

ISSUER RATING  
Long termOUTLOOK  
NegativeInitiation date 10/01/2024  
Rating date 10/01/2024

## Contacts

**Lead analyst**  
Miguel Barrao  
miguel.barrao@ethifinance.com**Committee chair**  
Guillermo Cruz Martinez  
guillermo.cruz@ethifinance.com

## Rating Action y Rationale

- EthiFinance Ratings inicia el rating de Holaluz-Clidom y asigna por primera vez el rating de “BB-”, con tendencia Negativa.
- El rating de la compañía se apoya en unas perspectivas favorables en la industria energética enfocada en la producción y comercialización de energías limpias. La decidida apuesta por un modelo de energía descentralizado (promoviendo el autoconsumo) les otorga un elemento diferenciador respecto a sus pares. A esto se le añade una elevada capacidad financiera de su estructura accionarial reflejada en un adecuado volumen de autonomía financiera (PN/DFT > 65%) y apoyo vía ampliaciones de capital.
- Por el contrario, como factores limitantes del rating, destacamos el empeorado perfil financiero en base a una ralentización en las actividades del área solar así como la gestión del área de representación siendo ambas actividades deficitarias y afectando negativamente. Esto sumado al alza de tipos que especialmente afecta a compañías con alto componente de financiación de circulante, hace que se observe un deterioro relevante en los ratios de cobertura de la compañía (DFN/EBITDA ~4x; EBITDA/Intereses <5x y FFO/DFN <20%). Además, destaca la excesiva dependencia sobre un único mercado (nacional y domestico) el cual es altamente competitivo, lo que no favorece su posicionamiento competitivo.
- La tendencia negativa responde al retraso en la obtención de rentabilidad del negocio solar que actualmente está perjudicando el perfil financiero de Holaluz. La no consecución de las nuevas proyecciones o no implementación de ajustes estructurales, afectaría de forma significativa lo parámetros de cobertura de deuda e intereses.
- En línea con nuestra metodología, el sector presenta un riesgo medio en términos de ESG (score heatmap entre 2 y 2,9), resultando un efecto ESG neutro sobre la valoración sectorial. Por otro lado, la evaluación de las políticas ESG de Holaluz han obtenido un resultado neutro (49/100), sin generar impacto en la calificación.

## Descripción de la Compañía

Holaluz-Clidom S.A. constituida en Barcelona en 2010, se presenta como un grupo enmarcado dentro del sector energético, centrandó sus actividades en la comercialización de energía de origen 100% renovable destinada mayormente al sector residencial, completa sus fuentes de ingresos actuando como agente representante de plantas de origen 100% renovable y siendo una empresa instaladora de placas solares, ayudando en todo el proceso de gestión y ejecución. Holaluz cerró el ejercicio 2022 con una cifra de negocio de €919,8m (+61% YoY), con un EBITDA normalizado de €14,2m (margen EBITDA del 1,6%). El ratio DFN/ EBITDA normalizado se situó en 3,8x. Desde 2019 cotiza en el BME Growth con una capitalización a fecha de informe de €61m (octubre 2023).

Para la asignación del rating, se ha tenido en cuenta las proyecciones financieras proporcionadas por Holaluz para el periodo 2023 en adelante. Esta información es interna y confidencial por lo que no se ha reflejado en el informe.

## Fundamentos

### Perfil de Negocio

#### Análisis del Sector

- Sector maduro caracterizado por unos reducidos niveles de rentabilidad, sometido a una elevada regulación y con perspectivas favorables.

El subsector comercializador en el que enmarca la compañía, se caracteriza por unos márgenes de rentabilidad ajustados (entre 1%-3% en el segmento comercializador), que pueden variar en función del tamaño societario, nivel de competencia y la propia gestión del margen de comercialización. El ejercicio 2022 ha venido marcado por un incremento en la volatilidad de los precios de la electricidad y gas natural, lo que ha provocado un efecto expulsión sobre aquellas comercializadoras con estructuras financieras más débiles. Adicionalmente se trata de un sector con unas barreras de entrada medias, identificadas en los requerimientos legales, licencias, estándares de seguridad, infraestructura necesaria así como acceso a mercados mayoristas. Por otro lado, las perspectivas de crecimiento vienen condicionadas por el desarrollo económico previsto, crecimiento demográfico e incremento en la eficiencia de los consumos, a estos factores se unen las positivas perspectivas que se articulan entorno al contexto de transición hacia un modelo energético apoyado en energías renovables.

