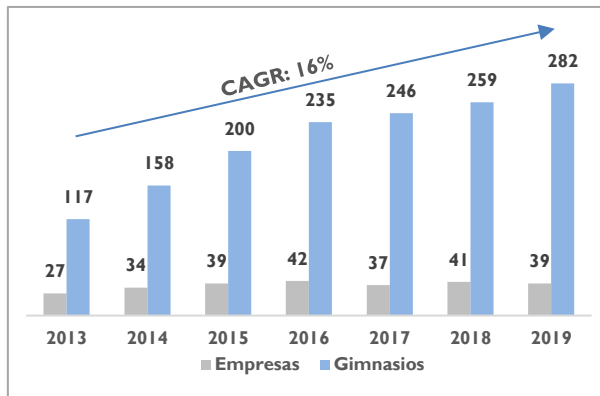
Fuente: Deloitte (European Health & Fitness Market)

El sector ha estado históricamente fragmentado por lo que, unido a las dinámicas comentadas, se está viendo envuelto en un claro proceso de transformación con un incremento en la entrada de cadenas de low cost a costa de los gimnasios de barrio (los cuales han tenido que reenfocarse a gimnasios especializados o boutiques como alternativa para subsistir) y un continuo proceso de fusiones y compraventas (27 centros cambiaron de manos en 2018 y 40 en 2019).

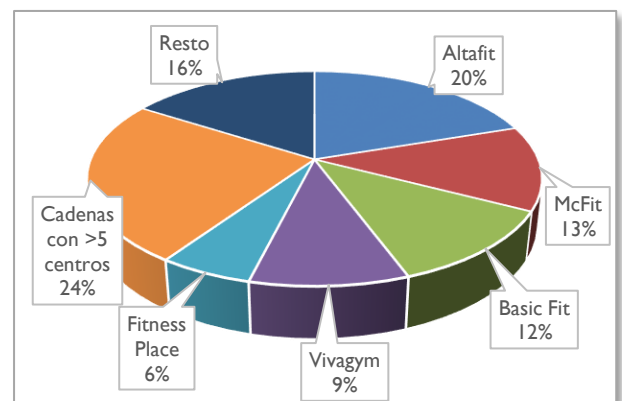
Esta transformación no ha pasado desapercibida para los inversores financieros, como demuestran las diversas entradas de fondos de Private Equity en el sector con una visión de crear líderes en el medio plazo (Portobello en Sidecu, Ei en Basic-fit ó Torreal y Mutua Madrileña en Go Fit).

Desde el punto de vista de precios, el mercado se puede dividir entre los siguientes:

- Low Cost (precios por debajo de 30€):
 - Este segmento tuvo una fuerte entrada en el mercado español a raíz de la crisis económica, intentando captar al público en general con unas tarifas agresivas. A diferencia del segmento concesional, no tienen piscina y no suelen ofrecer spa.
 - Tras unos años de menor crecimiento (afectado por el aumento del IVA al 21%) está volviendo a crecer a ratios del 10% en el número de centros. A principios de 2019 había cerca de 40 operadores (los seis primeros acumulaban una cuota del 65% en número de centros), gestionando más de 280 instalaciones.
 - La competencia entre cadenas y por parte de los centros públicos, obliga a mejorar la calidad de sus ofertas e instalaciones, penalizando los márgenes de beneficio.

Fig. 28: Crecimiento del número de empresas y gimnasios low cost

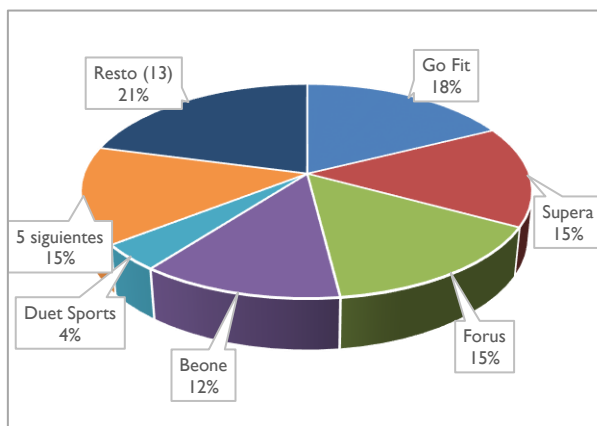
Fuente: Valgo; datos en unidades

Fig. 29: Principales operadores low cost

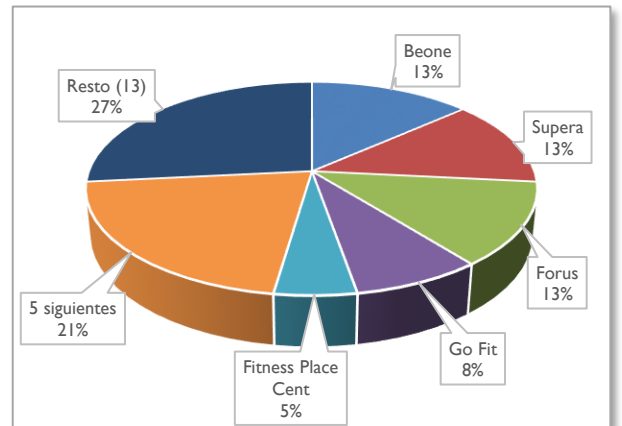
Fuente: Valgo (7º informe gimnasios Low Cost en España)

- Mid market (entre 30 y 60€):

- Es en este segmento donde se sitúa el modelo concesional, con un enfoque más centrado en las familias, favoreciendo la socialización y con una oferta amplia de actividades (incluyendo instalaciones de agua; piscina y spa). Su propuesta de valor pasa por asimilarse a clubes sociales donde ofrecer distintas experiencias al usuario, ya sea infantil o de la tercera edad.
- Al ser una concesión, ofrece unas tarifas muy competitivas y junto a la oferta tradicional de servicios deportivos comienzan a darse otras prestaciones adicionales: ludotecas, servicios de ayuda al estudio, cursos de formación, etc.

Fig. 30: Principales operadores de centros concesionales por número de abonados

Fuente: CMD (marzo de 2019) ajustado por la compra de 6 centros de Santagadea por parte de Forus, 2 aperturas de Forus, 2 de BeOne, 2 de Supera (Santander y Rivas) y dos de GoFit

Fig. 31: Principales operadores de centros concesionales por número de centros

- Premium (más de 60 euros):

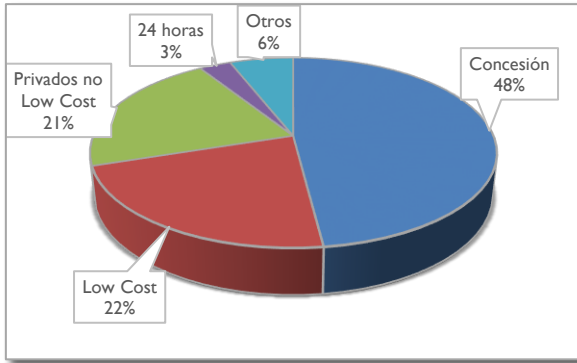
- El segmento de la categoría alta busca ofrecer mayores prestaciones con servicios adicionales que los distancien del mid market, así como localizaciones singulares.
- Para justificar los mayores precios, estas instalaciones ofrecen equipos y tecnología más modernos, así como lo último en entrenamiento y tratamientos.

- Boutiques / 24 horas:

- Suelen ser establecimientos donde prima la proximidad, más pequeños y con cuotas que pueden llegar a niveles de Premium.
- Orientados a clientes que buscan probar nuevas disciplinas (crossfit, boxing) en un ambiente de cercanía, mayor personalización y sin ataduras de horarios.
- Esta es la alternativa por la que están optando algunos gimnasios tradicionales como alternativa.

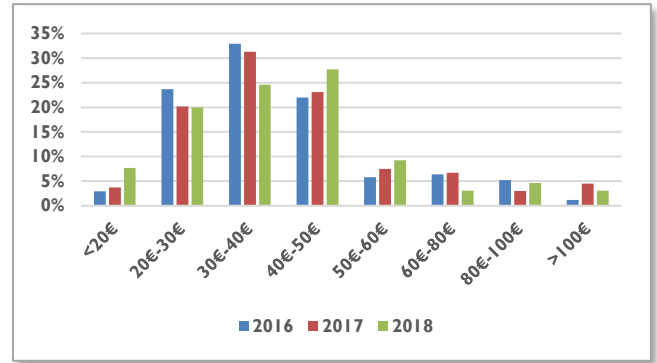
Como se observa en la tabla siguiente, la mayor parte de los centros deportivos se enmarcan entre los 20 y los 50€.

Fig. 32: Distribución de abonados por tipo de centro



Fuente: CMD (marzo de 2019)

Fig. 33: Distribución de abonados por precio mensual

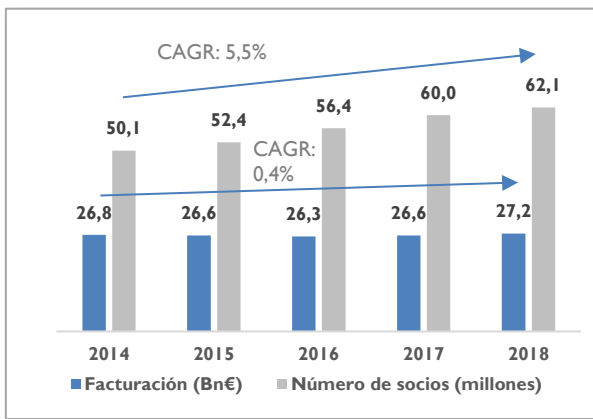


Fuente: Life Fitness (Zoom de Mercado 2019)

3.3. Evolución del sector de gimnasios en Europa

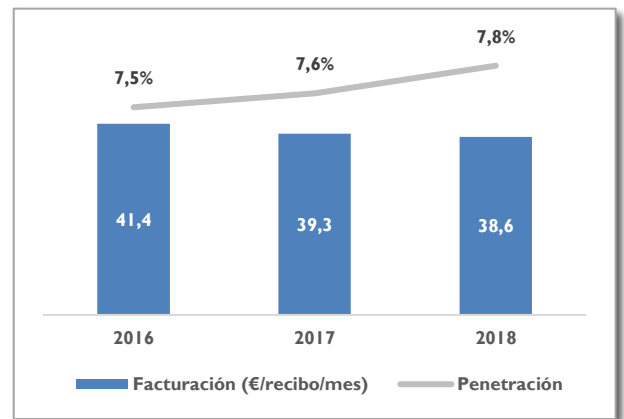
La actividad del sector gimnasios en Europa ha mostrado una senda creciente en los últimos años, con el número de suscriptores creciendo anualmente por encima del 5% entre 2014 y 2018. Sin embargo, el crecimiento de los volúmenes de facturación ha sido muy limitado debido al crecimiento de los gimnasios low cost, con un precio por recibo/suscriptor más reducido.

Fig. 34: Facturación y abonados del sector en Europa



Fuente: Deloitte

Fig. 35: Evolución de tarifas y penetración en Europa



Fuente: Deloitte

La penetración a nivel europeo se sitúa en el 8%, si bien los ratios de penetración son mayores en aquellos países con una climatología más severa (los países nórdicos muestran mayores ratios) y con un mayor nivel de renta per capita que conlleva una mayor concienciación sobre el cuidado de la salud y una mayor capacidad de gasto.

