



ISSUER RATING

Long-term Rating

Tendencia: Observación

Fecha de primer rating: 12/03/2021

Fecha de revisión: 31/07/2023

Contactos

Senior Associate

Carlos Miguel Díaz Bes

carlos.diaz@ethifinance.com

Chief Rating Officer

Guillermo Cruz Martínez

guillermo.cruz@ethifinance.com

Rating Action

- EthiFinance Ratings mantiene la calificación de Valfortec, S.L. en “BBB-” cambiando la tendencia de Estable a en Observación.
- El rating asignado se fundamenta en la valoración de la posición competitiva de un grupo integrado verticalmente en su sector con cierta diversificación tanto por línea de negocio como internacional. A nivel financiero se destaca que su modelo de negocio se basa en un progresivo apalancamiento controlado, con una política financiera conservadora que cuenta a su favor con el uso de deuda financiera *project finance* de manera significativa y una base de ingresos de régimen regulado. De esta forma, la empresa cuenta con un perfil de negocio de BBB- y un perfil financiero de BBB-, con un rating final de BBB-.
- La compañía se encuentra actualmente en pleno proceso de crecimiento y cuenta para ello con un plan de negocio cuyas proyecciones apuntan a un buen desempeño financiero en el corto y medio plazo que han sido decisivas en la calificación. No obstante, se observa que los planes estratégicos de Valfortec han sufrido diversas modificaciones y dilaciones desde su concepción original. De esta forma, el cambio de tendencia recoge la falta de visibilidad de la consecución de dichas proyecciones en el 2023, ejercicio que consideramos crítico en la viabilidad del plan de negocio.
- En línea con nuestra nueva metodología, la compañía opera tanto en el sector de las “Utilities” de energías renovables como en el de la Ingeniería y Construcción; el primero presenta un riesgo muy bajo en términos de ESG (sector *heatmap score* entre 1 a 2); el segundo presenta un riesgo medio (sector *heatmap score* entre 3 a 4). Esta valoración tiene un impacto positivo en el análisis sectorial en conjunto. Sin embargo, el análisis de la política de la compañía en términos de ESG arroja una valoración baja de los esfuerzos de la sociedad en esta materia, lo que ha impactado desfavorablemente en la calificación final.

Resumen Ejecutivo

Valfortec, S.L. y sus sociedades dependientes (en adelante Valfortec o el grupo) es una sociedad especializada en el desarrollo, construcción, explotación y mantenimiento de instalaciones de energías renovables, posicionándose como productor independiente de energía (IPP por sus siglas en inglés). La compañía opera plantas solares fotovoltaicas cuya capacidad total en la actualidad alcanza los 55,5 MW en operación. La diversificación geográfica es un punto adicional dentro de la estrategia de la sociedad, con presencia en cuatro países y un pipeline de 597 MW de proyectos en desarrollo.

Las cifras auditadas aportadas por la empresa indican que en 2022 la compañía obtuvo una facturación ajustada de €33,2M (-20,9% YoY), un EBITDA ajustado de 19,9€ (-12,7% YoY) y un resultado antes de impuestos de €3,8M (-3,8 YoY). Dentro de estos resultados la compañía obtuvo ingresos fruto de la venta de energía, la rotación de activos y la reventa a terceros de material y componentes para parques solares fotovoltaicos. Valfortec se encuentra desde el 2020 en fase de crecimiento con un importante plan de inversiones en el corto y medio plazo. Se espera que la compañía mantenga resultados positivos durante el 2023 y progrese en un plan de inversiones en curso que se ha visto ampliamente retrasado con respecto al planteamiento original por las demoras en la tramitación de permisos de sus parques en desarrollo.

Fundamentos

Perfil de negocio

Análisis del sector

- Sector con buen nivel de rentabilidad y baja volatilidad con buenas perspectivas de crecimiento.

Bajo la metodología de EthiFinance, la compañía opera como productor de energía 100% renovable y como epecista de obras de energía solar. Del análisis de las características de ambos sectores se concluye que, en conjunto, los niveles de rentabilidad son adecuados con una volatilidad muy limitada, especialmente gracias a la obtención de ingresos recurrentes a través de la venta de energía. Así mismo, se reconoce un nivel medio de barreras de entrada. Por otro lado, las previsiones de las organizaciones internacionales concluyen que la demanda y el consumo de energía mundial seguirá creciendo en el medio y largo plazo, de esta

forma el sector ve perspectivas positivas de crecimiento en la industria, especialmente en el ámbito crucial de las energías renovables.