- Ajuste ESG

El sector energético tiene una exposición alta en materia ESG, en el caso concreto del subsector en el que se enmarca Holaluz, la comercialización de energía 100% renovable, consideramos que por naturaleza tiene un impacto significativamente inferior respecto a otras industrias incluidas dentro del sector *utilities* cuya fuentes de suministro se apoyan en energía fósil. Consecuentemente se considera, como neutra, su exposición sectorial ante riesgos ESG.

### Posicionamiento Competitivo

- Comercializadora de energía eléctrica de tamaño medio que se especializa en energía 100% verde y tiene presencia en otros segmentos operativos complementarios.

Holaluz, a pesar de su ciertamente limitado tamaño a nivel de cifra de negocio, se posiciona como la 8ª comercializadora nacional por número de clientes y 2ª independiente. Holaluz ante la elevada volatilidad del mercado presenta como ventaja competitiva los acuerdos de suministro bilaterales y PPA's que tiene formalizados y que han aumentado de 36 a 46 a lo largo del 2022. Su modelo de negocio se centra en la comercialización de energías 100% verdes (46,8% s/ total facturación 2022), al que se añade el creciente volumen de negocio de representación (45,7%) en donde ha pasado de representar 1,6GWh a los actuales 3,6GWh. Adicionalmente, se posiciona en el área solar, como facilitadora (instaladora) de energía solar destinada a autoconsumo de particulares y PYMES. A pesar de ello, esta actividad tiene actualmente una representación limitada sobre su cifra de negocio (3,3%) y un consumo elevado de recursos, esperando alcanzar el *break-even point* para el ejercicio 2025.

- Concentración de negocio entorno a la energía eléctrica, con una adecuada capilaridad de su cartera de clientes.

La compañía centra su actividad en el cliente doméstico que representa el 95% de sus ingresos, con un ticket medio de €80-€100 y una tasa de fidelidad superior a 4 años. Como parámetro adicional presenta una tasa de impagos menor al 2% lo que favorece la valoración de su cartera de clientes. Sin embargo, tanto su ámbito geográfico de negocio (España), como la modalidad tarifaria (tarifa fija) presentan altos niveles de concentración, siendo respectivamente del 97,2% y 95% entendiéndose que existe recorrido de mejora como medida de diversificación de riesgos.

### Gobierno Corporativo

- Sólido perfil accionarial, encabezado por su fundadores y apoyado por importantes vehículos inversores.

El carácter de cotizada desde 2019 se refleja en una estructura accionarial diversificada, si bien esta liderada por los 3 cofundadores que mantienen una participación conjunta del 45,97%. A estos se añaden inversores con una capacidad financiera relevante como son el fondo de capital riesgo Axon (16,80%), la gestora de pensiones guipuzcoana Geroa Pentsioak EPSV (6,68%) o los vehículos inversores de Gerard Romy (Mediapro) con un 5,14% o la familia Moratiel Llanera (5,13%).

La política financiera prevista viene marcada por la recuperación de EBITDA Normalizado de la mano del incremento de la actividad solar y/o reestructuración de costes operativos. La consecución de esta mejora es la que marcará el nivel de cobertura de la deuda, actualmente en niveles elevados y que ha sufrido un fuerte deterioro en los últimos ejercicios consecuencia de la caída de resultado operativo.

- Política ESG de la compañía neutra.

En materia de ESG se obtiene una calificación de 49/100, lo cual no genera un impacto en la calificación. Muestra un comportamiento positivo en factores de gobernanza, donde se alcanzó un score de 63 apoyado principalmente por la presencia de un consejo de administración con 2 miembros independientes, por el otro lado cuestiones sociales (score 47) se han visto limitadas por la ausencia de una política de compras que incluya criterios sociales y medioambientales así como el descenso del % de paridad de género. La ausencia de un certificado que audite el sistema de gestión medioambiental (tipo ISO 14001, EMAS) también ha constreñido la calificación al obtener un score de 33 en este segmento.

