

First rating date: 18/12/2020
 Review date: 02/11/2023

Contactos

Director Structured Finance & FIG
 Claudio Bustamante, CFA
 claudio.bustamante@ethifinance.com

Senior Associate Structured Finance
 Brianda Paulina Torres Arviso
 brianda.torres@ethifinance.com

Chief Rating Officer
 Guillermo Cruz Martínez
 guillermo.cruz@ethifinance.com

Rating Action

EthiFinance Ratings ha ratificado la calificación de A+_{sf} a los bonos emitidos por el Fondo Ecnor Eficiencia Energética, FT.

Resumen Ejecutivo

ELECNOR EFICIENCIA ENERGETICA 2020, FT (el "Fondo" o el "Emisor"), es un vehículo constituido bajo la legislación española, con un patrimonio separado, de carácter cerrado por el activo y por el pasivo. El objetivo del Fondo es la compra de derechos de crédito presentes y futuros con los recursos obtenidos de la emisión de Bonos. El colateral o el activo del Fondo está compuesto de los derechos de crédito procedentes de los contratos de a largo plazo firmados por Ecnor, S.A. (en adelante el "Cedente") con 41 ayuntamientos y 2 instituciones públicas; orientados a la realización de obras de mejoras y renovación de las instalaciones de alumbrado público, la gestión energética de dichas instalaciones, su mantenimiento y conservación, y la garantía total de las mismas. Dichos contratos fueron originados y son administrados por el Cedente.

Clase	Importe de la Emisión	Saldo de los Bonos a 10/2023	Rating	Tipo de Interés	Derechos de Crédito ¹ a 30/06/2023	Subyacente
Bono	50.000.000 €	33.700.000 €	A+ _{sf}	2,00%	67.819.252 €	Derechos de Crédito derivados de contratos de servicios de gestión y mantenimiento de alumbrado público

*Fuente: La Escritura de Constitución del Fondo.

1. Derechos de Crédito Estimados a Fecha de Constitución pendientes de cobro

Fundamentos

- Hasta finales de junio de 2023 el Fondo ha cobrado Derechos de Crédito por un importe superior a lo esperado.** En el informe del segundo trimestre de 2023 se indica que el fondo ha recibido hasta la fecha ingresos provenientes de Derechos de Crédito por un total de 45.588.538 €, mientras la suma de los importes de los Derechos de Crédito que se esperaba cobrar hasta esa misma fecha es igual a 39.114.647 €. Esta diferencia se debe principalmente a ingresos provenientes de Derechos de Crédito extraordinarios por un total de 5.744.875 €.
- Existen 19 Deudores que, hasta finales de junio de 2023, han pagado menos de lo estimado para ellos hasta dicha fecha.** La cantidad total no recibida es de 4.984.973 €, lo cual es equivalente al 12,7% del saldo de los Derechos de Crédito que se esperaba cobrar hasta finales del primer semestre de 2023. De estos deudores destacan el Ayuntamiento de Navalcarnero y la Empresa Municipal de Transportes de Madrid los cuales, en conjunto, representan el 52,4% de la cantidad total esperada no cobrada.
- En junio de 2023 el Fondo tiene una colateralización mayor que en junio de 2022.** En junio de 2023 la suma de los Derechos de Crédito Estimados a Fecha de Constitución Pendientes de Cobro más el saldo de la Cuenta de Tesorería ascienden a un total de 77.848.671€ millones lo cual representa 2,31x del saldo vivo de los Bonos (vs. 2,15x en junio de 2022). Este incremento en colateral es un factor que tiene una consideración positiva en el análisis del riesgo de crédito del Fondo.
- La concentración en los 5 Deudores con mayor saldo de Derechos de Crédito Estimados pendientes de cobro es de 36,9%, 1,7pp mayor que en el informe de rating anterior.** El aumento de la concentración

se debe a que el vencimiento de los contratos de 3 de estos 5 Deudores es mayor a 10 años, lo cual causa que el saldo de los Derechos de Crédito Estimado pendientes de cobro de dichos Deudores disminuya a una velocidad menor que la de los Deudores que tienen contratos con vencimientos más cortos.

