



ISSUER RATING

Long-term Rating

Tendencia: Estable

Fecha de primer rating: 01/10/2021

Fecha de revisión: 29/06/2023

Contactos

Senior Associate

Carlos Miguel Díaz Bes

carlos.diaz@ethifinance.com

Chief Rating Officer

Guillermo Cruz Martínez

guillermo.cruz@ethifinance.com

Contenido

1. Perfil de la empresa.....	5
1.1 Actividad y ámbito de actuación.....	5
2. Análisis cualitativo.....	7
2.1 Análisis sectorial.....	7
2.2 Posicionamiento competitivo.....	8
2.3 Accionariado, gestión y política financiera.....	10
3. Análisis cuantitativo.....	11
3.1 Resultados y rentabilidad.....	11
3.2 Estructura de activo y endeudamiento.....	13
3.3 Generación de caja y posición de liquidez.....	15

Rating action y rationale

- EthiFinance Ratings afirma la calificación de Elecnor, S.A. en “BBB-” manteniendo la tendencia Estable.
- El rating asignado se fundamenta en la sólida posición competitiva del grupo dado que el grupo es un referente en su sector a nivel nacional. Además, se valora positivamente su diversificación por líneas de negocio y geografía, lo que fomenta su crecimiento y consolidación. A nivel financiero se destaca que su modelo de negocio mantiene una positiva capacidad recurrente de generación de caja a través de su operativa, con un apalancamiento controlado, aunque con cobertura de intereses moderada.
- Destacamos que a pesar de la validez contable de integrar Celeo Concesiones e Inversiones por el método de integración por participación, el análisis de la realidad crediticia de la sociedad ha de realizarse desde un enfoque de integración global dada la importancia de los números de Celeo. De esta forma, independientemente de que el presente análisis se haga sobre el grupo Elecnor, nuestra valoración del perfil financiero de Elecnor (cálculo de los ratios de apalancamiento, cobertura de intereses y solvencia) se ha efectuado sobre las cifras agregadas de grupo Elecnor y Celeo.
- En línea con nuestra metodología, la compañía opera tanto en el sector de las “Utilities” de energías renovables y líneas de alta tensión de transporte de electricidad 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 su conjunto. En cuanto al análisis ESG de la empresa, cabe destacar que las políticas del grupo se consideran adecuadas (puntuación ESG de la empresa entre 1 y 2), lo que tiene un efecto neutro en la calificación.

Descripción

Fundada en 1958 y con sede en Madrid, Elecnor S.A. es una empresa especializada en la ejecución de proyectos de ingeniería, construcción y servicios. Su amplio campo de acción abarca los sectores de electricidad, generación de energía, gas, telecomunicaciones, ferrocarriles, agua, medio ambiente y espacio. Además, se destaca por su enfoque concesional, promoviendo, financiando, construyendo, invirtiendo y gestionando activos energéticos, especialmente aquellos relacionados con energías renovables. Elecnor adopta una gestión integral de los proyectos, participando en todas las etapas de la cadena de valor. Como matriz del grupo Elecnor, sus acciones cotizan en el mercado continuo español y tiene una capitalización bursátil actual aproximada de €1.100M. En 2022, el grupo alcanzó una facturación de €3.613M (+16% interanual), con un EBITDA de €307M (8,4% de margen EBITDA) y un resultado antes de impuestos de €165M (+17% interanual).

Fundamentos

Perfil de negocio

Análisis del sector

- **Sectores moderadamente cíclicos, con cierta fragmentación y barreras de entrada moderadamente altas, especialmente en la actividad concesional por ser intensivo en capital y requerir alto conocimiento técnico.** La actividad de la sociedad abarca un amplio número de actividades que se pueden englobar principalmente en el sector de la ingeniería y construcción, destacando así mismo el peso del subsector de desarrollo y operación de proyectos energías renovables, con un alto peso en la facturación del grupo. El sector de la Ingeniería y Construcción destaca por tener márgenes bajos en comparación con otros sectores, barreras de entrada no especialmente elevadas y una volatilidad moderada. El negocio concesional y de las energías renovables se caracteriza por presentar márgenes más amplios, menor volatilidad y barreras de entrada elevadas al ser muy intensivo en capital y requerir un elevado know-how y experiencia. Además de esto, se destacan las positivas perspectivas de crecimiento del sector renovable.

