



ISSUER RATING

Long-term Rating

Tendencia: Estable

Fecha de primer rating: 12/03/2021

Fecha de revisión: 08/05/2023

## Contactos

### Senior Associate

Carlos Miguel Díaz Bes

carlos.diaz@ethifinance.com

### Chief Rating Officer

Guillermo Cruz Martínez

guillermo.cruz@ethifinance.com

## Rating action y rationale

- EthiFinance Ratings mantiene la calificación de Valfortec, S.L. en “BBB-” manteniendo la tendencia Estable una vez realizada la revisión del rating por cambio metodológico. Para esta revisión se ha utilizado la misma información disponible en la última revisión del rating con el objetivo de aislar la revisión por nueva metodología de los cambios en la sociedad tras la última revisión.
- El rating asignado recoge fundamentalmente la posición competitiva mejorable del grupo y considera positiva la capacidad para hacer frente a sus compromisos financieros fundamentado en un perfil financiero y de liquidez adecuados. Valfortec se encuentra en plena fase de crecimiento y consolidación como IPP. La empresa cuenta para ello con un plan de negocio y unas proyecciones realistas que apuntan a un buen desempeño financiero en el corto y medio plazo, aunque retrasado en el tiempo con respecto a su concepción original. Cuenta a su favor con el uso de deuda financiera sin recurso de manera significativa y una base de ingresos de régimen regulado. Los resultados del último ejercicio fueron positivos y se reconoce que la empresa haya conseguido sacar provecho de las diferentes oportunidades de negocio que ha ido encontrando a lo largo del ejercicio. No obstante, se observa cierta volatilidad en la situación económico-financiera con respecto a ejercicios anteriores.
- En línea con nuestra nueva metodología, la compañía opera tanto en el sector de las “Utilities” de energías renovables como en el de la Ingeniería y Construcción; el primero presenta un riesgo muy bajo en términos de ESG (sector *heatmap score* entre 1 a 2); el segundo presenta un riesgo medio (sector *heatmap score* entre 3 a 4). Esta valoración tiene un impacto positivo en el análisis sectorial en conjunto. El análisis ESG de la empresa ha resultado neutro en la calificación.

## Descripción

Valfortec, S.L. y sus sociedades dependientes (en adelante Valfortec o el grupo) es una compañía especializada en el desarrollo, construcción, explotación y mantenimiento de instalaciones de energías renovables, posicionándose como productor independiente de energía (IPP por sus siglas en inglés). La compañía opera plantas solares fotovoltaicas cuya capacidad total en 2021 alcanzaba los 37,6 MW en operación. La diversificación geográfica es un punto crucial dentro de los planes de la empresa, con presencia en cuatro mercados internacionales y un pipeline de 615 MW de proyectos en desarrollo. Las cifras sin auditar aportadas por la empresa indicaban que en 2021 la compañía avanzó en sus resultados con una facturación ajustada de €40,9M (+159% YoY) y un EBITDA ajustado de 16,5€ (+162% YoY). Estos resultados destacan por la obtención de ingresos fruto de la venta de energía, la rotación de activos y la reventa a terceros de material y componentes para parques solares fotovoltaicos. La empresa se encuentra en plena fase de crecimiento con un importante plan de inversiones en el corto y medio plazo. Se espera que para el 2022 la compañía haya tenido un avance en los resultados positivos y haya progresado en un plan de inversiones en curso que se ha visto retrasado con respecto al planteamiento original por las demoras en la tramitación de permisos.

## Fundamentos

### Perfil de negocio

#### Análisis del sector

- Sector con buen nivel de rentabilidad y baja volatilidad con buenas perspectivas de crecimiento.

Bajo la metodología de EthiFinance, la compañía opera como productor de energía 100% renovable y como epecista de obras de energía solar. Del análisis de las características de ambos sectores se concluye que, en conjunto, los niveles de rentabilidad son adecuados con una volatilidad muy limitada, especialmente gracias a la obtención de ingresos recurrentes a través de la venta de energía. Así mismo, se reconoce un nivel alto de barreras de entrada. Por otro lado, las previsiones de las organizaciones internacionales concluyen que la demanda y el consumo de energía mundial seguirá creciendo en el medio y largo plazo, de esta

forma el sector ve perspectivas positivas de crecimiento en la industria, especialmente en el ámbito crucial de las energías renovables.

