



ISSUE RATING
Senior Secured Corporate
Bond

Emisión: € 10.000.000
Cupón: 4.5
Amortización: BULLET



ISSUER RATING
Long-term Rating

Fecha de primer rating: 27/07/2021

Fecha de revisión: 04/05/2023

Contactos

Senior Associate

Miguel Barrao Sanchez
miguel.barrao@ethifinance.com

Chief Rating Officer

Guillermo Cruz Martínez
guillermo.cruz@ethifinance.com

Rating Action y rationale

- EthiFinance Ratings afirma la calificación del programa de bonos de Biodiesel Aragón en “BB”.
- El rating del programa de bonos garantizado se fundamenta en un análisis de recuperabilidad del instrumento que se encuentra entre 71%-90% lo que deriva en una calificación que mejora en un *notch* respecto a la corporativa.
- El rating de la compañía se fundamenta principalmente en su favorable perfil financiero, destacando especialmente un elevado nivel de cobertura de la deuda e intereses (DFN/EBITDA <2x; EBITDA/Intereses > 10x) así como una óptima solvencia (ratio PN/ DFT > 175%).
- Por otro lado, actúan como parámetros limitantes del rating la actual constreñida posición competitiva en base al pequeño tamaño (*player* de nicho) y limitada diversificación operativa (el top-2 y top-5 de clientes representan el 67,6% y 89,8% del total facturación), así como los niveles de volatilidad y rentabilidad asociados al nicho de mercado.
- En línea con nuestra metodología, el sector energético tiene un riesgo ESG alto (sector heatmap score entre 4 y 5) lo que afectaría negativamente a la calificación del sector. Sin embargo, el enfoque concreto del nicho de mercado de biocombustibles, actividad enfocada al empleo de materias primas de origen residual (reciclado) con producción final de biodiesel como sustitutivo de los combustibles fósiles provoca que se aplica un ajuste, resultando en un efecto final neutro. A nivel de compañía, las políticas ESG aplicadas se consideran neutras (ESG score de la compañía entre 1 y 4), resultando en una calificación que no se ve afectada por estos factores.

Descripción

Biodiesel Aragón se presenta como una compañía de nicho con enfoque internacional especializada en la fabricación de biocarburante *double counting* y avanzado a partir de residuos de origen vegetal y animal. A través de su única planta productiva (Huesca), que produce 51.000 toneladas/año (capacidad productiva máxima de 100.000 toneladas/año), Bioarag comercializa biodiesel (producción propia y maquila) a grandes grupos petroquímicos. A cierre del ejercicio 2021, la compañía reportó una cifra de negocio de €46,5M (-4% YoY), siendo el EBITDA de €3,3M (margen EBITDA de 7%). El ratio DFN/EBITDA se situó en 1,5x.

Fundamentos

Perfil de negocio

Análisis del sector

- Industria competitiva con barreras de entrada medias y sólido respaldo institucional que favorece la dinámica de la demanda.** El sector de los biocarburantes se caracteriza por la elevada correlación con el ciclo económico y el sector del transporte y un marco normativo significativo. Dentro de esta industria, destaca la especialización de la compañía en un nicho de mercado como el de los biocarburantes *double counting* y avanzados, que por su mayor sostenibilidad (revalorización de residuos), y apoyados por la obligatoriedad exigida por las instituciones, presentan una demanda creciente. En este sentido, se estima una evolución positiva en el medio plazo. Asimismo, las barreras de entrada, a pesar de ser un nicho de mercado, se consideran como medias en base al carácter técnico del tratamiento de estas materias primas.
- En línea con nuestra nueva metodología, el sector energético presenta un riesgo alto en términos de ESG (sector heatmap entre 4 y 5) dado su impacto en el medio ambiente. Sin embargo, dadas las características de este nicho de mercado, se considera que el mismo presenta un riesgo medio-bajo.** Las tendencias ESG son estructurales y existen oportunidades comerciales asociadas, sin embargo aún se necesita una mayor adaptación para lograr beneficios financieros o sociales al respecto. Por el contrario, se esperan bajas dependencias

o impactos negativos de los factores ESG en stakeholders. Esta valoración tiene como resultado un análisis sectorial que no se ve afectado por este factor.