- **El sector de las “Utilities” de energías renovables presenta un riesgo muy bajo en términos de ESG; y el de Ingeniería y Construcción un riesgo medio.**

Del análisis en conjunto de ambos sectores, se concluye que los riesgos relacionados con ESG en las empresas del sector y los impactos en los factores sociales, ambientales y en *stakeholders* no son materiales y no afectan la estabilidad o los fundamentos del sector. De hecho, el sector de la industria de energías renovables se encuentra alineado con los factores ESG. Esta valoración tiene un efecto positivo en el resultado del análisis sectorial en conjunto.

Posicionamiento competitivo

- **Posicionamiento competitivo aceptable con buena trayectoria y cierta diversificación internacional.**

Desde su constitución en 2005, la compañía opera en el sector de las energías renovables. Actualmente se posiciona como desarrollador y productor independiente de energía, con su actividad centrada alrededor de la tecnología solar fotovoltaica. El modelo de negocio de Valfortec comprende la obtención de ingresos a través de servicios de EPC, de la explotación de parques fotovoltaicos de su propiedad y de la venta a terceros de proyectos ya operativos o en desarrollo.

La empresa realiza su operativa dentro del grupo español Promociones Renovables Valencianas, S.L., grupo que integra verticalmente otras actividades de la cadena de valor de la industria renovable como son el diseño, ingeniería y construcción de parques solares fotovoltaicos.

Su trayectoria hasta el 2023 incluía el desarrollo, financiación, construcción y operación de parques con una capacidad total cercana a los 200MW. Dentro de su estrategia de diversificación, Valfortec ha llevado a cabo un proceso de cierta internacionalización, fruto del cual cuenta dentro de su ámbito competitivo con presencia en España, Chile, Japón y Reino Unido.

Gobierno corporativo

- **Estructura de accionistas limitada en el socio fundador.**

Valfortec responde a las características de empresa familiar, aspecto reflejado en una estructura accionarial liderada y concentrada desde su constitución por su director general y máximo accionista D. Fidel Roig (99,99 % del capital a través de Promociones Renovables Valencianas S.L.). El señor Roig es igualmente el Administrador Único del grupo. El apoyo del accionista se valora por tanto como adecuado, destacando la no distribución de dividendos desde 2009 y la prudencia financiera como pilares de una estrategia empresarial enfocada al largo plazo. Hay que señalar que en sus orígenes el modelo de negocio del grupo estuvo enfocado al desarrollo y la construcción de proyectos fotovoltaicos para su venta. Estrategia que se mantiene de forma parcial para contribuir a la autofinanciación del crecimiento de la cartera de venta de energía y la contención del endeudamiento como característica fundamental del desempeño estratégico.

La ejecución de los planes estratégicos corresponde al equipo directivo, donde destacamos la presencia de miembros con cierta experiencia en el ámbito empresarial y antigüedad en la compañía. Sin tener en cuenta la presencia histórica del CEO, el equipo directivo cuenta con un promedio de 10 años en la empresa.

- **Análisis ESG de la compañía desfavorable.**

En el análisis de la política ESG de la sociedad se concluye que hay áreas que no están siendo lo suficientemente cubiertas en las políticas implementadas por la sociedad, lo que ha tenido un impacto desfavorable en la calificación final de la sociedad.

Perfil financiero

Rentabilidad y endeudamiento.

- **Plan de inversión en curso con niveles crecientes de apalancamiento corporativo y de proyecto.**

El cierto avance en el plan de crecimiento de la compañía ha implicado un progresivo aumento de la deuda financiera durante los últimos ejercicios, necesaria para poder acometer el ambicioso plan de inversiones en capex. De esta forma, la deuda financiera total de Valfortec alcanzaba en 2022 los €96,8M frente a los €77M de 2020, aunque a un nivel ligeramente inferior al de 2022 (€99,11M). A este respecto destacamos la emisión durante el ejercicio 2021 de un Bono corporativo en el MARF de €25M a 5 años. Complementariamente, la compañía hace uso de financiación vía Project Finance, con financiación ligada a las plantas. La Deuda Financiera Neta durante el ejercicio alcanzaba los €73,8M, con un aumento del 9% con respecto a la de 2020, aunque inferior al dato de 2021 (€77,3M). A finales del ejercicio 2022 la empresa contaba con una posición de caja ajustada de €22,9M frente a los €21,7M del ejercicio anterior o los €6,4M de 2020.