- El sector de las “Utilities” de energías renovables presenta un riesgo muy bajo en términos de ESG; y el de Ingeniería y Construcción un riesgo medio.

Del análisis en conjunto de ambos sectores, se concluye que los riesgos relacionados con ESG en las empresas del sector y los impactos en los factores sociales, ambientales y en *stakeholders* no son materiales y no afectan la estabilidad o los fundamentos del sector. De hecho, el sector de la industria de energías renovables se encuentra alineado con los factores ESG. Esta valoración tiene un efecto positivo en el resultado del análisis sectorial en conjunto.

### Posicionamiento competitivo

- Posicionamiento competitivo aceptable con buena trayectoria y cierta diversificación internacional.

Desde su constitución en 2005, la compañía opera en el sector de las energías renovables. Actualmente se posiciona como desarrollador y productor independiente de energía, con su actividad centrada alrededor de la tecnología solar fotovoltaica. El modelo de negocio de Valfortec comprende la obtención de ingresos recurrentes a través de la explotación de parques fotovoltaicos de su propiedad y de la venta a terceros de proyectos ya operativos o en desarrollo.

La empresa realiza su operativa dentro del grupo español Promociones Renovables Valencianas, S.L., grupo que integra verticalmente otras actividades de la cadena de valor de la industria renovable como son el diseño, ingeniería y construcción de parques solares fotovoltaicos.

Su trayectoria hasta el 2021 incluía el desarrollo, financiación, construcción y operación de parques con una capacidad total cercana a los 80 MW. Dentro de su estrategia de diversificación, Valfortec ha llevado a cabo un proceso de cierta internacionalización, fruto del cual cuenta dentro de su ámbito competitivo con presencia en España, Chile, Japón y Reino Unido.

### Gobierno corporativo

- Estructura de accionistas limitada en el socio fundador.

Valfortec responde a las características de empresa familiar, aspecto reflejado en una estructura accionarial liderada y concentrada desde su constitución por su director general y máximo accionista D. Fidel Roig (99,99 % del capital a través de Promociones Renovables Valencianas S.L.). El señor Roig es igualmente el Administrador Único del grupo. El apoyo del accionista se valora por tanto como limitado, destacando la no distribución de dividendos desde 2009 y la prudencia financiera como pilares de una estrategia empresarial enfocada al largo plazo. Hay que señalar que en sus orígenes el modelo de negocio del grupo estuvo enfocado al desarrollo y la construcción de proyectos fotovoltaicos para su venta. Estrategia que se mantiene de forma parcial para contribuir a la autofinanciación del crecimiento de la cartera de venta de energía y la contención del endeudamiento como característica fundamental del desempeño estratégico.

La ejecución de los planes estratégicos corresponde al equipo directivo, donde destacamos la presencia de miembros con experiencia adecuada en el ámbito empresarial y antigüedad en la compañía. Sin tener en cuenta la presencia histórica del CEO, el equipo directivo cuenta con un promedio de 9 años en la empresa.

- Análisis ESG neutro.

En cuanto al análisis ESG de la empresa, este ha resultado neutro en la calificación.

### Perfil financiero

#### Rentabilidad y endeudamiento.

- Nivel positivo de ingresos y rentabilidad.

A falta de contar con las cuentas anuales de 2021 auditadas, según los datos aportados por la compañía, Valfortec ha mantenido en los últimos ejercicios una capacidad positiva para obtener beneficios a través de su actividad. Durante el 2021, la cifra de ingresos ajustada alcanzó los €40,9M (+160% YoY), con un especial

protagonismo por parte de la reventa a terceros de componentes y material para parques fotovoltaicos del 43% de las ventas totales. El nivel de rentabilidad para el 2021 fue positivo, con un margen EBITDA ajustado del 40,4% sobre los ingresos, nivel muy en línea con el año anterior. El resultado antes de impuestos según la compañía alcanzó los €10,4M.

