



ISSUER RATING

Long-term Rating

Tendencia: Estable

Fecha de primer rating: 22/11/2013

Fecha de revisión: 15/08/2022

Contactos

Senior Analyst

Paula Faundez Lalana

paula.faundez@ethifinance.com

Chief Rating Officer

Guillermo Cruz Martínez

guillermo.cruz@ethifinance.com

Rating Action

Con fecha 15/02/2022 Ethifinance Ratings ha revisado la metodología aplicada a las calificaciones crediticias de emisores corporativos, requiriendo por normativa la aprobación de la calificación actualizada por nuestro Comité de Rating en un plazo máximo de 6 meses. De esta forma, se ha revisado la calificación crediticia sobre la misma base de información y los fundamentos de nuestro informe de rating anterior de fecha 25/11/2021, resultando sin modificaciones en el rating.

Bajo esta acción, Ethifinance Ratings afirma la calificación "BB" de Sociedad Anónima de Obras y Servicios, COPASA, manteniendo su perspectiva Estable.

Resumen Ejecutivo

Constituida en 1985 y con sede social en Ourense, Sociedad Anónima de Obras y Servicios, COPASA y sus sociedades dependientes (en adelante Copasa) es un grupo multinacional español que opera en el sector de la construcción y servicios, enfocado, principalmente, en obra civil. El grupo desarrolla su actividad mediante la construcción de todo tipo de infraestructuras (carreteras, obras ferroviarias, hidráulicas y edificaciones) así como mediante la prestación de servicios relacionado con el mantenimiento y explotación de estas infraestructuras, de plantas de tratamiento de aguas, aparcamientos y de la recogida de residuos urbanos.

A cierre del ejercicio 2020, la compañía presentó una cifra de negocio de €278,5M con un EBITDA de €25,0M, registrando un ratio de DFN/EBITDA de 11,3x. No obstante, a efectos de covenants financieros, que considera el ratio DFN con recurso/EBITDA total, este ratio se situó en 3,2x

Fundamentos

Perfil de negocio

- **El grupo opera en el sector constructor de infraestructuras de obra pública desde hace 35 años, enfocándose cada vez más en la construcción y explotación de activos concesionales.**

Copasa se dedica a la construcción de infraestructuras públicas y explotación de concesiones. Con 35 años de experiencia en el sector constructor y especializado en proyectos ferroviarios, autopistas, obras hidráulicas y gestión de residuos, el grupo mantiene una estrategia basada en el incremento de la construcción y posterior explotación de activos concesionales, hecho que aporta estabilidad y recurrencia en la generación de caja.

- **Sector altamente competitivo en precio con presencia de multitud de players, donde Copasa se posiciona como player de tamaño moderado a nivel nacional y más reducido a nivel internacional. Barreras de entrada reducidas, siendo más elevadas en el negocio concesional al tratarse de una actividad intensiva en CAPEX y que requiere de conocimiento en los procesos de licitación.**

El sector constructor se caracteriza por una elevada presencia de players compitiendo en precio y ofreciendo un servicio con poca diferenciación, donde Copasa actúa como player de tamaño moderado en el mercado nacional y algo más reducido en el mercado internacional. Otra de las características de este sector son las reducidas barreras de entrada en la actividad de construcción, mientras que para la actividad concesional se consideran más elevadas dadas las inversiones iniciales que requiere esta actividad y la experiencia y conocimiento en los procesos de licitación. Copasa basa su estrategia de futuro en este negocio concesional.

- **Actividad con cierto componente cíclico asociado a la inversión en obra pública (licitación y adjudicación de concesiones). Además, la actividad se ha visto afectada por la crisis sanitaria derivada del COVID-19.**

La actividad de construcción de obra pública está afectada por los ciclos económicos, las variaciones en la inversión destinada a infraestructuras y el número de licitaciones convocadas. Adicionalmente, la actividad se ha visto afectada por la crisis sanitaria provocada por el COVID-19 ya que las restricciones a la movilidad instauradas por el Gobierno han provocado un retraso, y paralización incluso en algunos países, en la ejecución de la cartera de obra.

- **Mejora de la diversificación geográfica, incrementándose la facturación en Latinoamérica y EEUU.**

La actividad internacional del grupo representó, a cierre de 2020, un 48,6% de la facturación, lo que supone un incremento de 8,4 p.p. respecto al ejercicio anterior, donde alcanzó un 40,2% de la facturación total. Esta mejora en la diversificación geográfica se debe mayoritariamente al incremento de la actividad en Latinoamérica (34,5% de la facturación) principalmente en Uruguay (27,1%) y Brasil (5,3%), y EEUU (7,9%).

