

ISSUER RATING
Long termOUTLOOK
EvolvingInitiation date 16/07/2015
Rating Date 07/03/2025

Contacts

Lead analyst
Miguel Castillo Clavarana
miguel.castillo@ethifinance.com**Committee chair**
Marc Pierron
marc.pierron@ethifinance.com

Rating Action y Rationale

- EthiFinance Ratings afirma la calificación de Globasol Villanueva 1, S.A en 'BBB+', cambiando la tendencia de 'Estable' a 'Evolving'.
- Globasol Villanueva 1, S.A. (en adelante, 'Globasol o 'el proyecto') es una sociedad dedicada a la generación de energía eléctrica a través de la explotación de una planta solar fotovoltaica de 10,7 MW de capacidad instalada.
- El cambio en la tendencia responde de forma general a incertidumbres materiales acerca de la evolución esperada del rating en el corto plazo. Particularmente para Globasol se advierten implicaciones negativas tras la continuidad en una menor capacidad de repago del servicio de la deuda y en un contexto de peores condiciones técnicas y de mercado. Sin embargo, dado que en la generación de caja del último ejercicio se observan aspectos de carácter no recurrentes se determina aplicar este cambio en la tendencia y realizar un seguimiento especial de la evolución del proyecto en el corto plazo.
- Para esta revisión el factor 'Complejidad técnica del activo y dificultad de su explotación' se ha revisado a la baja ante la antigüedad alcanzada por el proyecto y la mayor dificultad observada para alcanzar los objetivos previstos de rendimiento técnico. No obstante, el rating sigue favorecido por un bajo riesgo tanto en el ámbito operativo como en el de mercado. Así, la suma de un positivo perfil de negocio y una estructura financiera para el repago de la deuda con un mínimo esperado en el Ratio de Cobertura del Servicio de la Deuda (RCS) de 1,37x contribuyen al rating final.
- Como aspecto limitante señalamos una baja 'justificación económica' del proyecto por cuanto el mismo depende altamente de los ingresos regulados para su rentabilidad.
- Los factores 'extra financieros' que incluye la metodología, como son los relacionados con el impacto medioambiental y el ámbito social, se consideran positivamente alineados (score entre 1-1,9) y contribuyen a una mejora adicional del ámbito operativo del proyecto. Asimismo, el análisis bajo los Principios de Ecuador sitúa al proyecto de acuerdo con nuestro criterio de evaluación en la categoría B, aspecto que igualmente favorece al rating.

Descripción del proyecto

Ubicada en Villanueva de la Serena (Badajoz) la planta se encuentra en explotación desde el año 2008 bajo el régimen regulado.

A cierre del ejercicio 2024 Globasol continuó cumpliendo con sus compromisos financieros con una capacidad de generación de caja favorable que se ve reflejada en la obtención de un RCS de 1,35x.

Fundamentos

Perfil de Negocio

- Bajo riesgo operacional derivado de la tipología de proyecto, su rendimiento técnico y la alineación con los factores 'extra financieros'.**

El proyecto cuenta con una alta valoración en términos de los riesgos relacionados con su complejidad tecnológica y de operación, todo ello favorecido por la experiencia del operador y la obtención de un rendimiento que se considera positivo. Adicionalmente, la alineación del proyecto con los factores medioambientales y sociales y que, actúa como un modificador en el ámbito técnico, mejora nuestra visión del proyecto.

Globasol afronta en 2025 su decimoséptimo año de explotación, una antigüedad que se valora como suficiente en este momento para una revisión al alza del riesgo en el ámbito técnico y de la dificultad en la operación. No obstante, el proyecto se encuentra bajo disponibilidades operativas cercanas al 100% y un rendimiento que, aunque continúa siendo inferior a las estimaciones, se considera adecuado para el cumplimiento de los compromisos financieros. La operación y mantenimiento (O&M) se apoya en un contrato de servicios con su propio accionista, Solaria Energía y Medioambiente, que cuenta con una la suficiente experiencia en su actividad y aporta un alineamiento de intereses.

- Nivel bajo en su riesgo de mercado pese a estar condicionado por su limitada justificación económica.**

Globasol participa de las características de un proyecto altamente dependiente de la regulación, lo que incide de manera directa en la valoración de su riesgo de mercado y que, pese a una baja valoración en el racional económico del proyecto, le confiere de manera conjunta un bajo riesgo asociado. De esta forma, consideramos que el proyecto cuenta con una destacada defensa ante el riesgo de mercado, aspecto favorecido por la prioridad de despacho en la venta de energía y el mecanismo de ingresos que limita en gran medida la dependencia de los precios en el mercado eléctrico ('pool').

Los ingresos del proyecto dependen fundamentalmente de los parámetros regulados y que, de acuerdo con el mecanismo vigente desde 2013, son revisados periódicamente durante la vida regulatoria. Con esto se pretende que

los ingresos regulados (en torno al 80%) complementen en todo momento los percibidos por la venta de energía al 'pool' para poder compensar tanto los costes de explotación del proyecto como cubrir la inversión total asignada a planta, así como una rentabilidad objetivo (denominada razonable) que igualmente se estableció revisable cada 6 años. Si bien en este momento la 'rentabilidad razonable' es fija hasta finales de 2031 (7,398%), el valor de esta hasta el vencimiento regulatorio (2038 en el caso de Globasol) no se conoce, siendo este un elemento clave en la determinación del riesgo de mercado.

