



ISSUER RATING

Long-term Rating

Tendencia: Estable

Fecha de primer rating: 01/10/2021

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 afirma la calificación de Elecnor, S.A. en “BBB-” manteniendo la tendencia Estable por revisión metodológica.
- El rating asignado se fundamenta en la sólida posición competitiva del grupo y en su capacidad para hacer frente a sus compromisos financieros. Elecnor es una de las principales compañías dedicadas a la ejecución de proyectos de ingeniería, construcción y servicios en el sector eléctrico y de las telecomunicaciones a nivel nacional, dando servicios a los principales operadores. Además, su diversificación de líneas de negocio y geografía fomentan su crecimiento y consolidación. Su modelo de negocio se mostró muy resiliente ante la crisis sanitaria derivada del COVID-19 durante los ejercicios del 2020 y 2021, con un aumento en el 2021 de las cifras de ingresos y EBITDA, aunque con una reducción en el margen EBITDA (-1,3pp), manteniéndose en unos niveles moderados. El grupo continuaba generando un recurrente cash flow operativo favoreciendo una situación financiera adecuada con un importante apalancamiento.
- Elecnor cuenta con el 51% de la participación en la sociedad Celeo Concesiones e Inversiones dentro del valor en inversiones contabilizadas por el método de participación debido al acuerdo para el control de la sociedad de manera conjunta con el resto de socios. A nuestro juicio, el análisis de la realidad crediticia de la sociedad debe incluir un enfoque de integración global dada la importancia de los números de Celeo. De esta forma, los principales ratios de la sociedad se verían afectados negativamente dadas las magnitudes de Celeo, en especial las relativas a su DFN. Un impacto, no obstante, mitigado por el posicionamiento de la sociedad y el carácter recurrente de sus ingresos.
- 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. En cuanto al análisis ESG de la empresa, cabe destacar que las políticas del grupo se consideran adecuadas (puntuación ESG de la empresa entre 1 y 2), lo que tiene un efecto neutro en la calificación.

Descripción

Constituida en 1958 y con sede social en Madrid, Elecnor S.A. es una sociedad dedicada a la ejecución de proyectos de ingeniería, construcción y servicios, con especial actividad en los sectores de electricidad, generación de energía, gas, telecomunicaciones, ferrocarriles, agua, medio ambiente y espacio; así como una intensa actividad concesional a través de la promoción, financiación, construcción, inversión y gestión de activos de energía, especialmente renovable. Actividades realizadas a través de una gestión integral de los proyectos mediante la participación en toda la cadena de valor. La sociedad es la matriz del grupo Elecnor (“el grupo” o Elecnor en adelante) y sus acciones cotizan en el mercado continuo español, en las bolsas de Madrid y Bilbao, con una capitalización bursátil de alrededor de €1.000M. A cierre de 2021, el grupo presentó una facturación de €3.122M, registrando un EBITDA de €272M (8,7% de Margen EBITDA) y un resultado antes de impuestos de €142M.

Fundamentos

Perfil de negocio

Análisis del sector

- Sector poco cíclico, moderadamente fragmentado y elevadas barreras de entrada en la actividad concesional por ser intensivo en capital y requerir alto conocimiento técnico.** La sociedad trabaja en dos líneas de negocio, la de Ingeniería y Construcción a través de su sociedad Elecnor Servicios y Proyectos (100% de Elecnor) y la concesional, a través de las sociedades Enerfín (100% Elecnor) y Celeo (51% Elecnor). El sector de la Ingeniería y Construcción en el que se encuadra Elecnor se encuentra bastante concentrando, acumulando las 10 primeras empresas del sector más de un 50% del total de la facturación a nivel internacional. El negocio concesional se caracteriza por presentar unas barreras de entrada elevadas sobre todo para empresas que actúan como concesionarias, al ser muy

intensivo en capital y requerir un elevado know-how y experiencia. Estas barreras siguen siendo elevadas si bien algo menos, para la actividad de EPC sobre todo a la hora de acudir a licitaciones públicas.