- **El Fondo cuenta con recursos suficientes para cumplir con sus obligaciones financieras en la siguiente Fecha de Pago.** En el informe trimestral de junio de 2023 se reportó un saldo de la Cuenta de Tesorería es de 10.029.419 €, lo cual es suficiente para cubrir los gastos del Fondo, los intereses de los Bonos y el pago de principal programado para la siguiente Fecha de Pago que asciende a 7.250.000 € de acuerdo al calendario de amortización.
- **Se ha suscrito un contrato de prenda sobre la “Cuenta Elecnor”, de esta manera se busca mitigar el riesgo de commingling.** La Cuenta Elecnor ha sido definida en la Escritura como la cuenta en donde se reciben los pagos de los Derechos de Crédito cedidos al Fondo. Mediante el contrato de prenda suscrito, Elecnor se compromete a no disponer de los saldos de dicha cuenta y se establece que semanalmente, cada viernes, se realizará la transferencia de los saldos de la “Cuenta Elecnor” a la cuenta de tesorería del Fondo.
- **El Cedente ha recibido cobros de 7,2 millones de euros correspondientes a los Derechos de Crédito en cuentas bancarias distintas a la “Cuenta Elecnor”.** De este total, 63,0% fue cobrado en el 2022 y el 37,0% restante durante el 2023. El Cedente ha indicado que procederá a transferir este monto a la cuenta de tesorería del Fondo y prestará atención a que este desvío de recursos no ocurra nuevamente, ya que al suceder esto, se materializa el riesgo de commingling.
- **Elecnor ha tomado la decisión de rescindir el contrato con el Ayuntamiento de Solosancho.** Esta decisión ha sido tomada debido al continuo incumplimiento del ayuntamiento y se ha procedido a la recuperación de dichos impagos mediante la vía judicial. El último pago realizado por el ayuntamiento se hizo durante el cuarto trimestre del 2021. Inicialmente este Contrato representaba el 0,39% del total de los Derechos de Crédito Presentes y Estimados cedidos al Fondo en la fecha de constitución.
- **El Cedente cuenta con una calificación crediticia de BBB-, afirmada por EthiFinance Ratings en junio de 2023, lo cual fortalece la calidad crediticia del Fondo.** El fondo está expuesto a la calidad crediticia del Cedente ya que en el supuesto de que uno o varios Deudores quieran rescindir su Contrato, el Cedente tiene la obligación de recomprar los Derechos de Crédito afectados que deriven de dichos contratos, según lo establecido en la Escritura del Constitución del Fondo.
- **Debido a que los Deudores son entidades públicas se ha establecido la calificación crediticia del Reino de España como límite superior para la calificación crediticia de los ayuntamientos.** Las probabilidades de incumplimiento de los Deudores, las cuales son utilizadas en el análisis cuantitativo, no pueden ser menores que la probabilidad de incumplimiento del Reino de España, debido a que son entidades públicas.

Análisis de Sensibilidad

Factores que pudieran (individual o conjuntamente) impactar en el rating

- **Factores positivos (↑).**

Un incremento en la calificación del Reino de España podría afectar positivamente la calificación de los Deudores y por tanto favorecer la estructura. De la misma manera, un aumento en la sobrecolateralización supondría una mejora del Fondo.

- **Factores negativos (↓).**

Un descenso en el rating del Cedente podría conllevar una rebaja en la calificación de la estructura. Asimismo, una disminución en la calificación crediticia del Reino de España podría tener un efecto negativo en la probabilidad de incumplimiento de los Deudores, el cual es uno de los principales factores utilizados en análisis cuantitativo.

Descripción de la Transacción

La transacción es una operación de financiación basada en una cartera de contratos a largo plazo entre el Cedente y una serie de ayuntamientos e instituciones públicas para la realización de obras de mejoras y renovación de las instalaciones de alumbrado público, la gestión energética de dichas instalaciones, su mantenimiento y conservación, y la garantía total de las mismas. Dicha cartera de contratos ha sido cedida al Fondo, el cual la ha adquirido utilizando los recursos obtenidos de la emisión de Bonos.