- **Riesgo bajo respecto al socio y una contraparte que no limita el rating.**

El proyecto pertenece al grupo Solaria, cuya matriz es la sociedad Solaria Energía y Medioambiente, S.A., compañía especialista y referente en el ámbito fotovoltaico y que cotiza sus acciones desde el año 2020 en el Ibex-35. Solaria cuenta con un rating de 'BBB+' con tendencia 'Estable' por EthiFinance Ratings (4/4/2024).

De esta forma, tanto el riesgo derivado del socio como de las principales contrapartes, como son el proveedor del O&M y el Sistema Eléctrico español como pagador, no constituyen una limitación directa al rating del proyecto.

Riesgos del ámbito financiero

- **Avance en la reducción de la deuda en un contexto de menores fondos generados.**

Durante 2024 el proyecto continuó con la amortización de la deuda según lo previsto en su calendario. La menor cifra de caja generada antes del servicio de la deuda (-12,6% YoY) es consecuente con el descenso esperado en los precios del 'pool' y la recuperación del impuesto a la producción eléctrica, aspectos sumados a otros impactos coyunturales como han sido el mayor importe de los cobros que se difieren cada año al siguiente ejercicio, o la menor producción. En este contexto, el RCSD alcanzado en 2024 fue de 1,35x (1,55x en 2023).

- **Capacidad positiva para el repago de la deuda.**

La deuda financiera de Globasol se corresponde con un "Bono Proyecto" emitido en mayo de 2016 por un total de €45,3m y vencimiento en enero del 2037. A cierre del 2024 el capital pendiente era de €29,8m.

La financiación se estructuró bajo las características habituales del Project Finance y un dimensionamiento de la deuda de 1,50x respecto al RCSD y una 'rentabilidad razonable' estimada del 6,5% desde 2020. Bajo el Caso Base actualizado, que mantiene la rentabilidad en el 7,398% inicial y prorrogada desde 2019 hasta al menos 2032, la proyección continúa mostrando una positiva capacidad de repago. Con nuestra sensibilidad realizada y que, junto a una menor producción respecto al inicial, contempla igualmente un 'pool' de 40 €/MWh desde 2026 (frente a un precio regulatorio de referencia estimado de 60 €/MWh) y una bajada en la TIR regulatoria hasta el 5,5% en 2032, el proyecto sostiene adecuadamente su RCSD con un mínimo de 1,37x.

Modificadores

- **Riesgo regulatorio.**

La dependencia del proyecto de la regulación para alcanzar los objetivos financieros necesario y la inestabilidad reciente de la misma en este momento suponen una reducción directa de un escalón en el rating como modificador al 'rating preliminar'.

- **Sensibilidad del cash-flow.**

De acuerdo con nuestra metodología a nuestro Caso Base sensibilizado (RCSD mínimo:1,37x) se le ha realizado un estrés adicional de hasta el -15% en la caja generada antes de la deuda. En la medida en que la capacidad de pago de la deuda bajo esta sensibilidad es positiva (RCSD > 1) esto actúa como un modificador al alza de un escalón sobre el 'rating preliminar'.

Principales Magnitudes Financieras

Principales magnitudes (miles de €)				
	2022	2023	2024	2024-23
Cifra de negocio	7.587	5.822	4.892	-16,0%
EBITDA	6.914	5.172	3.983	-23,0%
Mg. EBITDA	91,13%	88,84%	81,42%	-7,42pp
Resultado neto	1.925	813	219	-73,1%
Total balance	41.809	39.133	36.439	-6,9%
Patrimonio Neto (1)	7.482	5.662	5.849	3,3%
% s/Deuda financiera	21,84%	17,85%	19,61%	1,76pp
Deuda financiera (1)	34.253	31.713	29.823	-6,0%
Deuda Financiera Neta (1)	30.509	28.453	26.835	-5,7%
s/EBITDA	4,41x	5,50x	6,74x	1,24x
Efectivo y equivalentes	3.744	3.260	2.988	-8,3%
Flujo de caja antes de la deuda (2)	7.079	5.027	4.395	-12,6%
Ratio de Cobertura del Servicio de la Deuda (2)	2,18x	1,55x	1,35x	-0,20x

(1) No incluye deuda subordinada del socio.

(2) Calculado a efectos de cumplimiento del convenio de la deuda.

Credit Rating

Credit Score	Rating
A - Riesgo operativo final (RO + Modificadores)	A
B - Riesgo de mercado	BBB+
C - Factores extrafinancieros	BBB
D - Riesgo de socios	BBB+
1) Perfil de riesgo operativo (A+ B +C +D)	A-
2) Perfil de riesgo financiero (RCSD) (1)	1,37x
3) Rating ancla (intersección 1 +2)	BBB+
Modificadores:	
- Sensibilidad del Caso Base	+ 1 escalón
- Riesgo regulatorio	- 1 escalón
4) Rating final (3 + modificadores)	BBB+

(1) Mínimo estimado de la proyección de EthiFinance para el periodo 2025-36.

Análisis Sensibilidad

- Factores positivos en el largo plazo (↑)

Bajo las condiciones cualitativas actuales del proyecto, la visibilidad de una capacidad sostenible para la obtención de un mínimo en el RCSD que sea superior a 1,40x sería un potencial indicativo para una mejora en el rating.

- Factores negativos en el largo plazo (↓)

La visibilidad a futuro de un RCSD inferior a 1,32x. sería un indicativo para una potencial bajada 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 - Project finance :
https://files.qivalio.net/documents/methodologies/CRA_128_V2.Project_Finance_Methodology.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 not provided ancillary services to the rated entity or its related third parties.
- 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