### Perfil Financiero

#### Flujo de Caja y Endeudamiento

- Generación caja limitada, condicionada por el esfuerzo inversor y consumo de *working capital* a pesar del descenso de la actividad de derivados.

Holaluz ha incrementado su posición de caja en €443k, una escasa variación a pesar del fuerte incremento de FFO reportando €60,9m motivado por el vencimiento de coberturas y recuperación de garantías depositadas. Su actividad ordinaria mejoró un 29,7% impulsada por la mejora de márgenes comerciales que aumentaron hasta el 9% (+61% YoY). Esta mejora de parámetros se ve contrarrestada por el incremento de necesidades de placas solares en su segmento *solar* (consumo de *working capital* de €36,7m) así como las inversiones realizadas en la mejora de procesos de automatización y big data asociados al segmento de *energy management* que ascendieron a €39,5m. La deficitaria posición de free cash flow (-€15,3m) se equilibra con el acceso a nueva financiación por €15,7m. Se espera que el próximo ejercicio continúe el deterioro de caja motivado por el retraso en la puesta en rentabilidad del negocio solar que previsiblemente consumirá €5m de tesorería.

- Niveles de endeudamiento y cobertura de intereses deteriorados a raíz del consumo de recursos del área solar.

Se espera un deterioro en los niveles de cobertura de la deuda alcanzando 16x fundamentado por el descenso en EBITDA previsto para el 2023 consecuencia de la menor actividad del área solar y costes de reestructuración asociados. A cierre de 2022 reportó un volumen de deuda financiera de €65,1m (+20%) por una mayor utilización de líneas de circulante asociadas al incremento del precio de la energía. En 2023 a pesar de la corrección en los precios de la energía, se proyecta un incremento de deuda financiera de €3,8m que viene a contrarrestar el déficit del flujo de caja operativa. Adicionalmente, y bajo un entorno de subida de tipos de interés, se espera una pérdida de cobertura de intereses situándolos en un nivel muy débil (1,3x).

#### Capitalización

- Adecuada autonomía financiera que se prevé se vea deteriorada.

Tomando en cuenta la valoración de fondos propios sin el impacto de ajuste de valor de los derivados, Holaluz presenta una autonomía financiera adecuada con un parámetro en términos de PN/ DFT de 65,8%, dato que viene apoyado por las dos ampliaciones de capital llevadas a cabo desde 2019. Ampliaciones necesarias y destinadas a apoyar el crecimiento de la sociedad en sus compras inorgánicas con las que ganar cuota de mercado en el segmento de *energy management*, y solar. Las previsiones para el 2023 avanzan un deterioro de la autonomía financiera a niveles del 48% a raíz de las pérdidas previstas que alcanzarían los €10m.

#### Liquidez

- Liquidez razonable a pesar de un perfil de refinanciación débil.

Holaluz mantiene un perfil de liquidez razonable, en el que compensa un perfil de refinanciación débil con un indicador de liquidez superior a 2x. El primer factor refleja la capacidad de la empresa para acceder a crédito, que podría tensionar la deuda de carácter renovable. Por otro lado, el ratio de liquidez se fundamenta en una posición de tesorería (€10,3m), disponibles en líneas de circulante (€16,4m) con las que hacer frente a la exigencia de pago de deuda, capex de mantenimiento y absorber la generación negativa de caja operativa prevista para el 2023 (-€8,4m), dicho CFO se prevé apoye la liquidez del grupo a partir del 2024.

#### Modificadores

##### Controversias

- No se han identificado controversias a fecha de emisión del presente documento que pudiera afectar la calificación otorgada.

##### Riesgo País

- La mayor parte de la facturación del grupo se genera en España. Se considera que el grupo no presenta un riesgo-país relevante, sin que afecte al rating asignado.