Fig. 36: Facturación vs GDP per capita en Europa

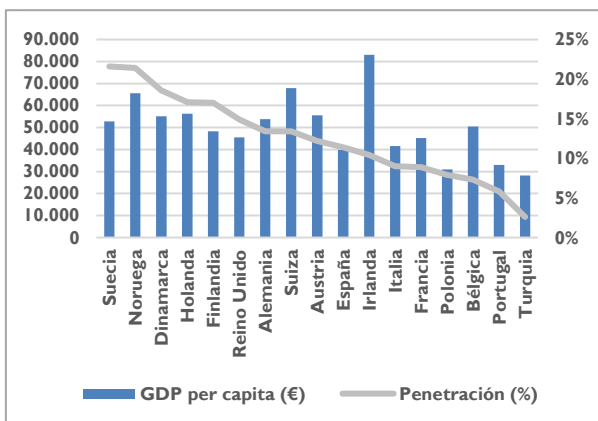
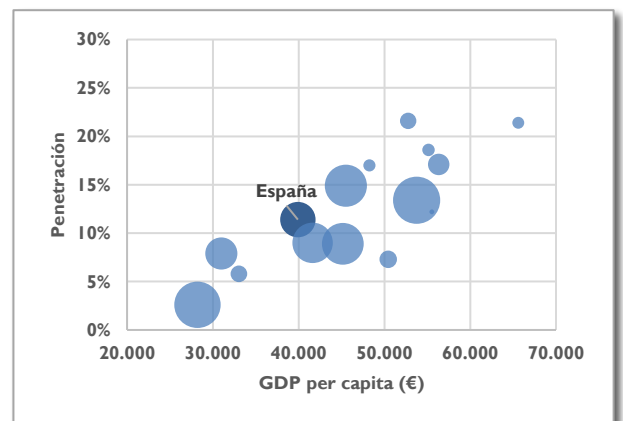


Fig. 37: Facturación vs GDP per capita en Europa

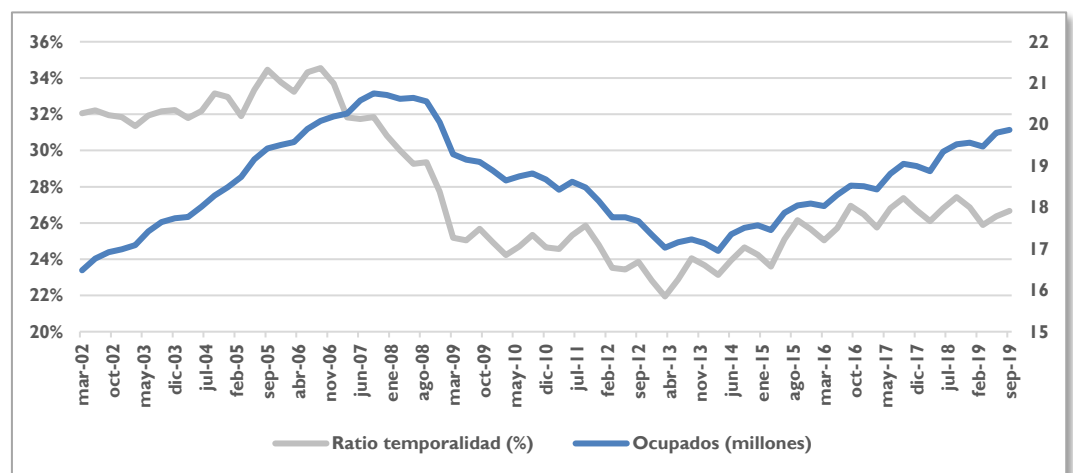


Fuente: Deloitte; European Health & Fitness Market 2019; la gráfica de la derecha excluye a Irlanda y Suiza de la lista por las peculiaridades de estas dos economías

3.4. Entorno macro

El crecimiento económico que se ha producido desde 2014 está permitiendo un crecimiento en el volumen de abonados a gimnasios. El número de personas con trabajo se ha incrementado desde los 17 millones hasta los 19,7 millones, un incremento de más del 17% que deja la cifra total cerca de los 20,8 millones existentes en 2008 cuando se inició la crisis. Además, en los últimos dos años se ha visto una estabilización en el porcentaje de contratos temporales. Cuando comenzó la crisis, este porcentaje se redujo dado que los primeros despidos se centraron en los contratos temporales y por tanto con un menor coste por despido. A partir de 2014 y con la recuperación del empleo, este ratio comenzó a crecer de nuevo dado que la incertidumbre sobre la incipiente recuperación y el alto número de desempleados hacía de la contratación temporal una opción preferente. Sin embargo, a partir de 2016 el peso de los contratos temporales se ha estabilizado pese a que la contratación ha mantenido su tendencia de crecimiento, lo que conlleva una menor incertidumbre laboral y una mayor propensión al consumo.

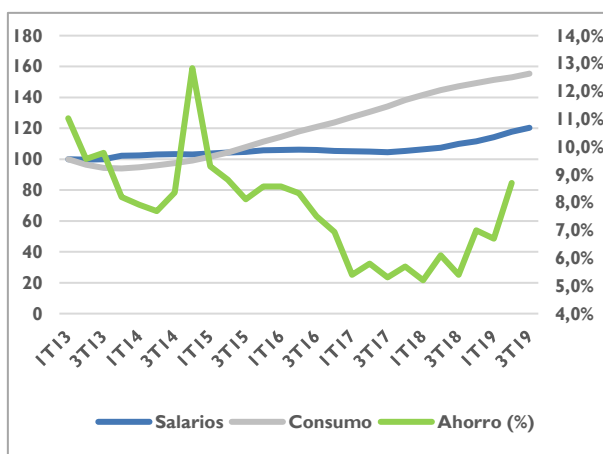
Fig. 38: Evolución del número de ocupados y porcentaje de temporalidad



Fuente: Banco de España

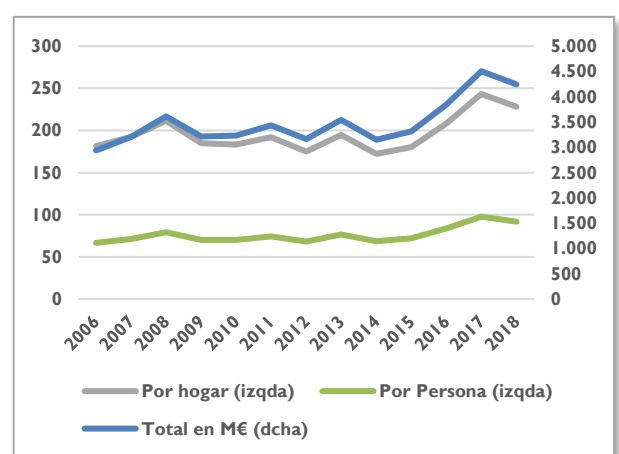
También en los últimos dos años hemos asistido a un incremento de los salarios superior al 2%, situándose por encima del crecimiento del consumo. Esto redundará en una recuperación de la tasa de ahorro (positivo para la solidez de la economía) o en un mayor crecimiento del consumo a futuro. En cuanto al gasto en actividades deportivas, desde el comienzo de la crisis en 2008 el gasto medio por hogar en servicios recreativos y deportivos inició una tendencia a la baja distorsionada en los años 2012 y 2013 por el incremento del IVA aplicado desde el 8% hasta el 21%. Sin embargo, a partir de 2014 y vinculado a una mejora del ciclo económico, dicho gasto está mostrando una recuperación por encima de los niveles anteriores.

Fig. 39: Crecimiento interanual del consumo, salarios y ahorro en España (términos reales)



Fuente: INE (Instituto Nacional de Estadística); consumo y salarios en base 100 (2013)

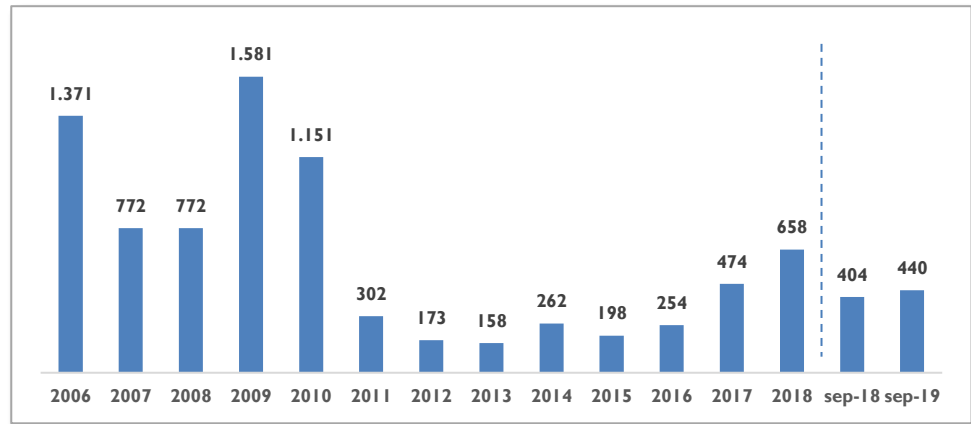
Fig. 40: Evolución del gasto medio en servicios recreativos y deportivos



Fuente: INE (Instituto Nacional de Estadística); datos por hogar en €/año

En cuanto a la inversión pública, la crisis económica generó una brusca caída a partir de 2010, retrasándose el impacto por el Plan E aprobado por el gobierno central a finales 2008 y que supuso importante inyección de caja para los ayuntamientos. No ha sido hasta 2017 cuando los importes licitados han mostrado una rápida recuperación, si bien aún por debajo de los niveles alcanzados en los años previos a la crisis.

Fig. 41: Evolución de la licitación de obra pública para instalaciones deportivas (M€)



Fuente: Seopan; Palco 23

4. DESCRIPCIÓN DE SIDECU

4.1. Resumen

Desde su fundación en 1993, Sidecu ha mostrado un rápido crecimiento convirtiéndose en una de las compañías líderes en el segmento concesional español. El principal negocio de Sidecu es la gestión de centros deportivos bajo régimen de concesión en España bajo la marca Supera. Adicionalmente, la compañía tiene una línea de gimnasios privados abiertos de forma continua a sus abonados, bajo la marca Supera 24h. El 92% de los ingresos proceden de los centros concesionales, cuyo producto estrella es el abono familiar.

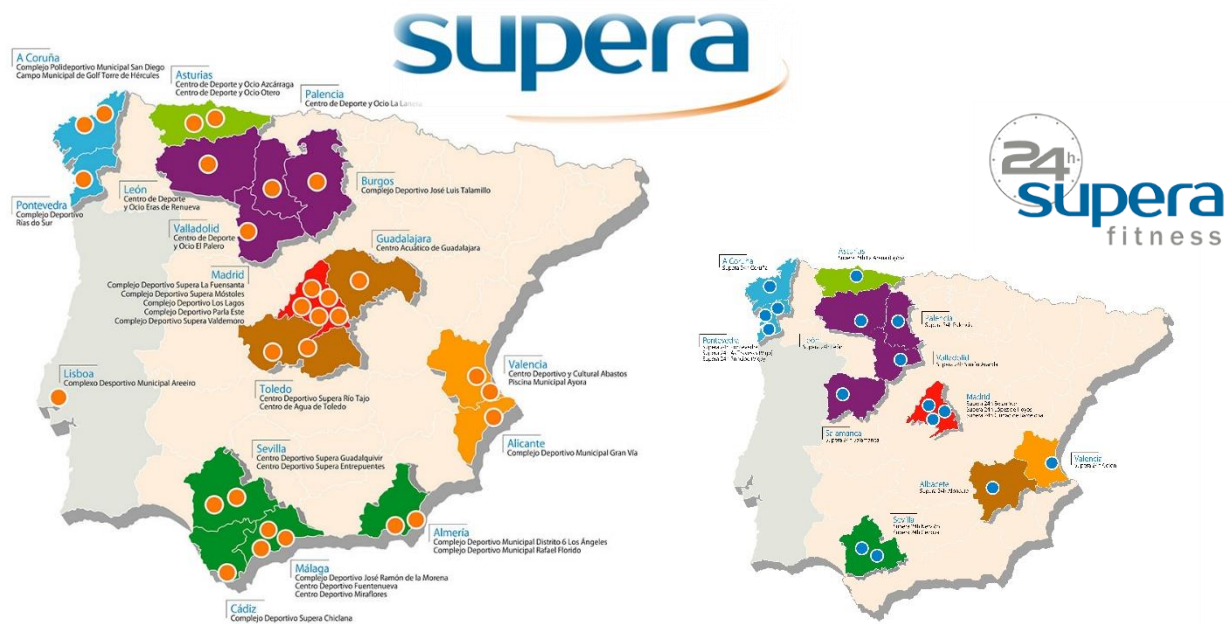
Fig. 42: Breve historia de Sidecu



Fuente: Sidecu; el número de centros en 2020 no incluye el de El Vasco, cuya apertura está prevista durante el año

El modelo de negocio está basado en recibos mensuales que permiten a los usuarios acceder a una oferta integral de servicios a un precio fijo (actividades dirigidas, sala cardiovascular y muscular, piscina, spa, aparcamiento, y otras en función del centro). Desde un punto de vista geográfico, la compañía está implantada en 19 provincias, sin que ninguno de sus centros suponga más del 6% de sus ingresos.