Perfil financiero

- **Deterioro de la facturación y EBITDA como consecuencia de las restricciones a la movilidad durante la pandemia en España y en el exterior, llegando incluso a cerrarse las ciudades santas en Arabia Saudí, donde Copasa mantiene un importante proyecto. Posterior mejora a cierre del primer semestre de 2021.**

El grupo cerró el ejercicio 2020 con una caída en la facturación del 11,3%, hasta situarse en €278,5M, y del 42,0% en el EBITDA como consecuencia de las restricciones en la movilidad en España, así como en el resto de países, lo que generó retrasos y paralizaciones en las obras en curso. Destacar el cierre de las ciudades santas en Arabia Saudí entre marzo 2020 y abril 2021, donde el grupo mantiene el proyecto de operación y mantenimiento del AVE La Meca-Medina. Respecto a la rentabilidad, el margen EBITDA del grupo se situó en 9,0%, lo que supone una caída de 4,8 p.p. respecto a 2019.

No obstante, a cierre del primer semestre de 2021, el grupo mostró una tendencia favorable tanto en la facturación como en el EBITDA, alcanzando los €153,6M (+11,4% respecto al mismo período del ejercicio anterior) y €15,4M (+36,6%), respectivamente, gracias a la continuidad en la ejecución de los proyectos en cartera. El margen EBITDA mejoró en 1,9 p.p. hasta el 10,0%.

- **Estabilidad en la cartera de obra, alcanzando los €1.817M a cierre de 2020, que cubriría 6,5 veces la facturación de 2020. Contratación de €135,9M en proyectos nuevos durante los primeros 6 meses de 2021, situándose la cartera en €1.756M a cierre del primer semestre.**

A cierre de 2020, la cartera de obra del grupo se encontraba en €1.817M (-1,3% YoY), de los que el 72,5% se corresponde con contratos de operación y mantenimiento de concesiones (mayoritariamente carreteras, seguido de ferrocarriles), hecho que, dados los elevados plazos de explotación de estos contratos, supone una fuerte estabilidad y recurrencia a la generación de caja del grupo. El 27,5% restante de la cartera es relativa a proyectos de construcción. Cabe destacar que, de esta cartera, el 50% es relativa a proyectos internacionales y que con este volumen en proyectos se cubrirían 6,5x de facturación a cierre de 2020. A cierre del primer semestre de 2021, la cartera de obra alcanzó €1.756M, de la que €135,9M son de nueva contratación durante los primeros 6 meses de 2021, casi todos para el mercado doméstico, lo que aumentó la concentración en España hasta el 54,9%.

- **Incremento del apalancamiento financiero, en términos de DFN/EBITDA, hasta 11,3x como consecuencia, mayoritariamente, del fuerte deterioro del EBITDA. Si bien la deuda financiera bruta aumentó un 16,6% hasta los €370,5M, este incremento se debió a la entrada de**

financiación con aval público, así como a la disposición de la deuda sin recurso de CVT. Además, el grupo fue capaz de realizar la amortización del bono con vencimiento en 2020 por €30M mediante fondos propios.

Durante el último ejercicio el grupo incrementó su deuda financiera bruta en €52,9M, mayoritariamente en financiación ICO, hasta alcanzar los €370,5M con el fin de neutralizar las fuertes variaciones en capital circulante derivadas, mayoritariamente, del impacto del Covid-19. También se realizó la disposición de la deuda sin recurso de CVT. A su vez, en un año tan complicado como ha sido 2020 el grupo tuvo la capacidad suficiente para amortizar el bono que vencía en 2020 por €30M con los fondos disponibles. El apalancamiento financiero en términos de DFN total/EBITDA total se incrementó 11,3x (5,3x en 2019) como consecuencia del fuerte deterioro del EBITDA. A efectos de covenant financiero exigido por la emisión de bonos, el apalancamiento financiero calculado como DFN con recurso/EBITDA total fue de 3,2x, inferior al exigido de 3,4x.