- **Desempeño del sector con perspectivas positivas.** Las previsiones de las organizaciones internacionales concluyen que el sector se seguirá enfrentando a importantes retos definidos por la crisis en Ucrania y la crisis inflacionaria. No obstante, desde la empresa se indica que, gracias a las medidas de estímulo promovidas desde la Unión Europea y Estados Unidos suponen perspectivas muy positivas para la actividad del sector, especialmente en los ámbitos de la electrificación y eficiencia energética, energías renovables, digitalización y conectividad y prestación de servicios urbanos.
- **El sector de Ingeniería y Construcción presenta un riesgo medio en términos de ESG y el de las “Utilities” de energías renovables presenta un riesgo muy bajo.** 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 bueno con amplia trayectoria, siendo una empresa de referencia en el sector de las infraestructuras y de las telecomunicaciones a nivel nacional y con un posicionamiento más moderado a nivel internacional.** El grupo lleva operando en el sector de las infraestructuras desde 1958, especializándose en proyectos de energía, electricidad y telecomunicaciones. A nivel nacional, el grupo se posiciona como una compañía consolidada, operando con una sólida cartera de clientes compuesta por las grandes operadoras del sector eléctrico (Endesa, Enel, Iberdrola, Red Eléctrica España, etc.) y del sector de las telecomunicaciones (Telefónica, Orange, Vodafone, MásMóvil, etc). A nivel internacional destaca el esfuerzo realizado en el sector de la energía renovable, principalmente en Brasil y Canadá, donde el grupo desarrolla proyectos de construcción y, en menor medida, de explotación de parques de energías renovables.
- **Actividad internacional diversificada con la que opera en 55 países tras desarrollar una fuerte estrategia de internacionalización.** El grupo ha realizado un fuerte proceso de internacionalización desde su constitución, intensificándose notablemente hasta llegar a operar en 55 países. En 2021, la facturación internacional ha alcanzado un 54% sobre las ventas totales. Adicionalmente, el grupo cuenta con una importante cartera de proyectos pendiente de ejecutar cuyo importe creció en 2021 un 10,3% respecto al 2020, alcanzando los €2.507M. De la cartera pendiente de ejecutar, los proyectos en el exterior tienen un peso preponderante del 72%.

Gobierno corporativo

- **Adecuada estructura de accionistas con cierta concentración de origen familiar.** El control de Elecnor, S.A. recae en un grupo de accionistas formado por 10 grupos familiares que actúan como la unidad de decisión y control de la sociedad, instrumentada a través de la sociedad Cantiles XXI, S.L, manteniendo un 52,76% de las participaciones de la compañía. Se valora de manera favorable que, pese al origen familiar del grupo, el CEO actual de la empresa es ajeno a esta relación, y que el consejero delegado no mantenga una participación significativa en la sociedad. La política financiera del grupo es una gestión prudente y conservadora, basada en un control del endeudamiento que le permita mantener un nivel de apalancamiento moderado. Además, mantiene una estrategia de diversificación de sus fuentes de financiación a corto y medio plazo mediante financiación bancaria y emisión de deuda en el mercado de capitales
- **Análisis ESG neutral.** Basado en los datos ESG analizados y una vez aplicada la nueva metodología, EthiFinance Rating evalúa las políticas ESG de Elecnor como adecuadas. En consecuencia, la calificación de la empresa no se ve afectada por este factor.

Perfil financiero

Flujo de caja y endeudamiento.

- **Fuerte incremento en la facturación y mejora del EBITDA en 2021 aunque con cierta caída de los márgenes, que se sitúan en un nivel moderado.** La actividad de Elecnor durante los ejercicios de la pandemia (2020 y 2021) ha mostrado una gran resiliencia frente a la crisis sanitaria derivada del COVID-19. Si bien a cierre de 2020, la facturación del grupo se mantuvo estable respecto al ejercicio anterior (€2.456M), durante el 2021 la facturación se incrementó en un 27,1% alcanzando los €3.122M. El margen bruto a cierre de 2021 del 49,7% decreció ligeramente (51,3% en 2020) aunque se mantiene en línea con ejercicios anteriores. El EBITDA recurrente de la compañía alcanzó los €271M con una mejora del 11% con respecto a la cifra de 2020. Sin embargo, en términos de rentabilidad, el margen EBITDA quedó a cierre de 2021 en un 8,7% sobre ventas frente al 10% del ejercicio anterior.
- **Reducido nivel de apalancamiento en relación a la generación de caja, manteniendo un ratio de deuda financiera neta total sobre el EBITDA de 2x pero con una cobertura de intereses con posibilidades de mejora.** La compañía muestra un nivel de endeudamiento controlado. A cierre de 2021, la deuda financiera neta era de €534,7M (-0.4% YoY) con un apalancamiento financiero de 2x. Sin embargo, destacamos el elevado peso de la deuda sin recurso de sus filiales asociada a Project Finance (€415M). De esta forma, si se analiza solo la deuda con recurso (€119M), el apalancamiento financiero a finales de 2021 decreció hasta 0,7x (0,8x en 2020), valor inferior al requerido por los covenants financieros de la deuda, dato que valoramos como muy favorable. Sin embargo, la cobertura de intereses por el EBITDA no es tan holgada, situándose en 5,4x en 2021 (6,8x en 2020).
- **Recuperación de la generación de caja.** La generación de caja con su actividad (FFO) tuvo un incremento significativo (€169,3M, +96,5% YoY) basado en el mayor EBITDA y la adecuada capacidad de la compañía para convertir el resultado operativo en caja. Lo cual, junto con la desinversión del segmento de *outdoors* generó un flujo de caja libre de €105,5M, resultando en una sólida capacidad para hacer frente a sus compromisos de corto plazo.