- **El sector de Ingeniería y Construcción presenta un riesgo medio en términos de ESG y el de las “Utilities” de energías renovables presenta un riesgo muy bajo.** 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 bueno con amplia trayectoria, siendo una empresa de referencia en el sector de la construcción e ingeniería especializada en las infraestructuras energéticas y telecomunicaciones a nivel nacional y con un posicionamiento más moderado a nivel internacional.** El grupo lleva operando en el sector de las infraestructuras desde 1958, especializándose en proyectos de energía, electricidad y telecomunicaciones. A nivel nacional, el grupo se posiciona como una compañía consolidada, operando con una sólida cartera de clientes compuesta por las grandes operadoras del sector eléctrico (Endesa, Enel, Iberdrola, Red Eléctrica España, etc.) y del sector de las telecomunicaciones (Telefónica, Orange, Vodafone, MásMóvil, etc.). A nivel internacional destaca el esfuerzo realizado en el sector de la energía renovable, principalmente en Brasil y Canadá, donde el grupo desarrolla proyectos para su construcción y explotación.
- **Actividad internacional diversificada con la que opera en más de 50 países tras desarrollar una fuerte estrategia de internacionalización.** El grupo ha realizado un fuerte proceso de internacionalización desde su constitución. En 2022, la facturación internacional alcanzó un 58,7% sobre las ventas totales. Adicionalmente, el grupo cuenta con una importante cartera de proyectos pendiente de ejecutar cuyo importe creció en 2022 un 5,10% respecto al 2021, alcanzando los €2.408M. De la cartera pendiente de ejecutar, los proyectos en el exterior tienen un peso preponderante del 73%.

Gobierno corporativo

- **Estructura de accionistas con concentración de origen familiar desvinculada de la gestión.** El control de Elecnor, S.A. recae en un grupo de accionistas formado por 10 grupos familiares que actúan como la unidad de decisión y control de la sociedad, instrumentada a través de la sociedad Cantiles XXI, S.L, manteniendo un 52,76% de las participaciones de la compañía. Se valora de manera favorable que, pese al origen familiar del grupo, el CEO actual de la empresa es ajeno a esta relación, y que el consejero delegado no mantenga una participación significativa en la sociedad. La política financiera del grupo se caracteriza por una gestión prudente y conservadora, basada en un control del endeudamiento que le permita mantener un nivel de apalancamiento moderado. Además, mantiene una estrategia de diversificación de sus fuentes de financiación a corto y medio plazo mediante financiación bancaria y emisión de deuda en el mercado de capitales
- **Análisis ESG neutral.** Basado en los datos ESG analizados y una vez aplicada la nueva metodología, EthiFinance Rating evalúa las políticas ESG de Elecnor como adecuadas. En consecuencia, la calificación de la empresa no se ve afectada por este factor.

Perfil financiero

Flujo de caja y endeudamiento.

- **Nivel controlado de apalancamiento con cobertura de intereses con posibilidades de mejora.** A cierre de 2022, la deuda financiera neta ascendió hasta los €573M (+7,18% interanual) tanto por un incremento del endeudamiento total (+3,4% interanual) como por un descenso en el nivel de tesorería (-2,3% interanual), con un nivel de 1,9 veces sobre el EBITDA recurrente, ratio muy similar al dato del ejercicio anterior (2,0 veces) debido al mencionado incremento del EBITDA recurrente. Señalamos, que conforme al sector en el que se sitúa la empresa, ésta hace un uso extensivo de deuda Project Finance, a priori sin recurso. Sin tener en cuenta este tipo de deuda, la deuda financiera neta con recurso se situaría en torno a los €120M. Por otro lado, la cobertura de intereses por el EBITDA no estaría en una situación tan holgada, situándose en 5,45x en 2022 (6,8x en 2020).

- **Generación de caja positiva y estable.** La compañía mantiene una capacidad positiva de generación de caja a través de su actividad cerrando el ejercicio con un FFO positivo de €230M, muy similar al del año anterior. No obstante, la generación de caja de la sociedad se encuentra muy condicionada por las fuertes inversiones en capex del grupo, la política de reparto de dividendos y la amortización de deuda; lo que dio como resultado una disminución de €15,5M en la cifra de tesorería.