## Principales Magnitudes Financieras

Principales magnitudes financieras. Miles de €.				
	2020	2021	2022	22vs21
Facturación	235,978	571,488	919,816	61.0%
EBITDA	3,462	-7,307	-212	97.1%
Margen EBITDA	1.5%	-1.3%	0.0%	1.3pp
EBITDA Normalizado <sup>(1)</sup>	3,462	-2,107	14,288	778%
Margen EBITDA Normalizado	1.5%	-0.4%	1.6%	2.0pp
EBIT	-1,334	-11,541	-6,502	43.7%
Margen EBIT	-0.6%	-2.0%	-0.7%	1.3pp
EBT	-1,863	-12,302	-8,648	29.7%
Total Activo	95,145	283,459	277,544	-2.1%
Patrimonio Neto <sup>(2)</sup>	39,322	47,947	42,843	-10.6%
Deuda Financiera Total <sup>(3)</sup>	22,657	54,225	65,081	20.0%
Deuda Financiera Neta <sup>(4)</sup>	-8,290	44,330	54,742	23.5%
PN/DFT	173.6%	88.4%	65.8%	-22.6pp
DFN/EBITDA Normalizado	n.a	n.a	3.8x	3.8x
Funds From Operations <sup>(5)</sup>	3,434	-3,595	6,502	280.9%
FFO/DFN	n.a	n.a	11.9%	n.a
EBITDA Normalizado/Intereses	6.2x	n.a	6.7x	6,7pp

<sup>(1)</sup> EBITDA Normalizado: Redasífica costes adquisición de dientes de gastos operativos a amortización, a efectos comparables respecto metodología previa a resolución del ICAC. <sup>(2)</sup> Patrimonio Neto: No incluye impacto por ajuste de valor de derivados. <sup>(3)</sup> DFT no se incluyen posiciones de derivados, ni deuda rooftop que incorpora garantía de diente final. <sup>(4)</sup> DFN: DFT - importe efectivo y equivalentes. <sup>(5)</sup> FFO

## Credit Rating

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

## Análisis Sensibilidad

- Factores positivos en el largo plazo (↑)

Crecimiento de la cifra de negocio, acompañada de una mejora de los márgenes de rentabilidad en base a una mayor integración del segmento solar. Consolidación de las inversiones y desarrollo del negocio en el segmento de energy management que mejoren el posicionamiento competitivo del grupo. Mejora de margen EBITDA > 3%, cobertura de deuda e intereses (DFN / EBITDA < 3x; EBITDA/Intereses >6x) y una autonomía financiera (PN/DFT > 80%).

- Factores negativos en el largo plazo (↓)

Descenso de cartera de clientes <250k, y no alcance de *break-even point* en el segmento solar. Mantenimiento de pérdidas y consecuente deterioro de la autonomía financiera (PN/DFT ajustada < 50%). Un ratio DFN ajustada/EBITDA que se mantenga de forma sostenida por encima de 4,5x. Cobertura de intereses que se presente de forma continuada <4x. Deterioro en la generación operativa de caja y posición de liquidez.

## Sources of information

The credit rating assigned in this report has been requested by the rated entity, which has also taken part in the process. It is based on private information as well as public information. The main sources of information are:

1. Annual Audit Reports.
2. Corporate Website.
3. Information published in the Official Bulletins.
4. Rating book provided by the Company.

The information was thoroughly reviewed to ensure that it is valid and consistent, and is considered satisfactory. Nevertheless, EthiFinance Ratings assumes no responsibility for the accuracy of the information 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. Principal methodology used in this research are :
  - Corporate Rating Methodology - Long Term : [https://files.qivalio.net/documents/methodologies/CRA\\_190\\_V3\\_Corporate%20Methodology\\_2023-10-06.pdf](https://files.qivalio.net/documents/methodologies/CRA_190_V3_Corporate%20Methodology_2023-10-06.pdf)
- The rating scale used in this report is 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 provided ancillary services to the rated entity, but not to its related third parties. However, according to our Conflict of Interest Policy, it does not involve a conflict of interest, since the aggregate sale does not exceed 5% of net turnover.
- 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 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.

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 [www.ethifinance.com](http://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 consider 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 bare 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. 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. We would like to inform that 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](mailto:dpo@ethifinance.com). 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. Copyright © 2023 ETHIFINANCE RATINGS, S.L. All Rights Reserved. C/ Benjamín Franklin S/N, Edificio Camt, 1º Izquierda, 18100, Granada, España C/ Velázquez nº18, 3º derecha, 28001 - Madrid