



ISSUER RATING
Long term

OUTLOOK
Stable

Initiation date 26/09/2024
Rating Date 26/09/2024

Contacts

Lead analyst
Miguel Castillo Clavarana
miguel.castillo@ethifinance.com

Committee chair
Thomas Dilasser
thomas.dilasser@ethifinance.com

Rating Action y Rationale

- EthiFinance Ratings inicia el rating de ECOENER, S.A y asigna por primera vez el rating de “BB” con tendencia Estable.
- El rating de la compañía se apoya de forma principal en la excelente calificación del sector, que se fundamenta en unos óptimos niveles de rentabilidad, perspectivas de crecimiento relevantes, unas barreras de entrada significativas y niveles de volatilidad muy controlados. A nivel individual el rating de la compañía se ve favorecido por su situación satisfactoria respecto a la diversificación y las ventajas competitivas, así como del ámbito de su gobernanza.
- Por el contrario, como factores que limitan la calificación señalamos el modesto tamaño comparativamente al de las grandes ‘players’ del sector en el que la opera que condiciona el posicionamiento competitivo, así como un perfil financiero marcado por un significativo endeudamiento derivado del momento de intensa actividad inversora para ganar tamaño. Así, los ratios promedio para el nivel de capitalización (PN/DFT: <30%) y del endeudamiento (DFN/EBITDA: > 7x; FFO/DFN: < 10%) son aspectos que reflejan la situación del endeudamiento.
- Cabe señalar que para la evaluación de los ratios financieros se han utilizado diferentes tablas de volatilidad como son la de ‘infraestructuras’ para la actividad de venta de energía sujeta a precios contratados o regulados, y la ‘estándar’ para el resto de negocio asociado principalmente a la venta de energía al mercado (merchant).
- Bajo nuestra metodología la calificación sectorial se alcanza desde su condición de compañía del tipo ‘utility’ que se ajusta en base a las características propias de un productor de energía 100% renovable. Para este sector se determina que se encuentra adecuadamente alineado con los factores ESG (heatmap score entre 1 y 1,9), lo que supone una mejora de tres escalones en la calificación sectorial. Por su parte, la política de ESG de la compañía se considera neutra (puntuación entre 1,5-3,5), no suponiendo ningún impacto en el ámbito financiero.

Descripción de la Compañía

Ecoener, S.A. y sus sociedades dependientes (en adelante Ecoener) es un productor integrado de energías renovables (IPP) con un enfoque ‘multi-tecnología’ y ‘multi-geografía’ con la finalidad de diversificar riesgos. De esta forma, su modelo de negocio apuesta por el desarrollo, construcción y operación a largo plazo de sus propios proyectos. Su ámbito de negocio está progresivamente ampliándose desde España hacia otros mercados, contando con una creciente presencia en Latinoamérica, donde tiene plantas en operación desde 2015 y tiene en este momento capacidad instalada y en construcción en cuatro países (Guatemala, Honduras, República Dominicana y Colombia). En 2023 Ecoener alcanzó una cifra de negocio de €64m (-12,2% YoY) y un EBITDA de €33,4m (margen EBITDA del 52,2%). En un contexto de fuerte inversión en nuevas plantas el ratio de DFN/EBITDA se situó en 9,4x (4,7x en 2022), considerando que las nuevas plantas cuya deuda se considera íntegra a cierre de ejercicio no aportaron al EBITDA más que durante el último cuatrimestre del ejercicio a partir de su puesta en marcha. Desde 2021 la empresa cotiza en el Mercado Continuo de la Bolsa española con una capitalización de €219m (cierre 16/07/2024).

Fundamentos

Perfil de Negocio

Análisis del Sector

- Sector ‘utility’ con favorables fundamentos y positivas perspectivas de crecimiento.

De forma general, en la valoración del ámbito sectorial se reconocen unos positivos fundamentos para el conjunto de factores que sitúan la valoración de la industria en una excelente calificación. El alto nivel de rentabilidad del ámbito ‘IPP’ (margen EBIT: > 25%) respecto del sector ‘utility’ (margen EBIT sectorial: 12,5%) y unas perspectivas muy favorables de crecimiento de la demanda de energía renovable son elementos que impulsan en mayor medida la calificación. Asimismo, la estabilidad asociada a sus resultados, sujetos en muchas ocasiones a contratos privados de venta (PPA) o a ingresos regulados, se complementa con nuestra valoración de unas destacadas barreras de entrada en este momento de avance en la madurez del sector (regulación, necesidad de capital, etc.), como elementos que favorecen igualmente la calificación.

- Positivo ajuste por ESG a nivel sectorial.

