



ISSUER RATING

Long-term Rating

Tendencia: Estable

Fecha de primer rating: 01/10/2021

Fecha de revisión: 29/06/2022

Contactos

Senior Analyst

Carlos Miguel Díaz Bes
carlos.diaz@ethifinance.com

Chief Rating Officer

Guillermo Cruz Martínez
guillermo.cruz@ethifinance.com

Rating Action

Ethi Finance Ratings afirma la calificación de Elecnor, S.A. en “BBB-” manteniendo la tendencia “Estable”.

Resumen Ejecutivo

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

- **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 consolidada que le ha permitido, tras desarrollar una fuerte estrategia de internacionalización, operar en 55 países.**

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%.

- **Sector poco cíclico, moderadamente fragmentado y elevadas barreras de entrada en la actividad concesional por ser intensivo en capital y requerir alto conocimiento técnico.**

El sector se encuentra bastante concentrando, acumulando las 10 primeras empresas del sector más de un 50% del total de la facturación a nivel internacional, con una fuerte competencia en precio a la hora de acudir a las licitaciones y conseguir la adjudicación de los proyectos. El sector de Infraestructuras 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.

Perfil financiero

- **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.

- **La autonomía financiera, en términos de patrimonio neto sobre total balance, se mantiene 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.

- **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 no tan holgada. .**

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).

- **El grupo cuenta con una situación de liquidez adecuada gracias a la generación de caja estable y recurrente así como del nivel de tesorería.**

La generación de caja operativa del grupo es estable y recurrente gracias en gran parte a la actividad concesional que desarrolla, en concreto la cifra del FFO ajustada durante el 2021 ascendió hasta los €228M, con un Cash Flow Operativo de €177M. Tras las inversiones durante el ejercicio, el Cash Flow Libre quedaba en €67,7M que permitió el reparto de dividendos por valor a €37,4M. A nivel de deuda, durante el ejercicio 2021 la empresa realizó una amortización de deuda superior a la emitida por valor de €33,9M. Con todo ello, la caja final del ejercicio se situaba en €388M, cifra ligeramente inferior a la caja final de 2020.

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.

Rating y Tendencia

Ethi Finance Ratings afirma la calificación de Elecnor, S.A. en “BBB-” manteniendo la tendencia “Estable”.

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 ha mostrado muy resiliente ante la crisis sanitaria derivada del COVID-19 durante los ejercicios del 2020 y 2021, con un aumento en el último ejercicio de las cifras de ingresos y EBITDA, aunque con una reducción en el margen EBITDA (-1,3pp), manteniéndose en unos niveles recurrente moderados. El grupo continúa generando un recurrente cash flow operativo favoreciendo una situación financiera adecuada con un importante apalancamiento.

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 del ratio de 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 ratio DFN/EBITDA o reducción de la capacidad de generación de caja operativa.

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 www.EthiFinance Ratings-rating.com/es-ES/about-EthiFinance Ratings/methodology; y bajo la Escala Corporate largo plazo disponible en www.EthiFinance Ratings-rating.com/es-ES/about-EthiFinance Ratings/rating-scale
- 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 todas las modalidades de Rating que la AGENCIA emita, el Usuario no podrá, por sí mismo o a través de terceros, ceder, subarrendar, sublicenciar, vender, extraer, reutilizar o realizar cualquier otro acto de disposición de los datos contenidos en este Documento a tercero alguno, ya sea de forma gratuita u onerosa, ni alterar, transformar o tergiversar de cualquier forma, la información facilitada; así mismo, tampoco podrá copiar y/o duplicar la información ni crear ficheros que contengan total o parcialmente la información contenida en el Documento. El Documento y su código fuente, en cualquiera de sus modalidades, tendrá la consideración de elaboración, creación, u obra de la AGENCIA sujeto a la protección de la normativa reguladora de los derechos de propiedad intelectual.

Para los usos permitidos de este Documento, el Usuario se obliga a no retirar el copyright de la AGENCIA, la fecha de emisión del Documento, la denominación comercial establecida por la AGENCIA sobre el mismo, así como el logotipo, marcas y cualquier otro signo distintivo y representativo de la AGENCIA y de sus derechos sobre el Documento.