Fig. 43: Centros concesionales Supera y gimnasios Supera 24 horas



Fuente: Sidecu; el mapa no recoge los centros de Rivas (apertura en el 1T20) y Santander

Fuente: Sidecu;

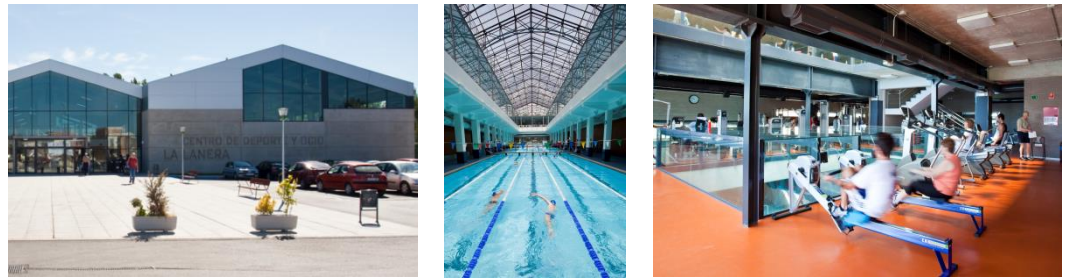
Los criterios en los que la Compañía se ha basado a la hora de seleccionar las concesiones a las que ha optado han sido principalmente:

- Poblaciones superiores a 70.000 habitantes.
- Zonas céntricas de las ciudades, de modo que los centros sean accesibles a pie.
- Facilidades de aparcamiento en el entorno o que el centro cuente con al menos 150 plazas.
- Oferta amplia, incluyendo piscina, que permita captar no sólo al cliente de gimnasio sino cubrir también las necesidades familiares y vacacionales.
- Ausencia de otros centros deportivos próximos.

En estos años la compañía ha desarrollado sistemas informáticos y de gestión que le han permitido maximizar el apalancamiento operativo con cada nueva apertura. El foco se ha puesto en la eficiencia energética y la flexibilización de los gastos de operación a través de sinergias en las compras, con el objetivo de reducir de forma continuada el umbral de rentabilidad de los nuevos centros.

En los últimos 4 años la compañía ha crecido en gimnasios privados abiertos al público las 24 horas. Si bien no es el negocio principal de la compañía, la caída en los precios de los alquileres tras la crisis y la experiencia y masa crítica adquirida a través de la gestión de centros concesionales, llevó a la compañía a apostar por desarrollar esta línea de negocio.

Fig. 44: Instalaciones de un centro concesional de Sidecu



Fuente: Sidecu

El principal accionista de Sidecu es Portobello con un 51% manteniéndose el resto de las acciones en manos de los anteriores accionistas. La entrada de Portobello se produjo en noviembre de 2017 mediante la compra a los accionistas de parte de su participación y una ampliación de capital de 5M€.

Fig. 45: Principales participaciones accionariales de Sidecu y miembros del consejo

Nombre	%	Consejeros
Servicios Compartidos Sidecu SL	51,0%	Guillermo Druet Ampuero (CEO)
Pulka 2008 SL	19,3%	Jorge Albajar Barrón
Luge 2014 SL	10,0%	Carlos Dolz de Espejo (Portobello)
Roila Inversiones SL	6,4%	Iñigo Sanchez-Asiain (Portobello)
Houblon Asesores SL	6,4%	Juan Luis Ramirez (Portobello)
Lubre Montecelo SL	6,4%	
FUERA SL	0,61%	

Fuente: Sidecu

La gestión ha seguido en manos del mismo equipo directivo que había gestionado el fuerte crecimiento desde 2008, con Guillermo Druet como CEO de Sidecu, muestra de la confianza a los gestores que habían conseguido desarrollar con éxito la compañía y con la capacidad de seguir liderando la misma en un sector con oportunidades de crecimiento tanto orgánicas como inorgánicas.

4.2. Modelo de negocio

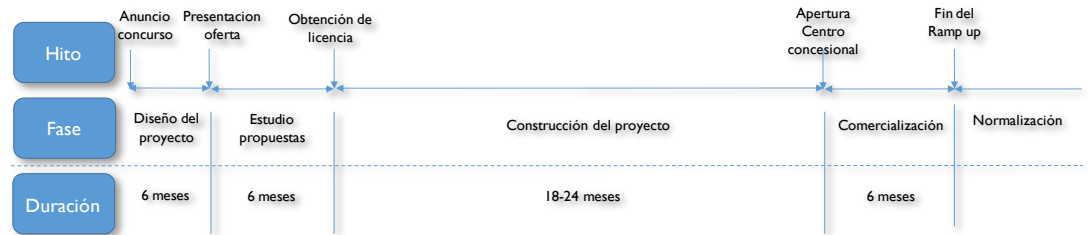
Centros concesionales

El principal negocio de Sidecu son los centros concesionales. Estos son concesiones de ayuntamientos a largo plazo (en torno a 40 años). El concurso público nace basado en las necesidades de una localidad y la voluntad de la administración local para proporcionar un servicio público. La ventaja para el municipio es que se consigue dicho servicio sin que conlleve una inversión para las arcas municipales (al contrario, se consiguen unos ingresos por canon municipal) y con la eficiencia en gestión propia de la empresa privada. El centro se desarrolla en un suelo municipal, que al final de la vida concesional revertirá a manos del municipio, momento en que decidirá si vuelve a abrir concurso para su gestión o si lo gestionará directamente. Para el inversor y operador de los centros, se consigue una buena localización sin tener que invertir en suelo (cuya propiedad es municipal) a cambio del pago de un canon anual, lo que permite poder dar un buen servicio a un precio competitivo comparado con los gimnasios privados, los cuales tienen que afrontar un gasto de alquiler superior.

En caso de que el ayuntamiento de una ciudad decida abrir un nuevo centro deportivo bajo régimen de concesión, éste inicia el proceso de licitación para la construcción y explotación de un centro deportivo. Al proceso de licitación suelen presentarse los líderes del sector a nivel nacional así como empresas locales.

Una vez adjudicada la concesión del centro, el concesionario necesita entre 18 y 24 meses para la construcción y puesta en funcionamiento del centro deportivo.

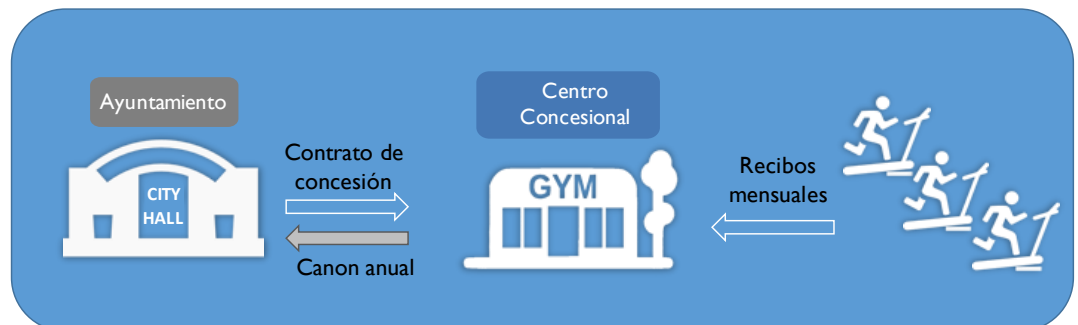
Fig. 46: Proceso de desarrollo de un centro concesional



Fuente: Sidecu; Arcano

Dentro de los términos de la concesión se establece el canon anual que se pagará al ayuntamiento (cerca de €30.000 de media en 2018), así como el precio al que se ofertarán los servicios a los particulares y las limitaciones a su incremento (habitualmente inflación) lo que obliga a mantener un buen control y gestión de las operaciones para proteger los márgenes de beneficio.

Fig. 47: Esquema funcional de una concesión



Fuente: Sidecu; Arcano

El producto estrella de Sidecu es el recibo familiar, que permite a todos o varios de los miembros de una familia el acceso a la oferta integral mencionada por un único pago. Esta es, junto con la amplia oferta de servicios incluyendo la piscina, la principal diferenciación desde un punto de vista de la oferta comercial entre el modelo concesional y los gimnasios.

La mayoría de los ingresos proceden por tanto de recibos mensuales, pudiendo estos tener uno o más abonados. Así, un recibo familiar permite a una familia tener como abonados a todos sus miembros (en ocasiones hasta un límite, dependiendo de la concesión), mientras que el resto de los recibos permiten un solo abonado. En función del centro, los abonos familiares se sitúan entre los 50 y 60€ (IVA incluido) y los individuales entre 40 y 50€, lo cuales se pueden reducir hasta cerca de 20€ para jóvenes, tercera edad y discapacitados.

El resto de ingresos tiene naturaleza muy diversa: cursos deportivos (natación, paddle), venta de material deportivo, llaves de taquillas, alquiler de espacios (fisioterapia, estética), etc. Los ingresos presentan una marcada estacionalidad, siendo los mejores meses los primeros del año y más débiles los de los meses de primavera y verano, coincidiendo con la mayor práctica de deportes al aire libre y el periodo vacacional.

Por cada nuevo centro con una superficie de uso deportivo de entre 6.000 y 8.000 m² Sidecu realiza una inversión aproximada de entre unos 6 y 10 millones de euros, incluyendo la maquinaria deportiva e instalaciones del centro. La inversión comprometida es, junto con la gestión de costes fijos (principalmente personal y energía), la principal variable que incide en la rentabilidad de los proyectos en la medida en que los precios están limitados por las condiciones de la concesión.

Como resumen, el negocio concesional permite a Sidecu disfrutar de las siguientes ventajas:

- No exige invertir en suelo, reduciendo de forma relevante la inversión requerida y pudiendo bajar el precio del abono ofertado. Esto permite a Sidecu competir con ventaja respecto a competidores privados que han de pagar elevados alquileres en el centro de las ciudades.
- Buena localización: parcelas públicas ubicadas en el núcleo urbano de las ciudades

- Larga duración de las concesiones: las concesiones son adjudicadas por plazos normalmente superiores a 30 años
- Oferta completa de grandes espacios para la práctica de una amplia gama de actividades deportivas (actividades dirigidas, sala cardiovascular y muscular, piscina, spa, solárium, baloncesto, fútbol sala, paddle), además de otros servicios como parking y cafetería.
- Economías de escala: cada centro de Sidecu alberga una media de 5.800 usuarios, en total cerca de 170.000 abonados, lo que permite a la Compañía tener: i) las mejores ofertas con proveedores de equipamiento deportivo, ii) dilución de los gastos de estructura con la apertura de nuevos centros.

La compañía está consiguiendo incrementar la rentabilidad de sus nuevos centros gracias a su experiencia anterior que le permite minimizar sus inversiones:

- La compañía construye sus propios centros en vez de subcontratarlo, a través de su filial Supera Iniciativas SL. De esta forma se controlan los riesgos de la construcción (en tiempo y costes) y se minimiza la inversión requerida gracias a la experiencia acumulada.
- El diseño de los nuevos centros permite maximizar la eficiencia energética de los mismos, el principal coste después del laboral.
- Gestión de altos volúmenes de compras de equipos, lo que permite reducir el coste de los mismos.

Actualmente la compañía opera 30 centros concesionales y está finalizando la construcción del centro de Rivas, siendo su apertura inminente.

Centros 24 horas

La pasada crisis económica provocó una fuerte caída de la licitación de obra pública en España y la entrada con fuerza del modelo de gimnasio low cost en nuestro país. En este entorno, la compañía tomó la decisión de crear una línea de gimnasios 24 horas bajo la marca Supera 24h, lanzando en 2015 sus dos primeros gimnasios en Madrid. Los motivos para crecer con este modelo de negocio fueron:

- Diversificar en un modelo de negocio distinto, sin un componente regulatorio y con bajas barreras tanto de entrada como de salida.
- Mantener el crecimiento en un entorno de mayor competencia en los centros concesionales, que se reflejaba en un aumento de los cánones ofertados por competidores.
- Aprovechar sus economías de escala, transfiriendo su tecnología y know how
- Aprovechar la caída en precio de los alquileres de los locales gracias a un entorno de tipo de interés en mínimos.