- **Plan de inversión en curso con niveles crecientes de apalancamiento corporativo y de proyecto.**

El avance en el plan de crecimiento de la compañía ha implicado un progresivo aumento de la deuda financiera, necesaria para poder acometer el ambicioso plan de inversiones en capex. De esta forma, la deuda financiera total de Valfortec alcanzaba en 2021 los €98M frente a los €77M de 2020. A este respecto destacamos la emisión durante el ejercicio de un Bono corporativo en el MARF de €25M a 5 años. Con ello, la Deuda Financiera Neta durante el ejercicio alcanzaba los €77M, con un aumento del 9% con respecto a la de 2020. Hay que señalar que la compañía hace un extenso uso de Project Finance, con financiación ligada a las plantas sin recurso al accionista. Durante el 2021 la deuda financiera con recurso alcanzó los €41,7M, un 43% de la deuda total de la compañía. A finales del ejercicio la empresa contaba con una posición de caja de €20,7M frente a los €6,4M del ejercicio anterior.

- **Proyecciones financieras positivas dentro de su plan de negocio con capacidad para atender sus compromisos financieros.**

Las proyecciones financieras dentro del Plan de Negocio de la compañía para el periodo 2022-26 se sustenta en un escenario valorado como realista. Los resultados proyectados dotarían a la compañía de la capacidad suficiente para llevar a cabo su plan de inversiones a la par que la solvencia y liquidez necesarias para atender todos sus compromisos financieros durante el periodo de inversión. No obstante, resaltamos que el plan de negocio, originalmente concebido para comenzar en 2021 hubo de ser actualizado durante el primer trimestre de 2022, lo que no descarta futuras actualizaciones.

### Solvencia

- **La autonomía financiera, en términos de patrimonio neto sobre total balance, se mantenía en niveles ajustados a cierre de 2021.**

El Patrimonio Neto de la empresa a cierre de 2021 se situaba en torno a los €43M. En términos de patrimonio neto respecto al total del balance, se mantuvo estable respecto al ejercicio anterior, situándose en 27% (26% en 2020) aunque manifestando un cierto deterioro frente a la cifra de 2019 (48%). Consideramos que estos niveles, aunque aceptables, son aún ajustados a la hora de abordar posibles desviaciones en el plan de negocio que requieran afrontar imprevistos que requieran una mayor solvencia.

### Liquidez

- **Adecuado perfil de liquidez con un nivel positivo de caja.**

Con los datos aportados por la sociedad, Valfortec muestra una capacidad adecuada para atender sus compromisos financieros en el corto plazo basado principalmente en su buena posición de tesorería disponible (€20,7M). La sociedad cuenta con un acceso adecuado a financiación la cual se determina como aspecto importante que respalda su perfil crediticio.

### Modificadores

#### ESG Factors

- Controversias: no se han encontrado controversias sustanciales que puedan modificar el rating de la compañía.

#### Liquidez

- No existe riesgo de liquidez.

#### Riesgo País

- Sin riesgo país detectado. No se ha determinado que exista un riesgo país sustancial.

## Resumen de la información financiera

Principales magnitudes financieras consolidadas. Datos sin auditar.				
	2019	2020	2021	21vs20
Cifra de negocio ajustada (1)	7.464.197	15.775.189	40.991.285	159,8%
EBITDA ajustado (1)	-202.850	6.339.333	16.577.959	162%
Mg. EBITDA	2,7%	40,2%	40,4%	0,3pp
Gastos financieros (GF)	316.646	2.415.036	1.877.702	-22%
EBITDA / GF	-0,6x	2,6x	8,8x	6,2x
EBT	4.704.202	406.069	10.388.119	2458%
Mg. EBT	63,0%	2,6%	25,3%	22,8pp
Activo Total	42.175.625	126.879.058	160.103.699	26%
Patrimonio Neto	20.418.828	32.248.836	43.655.628	35%
% s / Activo Total	48%	25%	27%	0,3pp
Deuda financiera total (2)	14.547.028	77.381.208	98.017.963	27%
Deuda financiera neta	12.373.716	70.975.126	77.328.442	9%
Caja	2.173.312	6.406.082	20.689.521	223%

(1) Incluye ingresos por venta de activos registrados por la compañía como ingreso financiero.  
(2) Excluye derivados y deuda con grupo.

## Análisis de sensibilidad

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

- **Factores positivos (↑).**

Incremento de la cartera de obra, evolución positiva en la ejecución de los proyectos en curso, mejora de márgenes, fortalecimiento del patrimonio neto, incremento de caja neta, mejora de resultados, venta de activos no estratégicos.