- **Deterioro del flujo de caja operativo antes y después de variaciones de circulante. Fuertes vencimientos de deuda en los próximos ejercicios mitigados por las palancas de liquidez en las que trabaja el grupo.**

El estado de flujos de efectivo muestra una generación de caja antes de variaciones de circulante (FFO) de -€15,8M a cierre de 2020 (-404,9%) como consecuencia del deterioro de los resultados en 2020. A su vez, las variaciones en working capital fueron muy elevadas principalmente por la activación del activo de CVT (concesión por pago por disponibilidad) y, como consecuencia, del incremento de la cifra de deudores. Este hecho provocó que el CFO se situara en -€42,5M. El calendario de amortización de deuda refleja fuertes vencimientos entre 2021 y 2022 (33% de la deuda), que en principio deberían ser atendidos mediante la generación de caja del grupo, la fuerte posición de tesorería y las palancas de liquidez en las que trabaja el grupo, que a corto plazo recogen la refinanciación de los project finance de AUCEL y AUCOM, así como la venta de la participación del 20% de CVT a Cofides.

Resumen de la información financiera

Principales magnitudes financieras. Miles de €

	2018	2019	2020	20vs19
Facturación	303.284	314.127	278.493	-11,3%
EBITDA Recurrente	35.691	43.266	24.978	-42,3%
Margen EBITDA Recurrente	11,8%	13,8%	9,0%	-4,8 p.p.
EBT	13.845	14.812	-8.957	-160,5%
Total Activo	729.260	750.272	749.561	-0,1%
Patrimonio Neto	162.119	170.891	142.969	-16,3%
Deuda Financiera Total (DFT)	347.993	317.619	370.505	16,6%
Deuda Financiera Neta (DFN)	237.243	229.884	283.845	23,5%
PN/DFT	46,6%	53,8%	38,6%	-15,2 p.p.
DFN/EBITDA	6,6x	5,3x	11,3x	6,0x
DFN con recurso/EBITDA*	1,7x	1,4x	3,2x	1,8x
Funds From Operations (FFO)	-13.254	2.750	80.429	-676,4%
FFO/DFN	-5,6%	1,2%	-5,6%	-6,8 p.p.
EBITDA/Intereses	2,1x	2,2x	1,5x	-0,7x

*Calculado a efectos de covenant financiero

Rating y Tendencia

Ethifinance Ratings mantiene el rating de Sociedad Anónima de Obras y Servicios, COPASA en “BB” con tendencia Estable. Con fecha 15/02/2022 Ethifinance Ratings ha revisado la metodología aplicada a las calificaciones crediticias de emisores corporativos, requiriendo por normativa la aprobación de la calificación actualizada por nuestro Comité de Rating en un plazo máximo de 6 meses. De esta forma, se ha revisado la calificación crediticia sobre la misma base de información y los fundamentos de nuestro informe de rating anterior de fecha 25/11/2021, resultando sin modificaciones en el rating.

La crisis sanitaria provocada por el COVID-19 y las restricciones a la movilidad instauradas provocaron fuertes retrasos en la ejecución de la cartera de obra del grupo en 2020, impactando en un deterioro de la facturación y EBITDA. Sin embargo, ambas magnitudes mostraron una mejora a cierre del primer semestre de 2021, alcanzando €153,6M y €15,4M, respectivamente, gracias a la continuidad en la ejecución de los proyectos en cartera y a la explotación de Circuito Vial 3, lo que supuso, además, una mejora del margen EBITDA hasta el 10,0%. A su vez, el modelo de negocio, enfocado cada vez más en la explotación de concesiones, dotando de una recurrencia y estabilidad en la generación de caja del grupo, unido a la sólida cartera de obra que, a cierre del primer semestre de 2021, alcanzó los €1.756M, permitirán la continuidad del negocio en los próximos ejercicios, además de mejorar los márgenes operativos (margen EBITDA previsto del 12% a cierre de 2021, con un EBITDA estimado a cierre del ejercicio 2021 de €37,0M).

Análisis de sensibilidad

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

- **Factores positivos (↑).**

Consecución del plan estratégico en los próximos ejercicios, mejora de la rentabilidad, incremento de la cartera de obra, reducción muy significativa del ratio DFN/EBITDA, mejora del ratio de cobertura de intereses.

- **Factores negativos (↓).**

Incumplimiento de las proyecciones aportadas, deterioro de los márgenes, incumplimiento de covenants financieros, incremento de la deuda financiera, incremento o mantenimiento del ratio DFN/EBITDA actual 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.EthiFinanceRatings-rating.com/es-ES/about-EthiFinanceRatings/methodology; y bajo la Escala Corporate largo plazo disponible en www.EthiFinanceRatings-rating.com/es-ES/about-EthiFinanceRatings/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, 1º Izquierda, 18100, Armilla, Granada, España.

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