El Fondo cuenta con una mejora crediticia proveniente de la sobrecolateralización de los Bonos. Esto se debe a que los Derechos de Crédito Presentes y Futuros que derivan de los Contratos cedidos al Fondo, fueron cedidos con un descuento sobre su saldo nominal mayor al 53,56%. A finales de junio de 2023, el Fondo cuenta con una sobrecolateralización de los Bonos de 231%, siendo el colateral la suma del saldo de la Cuenta de Tesorería y los Derechos de Crédito Estimados pendientes de cobro.

Adicionalmente, el Fondo cuenta con un mecanismo el cual requiere que el Cedente compense al Fondo, según se describe en la Escritura de Constitución del Fondo, en el supuesto de que un Deudor decida rescindir su Contrato con el Cedente.

Características de la Operación	
Nombre del Fondo	ELECNOR EFICIENCIA ENERGÉTICA, 2020
Finalidad	Compra de Derechos de Crédito de Largo Plazo
Tipo de Fondo	Cerrado tanto del activo como del pasivo
Activos del Fondo	Derechos de Crédito derivados de contratos de largo plazo de gestión y mantenimiento de servicios energéticos
Saldo Nominal Inicial de los DC Presentes y Estimados	107.662.915 €
Saldo Nominal de los DC estimados pendientes de cobro a 06/23	67.819.252 €
Saldo de Cuentas a 06/23	10.029.419 €
Cobros Estimados a Recibir a 06/23	39.114.647 €
Cobros Recibidos hasta 06/23	45.588.538 €
Próximo Cupón el 30/12/23	672.155 €
Próximo Pago de Principal el 30/12/23	7.250.000 €
Soportes de Pago	Los derechos de crédito cedidos derivan de contratos de Largo Plazo constituidos con sus respectivas facturas y las facturas a emitirse en el futuro
Fecha de Constitución	2 de diciembre de 2020
Fecha de Legal de Vencimiento	30 de diciembre de 2036
Valor Nominal de la Emisión	50.000.000 €
Saldo Nominal Vivo de los Bonos	33.700.000 €
Fecha de Pago	Los días 30 de diciembre de cada año
Tipo de Interés de los Bonos	Fijo 2,00%
Mercado de Cotización	MARF

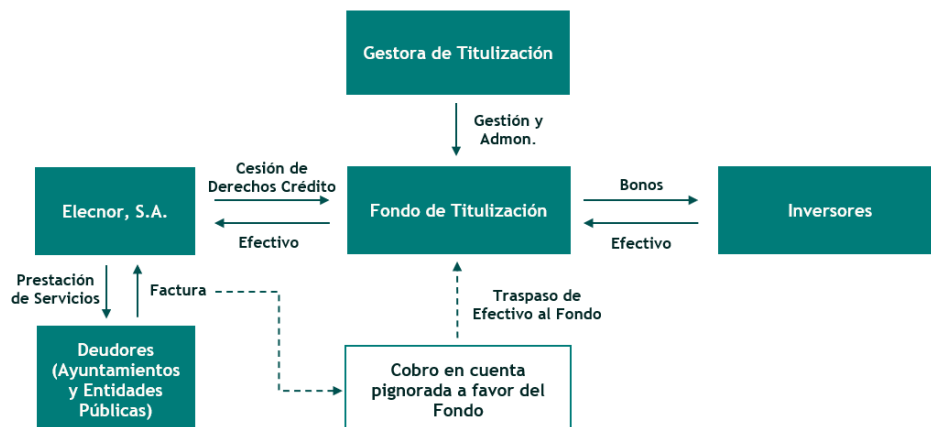
* Fuente: La Escritura de constitución del Fondo

Participantes

Participantes	
Cedente y Administrador de los Derechos de Crédito cedidos al Fondo	Elecnor, S.A.
Gestora del Fondo	Titulización de Activos, Sociedad Gestora de Fondos de Titulización, S.A.
Banco Agente de Pagos, Banco de Cunetas y Colocador de los Bonos	Banco Sabadell S.A.
Audidores del Fondo	KPMG, S.L.
Despacho Legal	Cuatrecasas, Gonçalves Pereira, S.L.P.