El sector de las energías renovables está bien alineado con los factores ESG con una calificación en el sector ‘heatmap’ entre 1 y 2, permitiendo mejorar en una categoría (tres escalones) la valoración del riesgo de la industria. Este sector contribuye a la reducción de la contaminación y a la protección de la biodiversidad como sustituto de las fuentes de energía tradicionales altamente contaminantes, si bien durante la construcción relacionada se utilizan recursos significativos y se emiten gases de efecto invernadero. El impacto sobre los consumidores y las

comunidades es positivo, ya que esta energía limpia favorece la salud y el desarrollo económico. El impacto en los proveedores es medio, ya que proveedores con plantas fabriles en China tienen una participación significativa en la cadena de suministros y pueden existir problemas de ESG.

Posicionamiento Competitivo

- **Posicionamiento competitivo satisfactorio condicionado por el tamaño del grupo.**

Con los últimos resultados y las previsiones de crecimiento para el medio plazo, Ecoener se sitúa aún en una limitada escala competitiva comparativamente al tamaño de los grandes 'players' sectoriales. A su favor destacamos una amplia trayectoria en el sector desde su fundación en 1988 y un modelo de negocio que integra de forma amplia toda la cadena de valor, que alcanza desde el desarrollo hasta la construcción integral, el mantenimiento y la operación de sus proyectos durante todo el ciclo de vida. Esta estrategia permite a la compañía un mayor control de los tiempos y calidad de la de ejecución, así como capturar el margen del conjunto de actividades.

Los objetivos a medio plazo persiguen alcanzar en 2025 una capacidad de 1 GW en proyectos en operación y construcción, siendo la vocación la de mantener una participación de la totalidad del capital o ampliamente mayoritaria en los mismos. En este momento Ecoener cuenta con una cartera de 741 MW de activos en operación y construcción, además de los planes de crecimiento sustentados en un 'pipeline' de 1,5 GW donde 271 MW se encuentran en situación de desarrollo avanzado (backlog).

- **Buen 'mix' de negocio' en situación de importante deriva hacia Latinoamérica y el segmento solar.**

En la diversificación de la compañía se reconoce su apuesta estratégica por un 'mix' de tecnologías que incluye; la hidráulica, la eólica, la solar fotovoltaica, y una situación inicial en el desarrollo de hibridación de tecnología eólica con solar fotovoltaica y la incorporación de baterías. Si bien los orígenes del grupo estuvieron ligados a la hidráulica, en los siguientes años el peso de la actividad del segmento eólico ganó relevancia (promedio EBITDA 2021-23: 67%). Sin embargo, la mayor inversión en este momento en proyectos solares, que sumaron en el último año 137 MW a la cartera operativa (98% s/total) y alcanzan a 395 MW dentro de la cartera de construcción (99% s/total), supone que el grupo esté inmerso en una transformación que podría llevar a que el 70% del EBITDA en 2025 provenga de este segmento. No obstante, los proyectos hidráulicos en desarrollo harán que a largo plazo la matriz de generación de Ecoener converja hacia el objetivo de un reparto compensado entre las tres tecnologías.

Si bien la generación de resultados ha estado históricamente muy concentrada en España, inicialmente en Galicia y posteriormente con una presencia destacada de liderazgo en Canarias (promedio EBITDA 2021-23: 81%), la presencia en Latinoamérica desde hace más de diez años, primero en Guatemala y Honduras, se ve reforzada con la suma en 2023 de los proyectos solares en República Dominicana y Colombia, permitiendo avanzar en la diversificación geográfica del grupo ya observable en el último año. Asimismo, en tanto que la inversión en curso (construcción y backlog) está ampliamente dirigida hacia Latinoamérica, con un foco muy relevante en República Dominicana, se espera que en el medio plazo España contribuya en menos del 50% al EBITDA. El desarrollo avanza progresivamente en otros países en Latinoamérica (Panamá, Ecuador,) y pone el foco igualmente en la expansión en Europa (Grecia, Italia, Rumanía, Polonia).

La recurrencia del negocio de venta de energía, donde los proyectos con acuerdos privados de venta (PPA) y los proyectos regulados protagonizan la actividad (64% del EBITDA en 2023), es un elemento que mitiga el riesgo de concentración de la actividad. El peso de los proyectos que operan bajo estos marcos de ingresos se incrementará de cara al futuro con la puesta en marcha próximamente de los proyectos que actualmente se encuentran en construcción.

Estructura Accionarial y Gobernanza

- **Compañía cotizada y estabilidad en la gestión.**

Ecoener participa de las características de gestión de una empresa cotizada, aspecto que contribuye a una mejor valoración. Así, la gobernanza se ve favorecida por unas adecuadas prácticas de gestión y la superior capacidad para acceder al mercado. En la propiedad del grupo destaca la participación de su fundador y presidente (D. Luis Valdivia) el cual se mantiene como CEO y máximo accionista con el 70,8% del capital.