El modelo de negocio es muy distinto al de los centros concesionales:

- Locales de entre 500 metros y 700 metros cuadrados, lo que permite su ubicación en el centro de las ciudades
- Inversión aproximada de €300.000 y 500.000€, principalmente en acondicionamiento y equipos, ya que los locales son alquilados, lo que permite un crecimiento rápido del número de centros.
- Búsqueda de cercanía al cliente (a su casa o trabajo). El radio de influencia usado a la hora de elegir las localizaciones es más reducido.
- Disponibilidad las 24 horas para dar flexibilidad a un perfil de cliente con menos visibilidad sobre su agenda.
- Se hace más énfasis en la exclusividad, últimas tecnologías y trato personalizado.
- Las barreras de salida son reducidas, pudiendo reutilizarse las máquinas en otros centros si un gimnasio concreto no funcionara.
- Como incentivo adicional y diferenciador, el ser socio de Supera 24 Fitness permite acceder a cualquiera de los centros concesionales del grupo.

Actualmente la compañía opera 16 gimnasios 24 horas, incluyendo un nuevo centro en Valencia cuya apertura está prevista para el 1T20.

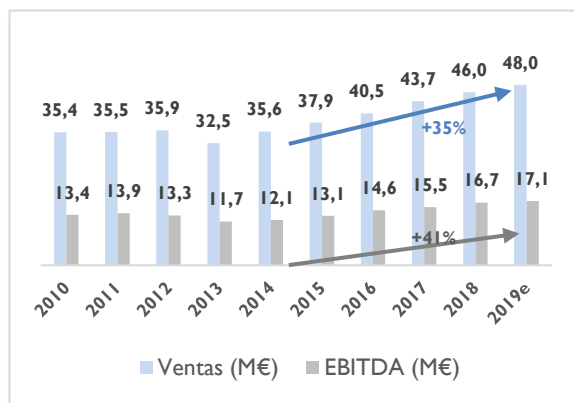
5. POSITIVA EVOLUCIÓN DE LAS OPERACIONES

5.1. Las nuevas aperturas y la recuperación del consumo han permitido un crecimiento estable del beneficio en los últimos años...

En los últimos 5 años, la compañía habría mostrado un crecimiento del 35% en ventas y del 41% en EBITDA (2014-2019) gracias a la progresiva maduración de los proyectos de Areeiro, Miraflores y Mar del Plata, así como a la expansión en gimnasios privados con la apertura de los Supera 24h. Los márgenes EBITDA se han beneficiado de la reducción de los costes energéticos (uno de los principales costes junto con los de personal) gracias a las eficiencias en consumo implementadas en los nuevos centros, que permiten reducir el consumo energético en torno a un 20%.

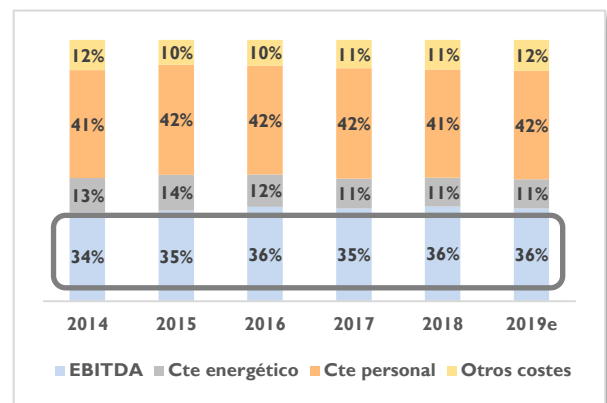
2013 fue el único año que mostró una caída tanto en ventas como en EBITDA. A las consecuencias de la crisis económica se unió el incremento del IVA aplicado a los gimnasios en 2012 desde el 8% al 21%, lo que provocó el cierre de más de un 15% de los centros deportivos en España. Sidecu fue capaz de recuperar sus niveles de ventas y márgenes en un año gracias a la entrada de nuevos centros (más eficientes energéticamente) y a la capacidad de gestión de los costes de personal. La mayoría de la plantilla está a tiempo parcial, lo que permite a la compañía adaptar la plantilla a la demanda.

Fig. 48: Evolución de ventas y EBITDA



Fuente: Sidecu y estimaciones Arcano

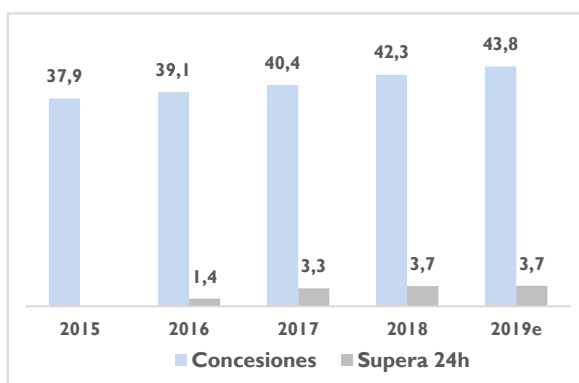
Fig. 49: Evolución mg EBITDA sobre ventas



Fuente: Sidecu y estimaciones Arcano

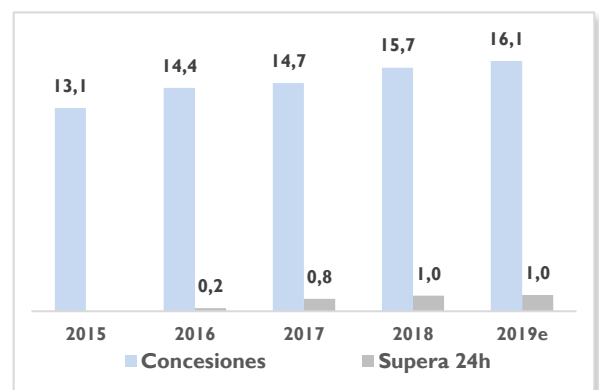
Pese al rápido crecimiento del modelo Supera 24h, el crecimiento fue mayor en el segmento concesional tanto en ventas como especialmente en EBITDA, con un incremento del EBITDA de 2,6M€ entre 2015 y 2018 vs 1M€ en el segmento de gimnasios, gracias a la mayor optimización de la ocupación de las últimas aperturas en centros y la mayor eficiencia de estos.

Fig. 50: Evolución de ventas por línea de negocio



Fuente: Sidecu y estimaciones Arcano; datos en M€

Fig. 51: Evolución de EBITDA por línea de negocio

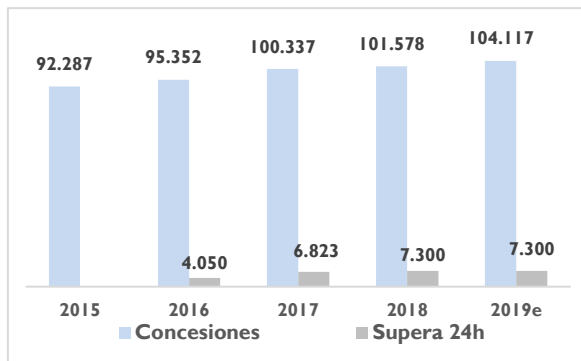


Fuente: Sidecu y estimaciones Arcano; datos en M€

La amplia oferta de servicios junto con un precio cercano a los de competidores "low cost" (entre 25 y 30 euros), han protegido a la compañía de la fuerte irrupción de estos. La mejora de los ingresos medios por recibo en 2018 (de 34€ a 35€ por recibo) permitió compensar en los centros concesionales el menor crecimiento en suscriptores, cuyas últimas aperturas ya habrían alcanzado altos niveles de ocupación. En

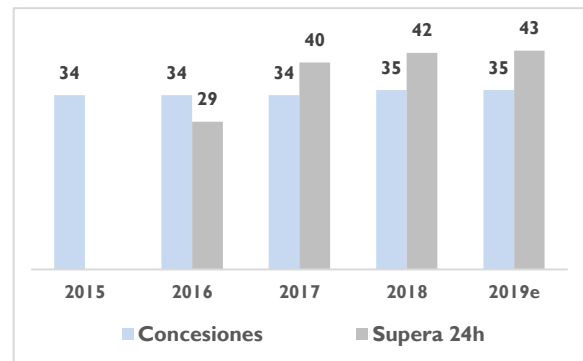
cuanto a los Supera 24h, mostraron un rápido crecimiento tanto en número de suscriptores como de ingresos medios por suscriptor.

Fig. 52: Evolución de recibos de 2015 a 2018



Fuente: Sidecu y estimaciones Arcano; cifras en unidades

Fig. 53: Evolución del precio medio por recibo



Fuente: Sidecu y estimaciones Arcano; datos €/recibo/mes

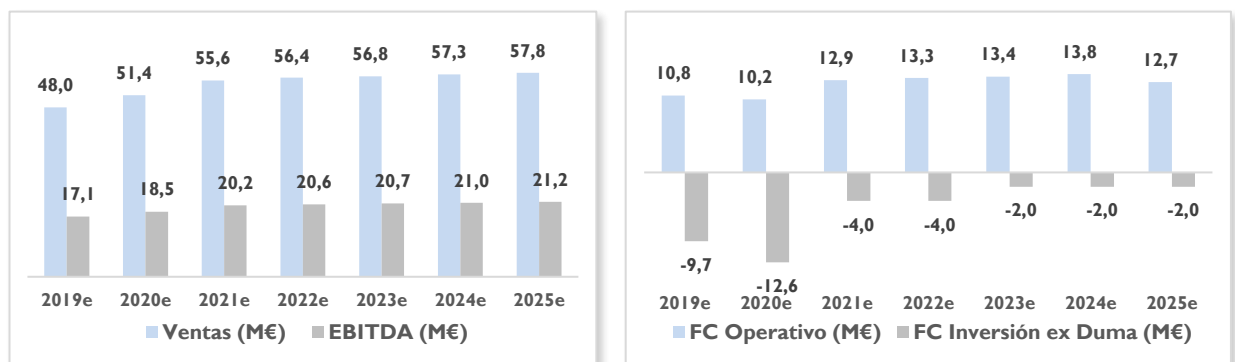
5.2. ...con una aceleración esperada de la generación de caja a partir de 2020...

Las inversiones en 2018-2019 se han centrado en la construcción de la concesión de Rivas (con apertura a principios de 2020), la renovación de la Escuela Deportiva Orlando en Santander (que finalizará en el primer trimestre de 2020) y la apertura de dos gimnasios Supera 24 horas. Entre los 4 suman una inversión de 14,7M€ y un EBITDA estimado de 2,3M€. La compañía tiene un objetivo de EBITDA de 21,3M€ en 2021 gracias a la madurez y estabilización de los nuevos centros, si bien en nuestras estimaciones asumimos que dicho EBITDA se cumpliría en 2025. Si bien la compañía estima la apertura de nuevos gimnasios Supera 24h, no los hemos incluido en nuestras estimaciones.

Para los siguientes años no estamos asumiendo inversiones en nuevos centros en la medida en que la expansión se centrará principalmente en centros en Portugal. Adicionalmente, nuestras estimaciones a futuro para la compañía incorporan las siguientes hipótesis:

- Crecimiento del número de recibos del 12% hasta 2021, reflejando la entrada en funcionamiento de los nuevos centros, y mantenimiento en los años siguientes.
- Mantenimiento de los márgenes operativos a partir de 2021 con la estabilización de los nuevos centros.
- Crecimiento de los ingresos por recibo del 1% reflejando una inflación en niveles similares.
- Un pago de dividendos de 10M€ abonado en 2020 y 6M€ en años posteriores en función del beneficio neto y la limitación marcada por los ratios de apalancamiento.
- Inversiones de 2M€ al año para mantenimiento.
- Inversiones de expansión de 14,6M€ (4M€ de ellos por renovación de concesiones) en los próximos 3 años (7,9M€ estimados en 2019).
- Inversiones en Duma por 22,8M€ entre 2020 y 2022.

Fig 54: Estimaciones de ingresos, EBITDA y flujo de caja de Sidecu a 2025



Fuente: estimaciones Arcano; el flujo de caja de inversiones excluye las aportaciones a Duma; el flujo de caja operativo de 2020 y 2025 se ve penalizado por los costes de emisión del bono (asumiendo que en 2025 se emite un nuevo bono para refinanciar el vencimiento)

5.3. ...lo que permitirá mantener el apalancamiento en niveles razonables incluso en un escenario negativo para el sector

En nuestra opinión las hipótesis recogen un escenario conservador (baja inflación, mantenimiento de márgenes) y un importe de inversiones en Duma en el rango máximo. Aun así, el ratio de apalancamiento se situaría por debajo de 4,5x y la cobertura de intereses por encima de 3x.