*Fuente: Termsheet de la Transacción

Diagrama de la Operación



*Fuente: Termsheet de la Transacción

Descripción del Cedente

Elecnor S.A., originalmente Electrificaciones del Norte S.A., fue fundada en Bilbao en 1958, centrandose su actividad en el sector eléctrico español. En la actualidad el Grupo Elecnor tiene presencia en más de 50 países y su principal actividad es el desarrollo y construcción de proyectos y servicios en los sectores de infraestructura, energías renovables y nuevas tecnologías. EthiFinance Ratings ha ratificado la calificación en BBB- en el mes de junio de 2023 basándose en la sólida posición competitiva del grupo, su diversificación por líneas de negocio y geografía, y su modelo de negocio que mantiene una capacidad recurrente de generación de caja a través de su operativa.

Descripción del Subyacente

Los Derechos de Crédito que se agrupan en el activo del Fondo derivaban de (i) las facturas emitidas bajo los Contratos pendientes de cobro en la Fecha de Constitución del Fondo (los “Derechos de Crédito Presentes”), y (ii) las facturas que el Cedente irá emitiendo a los Deudores bajo los Contratos a partir de la Fecha de constitución del Fondo (los “Derechos de Crédito Futuros”). Estas facturas derivan de los contratos contraídos entre el Cedente y los Deudores para la realización de obras, de mejoras y renovación de las instalaciones de alumbrado público, la gestión energética de dichas instalaciones, su mantenimiento y conservación, y la garantía total de las mismas.

Regulatory information

Sources of information

The credit rating assigned in this report has been made solicited by the originator of the assets, taking part in the process. The credit rating is based in:

- Public information from public access sources.
- Information provided by the originator of assets assigned or that shall be assigned to the securitization fund.

From the time of the assignment of the credit rating, all information provided by the originator of the assets, by the servicer of the assets (other than the originator) or by a third participant in the transaction, shall be reviewed and analyzed with the aim to assess the following issues:

- The performance of the credit quality of the assets comprising the collateral of the Fund.
- The level of credit enhancement.
- The evolution of the quantitative triggers of the Fund.
- The evolution of the qualitative triggers (counterparty risks).

The information has been thoroughly reviewed to ensure that it is valid, coherent and consistent and it is considered as satisfactory. Nevertheless, EthiFinance Ratings assumes no responsibility for the accuracy of the information provided and the conclusions drawn from it.

Additional information

- The rating was carried out in accordance with Regulation (EC) N° 1060/2009 of the European Parliament and the Council of 16 September 2009, on credit rating agencies, and in accordance with the Structured Finance Rating Methodology that can be consulted on <https://www.ethifinance.com/en/ratings/methodologies> and according to the Structured Finance Rating scale available at <https://www.ethifinance.com/en/ratings/ratingScale>.
- EthiFinance Ratings publishes data on the historical default rates of the rating categories, which are located in the central statistics repository CEREP, of the European Securities and Markets Authority (ESMA).
- In accordance with Article 6 (2), in conjunction with Annex I, section B (4) of the Regulation (EC) No 1060/2009 of the European Parliament and of the Council of 16 September 2009, it is reported that during the last 12 months EthiFinance Ratings has not provided ancillary services to the rated entity or its related third parties.
- The issued credit rating has been notified to the rated entity, and has not been modified since.

Conditions of Use for this document and its content:

For all types of Credit Ratings that ETHIFINANCE RATINGS, S.L. (the "AGENCY") issues, the User may not, either by themselves or via third parties, transfer, sublease, sublicense, sell, extract, reuse, or dispose of in any other way the content of this Document to a third party, either for free or for consideration.