Solvencia

- **La autonomía financiera, en términos de patrimonio neto sobre total balance, se mantenía, a cierre de 2021, en un nivel relativamente débil.** La autonomía financiera, en términos de patrimonio neto respecto al total del balance, se ha mantenido estable respecto al ejercicio anterior, situándose en 19,3% (19,7% en 2020) aunque manifestando un cierto deterioro con respecto a la cifra de 2019 (24,7%). Al igual que en el ejercicio anterior, la compañía sigue acusando diferencias de conversión negativas (€321M) por las oscilaciones en el real brasileño, a lo que se unen ajustes negativos en patrimonio por valoración (€73M), rubro afectado por las coberturas del precio de la energía.

Liquidez

- **Adecuado perfil de liquidez con un nivel positivo de caja.** Elecnor muestra una capacidad apropiada para atender sus compromisos financieros en el corto plazo basado principalmente en su posición adecuada de tesorería y líneas de crédito disponibles. La sociedad se caracteriza por un acceso adecuado a financiación y la presencia de líneas de crédito, los cuales se determinan como aspectos clave que respaldan su perfil crediticio.

Modificadores

Factores ESG

- El grupo no presenta ninguna controversia que constituyan un problema real que apunten a una debilidad en las operaciones u organización de la empresa.

Liquidez

- No existe riesgo de liquidez.

Riesgo País

- No se ha determinado que exista un riesgo país sustancial dada la diversificación del negocio del grupo.

Resumen de la información financiera

Principales magnitudes financieras. Miles de €.

	2019*	2020	2021	21vs20
Facturación	2.453.726	2.455.952	3.122.421	27,1%
EBITDA recurrente ⁽¹⁾	265.350	245.802	271.769	10,6%
Margen EBITDA recurrente	10,8%	10,0%	8,7%	-1,30 p.p.
EBT	190.077	125.932	142.048	13%
Total Activo	2.979.244	3.046.631	3.285.901	7,9%
Patrimonio neto (PN)	737.320	599.936	633.665	5,6%
Deuda financiera total (DFT) ⁽²⁾	829.679	938.451	934.740	-0,4%
Deuda financiera neta (DFN) ⁽²⁾	494.133	536.649	534.766	-0,4%
Deuda financiera neta corporativa (DFNC) ⁽²⁾	135.672	129.940	119.392	-8,1%
PN/DFT	88,9%	63,9%	67,8%	3,9 p.p.
DFN/EBITDA recurrente ⁽¹⁾	1,9x	2,2x	2,0x	-0,2x
Funds From Operations (FFO) ⁽³⁾	188.033	208.436	228.719	10%
FFO ⁽³⁾ /DFN	38,1%	38,8%	42,77%	3,93 p.p.
Cobertura de intereses	4,9x	6,8x	5,4x	-1,4x

* Datos re-expresados (1) EBITDA neto de operaciones societarias. (2) Datos publicados por la compañía en sus CCAA (3) FFO ajustado por Axesor Rating: incluye pago/cobro de intereses y dividendos recibidos.

Análisis de sensibilidad

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

- **Factores positivos (↑).**
Consecución de las proyecciones en los próximos ejercicios, mejora de la rentabilidad, incremento de la cartera de obra, mejora de la cobertura de intereses, aumento de su nivel de recursos propios.
- **Factores negativos (↓).**
Incumplimiento de las proyecciones aportadas, deterioro de los márgenes, incumplimiento de covenants financieros, incremento significativo del DFN/EBITDA o reducción de la capacidad de generación de caja operativa.

Credit Rating

Credit Rating	
Perfil Negocio	A-
Análisis Sectorial	A
Posicionamiento Competitivo	BBB-
Governance	BBB
ESG Compañía	Neutro
Perfil Financiero	BB
Cash flow y endeudamiento	BB
Solvencia	BB+
Anchor Rating	BBB-
Modificadores	No
Rating	BBB-

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.

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

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