Fig. 55: Principales proyecciones del modelo financiero (caso base)

	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Nº recibos Supera	101.578	104.117	109.072	117.094	117.094	117.094	117.094	117.094
Variación (%)		2%	5%	7%	0%	0%	0%	0%
Nº recibos Supera 24h	7.300	7.300	8.343	8.343	8.343	8.343	8.343	8.343
Variación (%)		0%	14%	0%	0%	0%	0%	0%
Precio recibo Supera	34,7	35,0	35,4	35,8	36,1	36,5	36,8	37,2
Variación (%)		1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Precio recibo Supera 24h	42,2	42,7	43,1	43,5	44,0	44,4	44,8	45,3
Variación (%)		1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Ventas	46,0	48,0	51,4	55,6	56,4	56,8	57,3	57,8
Personal	(19,0)	(19,9)	(21,2)	(22,8)	(23,1)	(23,3)	(23,4)	(23,6)
Otros gastos operativos	(10,3)	(11,0)	(11,7)	(12,6)	(12,7)	(12,8)	(12,9)	(13,0)
EBITDA	16,7	17,1	18,5	20,2	20,6	20,7	21,0	21,2
Mg EBITDA	36,3%	35,6%	35,9%	36,3%	36,4%	36,5%	36,6%	36,6%
Capex mantenimiento	1,4	1,8	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Capex expansión	3,7	7,9	10,6	2,0	2,0	-	-	-
Aportaciones a Duma	-	-	4,2	3,0	15,6	-	-	-
Dividendos	(0,1)	-	(10,0)	-	(0,5)	-	(2,7)	(3,0)
Deuda financiera neta	64,5	64,2	80,1	74,7	82,3	71,4	63,0	54,4
DFN/EBITDA	3,9x	3,8x	4,3x	3,7x	4,0x	3,4x	3,0x	2,6x
EBITDA/Intereses	3,5x	3,2x	3,2x	3,7x	4,0x	4,2x	4,5x	4,8x

Fuente: Sidecu; estimaciones Arcano; datos en M€ salvo el número de recibos (ud) y los precios por recibo (€/recibo/mes)

Un escenario negativo sería asumir una caída en la demanda similar a la que experimentó el sector entre 2008 y 2013, la cual supuso una caída del 20% en ingresos. En cuanto a los márgenes, la referencia más adecuada sería la corrección en margen EBITDA de 270pb que experimentó la compañía entre 2012 y 2014, como consecuencia del incremento del IVA aplicada a las ventas de los gimnasios.

Incluso en este escenario, el apalancamiento se situaría por debajo de 4,5x a costa de reducir las inversiones en Duma y el pago de dividendos.

Fig. 56: Principales proyecciones del modelo financiero (caso negativo)

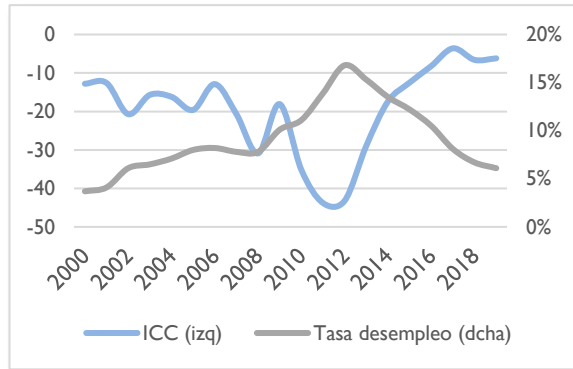
Datos en M€	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Ventas	46,0	48,0	51,4	50,5	48,2	45,8	43,5	41,3
EBITDA	16,7	17,1	18,5	18,0	16,9	15,8	14,7	13,7
Mg EBITDA	36,3%	35,6%	35,9%	35,6%	35,1%	34,4%	33,8%	33,2%
Inversión mantenimiento	1,4	1,8	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Inversión expansión	3,7	7,9	10,6	2,0	2,0	-	-	-
Aportaciones a Duma	-	-	4,2	3,0	4,5	-	-	-
Dividendos	(0,1)	-	(10,0)	-	-	-	-	-
FCL Operativo	7,2	9,0	8,2	9,2	8,5	7,8	7,2	5,2
Deuda financiera neta	64,5	64,2	80,1	76,5	75,0	67,8	61,2	55,1
DFN/EBITDA	3,9x	3,8x	4,3x	4,3x	4,4x	4,3x	4,2x	4,0x
EBITDA/Intereses	3,5x	3,2x	3,2x	3,3x	3,3x	3,2x	3,1x	3,1x

Fuente: Sidecu; estimaciones Arcano

6. APUESTA POR EL CRECIMIENTO EN PORTUGAL...

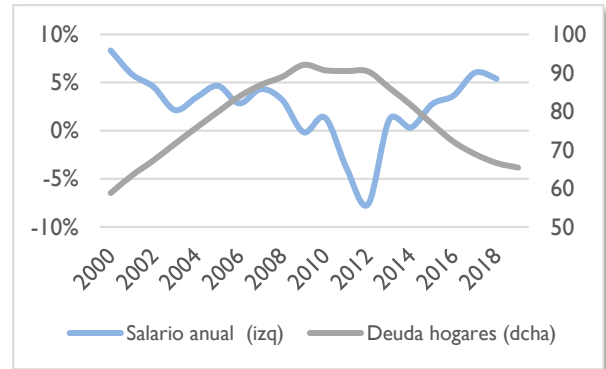
Con vistas al crecimiento futuro de la compañía, Sidecu está realizando una importante apuesta por el mercado portugués, del cual tiene un excelente conocimiento tras la apertura del centro de Areeiro (Lisboa). Portugal ofrece un marco atractivo dada la baja penetración de los gimnasios entre la población, la obsolescencia de los centros actuales y la mejora del entorno macro tras los ajustes implementados, con una mejora del consumo derivada del crecimiento del empleo y el desapalancamiento de los hogares.

Fig. 57: Evolución salarios y deuda total en Portugal



Fuente: INE; ICC es el índice de confianza del consumidor

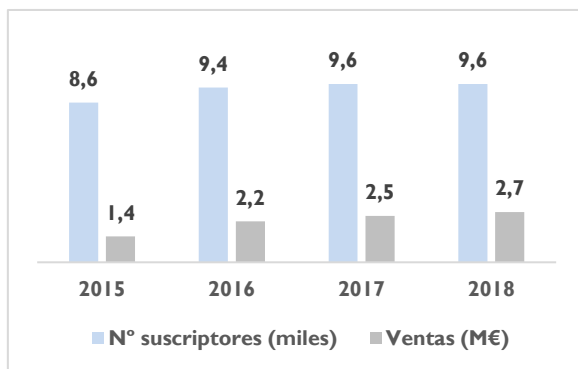
Fig. 58: Evolución del desempleo e índice de confianza del consumidor



Fuente: INE; BIS; Deuda de los hogares calculada en % del PIB

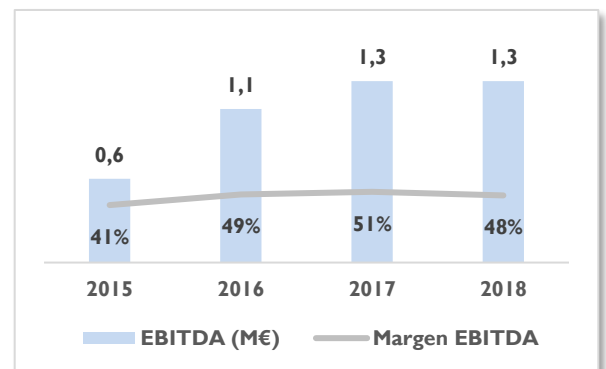
El centro de Areeiro (abierto en 2015) es uno de los más rentables de la compañía con una inversión de 8,3M€ y un EBITDA que alcanzó los 1,3M€ en 2018, con un margen del 48% (la media del grupo se sitúa en el 36% si bien este porcentaje incluye los gastos de estructura). Parte del motivo serían los menores costes de personal en Portugal, los cuales pesan un 30% sobre las ventas (vs 40% en España). Estas cifras permiten alcanzar un "pay-back" de la inversión en torno a los 8 años vs una duración de la concesión de 35 años.

Fig. 59: Ventas y suscriptores de Supera Areeiro



Fuente: Sidecu

Fig. 60: Evolución del EBITDA de Supera Areeiro



Fuente: Sidecu; el EBITDA es antes de imputación de costes de estructura

6.1. ... a través de Duma, un vehículo de inversión externo a la compañía...

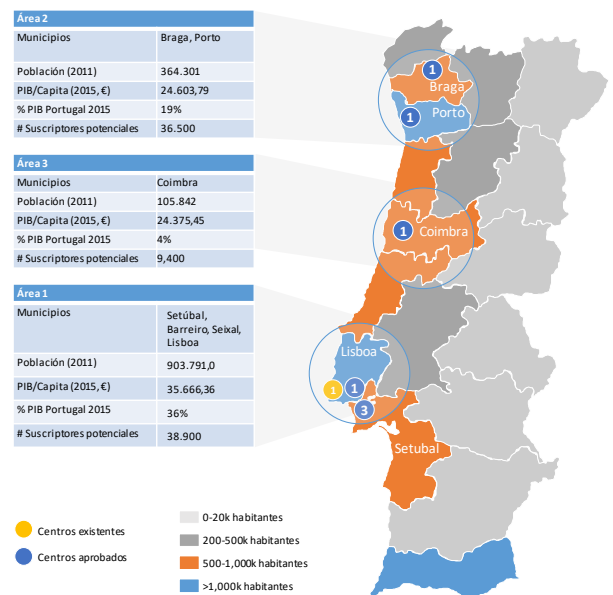
La experiencia del equipo gestor y el respaldo de Portobello como accionista, ha permitido acelerar el crecimiento en el mercado portugués, habiendo obtenido la autorización para 7 centros y estando en proceso para otros 10. En total hablamos de un potencial de 18 centros en Portugal vs los 30 de España, lo que da una indicación de la buena imagen de Sidecu en el mercado y de la oportunidad existente en Portugal para crecer.

Fig. 61: Cartera de concesiones en Portugal

Centro	Fecha apertura	CAPEX estimado (M€)	m2	Abonados	EBITDA estimado (M€)
Porto	may-21	9,0	16.659	9.942	1,5
Telheiras	mar-20	7,8	11.529	10.506	1,7
Seixal	nov-20	7,5	9.482	8.471	1,2
Setúbal	ene-20	7,6	12.421	8.810	1,2
Coimbra	jul-21	7,5	11.920	9.929	1,2
Braga	nov-20	7,5	7.327	9.236	1,3
Barreiro	may-20	6,6	7.327	8.471	1,1
Resto cartera		78,5			12,9
Total		132,0			22,1

Fuente: Sidecu

Fig. 62: Aperturas previstas en Portugal



Fuente: Sidecu

El EBITDA estimado estaría en línea con el obtenido en España. Dada la limitación impuesta por el actual bono, que obliga a mantener un decreciente nivel de deuda bruta, las inversiones en los centros portugueses se están realizando a través de Duma, un vehículo controlado por los mismos accionistas de Sidecu (a cierre de 2018 habrían aportado capital por 14,7M€).