Structured Finance Rating SOLICITED

052EA731-7378-4CA2-8389-A3541EE63D53/20000092

For the purpose of these Conditions of Use, any client who might have subscribed for a product and/or a service that allows him to be provided with the content of this Document as well as any privileged person who might access the content of this Document via <https://www.ethifinance.com/> shall be considered as a User.

Nor may they alter, transform or distort the information provided in any way. In addition, the User will also not be permitted to copy and/or duplicate the information, nor create files which contain the information of the Document, either in its entirety or partially.

The Document and its source code, regardless of the type, will be considered as the elaboration, creation, or work of the AGENCY and subject to the protection of intellectual property right regulation. For those uses of this Document which are permitted, the User is obliged to not allow the removal of the copyright of the AGENCY, the date of the Document's issuance, the business name as established by the AGENCY, as well as the logo, brands and any other distinctive symbol which is representative of the AGENCY and its rights over the Document.

The User agrees to the conditions of Use of this Document and is subject to these provisions since the first time they are provided with this Document no matter how they are provided with the document. The Document and its content may not be used for any illicit purpose or any purpose other than those authorised by the AGENCY. The User will inform the AGENCY about any unauthorised use of the Document and/or its content that may become apparent. The User will be answerable to the AGENCY for itself and its employees and/or any other third party which has been given or has had access to the Document and/or its content in the case of damages which arise from the breach of obligations which the User declared to have read, accepted and understood upon receiving the Document, without prejudice to any other legal actions that the AGENCY may exercise in defence of its lawful rights and interests.

The Document is provided on the acceptance that the AGENCY is not responsible for the interpretation that the User may make of the information contained. Credit analyses included in the Document, as well as the ratings and statements, are to be deemed as opinions valid on the date of issuance of the reports and not as statements of fact or recommendations to purchase, hold or sell any securities or to make any investment decision. The credit ratings and credit rating prospects issued by the AGENCY are considered to be its own opinion, so it is recommended that the User take it as a limited basis for any purpose that it intends to use the information for. The analyses do not address the suitability of any value. The AGENCY does not act as a fiduciary or an investment advisor, so the content of the Document should not be used as a substitute for knowledge, criteria, judgement or experience of the User, its Management, employees, advisors and/or clients in order to make investment decisions. The AGENCY will devote every effort to ensure that the information delivered is both accurate and reliable. Nonetheless, as the information is elaborated based on data supplied by sources which may be beyond the control of the AGENCY, and whose verification and comparison is not always possible, the AGENCY, its subsidiaries, and its directors, shareholders, employees, analysts and agents will not bear any responsibility whatsoever (including, without any limitations, loss of revenue or income and opportunity costs, loss of business or reputational damage or any other costs) for any inaccuracies, mistakes, noncorresponding information, incompleteness or omission of data and information used in the elaboration of the Document or in relation to any use of its content even should it have been warned of potential damages. The AGENCY does not make audits nor assume the obligation of verifying independent sources of information upon which the ratings are elaborated.

Therefore the User agrees that information provided by the AGENCY may be another element to consider when making business decisions, but decisions will not be made based solely on it; that being the case the AGENCY will not be held responsible for the lack of suitability. In addition, the use of the information before courts and/or tribunals, public administrations, or any other public body or private third party for any reason shall be solely the User's responsibility and the AGENCY shall not be held responsible for any liabilities on the grounds of inappropriateness of the information's contents.

Information on natural persons that may appear in this document is solely and exclusively relevant to their business or business activities without reference to the sphere of their private life and should thus be considered. The personal data that may appear in this document is treated in accordance with Regulation (EU) 679/2016, on the protection of natural persons with regard to the processing of personal

data and the free movement of such data and other applicable legislation. Those interested parties who wish to exercise the rights that assist them can find more information in the link: <https://www.ethifinance.com/> in the Privacy Policy page or contact our Data Protection Officer in the mail dpo@ethifinance.com.

Copyright © 2023 ETHIFINANCE RATINGS, S.L. All Rights Reserved.

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