El Documento y su contenido no se utilizarán para ningún propósito ilegal o no autorizado por la AGENCIA. El Usuario pondrá en conocimiento de la AGENCIA cualquier uso no autorizado del Documento y/o su contenido del que hubiera tenido conocimiento.

El Usuario responderá por sí y por sus empleados y/o cualquier otro tercero al que se haya facilitado o haya tenido acceso al Documento y/o a su contenido frente a la AGENCIA de los daños y perjuicios que se le causen en caso de incumplimiento de las obligaciones que el Usuario declara haber leído, aceptado y entendido a la entrega del Documento, sin perjuicio de cualesquiera otras acciones legales que la AGENCIA pudiera ejercitar en defensa de sus derechos e intereses legítimos.

El Documento se proporciona bajo la aceptación de que la AGENCIA no es responsable de la interpretación que el Usuario haga de la información contenida en el mismo. Los análisis crediticios incluidos en el Documento, así como las calificaciones y declaraciones tienen únicamente la consideración de opiniones realizadas con validez a la fecha de su emisión y no son declaraciones de hechos o recomendaciones para comprar, retener o vender título alguno, o para tomar cualquier decisión de inversión. Las calificaciones crediticias y perspectivas de calificación crediticia emitidas por la AGENCIA tienen la consideración de dictamen propio, por lo que se recomienda que el Usuario se base en ellas de forma limitada para cualquiera de las finalidades que pretenda dar a dicha información. Los análisis no se refieren a la idoneidad de cualquier valor.

La AGENCIA no actúa como fiduciario o como asesor de inversiones, por lo que el contenido del Documento no debe ser utilizado como sustitutivo del conocimiento, criterio o del juicio o la experiencia del Usuario, de su Dirección, empleados, asesores y/o los clientes con el objeto de tomar decisiones de inversión. La AGENCIA dedica el mayor esfuerzo y cuidado para tratar que la información suministrada sea correcta y fiable. No obstante, debido al hecho de que la información se elabora a partir de los datos suministrados por fuentes sobre las que la AGENCIA no siempre tiene control y cuya verificación y cotejo no siempre es posible, la AGENCIA, sus filiales, así como sus directores, accionistas, empleados, analistas o agentes no asumirán responsabilidad alguna (incluyendo, sin limitación, pérdidas de ingresos o ganancias y costes de oportunidad, pérdidas de negocio o daño reputacional ni otros costes derivados) por las inexactitudes, incorrecciones, falta de correspondencia, carácter incompleto u omisiones de los datos e información utilizada para la elaboración del Documento o en relación con cualquier uso del contenido del Documento incluso si se advirtió de la posibilidad de tales daños. La AGENCIA no realiza una auditoría ni asume la obligación de verificación independiente de las fuentes de información de las que se vale para la elaboración de sus calificaciones.

La información sobre personas físicas que pudiera aparecer en el presente informe incide única y exclusivamente en sus actividades comerciales o empresariales sin hacer referencia a la esfera de su vida privada y de esta manera debe ser considerada.

Le informamos que los datos de carácter personal que pudieran aparecer en este informe son tratados conforme al 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 otra legislación aplicable. Aquellos interesados que deseen ejercer los derechos que les asisten pueden encontrar más información en el enlace: <https://www.axesor.com/es-ES/gdpr/> o contactar con nuestro Delegado de Protección de Datos en el correo dpo@axesor.com.

Por tanto, el Usuario está de acuerdo en que la información suministrada por la AGENCIA podrá ser un elemento más a tener en cuenta en la adopción de sus decisiones empresariales, pero no podrá tomar las mismas exclusivamente en base a ella, y de hacerlo libera a la AGENCIA de toda la responsabilidad por la falta de adecuación. Igualmente, queda bajo la discreción del Usuario y por ello libera a la AGENCIA de toda responsabilidad por la posible falta de adecuación del contenido de la Información, el uso de la misma para hacerla valer ante tribunales y/o juzgados, administraciones públicas o cualquier otro organismo público o tercero particular para cualquier motivo de su interés.

©2022 por ETHIFINANCE RATINGS, S.L. Todos los derechos reservados.

C/ Benjamín Franklin S/N, Edificio Camt, 1ª Izquierda, 18100, Armilla, Granada, España.

C/ Velázquez nº18, 3ª derecha, 28001 - Madrid.