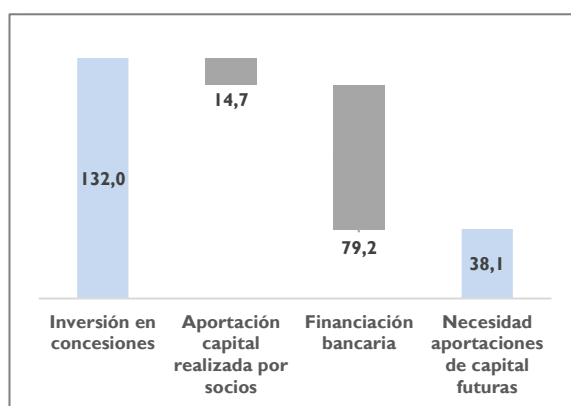
Fig. 63: Estimaciones sobre el plan de negocio en Portugal

Datos en M€	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	Total
Apertura de centros (ud)			3	5	5	3	1	17
Capex	3,96	22,44	33,00	40,92	21,12	10,56		132,0
Ingresos			5,40	19,20	33,15	40,80	45,90	144,5
EBITDA			2,16	7,68	13,26	16,32	18,36	57,8

Fuente: Presentación Sidecu; estimaciones Arcano; asume una ocupación del 90% para 2024

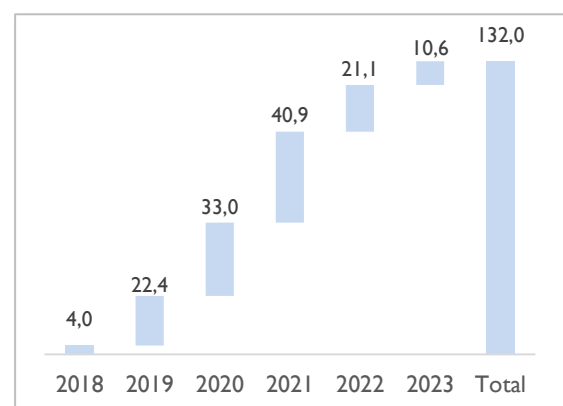
Estimamos que la necesidad de aportaciones de capital en Duma en base a los objetivos del plan se sitúa en los 38M€ (29% de la inversión, en función del calendario inversiones), correspondiente al importe de la inversión no cubierta por la financiación bancaria (financiación de proyecto; un 60% de la inversión). Este importe se podrá reducir en función de la caja que vayan generando los primeros centros que entren en operación.

Fig. 64: Inversión prevista en Duma



Fuente: Sidecu; estimación Arcano; datos en M€

Fig. 65: Evolución anual de la inversión prevista en Duma



Fuente: Sidecu; datos en M€

6.2. ... gestionado y participado por Sidecu

Como hemos comentado, Duma es una sociedad tenedora de los activos portugueses y propiedad de los mismos accionistas que Sidecu, compañía que seguirá siendo el vehículo donde estén las capacidades de gestión. Por tanto, Sidecu prestará servicios de gestión para la construcción y operación de los centros, a cambio de unas comisiones del 1% de la inversión y el 2,5% del EBITDA. Además, aportará financiación a Duma para ayudar la construcción de los centros en forma ampliaciones de capital.

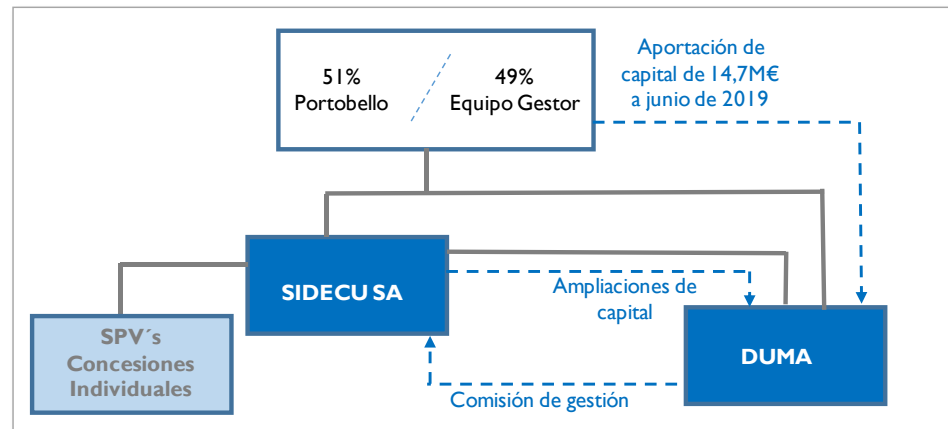
Fig. 66: Estimaciones de inversiones en Duma e ingresos generados para Sidecu

Datos en M€	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Total
Aportación de Sidecu a Duma⁽¹⁾	-	4,19	2,95	15,61			22,8
Ingresos para Sidecu	0,04	0,28	0,52	0,74	0,62	0,46	2,7
Comisión de gestión proyecto	0,04	0,22	0,33	0,41	0,21		1,2
Comisión de gestión operaciones	-	0,05	0,19	0,33	0,41	0,46	1,4

Fuente: estimaciones Arcano; (1) asume que se aportan el 40% de las inversiones y que el 60% restante es cubierto por la financiación bancaria

Las aportaciones de Sidecu al vehículo portugués se realizarán a través de ampliaciones de capital. Estimamos que las aportaciones a Duma durante la vida del bono se situarán en los 22,8M€, por debajo del límite marcado por la estructura de la nueva emisión.

Fig. 67: Estructura financiera para inversión en Duma



Fuente: Sidecu

7. RIESGOS

Riesgo de caída del gasto en gimnasios

En el pasado, el gasto en gimnasios se vio afectado por la caída del empleo y por la subida del IVA aplicado (del 8% al 21%). Un deterioro de la economía que provocara un deterioro del empleo y el consumo, podría conllevar una caída en la demanda y por tanto en los ingresos de la compañía.

Mitigante: no creemos que ese riesgo sea relevante en el actual entorno, con España mostrando un sano crecimiento económico con mejoras en tasas de ocupación e incrementos salariales. Además, la compañía demostró su capacidad para defender sus márgenes, los cuales cayeron hasta un mínimo del 34% desde el 38% en el peor momento de la crisis. En cualquier caso, en la página 21 realizamos un análisis de sensibilidad a un fuerte deterioro de la demanda, sin que el deterioro en la posición crediticia de la compañía sea relevante.

Incremento del salario mínimo interprofesional

El nuevo gobierno anunció con motivo de su investidura, su intención de subir progresivamente el salario mínimo interprofesional (SMI) hasta igualar al 60% del salario medio al final de la legislatura. Como se recoge en el informe de nuestro equipo macroeconómico ("La economía española ante el nuevo gobierno"; 13/1/20), supondría un incremento anual del 4,5% (incluyendo efecto inflación del 2%) durante los próximos 4 años hasta situarse en los 1.100 € mensuales. Estos cambios normativos tienen un mayor impacto en el sector de gimnasios al ser el principal coste operativo (c63% en el caso de Sidecu).

Mitigante: el SMI se incrementó ya en 2019 un 22%, reflejándose una subida del 4,7% en el gasto de personal del IS19 de Sidecu, que implicaría que el porcentaje de su masa salarial afectada por la subida se situaría en el 21%. Si trasladásemos dicho impacto al incremento anual de 4,5% citado, el impacto sería un incremento del 0,9% anual de los costes de personal para Sidecu (un 0,6% de los costes totales de la compañía) y un 0,4% de margen EBITDA (o lo que es lo mismo, menos de un 1% del EBITDA generado). Parte del impacto sería compensado por una subida de tarifas por inflación (las condiciones de las concesiones vinculan la subida de tarifas a la inflación), por lo que el impacto final podría ser incluso compensado por medidas de eficiencia o reducción de costes. Adicionalmente (y si el caso fuera mucho más grave) las compañías pueden acordar con los ayuntamientos un mayor incremento de las tarifas en caso de desequilibrio económico de la concesión provocado por factores ajenos a la compañía. Este sería el caso de la subida del IVA que tuvo lugar en 2012. Para las concesiones posteriores a 2016, la ley de desindexación de febrero de 2017 permite traspasar las subidas de costes (salvo que sean imputables a una mala gestión), incluido los laborales, al precio de la tarifas aplicadas a los usuarios.

Incremento en los costes de mantenimiento

Los costes de mantenimiento se han mantenido en el entorno de 1,5M€ con un total de 29 centros y 14 gimnasios 24h en funcionamiento. En nuestras estimaciones asumimos un coste de mantenimiento hasta los 2M€ a partir de 2020 que recogen la entrada de los nuevos centros y potenciales desviaciones al alza (asume 31 centros concesionales, 16 gimnasios 24h y el centro de El Vasco).

Limitadas barreras de entrada y competencia en el sector

El sector de los centros deportivos es altamente competitivo y nuevos competidores pueden aparecer frecuentemente, especialmente centros de tamaño pequeño, centros low-cost y competidores enfocados en un nicho específico. Esta competencia obliga a Sidecu a mejorar su oferta constantemente.

Mitigante: Sidecu ha estado operando durante más de 25 años y ha sido capaz de resistir mejorando tanto en ingresos como en EBITDA, gracias tanto a la fortaleza del modelo concesional como a su capacidad de diferenciación (centros deportivos de gran superficie ofreciendo una alta variedad de actividades, frente a otros centros de menor tamaño) y precios competitivos, favorecidos por las economías de escala y el ahorro en el arrendamiento de las instalaciones.

Adicionalmente, la competencia de otros operadores en el sector concesional se ve fuertemente limitada por la necesidad de realizar fuertes inversiones en la construcción de cada centro, por la necesidad de aportar credenciales en la gestión de un número relevante de otros centros similares y por el compromiso de los ayuntamientos de limitar el número de concesiones adjudicadas para respetar el equilibrio financiero de cada uno de las concesiones concedidas.

Reducción en las tasas de ocupación de los centros

En un negocio donde los precios están fijados por las condiciones de la concesión, los ingresos se ven condicionados principalmente por el número de suscriptores. Una caída en el número de personas adscritas al centro, tendría un impacto en la rentabilidad del mismo.

Mitigante: cerca de la mitad de los clientes de Sidecu lo son a través del abono familiar, siendo clientes más fieles históricamente (los precios de Sidecu para familias son muy competitivos), incluido los meses de verano gracias a sus actividades al aire libre. Por otro lado, la competencia de otros centros concesionales es escasa dado que los ayuntamientos conceden autorizaciones en zonas con limitada oferta. En el peor de los casos, la compañía ha sido capaz en el pasado de ajustar sus costes para compensar momentos de menor demanda como en 2013.

Riesgo de refinanciación al vencimiento del bono

La refinanciación de un bono depende en buena medida de la situación de los mercados de crédito y del sector deportivo en dicho momento, así como de la situación financiera en la que se encuentra la compañía. Un fuerte deterioro de estos factores limitaría la capacidad de la compañía de conseguir nueva financiación con la que repagar a los bonistas existentes.

Mitigante: En base a nuestras proyecciones financieras y sin asumir el pago de dividendos, Sidecu acabaría en 2025 con un ratio de DFN/EBITDA de 2,3x, incrementándose al 2,6x incluyendo el pago de dividendos estimado a partir de 2021 y con un máximo de 3,5x marcado por el bono si la generación de caja fuera menor de la esperada. Por tanto, la compañía tendrá que refinanciar el bono en una situación de menor apalancamiento que en la situación actual (más cercana al 4x) y con una vida pendiente de los centros bajo gestión no inferior a los 25 años. Si bien es difícil adelantar la situación de los mercados de renta fija, la mejora de los ratios de apalancamiento y el carácter relativamente defensivo del modelo de negocio (operación de centros concesionales en un entorno de creciente demanda de servicios deportivos) deberían facilitar la futura refinanciación.

8. ANEXOS

8.1. Estados financieros

Los estados financieros proyectados recogen las comisiones generadas por la construcción y operación de los centros de Duma, así como las inversiones en Duma dentro de las inversiones financieras a largo plazo. Dichas inversiones financieras no se han ajustado por los futuros beneficios y dividendos que se generen en el vehículo portugués, si bien estos tendrán un impacto positivo en las cuentas de la compañía.