- **Buena trayectoria en el cumplimiento de objetivos bajo una política financiera intensiva en el uso de la deuda.**

Los objetivos estratégicos siguen guiados por el crecimiento en la capacidad instalada bajo una maximización de los recursos propios tras una ampliación de capital en 2021 de €100m captados en el proceso de salida a bolsa.

La gestión y política financiera se mantiene en este momento bajo una buena valoración en atención al grado de cumplimiento de los objetivos estratégicos bajo el cumplimiento de los compromisos financieros, siendo sin embargo la situación de endeudamiento significativo, característico de su sector de actividad en fase de crecimiento actual, un elemento que en este momento requiere de una especial atención.

- **Neutra política ESG a nivel compañía.**

El desempeño en ESG, medido a través del análisis de nuestros factores para este ámbito, permite con los últimos datos del 2023 una situación neutral (puntuación entre 1,5 y 3,5) respecto al impacto en el rating. Esta calificación se apoya en una mejora en el conjunto de factores y una superior calificación del ámbito de la gobernanza respecto a los factores sociales y medioambientales, y que presentan en todo caso capacidad de mejora.

Perfil Financiero

Ventas y Rentabilidad

- **Continuidad en una positiva rentabilidad operativa con perspectiva de mejora dado el contexto actual.**

La actividad de Ecoener se mantiene caracterizada por una excelente rentabilidad en las operaciones, aspecto necesario para sostener los exigentes gastos financieros propios de la intensa inversión requerida en la fase de crecimiento actual. Bajo esta situación la compañía generó en 2023 un resultado neto de €12m (-40,4% YoY) en un contexto de reducción de los ingresos por la normalización del precio de venta de la energía tras un ejercicio precedente con un 'pool' anormalmente elevado, principalmente por los desequilibrios derivados de la invasión rusa en Ucrania, y de incremento de los gastos de personal para dimensionarse de manera adecuada para abordar el crecimiento previsto. Con estos condicionantes el EBITDA se redujo hasta la cifra de €33,4m (-21,6% YoY), lo que supuso una disminución del margen sobre ventas hasta el 52,2% (58,5% en 2022). Por otro lado, el destacado incremento de los gastos financieros (+86% YoY) se compensó con un mejor comportamiento de las diferencias de cambio y en el gasto por impuesto de sociedades.

Endeudamiento y Cobertura

- **Apalancamiento significativo derivado de los planes de inversión en curso.**

La dinámica de intensa inversión propia del sector de actividad y del momento de crecimiento del grupo elevó el nivel del endeudamiento en el último ejercicio. La reducción del EBITDA y la evolución creciente de la deuda financiera neta, que alcanzó los €314,7m (+58,4% YoY) a cierre de 2023, el ratio DFN/EBITDA se incrementó hasta un valor de 9,4x. En este sentido, destacar que las nuevas plantas cuya deuda se considera íntegra a cierre de ejercicio no aportaron al EBITDA más que durante el último trimestre del ejercicio a partir de su puesta en marcha. Si bien se espera que la evolución en el medio plazo mejore esta situación, la expectativa de un promedio ajustado superior a 7x en el medio plazo es indicativo de un destacado endeudamiento en el contexto de una actividad como la de Ecoener. De igual forma, la escalada de la deuda tiene su reflejo en la evolución del ratio FFO/DFN que bajo el promedio ajustado se estima en un valor inferior al 10% tras reducirse en 2023 de forma sensible hasta el 5,8%.

A su favor, señalamos una estructura financiera protagonizada por la deuda de tipo Project Finance formalizada a largo plazo y a un coste financiero competitivo, dimensionada de acuerdo a la capacidad de generación de cada proyecto, concentrando las garantías en las sociedades individuales titulares, sin recurso al grupo. Así, la cobertura de intereses con el EBITDA generado permite una mayor visibilidad en el servicio de la deuda atendiendo a la limitada volatilidad del negocio, situando la estimación del promedio ajustado en un valor superior a 3x.

Análisis de Flujo de Caja

- **Continuidad en un Flujo de Caja Libre negativo adecuadamente respaldado por la financiación.**

En 2023 la posición de caja se situó en una cifra relevante de €75,5m tras un flujo de caja neto generado de -€4,8m. La generación de un CFO positivo pese a los menores resultados y una variación negativa en el capital circulante continuó favoreciendo la generación de caja, la cual no obstante depende ampliamente de la financiación para atender las necesidades derivadas de la estrategia de fuerte inversión en curso y que tiene su reflejo en el mantenimiento de un Flujo de Caja Libre negativo (€-118,5m).