- **Proyecciones financieras positivas dentro de su plan de negocio con capacidad para atender sus compromisos financieros.**

Las proyecciones financieras dentro del Plan de Negocio de la compañía para el periodo 2023-27 se sustentan en un escenario valorado como realista. Los resultados proyectados dotarían a la compañía de la capacidad suficiente para llevar a cabo su plan de inversiones a la par que la solvencia y liquidez necesarias para atender todos sus compromisos financieros durante el periodo de inversión. No obstante, resaltamos que el plan de negocio, originalmente concebido para comenzar en 2021 hubo de ser actualizado tanto en el 2022 como en el 2023, debido a retrasos en la tramitación de permisos de sus parques en desarrollo.

Solvencia

- **La autonomía financiera, en términos de patrimonio neto sobre total balance, se mantenía en niveles ajustados a cierre de 2022.**

El Patrimonio Neto de la empresa a cierre de 2022 se situaba en torno a los €43M frente a los €39,9M de 2021. En términos de patrimonio neto respecto al total del balance, se mantuvo estable respecto a ejercicios anteriores, situándose en 26% (25% en 2021 y 2020). Consideramos que estos niveles, aunque aceptables, son aún ajustados a la hora de abordar posibles desviaciones en el plan de negocio que requieran afrontar imprevistos que requieran de una mayor solvencia.

Liquidez

- **Adecuado perfil de liquidez con un nivel positivo de caja.**

Con los datos aportados por la sociedad, Valfortec muestra una capacidad adecuada para atender sus compromisos financieros en el corto plazo basado principalmente en su posición de tesorería ajustada (€22,9M). La sociedad cuenta con un acceso adecuado a financiación la cual se determina como aspecto importante que respalda su perfil crediticio.

Modificadores

ESG Factors

- Controversias: no se han encontrado controversias sustanciales que puedan modificar el rating de la compañía.

Liquidez

- No existe riesgo de liquidez.

Riesgo País

- No se ha determinado que exista un riesgo país sustancial.

Resumen de la información financiera

Principales magnitudes financieras consolidadas				
	2020	2021	2022	21vs20
Cifra de negocio ajustada (1)	15.775	41.997	33.218	-20,9%
EBITDA ajustado (1)	6.339	15.773	12.018	-23,8%
Mg. EBITDA	40,2%	37,6%	36,2%	-137,8%
Gastos financieros (GF)	2.415	3.042	4.104	34,9%
EBITDA / GF	2,62X	5,18X	2,93X	6,2x
EBT	406	8.122	3.832	-52,8%
Mg. EBT	2,57%	19,34%	11,54%	-780,3%
Activo Total	126.879	160.382	167.011	4,1%
Patrimonio Neto	32.249	39.983	43.402	8,6%
% s / Total Activo	25%	25%	26%	105,8%
Deuda financiera total (2)	77.381	99.118	96.803	-2,3%
Deuda financiera neta	70.975	77.372	73.836	-4,6%
Caja	6.406	21.746	22.966	5,6%

(1) Incluye ingresos por venta de activos registrados por la compañía como ingreso financiero.
(2) Excluye derivados y deuda con grupo.

Análisis de sensibilidad

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

- Factores positivos (↑).**
 Un avance significativo en los objetivos del plan de negocio, mejora de los niveles de endeudamiento (DFN ajustada/EBITDA recurrente por debajo de 2x y FFO/DFN ajustada superior al 45% en promedio), mejora de la autonomía financiera (PN/DFT ajustada por encima del 60%) así como una mejora recurrente en la cobertura de intereses por encima de 8x.
- Factores negativos (↓).**
 Nuevos retrasos en la implementación del plan de negocio, deterioro de ratios (DFN ajustada recurrente por encima de 5x y FFO/DFN ajustada recurrente por debajo de 20% y PN/DFT ajustada (por debajo de 48%).

Credit Rating

Credit Rating	
Perfil Negocio	BBB
Análisis Sectorial	AA-
Posicionamiento Competitivo	B
Governance	BB-
ESG Compañía	Negativo
Perfil Financiero	BBB-
Cash flow y endeudamiento	BBB+
Solvencia	B+
Anchor Rating	BBB-
Modificadores	No
Rating	BBB-

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 <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, 3ª derecha, 28001 - Madrid - España.