Posicionamiento competitivo

- **Player especialista en el nicho de mercado de la producción de biodiesel avanzado.** Bioarag se posiciona como la quinta productora de biodiesel avanzado a nivel nacional (10 plantas productoras en España). El hecho de que la demanda de los clientes de este nicho sea creciente en un mercado nacional con una producción acotada (demanda biocarburantes > capacidad productiva biodiesel doble cómputo), fortalece la posición competitiva de la compañía. No obstante, esta se considera limitada por el tamaño de la industria y el hecho de que Bioarag opera únicamente una planta productiva. A pesar de ello, cabe destacar que esta cuenta con un adecuado componente tecnológico (certificados y homologaciones internacionales) adaptándose a las exigencias del sector.
- **Negocio orientado a la exportación que muestra una dependencia significativamente elevada respecto a los dos principales clientes.** Por tipología de actividad, la compañía presenta un modelo de negocio focalizado en la producción de biodiesel bajo contratos de maquila (68,1% s/total ventas) estando la evolución de su actividad ligada de forma determinante a sus principales clientes (el top-2 y top-5 de clientes representan el 67,6% y 89,8% del total facturación). Esta dependencia supone un riesgo relevante ante una potencial rescisión de alguno de los contratos a pesar de que esta queda mitigada por la larga trayectoria conjunta. No obstante, cabe destacar que la concentración en pocos clientes es una práctica común en la industria. Además, la compañía asegura que la sustitución de alguna de estas grandes petrolíferas, en el hipotético caso de que decidieran rescindir sus contratos, no sería significativamente dificultosa.

Gobierno corporativo

- **Accionariado familiar de adecuada capacidad financiera apoyado en un equipo de gestión profesionalizado.** Bioarag se encuentra actualmente controlada al 100% por miembros de la familia Gómez- Monche (este accionista entró en la compañía en 2006 con carácter de inversor, siendo en 2013 cuando pasó a gestionar Bioarag). A pesar de que esta tipología de estructura de propiedad supone un importante riesgo de concentración en la toma de decisiones, se valora como apropiada la implicación y el compromiso de la familia con el proyecto. Asimismo, se considera adecuada la capacidad financiera del principal accionista (inversiones externas a la compañía) de cara a apoyar el negocio ante un hipotético escenario de estrés. El management, que presenta una amplia experiencia en la industria, viene apoyando un negocio en progresivo crecimiento bajo una política financiera prudente.
- **Política ESG Neutra.** Atendiendo a los datos ESG de la compañía analizados y una vez aplicada la nueva metodología, desde EthiFinance Ratings se valoran las políticas ESG de Bioarag como neutras (ESG score de la compañía entre 1 y 4). Como resultado, el rating de la compañía no se ve afectado por este driver.

Perfil financiero

Flujo de caja y endeudamiento.

- **Rentabilidades en línea con una industria commodity de nicho.** La compañía presenta un volumen de negocio (en toneladas) creciente a lo largo de los últimos ejercicios que se ve apoyado por una regulación propicia que refuerza el progresivo incremento del porcentaje de mezcla obligatorio del biodiesel. No obstante, a pesar de tener en cuenta que los márgenes operativos se sitúan en niveles similares a la media sectorial (margen EBITDA del 7%), se considera que los resultados siguen manteniéndose en valores ajustados (EBIT de €1,3M y EBT de €1M). El carácter de compañía de nicho en una industria commodity altamente competitiva condiciona estos rendimientos.
- **Favorable capacidad para atender sus compromisos financieros.** La estabilidad del endeudamiento de la compañía en su trayectoria reciente y la mejora progresiva de su rentabilidad operativa avalan un ratio que refleja la positiva capacidad para atender sus requerimientos de deuda con su generación operativa de negocio. Este ratio se ve reforzado por una elevada cobertura de intereses (ratio

EBITDA/Intereses de 10,7x).

Solvencia

- **Óptimos niveles de solvencia.** Bioarag financia su actividad a través de una estructura caracterizada por los elevados niveles de capitalización (ratios PN/DFT y PN/Total Activo del 181,2% y 49,9%, respectivamente), en progresiva optimización estos últimos años derivado de la retención de beneficios, y una deuda controlada (DFT de €9,6M).