- **Factores negativos (↓).**

Retrasos significativos en la ejecución de la cartera de obra en curso, reducción en la adjudicación de nuevos proyectos, aumento del endeudamiento, empeoramiento del patrimonio neto, empeoramiento de márgenes, deterioro de los resultados, incumplimiento de estimaciones financieras.

## Credit Rating

Credit Rating	
Perfil Negocio	BBB
Análisis Sectorial	AA
Posicionamiento Competitivo	B-
Governance	B+
ESG Compañía	Neutro
Perfil Financiero	BBB-
Cash flow y endeudamiento	BBB-
Solvencia	B+
<b>Anchor Rating</b>	<b>BBB-</b>
Modificadores	No
<b>Rating</b>	<b>BBB-</b>

## Información regulatoria

### Fuentes de información

La calificación de crédito emitida en este informe ha sido realizada de manera solicitada por parte del ente calificado, participando éste en el proceso. La misma se basa tanto en información privada como pública. Las principales fuentes utilizadas son:

- Cuentas anuales.
- Página web corporativa.
- Información publicada por los Boletines Oficiales.
- Rating book facilitado por la compañía.

La información ha sido exhaustivamente revisada para asegurar plausibilidad y coherencia, considerándose satisfactoria. No obstante, EthiFinance Ratings no asume ninguna responsabilidad sobre la veracidad de la información y de las conclusiones deducidas sobre la misma.

### Información adicional

- La calificación ha sido realizada de acuerdo al Reglamento (CE) N° 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de septiembre de 2009 sobre las agencias de calificación crediticia y en concordancia con la Metodología Corporate Rating y Metodología de Perspectivas que puede consultarse en <https://www.ethifinance.com/es/calificaciones/methodologies>; y bajo la Escala Corporate largo plazo disponible en <https://www.ethifinance.com/es/calificaciones/ratingScale>
- EthiFinance Ratings publica los datos sobre las tasas históricas de incumplimiento de las categorías de calificación, que se alojan en el repositorio central de estadísticas CEREP, del regulador European Securities and Markets Authority (ESMA).
- De acuerdo con lo estipulado en el Artículo 6, apartado 2, en relación con el anexo I, sección B, punto 4, del Reglamento (CE) N° 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de septiembre de 2009, se informa que en el transcurso de los últimos 12 meses EthiFinance Ratings no ha prestado servicios auxiliares a la entidad calificada ni a terceros vinculados.
- El rating otorgado ha sido notificado a la entidad calificada, no siendo modificado desde entonces.

**Condiciones de uso de este documento y su contenido:**

Para todo tipo de Calificaciones Crediticias que emita ETHIFINANCE RATINGS, S.L. (la "AGENCIA"), el Usuario no podrá, ni por sí mismo ni a través de terceros, transferir, subarrendar, sublicenciar, vender, extraer, reutilizar o disponer de cualquier otra forma del contenido de este Documento a un tercero, ya sea a título gratuito u oneroso.

A los efectos de las presentes Condiciones de Uso, se considerará Usuario a todo cliente que pueda haber suscrito un producto y/o un servicio que le permita disponer del contenido de este Documento, así como a toda persona privilegiada que pueda acceder al contenido de este Documento a través de <https://www.ethifinance.com/>.

El usuario tampoco podrá alterar, transformar o distorsionar la información proporcionada de ninguna manera. Asimismo, no podrá copiar y/o duplicar la información, ni crear archivos que contengan la información del Documento, ni en su totalidad ni parcialmente.

El Documento y su código fuente, cualquiera que sea su tipología, se considerará elaboración, creación u obra de la AGENCIA y estará sujeto a la protección de la normativa sobre derechos de propiedad intelectual. Para los usos permitidos de este Documento, el Usuario se obliga a no permitir la supresión del copyright de la AGENCIA, la fecha de emisión del Documento, la razón social establecida por la AGENCIA, así como el logotipo, las marcas y cualquier otro signo distintivo que sea representativo de la AGENCIA y de sus derechos sobre el Documento.