Capitalización

- **Baja capitalización en el contexto esperado de crecimiento de la deuda.**

En la estructura financiera de Ecoener señalamos un endeudamiento significativo respecto a su capitalización, aspecto reflejado en un Patrimonio Neto/DFT que alcanzó el 35,3% al cierre de 2023, por el mayor incremento de la deuda financiera respecto de la mejora de los fondos propios. Bajo las previsiones actuales de los datos promedio ajustados no se espera que esta situación revierta, aspecto que por tanto continuará limitando el perfil financiero del grupo.

Liquidez

- Buena situación de liquidez.

La valoración se fundamenta en el nivel de liquidez observado para atender sus obligaciones financieras y de inversión previstas, aspecto que mitiga un perfil financiero que en base a su calificación (B+) dificulta en mayor medida la capacidad de refinanciación del grupo. De esta forma, la liquidez no afecta como modificador en el rating.

Modificadores

Controversias

- No presenta.

Riesgo País

- Aunque la operativa en mercados como Guatemala y Honduras cuenta con un riesgo alto en la operativa comercial, no conforman dichos mercados la base principal del negocio actual ni futuro del grupo y por lo tanto no se aplica el modificador riesgo país.

Principales Magnitudes Financieras

Principales magnitudes. Miles de €.							
	FY21	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E	23vs22
Facturación	39.927	72.886	64.010	87.987	142.269	156.400	-12,2%
EBITDA	21.253	42.621	33.422	52.836	103.415	113.687	-21,6%
Margen EBITDA	53,2%	58,5%	52,2%	60,1%	72,7%	72,7%	-6,3pp
EBIT	11.486	30.681	18.654	32.771	72.508	65.603	-39,2%
Margen EBIT	28,8%	42,1%	29,1%	37,2%	51,0%	41,9%	-13,0pp
EBT	-8.195	22.817	9.825	16.170	43.153	30.187	-56,9%
Total Activo	367.892	484.145	580.225	754.511	1.120.301	1.109.330	19,8%
Patrimonio Neto (PN)	119.132	132.523	137.737	148.205	180.972	201.912	3,9%
Deuda Financiera Total (DFT)	209.658	287.281	390.251	550.334	874.689	844.546	35,8%
Deuda Financiera Neta (DFN)	127.210	198.652	314.727	529.494	858.102	805.081	58,4%
PN/DFT	56,8%	46,1%	35,3%	26,9%	20,7%	23,9%	-10,8pp
DFN/EBITDA	6,0x	4,7x	9,4x	10,0x	8,3x	7,1x	4,8x
Funds From Operations (1)	12.985	42.639	18.352	33.533	67.039	73.359	-57,0%
FFO/DFN	10,2%	21,5%	5,8%	6,3%	7,8%	9,1%	-15,6pp
EBITDA/Intereses	3,6x	7,0x	3,0x	3,2x	3,5x	3,2x	-4,1x

(1) FFO: Flujo de Caja Operativo (CFO) - variaciones del circulante.

Credit Rating

Credit Rating	
Perfil Negocio	BBB
Análisis Sectorial	AA
<i>Ajuste ESG</i>	<i>Positivo</i>
Posicionamiento Competitivo	BB-
Gobernanza	BB+
Perfil Financiero	B+
Flujo de caja y endeudamiento	BB-
Solvencia	CCC+
<i>ESG Compañía</i>	<i>Neutro</i>
Anchor Rating	BB
<i>Modificadores</i>	<i>No aplica</i>
Rating	BB

Análisis Sensibilidad

- **Factores positivos en el largo plazo (↑)**

Una mejora conjunta o individual de los ratios del endeudamiento ($DFN/EBITDA < 6x$; $EBITDA/intereses > 4,5x$; $FFO/DFN > 16\%$) se señala como un escenario que potencialmente podría incidir en una mejora de la calificación bajo el supuesto de continuidad en el resto de las situaciones.

- **Factores negativos en el largo plazo (↓)**

Por el contrario, se considera que la compañía se encuentra en este momento adecuadamente protegida contra una potencial bajada en el rating. No obstante, un empeoramiento en los ratios del endeudamiento ($DFN/EBITDA > 13x$; $EBITDA/intereses < 1,5x$) podría ser un escenario de endeudamiento con potencial para una rebaja de la calificación.

La desviación respecto al actual modelo de negocio que resulta en la 'IPP' integrada y con un peso destacado de la venta de energía bajo 'PPA' o precios regulados que es Ecoener, permite la mejora esperada de los márgenes de rentabilidad, igualmente podría ser un indicativo para un cambio negativo en el rating.

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
- 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 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. 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