Liquidez

- **Positiva posición de liquidez para cumplir con las exigencias del negocio en el corto plazo.** La compañía presenta una situación de liquidez apropiada para atender sus necesidades de inversión y requerimientos de deuda en el corto plazo. Esta valoración se apoya en un ratio de conversión de EBITDA en caja favorable que refuerza la estabilidad del FFO (FFO de €2,6M en 2021), una positiva posición de tesorería (€4,7M en caja + €1,3M en líneas de crédito sin disponer), una adecuada flexibilidad financiera y acceso al crédito y un calendario de vencimientos balanceado.

Perfil de emisión

- **Positiva tasa de recobro bajo un escenario de estrés apoyada en la garantía aportada y una favorable estructura de covenants.** El programa mantiene unas características adecuadas en base a la colateralización de esta financiación (promesa de hipoteca con poder irrevocable, que es causa del contrato, de todos los activos esenciales en favor del comisario de los bonos ante el incumplimiento de cualquiera de los covenants y su no cura), una firme estructura de covenants y una tasa de recobro positiva del 71%.

Modificadores

Factores ESG

- **La compañía no presenta controversias ESG.** Nuestra evaluación de controversias determina que no hay noticias o eventos que constituyan un problema real sobre las operaciones de Biodiesel Aragón y que requieran de un seguimiento especial.

Liquidez

- **No existe riesgo de liquidez.** La compañía presenta una liquidez favorable al comparar sus fuentes de fondos disponibles (efectivo, Instrumentos financieros líquidos, líneas de financiación y FFO) con el uso previsto de fondos (vencimientos de deuda a corto plazo y capex previsto), así como un perfil de refinanciación apropiado.

Riesgo país

- **No existe riesgo país.** Al concentrar la compañía su negocio en España, no se detecta un riesgo país determinante.

Resumen de la información financiero

Principales magnitudes financieras. Miles de €.				
	2019	2020	2021	21vs20
Facturación	40.582	48.505	46.546	-4,0%
EBITDA	1.533	3.081	3.255	5,7%
Margen EBITDA	3,8%	6,4%	7,0%	0,6pp
EBIT	5.913	1.154	1.303	12,9%
Margen EBIT	14,6%	2,4%	2,8%	0,4pp
EBT	5.694	828	998	20,6%
Total Activo	28.292	32.507	34.806	7,1%
Patrimonio Neto	12.322	16.699	17.368	4,0%
Deuda Financiera Total	5.933	8.857	9.587	8,2%
Deuda Financiera Neta	4.992	5.559	4.889	-12,0%
PN/DFT	207,7%	188,5%	181,2%	-7,4pp
DFN/EBITDA	3,3x	1,8x	1,5x	-0,3x
Funds From Operations	1.246	3.406	2.586	-24,1%
FFO/DFN	25,0%	61,3%	52,9%	-8,4pp
EBITDA/Intereses	7,1x	9,9x	10,7x	0,8x

Análisis de sensibilidad

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

Factores positivos (↑).

Cumplir con los objetivos de incremento de capacidad productiva establecidos en el Business Plan, resultando esto en un aumento de la cifra de negocio que beneficie la posición competitiva del grupo. Mayor diversificación del portfolio de clientes.

Factores negativos (↓).

Rebaja de la tasa de recovery por debajo del 60%. Pérdida de volumen de negocio en base a una hipotética finalización de las relaciones comerciales con uno de los principales clientes sin haber sido reemplazados por otros. Cambio regulatorio que afecte desfavorablemente al normal desarrollo de la actividad.

Credit Rating

Credit Rating	
Perfil Negocio	B
Análisis Sectorial	BB-
Posicionamiento Competitivo	CCC
Governance	BB-
ESG Compañía	Neutro
Perfil Financiero	A-
Cash flow y endeudamiento	BBB+
Solvencia	A+
<u>Anchor Rating</u>	BB-
Modificadores	-
<u>Rating corporativo</u>	BB-
<u>Rating instrumento</u>	BB

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 Bond Rating 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.