Fig. 68: Cuenta de pérdidas y ganancias consolidada

Datos en 000€	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Prestación de servicios	43.562	45.614	47.528	50.647	54.596	55.142	55.693	56.250	56.812
Venta de mercaderías	120	424	190	203	218	221	223	225	227
Comisiones de gestión	-	-	40	278	522	741	619	565	485
Ventas	43.682	46.038	48.010	51.399	55.630	56.402	56.836	57.343	57.829
<i>Grecimiento</i>	7,9%	5,4%	4,3%	7,1%	8,2%	1,4%	0,8%	0,9%	0,8%
<i>Personal</i>	(18)	(19)	(20)	(21)	(23)	(23)	(23)	(23)	(24)
<i>Otros gastos de explotación</i>	(10)	(10)	(11)	(12)	(13)	(13)	(13)	(13)	(13)
EBITDA	15.503	16.702	17.070	18.451	20.195	20.553	20.746	20.974	21.193
<i>Mg EBITDA</i>	35,5%	36,3%	35,6%	35,9%	36,3%	36,4%	36,5%	36,6%	36,6%
Amortizaciones	(7.354)	(7.722)	(7.277)	(7.427)	(7.766)	(7.559)	(7.369)	(7.067)	(6.783)
Otros resultados	216	59	59	59	59	59	59	59	59
EBIT	8.067	9.099	9.792	11.024	12.428	12.994	13.377	13.907	14.410
<i>Mg EBIT</i>	18,5%	19,8%	20,4%	21,4%	22,3%	23,0%	23,5%	24,3%	24,9%
Ingresos financieros	77	21	58	69	88	118	21	107	169
Gasto financiero - Bono	(2.887)	(3.300)	(3.776)	(3.998)	(3.798)	(3.798)	(3.798)	(3.807)	(3.733)
Gasto financiero - Otras deudas	(1.820)	(1.451)	(1.483)	(1.839)	(1.602)	(1.365)	(1.127)	(890)	(653)
Otros gastos financieros	(95)	(135)	-	-	-	-	-	-	-
EBT	2.681	3.622	3.959	4.578	6.384	7.207	7.724	8.562	9.431
<i>Mg EBT</i>	6,1%	7,9%	8,2%	8,9%	11,5%	12,8%	13,6%	14,9%	16,3%
Impuestos	(792)	(917)	(1.003)	(1.159)	(1.617)	(1.825)	(1.956)	(2.168)	(2.388)
<i>Tasa efectiva</i>	(29,5%)	(25,3%)	(25,3%)	(25,3%)	(25,3%)	(25,3%)	(25,3%)	(25,3%)	(25,3%)
Beneficio neto	1.889	2.705	2.957	3.419	4.767	5.382	5.768	6.393	7.043
<i>Mg de beneficio neto</i>	4,3%	5,9%	6,2%	6,7%	8,6%	9,5%	10,1%	11,1%	12,2%
Minoritarios	(123)	(159)	(174)	(201)	(281)	(317)	(340)	(377)	(415)
Beneficio neto atribuible	1.765	2.545	2.782	3.217	4.486	5.065	5.428	6.017	6.628

Fuente: Cifras históricas de Sidecu (auditadas por PwC), proyecciones de Arcano

Fig. 69: Balance consolidado

Datos en 000€	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Activo no corriente	122.733	117.387	119.759	129.126	128.312	140.360	134.991	129.911	125.120
Construcciones	72.893	71.583	76.621	83.946	82.094	80.243	76.404	72.698	69.147
Canon concesional	12.661	12.257	11.831	11.420	11.023	10.640	10.271	9.915	9.571
Equipos	19.911	18.018	16.816	16.014	15.346	14.789	14.325	13.939	13.616
Otros activos fijos	15.460	13.686	12.648	11.710	10.861	10.092	9.396	8.764	8.191
Inversiones financieras a largo	273	288	288	4.481	7.433	23.040	23.040	23.040	23.040
Activos por impuestos diferidos	1.535	1.555	1.555	1.555	1.555	1.555	1.555	1.555	1.555
Activo corriente	2.253	7.700	8.886	10.913	14.180	4.449	13.044	19.277	24.122
Existencias	12	12	12	12	12	12	12	12	12
Deudas comerciales	1.064	1.894	1.975	2.115	2.289	2.321	2.338	2.359	2.379
Periodificaciones a corto plazo	55	32	32	32	32	32	32	32	32
Inversiones financieras a corto	247	324	324	324	324	324	324	324	324
Caja y equivalentes	874	5.438	6.543	8.431	11.523	1.761	10.337	16.550	21.375
Total Activo	124.986	125.087	128.645	140.040	142.492	144.809	148.034	149.187	149.242
Patrimonio neto	24.635	31.187	34.143	27.562	32.329	37.182	42.950	46.629	50.664
Fondos propios	24.468	30.955	33.737	26.954	31.440	35.976	41.404	44.706	48.326
Minoritarios	167	232	407	608	889	1.206	1.546	1.923	2.338
Pasivo no corriente	81.521	78.949	79.679	97.442	94.860	92.291	89.733	87.187	86.020
Deuda financiera a largo plazo	68.537	66.236	67.001	85.113	82.866	80.620	78.373	76.127	74.960
Deuda no financiera a largo plazo	11.088	10.910	10.874	10.526	10.191	9.868	9.557	9.257	9.257
Pasivos por impuesto diferido	1.896	1.803	1.803	1.803	1.803	1.803	1.803	1.803	1.803
Pasivo corriente	18.829	14.951	14.823	15.035	15.302	15.336	15.351	15.371	12.558
Deuda financiera a corto plazo	9.168	6.595	6.645	6.645	6.645	6.645	6.645	6.645	4.101
Deuda no financiera a corto plazo	2.054	1.499	1.160	1.147	1.134	1.122	1.110	1.098	799
Acreedores comerciales	7.432	6.647	6.808	7.033	7.313	7.359	7.387	7.418	7.448
Periodificaciones y vinculadas	175	210	210	210	210	210	210	210	210
Total Pasivo	124.986	125.087	128.645	140.040	142.492	144.809	148.034	149.187	149.242

Fuente: Cifras históricas de Sidecu (auditadas por PwC), proyecciones de Arcano

Fig. 70: Desglose de deuda por tipología y definición de deuda financiera

Datos en 000€	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Deuda por tipología									
Obligaciones y valores negociables	56.507	56.969	57.445	71.735	72.032	72.330	72.627	72.925	71.758
Deudas con entidades de crédito	17.855	12.204	12.544	16.366	13.822	11.278	8.734	6.190	3.646
Acreedores por arrendamiento financiero	3.342	3.657	3.657	3.657	3.657	3.657	3.657	3.657	3.657
Canon concesional	11.668	11.544	11.169	10.808	10.460	10.125	9.801	9.490	9.190
Otras deudas	1.475	865	865	865	865	865	865	865	865
Total deuda	90.848	85.240	85.680	103.430	100.836	98.254	95.685	93.127	89.116
Deuda financiera neta (según definición del bono)									
Obligaciones y otros valores negociables ⁽¹⁾	53.903	54.366	54.841	68.810	69.108	69.405	69.703	70.000	68.833
Deudas con entidades de crédito	17.855	12.204	12.544	16.366	13.822	11.278	8.734	6.190	3.646
Acreedores por arrendamiento financiero	3.342	3.657	3.657	3.657	3.657	3.657	3.657	3.657	3.657
Deuda Financiera Bruta	75.101	70.227	71.042	88.833	86.586	84.340	82.093	79.847	76.136
Efectivo y otros activos equivalentes	(874)	(5.438)	(6.543)	(8.431)	(11.523)	(1.761)	(10.337)	(16.550)	(21.375)
Inversiones financieras a corto plazo	(247)	(324)	(324)	(324)	(324)	(324)	(324)	(324)	(324)
Deuda Financiera Neta	73.981	64.465	64.176	80.078	74.739	82.255	71.432	62.973	54.437

Fuente: Cifras históricas de Sidecu (auditadas por PwC), proyecciones de Arcano

(1) No se incluyen los intereses devengados por el bono al considerarse deuda financiera únicamente aquella que genera intereses

Fig. 71: Estado de Flujo de Efectivo consolidado

Datos en 000€	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Resultado del ejercicio antes de impuestos	2.681	3.622	3.959	4.578	6.384	7.207	7.724	8.562	9.431
Adjustes del resultado	12.823	13.080	12.479	13.196	13.078	12.603	12.273	11.661	11.008
Amortización del inmovilizado	7.354	7.722	7.277	7.427	7.766	7.559	7.369	7.067	6.783
Otros ajustes	5.469	5.357	5.201	5.769	5.312	5.044	4.904	4.595	4.225
Cambios en capital corriente	661	-1.832	80	86	105	15	9	10	10
Deudores	(420)	(830)	(81)	(139)	(174)	(32)	(18)	(21)	(20)
Acreedores	693	(946)	161	226	280	46	27	31	30
Otros	388	(56)	-	-	-	-	-	-	-
Otros flujos	(6.671)	(6.194)	(5.728)	(7.630)	(6.631)	(6.571)	(6.563)	(6.452)	(7.772)
Intereses	(5.291)	(5.342)	(4.725)	(6.471)	(5.015)	(4.746)	(4.607)	(4.283)	(5.384)
Cobros/pagos por impuestos	(1.380)	(852)	(1.003)	(1.159)	(1.617)	(1.825)	(1.956)	(2.168)	(2.388)
CF - actividades de explotación	9.493	8.676	10.790	10.230	12.936	13.254	13.444	13.782	12.677
Pagos de inversiones	(10.886)	(5.098)	(9.650)	(16.803)	(6.952)	(19.607)	(2.000)	(2.000)	(2.000)
Cobros por desinversiones	551	2.281	-	-	-	-	-	-	-
CF - actividades de inversión	(10.335)	(2.817)	(9.650)	(16.803)	(6.952)	(19.607)	(2.000)	(2.000)	(2.000)
Cobros y pagos por instrumentos de patrimonio	1.305	3.914	-	-	-	-	-	-	-
Pagos por dividendos	(1.227)	(123)	-	(10.000)	-	(530)	-	(2.714)	(3.008)
Cobros y pagos por instrumentos de pasivo financiero	(503)	(5.087)	(35)	18.461	(2.892)	(2.879)	(2.867)	(2.855)	(2.844)
Emisión: Deudas con entidades de crédito	3.573	315	4.042	7.097	731	731	731	731	731
Emisión: Otras deudas	1.481	500	-	70.000	-	-	-	-	70.000
Devolución: Deudas con entidades de crédito	-	(5.562)	(4.077)	(3.636)	(3.623)	(3.610)	(3.598)	(3.586)	(3.574)
Devolución: Otras deudas	(5.557)	(339)	-	(55.000)	-	-	-	-	(70.000)
CF - actividades de financiación	(426)	(1.296)	(35)	8.461	(2.892)	(3.409)	(2.867)	(5.569)	(5.852)
Variación neta del efectivo	(1.268)	4.564	1.105	1.888	3.092	(9.762)	8.577	6.213	4.825

Fuente: Cifras históricas de Sidecu (auditadas por PwC), proyecciones de Arcano

8.2. Tabla de centros concesionales de Sidecu

Entidad Concedente	Centro	Fecha inicio	Vencimiento concesión
Ayuntamiento de Almería	Los Ángeles ⁽¹⁾	24-02-96	24-02-21
Ayuntamiento de Almería	Rafael Florido ⁽¹⁾	24-02-96	24-02-21
Ayuntamiento de Estepona	José Ramón de la Morena	18-09-97	18-09-47
Ayuntamiento de A Coruña	San Diego ⁽³⁾	26-05-00	26-05-20
Ayuntamiento de Valladolid	El Palero	17-04-02	17-04-52
Ayuntamiento de Alicante	Alicante	05-06-02	11-09-53
Ayuntamiento de León	Eras de Renueva	27-12-02	27-12-52
Ayuntamiento de Oviedo	Azcárraga	20-01-03	20-01-53
Ayuntamiento de Valencia	Abastos (UTE) ^{(2) (3)}	17-04-03	01-04-18
Ayuntamiento de Oviedo	Otero	13-11-03	13-11-53
Ayuntamiento de Valencia	Ayora ⁽²⁾	14-04-04	14-04-19
Fundación Rías do Sur	Complejo Deportivo Rías do Sur	03-04-06	03-04-36
Ayuntamiento de A Coruña	Golf A Torre (UTE) ⁽²⁾	13-07-07	01-07-17
Ayuntamiento de Burgos	CD Jose Luis Talamillo	07-11-07	07-11-47
Ayuntamiento de Palencia	CD La Lanera	10-11-07	10-11-47
Ayuntamiento de Móstoles	Supera Móstoles	01-10-08	01-10-43
Ayuntamiento de Parla	CD Los Lagos	15-10-08	15-10-48
Ayuntamiento de Parla	CD Parla Este	16-09-10	16-09-50
Ayuntamiento de Sevilla	Sevilla Este	19-09-11	19-09-51
Ayuntamiento de Toledo	Casa del Agua	01-11-11	02-11-51
Ayuntamiento de Móstoles	Móstoles II Fuensanta	01-03-12	01-03-47
Ayuntamiento de Talavera	CD Talavera	10-06-12	08-06-47
Ayuntamiento de Marbella	Marbella I Fuente Nueva	01-06-13	23-05-52
Ayuntamiento de Guadalajara	Complejo Acuático	23-09-13	24-09-63
Ayuntamiento de Chiclana	Piscina Cubierta Municipal	01-11-13	31-07-52
Ayuntamiento de Valdemoro	Complejo Deportivo Valdemoro	01-12-13	07-03-86
Ayuntamiento de Lisboa	Complejo Deportivo	01-02-15	31-12-49
Ayuntamiento de Marbella	Miraflores	01-02-15	11-07-53
Ayuntamiento de Sevilla	Mar de la Plata	01-06-16	30-03-51
Ayuntamiento de Rivas	CD Barrio de la Luna	20-02-18	20-02-58
Ayuntamiento de Santander	Supera Santander	01-04-19	12-06-47