El Usuario acepta las condiciones de Uso de este Documento y queda sujeto a estas disposiciones desde la primera vez que se le facilite este Documento, independientemente de la forma en que se le facilite el mismo. El Documento y su contenido no podrán ser utilizados con fines ilícitos o distintos a los autorizados por la AGENCIA. El Usuario informará a la AGENCIA de cualquier uso no autorizado del Documento y/o de su contenido que se ponga de manifiesto. El Usuario responderá frente a la AGENCIA por sí mismo y por sus empleados y/o por cualquier otro tercero al que se le haya facilitado o haya tenido acceso al Documento y/o a su contenido en caso de daños y perjuicios que se deriven del incumplimiento de las obligaciones que el Usuario declaró haber leído, aceptado y comprendido al recibir el Documento, sin perjuicio de las demás acciones legales que la AGENCIA pueda ejercer en defensa de sus legítimos derechos e intereses.

El Documento se facilita bajo la aceptación de que la AGENCIA no es responsable de la interpretación que el Usuario pueda hacer de la información contenida. Los análisis crediticios incluidos en el Documento, así como las calificaciones y declaraciones, deben considerarse como opiniones válidas en la fecha de emisión de los informes y no como declaraciones de hecho o recomendaciones para comprar, mantener o vender cualquier valor o para tomar cualquier decisión de inversión. Las calificaciones crediticias y las perspectivas de calificación crediticia emitidas por la AGENCIA se consideran una opinión propia, por lo que se recomienda que el Usuario la tome como base limitada para cualquier propósito para el que pretenda utilizar la información. Los análisis no abordan la idoneidad de ningún valor. La AGENCIA no actúa como fiduciaria ni como asesora de inversiones, por lo que el contenido del Documento no debe ser utilizado como sustituto de los conocimientos, criterios, juicios o experiencia del Usuario, su Dirección, empleados, asesores y/o clientes para la toma de decisiones de inversión. La AGENCIA dedica todos sus esfuerzos a garantizar que la información suministrada sea precisa y fiable. No obstante, dado que la información se elabora en base a datos suministrados por fuentes que pueden estar fuera del control de la AGENCIA, y cuya verificación y comparación no siempre es posible, la AGENCIA, sus filiales, y sus directores, accionistas, empleados, analistas y agentes no tendrán responsabilidad alguna (incluyendo, sin limitación alguna, pérdida de ingresos y costes de oportunidad, pérdida de negocio o daños a la reputación o cualquier otro coste) por cualquier inexactitud, error, falta de correspondencia, integridad u omisión de datos e información utilizados en la elaboración del Documento o en relación con cualquier uso de su contenido, incluso en el caso de haber sido advertida de los posibles daños. La AGENCIA no realiza auditorías ni asume la obligación de verificar las fuentes de información independientes sobre las que se elaboran las calificaciones.

Por lo tanto, el Usuario acepta que la información proporcionada por la AGENCIA puede ser un elemento más a tener en cuenta a la hora de tomar decisiones empresariales, pero no se tomarán decisiones basándose únicamente en ella; siendo así, la AGENCIA no se hace responsable de la falta de idoneidad. Asimismo, la utilización de la información ante juzgados y/o tribunales, administraciones públicas, o cualquier otro organismo público o tercero privado por cualquier motivo, será responsabilidad exclusiva del Usuario y la AGENCIA no responderá de ninguna responsabilidad por la inadecuación de los contenidos de la información.

La información sobre las personas físicas que pueda aparecer en este documento es única y exclusivamente relevante para sus negocios o actividades empresariales, sin referencia a la esfera de su vida privada, por lo que puede ser considerada. Los datos personales que puedan aparecer en este documento son tratados de acuerdo con el Reglamento (UE) 679/2016, relativo a la protección de las personas físicas en lo que respecta al tratamiento de datos personales y a la libre circulación de estos datos y demás normativa aplicable. Aquellos interesados que deseen ejercer los derechos que les asisten pueden encontrar más información en el enlace: <https://www.ethifinance.com/> en la página de Política de Privacidad o contactar con nuestro Delegado de Protección de Datos en el correo [dpo@ethifinance.com](mailto:dpo@ethifinance.com).

Copyright © 2023 ETHIFINANCE RATINGS, S.L. Todos los derechos reservados.

C/ Velázquez nº18, 3º derecha, 28001 - Madrid - España.