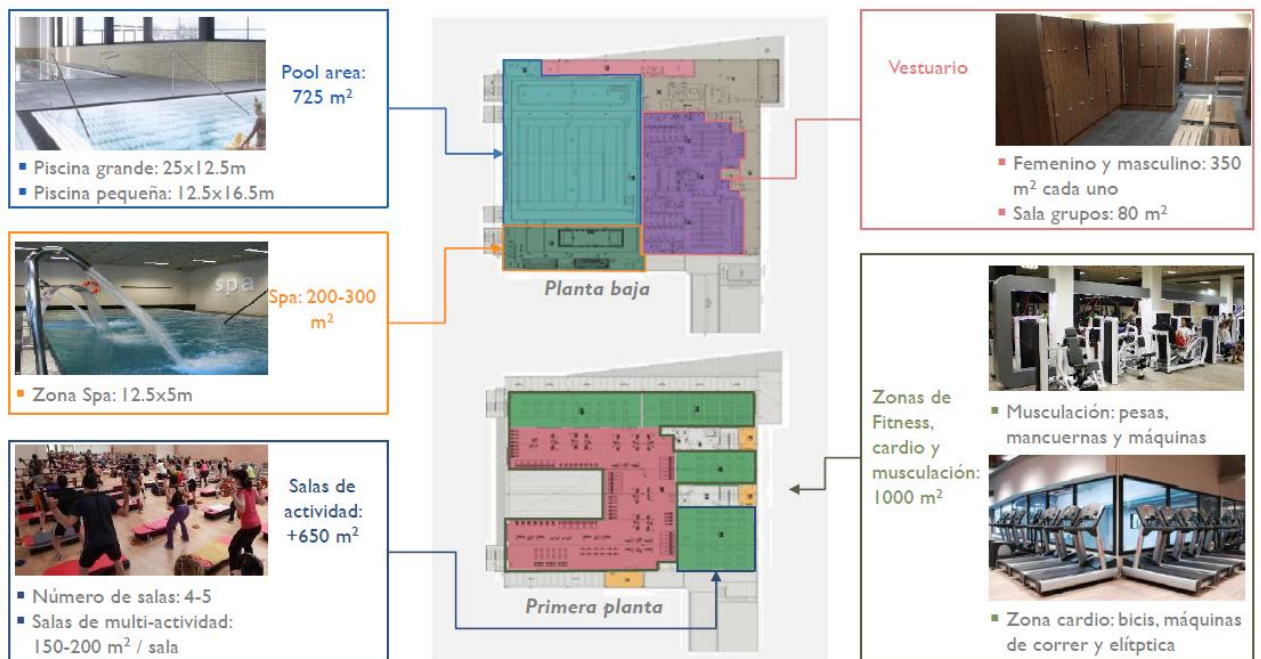
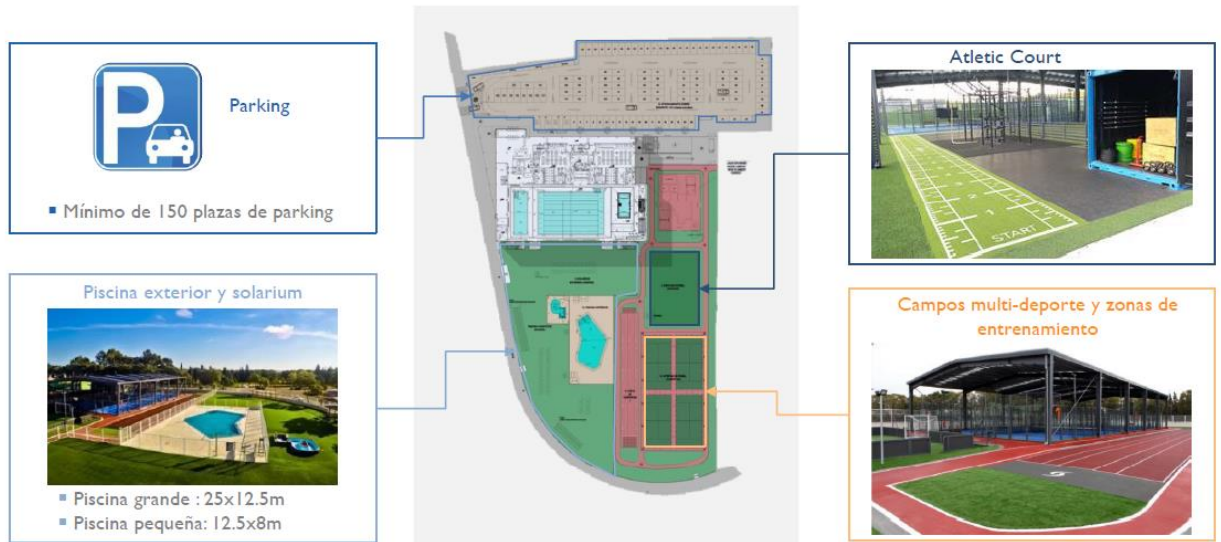
Fuente: Sidecu La vida media de las concesiones ponderada por las ventas, se sitúa en 30 años

(1) Los contratos de concesión permiten prorrogar el vencimiento 5 años, sin condiciones adicionales

(2) Abastos, Ayora y Golf de la Torre están prorrogadas tácitamente hasta el inicio del siguiente contrato

(3) Sidecu es propietario del 50% de San Diego y del 75% de Abastos

8.3. Esquema habitual de concesión



Fuente: Sidecu

8.4. Tabla de centros concesionales en España

	Andalucía	Aragón	Asturias	Baleares	Canarias	Cantabria	Castilla y León	Castilla-La Mancha	Cataluña	Extremadura	Galicia	La Rioja	Madrid	Murcia	Navarra	Pais Vasco	Valencia	Total
BeOne	-	-	-	-	-	4	1	-	-	-	16	-	7	-	-	3	2	33
Supera	8	-	2	-	-	1	4	3	-	-	3	-	7	-	-	-	3	31
Forus	7	2	1	-	1	-	2	-	-	2	1	-	11	1	-	-	2	30
Go Fit	5	-	1	-	1	1	1	-	-	-	-	-	9	-	-	-	-	19
Fitness Place Cent	2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	10	-	-	-	-	12
Aqualia	-	-	2	-	-	-	-	1	-	1	3	-	-	3	-	-	2	12
Eurofitness	-	-	-	-	-	-	-	-	10	-	-	-	-	-	-	-	-	10
Lude Servicios	-	-	-	-	10	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	10
Claror	-	-	-	-	-	-	-	-	9	-	-	-	-	-	-	-	-	9
Duet Sports	-	-	-	1	-	-	-	-	8	-	-	-	1	-	-	-	-	10
CET-10	-	-	-	1	-	-	-	-	4	-	-	-	1	-	-	-	2	8
Enjoy Wellness	1	-	-	-	-	-	2	-	-	1	-	-	2	-	-	-	1	7
Gaia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3	-	1	-	-	-	1	5
Mas Quatro	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2	5	-	7
Gimnasiarca	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	6	-	-	-	-	6
Deporocio	6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	6
Serdepor	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	4	-	5
Viding	2	-	-	-	-	-	-	-	1	-	-	-	1	-	-	-	-	4
Santagadea	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2	-	-	-	-	3
Holmes Palace	-	-	-	-	-	-	-	-	3	-	-	-	-	-	-	-	-	3
Mais que Auga	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3	-	-	-	-	-	-	3
Demmero (Suma)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2	2
Nexa Ego	2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2
Total	34	2	6	2	12	6	10	5	35	4	29	-	58	4	3	12	15	237

Fuente: CMD (marzo de 2019) ajustado por la compra de 6 centros de Santagadea por parte de Forus, 2 aperturas de Forus, 2 de BeOne, 2 de Supera (Santander y Rivas) y dos de GoFit

AVISO LEGAL

El presente documento es estrictamente confidencial y las opiniones expresadas en el mismo reflejan la opinión personal del autor en relación a los temas analizados. El autor no ha recibido ni recibirá ninguna compensación, comisión o remuneración de ningún tipo por proporcionar una recomendación u opinión específica en el presente documento.

El presente documento **no** incluye recomendaciones ni estrategias de inversión de forma explícita o implícita. En consecuencia, este documento **no** constituye un informe en materia de inversión según la definición del artículo 36 del Reglamento Delegado (UE) 2017/565, de la Comisión, de 25 de abril de 2016.

El presente documento ha sido preparado por Arcano Valores AV, S.A.U. ("**Arcano Valores**"). Arcano Valores es una empresa de servicios de inversión, debidamente constituida conforme a la legislación española, regulada y registrada bajo el número 243 en el Registro Administrativo de Agencias de Valores de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

A los efectos previstos en el Reglamento 596/2014, de 16 de abril, sobre Abuso de Mercado, mediante esta publicación se deja constancia de que Arcano actualmente actúa como Asesor Registrador y Entidad Colocadora de Sidecu, S.A. Adicionalmente, se deja constancia que Arcano ha mantenido en el pasado, mantiene y pretende seguir manteniendo en el futuro relaciones contractuales con Sidecu S.A. con objeto de prestar los servicios de inversión para los que está autorizada.

El presente documento tiene carácter divulgativo y no constituye una oferta, garantía, invitación o solicitud para adquirir, invertir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni puede servir de base para la elaboración o suscripción de ningún contrato, acuerdo, compromiso o decisión de ningún tipo. En consecuencia, el receptor del presente documento debe tomar sus propias decisiones de manera independiente sin basarse en el contenido de este documento y en su caso, solicitar y obtener asesoramiento profesional independiente.

Arcano Valores no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, daño o perjuicio, directo o indirecto, que pudiera resultar o estar relacionado con el uso de este documento o de su contenido.

El presente documento contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes de fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de modificación independiente por Arcano Valores. Arcano Valores, por tanto, no ofrece garantía expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad, exactitud, exhaustividad o veracidad.

El presente documento se dirige exclusivamente a inversores profesionales, de conformidad con la definición que a tal efecto se establece en la Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo 2014/65/UE, relativa a los mercados de instrumentos financieros tal y como ha sido modificada por las Directivas 2002/92/EC y 2011/61/EC, y en el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores. Por tanto, su uso por inversores minoristas queda expresamente prohibido. Adicionalmente, el presente documento tiene únicamente carácter informativo para sus destinatarios y no podrá ser utilizado o tomado en consideración con ningún otro objeto presente o futuro, ni facilitado a terceros, ni reproducido total o parcialmente.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o fluctuaciones del mercado. Arcano Valores no asume obligación ni compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

Arcano Valores cumple con su normativa interna de conducta, la cual regula, entre otras cuestiones, procedimientos para evitar conflictos de interés con respecto a recomendaciones. En aplicación de dichos procedimientos el departamento de *Research* se configura como un área separada, se constituyen las conocidas como "murallas chinas", y se incluye la posibilidad de establecer restricciones específicas en actividades de análisis en determinadas circunstancias.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida la reproducción, transformación, distribución y modificación del mismo, ya sea por medios físicos o electrónicos, así como su comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por escrito por Arcano Valores.

La parte receptora y/o la parte que acceda al contenido del presente documento, por medio del acceso y/o recepción del mismo, acepta y consiente quedar vinculada por sus términos, condiciones y restricciones.

Este documento ha sido elaborado por:

Arcano Valores AV, S.A.U.

José Ortega y Gasset 29, 4ª planta
28006 Madrid
+34 91 353 21 40