Solvencia

- **Nivel de patrimonio neto sobre total balance en niveles de mejora.** El patrimonio neto respecto al total del balance de la compañía tuvo una mejora durante el 2022 hasta el 23,4% respecto al 19,3% de 2021 (19,7% en 2020) acercándose a la cifra de 2019 de 24,7%. Los resultados del ejercicio, así como una mejora en las diferencias de conversión negativas por las oscilaciones de las monedas extranjeras con las que opera las sociedades del grupo, dieron como resultado un incremento del patrimonio neto del 31% con respecto al 2021. Por otro lado, el patrimonio neto con respecto a la deuda financiera total de la sociedad alcanzaba durante el ejercicio un ratio de 87,2% mejorando el dato con respecto al 68,6% del 2021.

Liquidez

- **Adecuado perfil de liquidez con un nivel positivo de caja favorecido por la recurrencia en la generación de caja a través de la operativa de la sociedad.** Elecnor muestra una capacidad apropiada para atender sus compromisos financieros en el corto plazo basado principalmente en su posición adecuada de tesorería y líneas de crédito disponible, así como la situación estable de generación de caja operativa. El grupo se caracteriza por un acceso adecuado a financiación y la presencia de líneas de crédito, los cuales se determinan como aspectos clave que respaldan su perfil crediticio.

Modificadores

Controversias

- El grupo no presenta ninguna controversia que constituya un problema real que apunten a una debilidad en las operaciones u organización de la empresa.

Riesgo país

- No se ha determinado que exista un riesgo país sustancial dada la diversificación del negocio del grupo.

Resumen de la información financiera

Principales magnitudes financieras. Miles de €.				
	2020	2021	2022	22vs21
Facturación	2.455.952	3.122.421	3.613.672	15,73%
EBITDA recurrente ⁽¹⁾	245.802	271.769	302.052	11,14%
Margen EBITDA recurrente	10,0%	8,7%	8,36%	-0,3pp
EBT	125.932	142.048	165.931	16,81%
Total Activo	3.046.631	3.285.901	3.557.915	8,28%
Patrimonio neto (PN)	599.936	633.665	833.255	31,50%
Deuda financiera total (DFT) ⁽²⁾	938.451	924.179	955.633	3,40%
Deuda financiera neta (DFN) ⁽²⁾	536.649	534.766	573.163	7,18%
Deuda financiera neta corp. (DFNC) ⁽²⁾	129.940	119.392	120.791	1,17%
PN/DFT	63,9%	67,8%	87,2%	19,4pp
DFN/EBITDA recurrente ⁽¹⁾	2,2x	2,0x	1,9X	-0,07X
Funds From Operations (FFO) ⁽³⁾	208.436	228.719	230.691	0,86%
FFO ⁽³⁾ /DFN	38,8%	42,77%	40%	-2,5pp
Cobertura de intereses	6,8x	5,4x	5,5X	0,05X

(1) EBITDA neto de operaciones societarias. (2) Datos publicados por la compañía en sus CCAA sin incluir derivados ni arrendamientos financieros (3) FFO ajustado por EthiFinance Ratings: incluye pago/cobro de intereses y dividendos recibidos.

Análisis de sensibilidad

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

- **Factores positivos (↑).**
Entorno económico favorable que resulte en una evolución positiva. Mejora en la consecución de las proyecciones en los próximos ejercicios, tales como una mejora de la rentabilidad, mejora de los niveles de endeudamiento, incremento de la mejora en el ratio de cobertura de intereses, aumento de su nivel de recursos propios. Consecuencias positivas de la venta de Enerfín.
- **Factores negativos (↓).**
Agraviamiento del entorno económico. Incumplimiento de las proyecciones aportadas. Deterioro de los márgenes. Incumplimiento de covenants financieros. Incremento significativo del DFN/EBITDA. Empeoramiento de la cobertura de intereses. Reducción de la capacidad de generación de caja operativa. Posibles consecuencias negativas de la venta de Enerfín.

Credit Rating

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

1. Perfil de la empresa

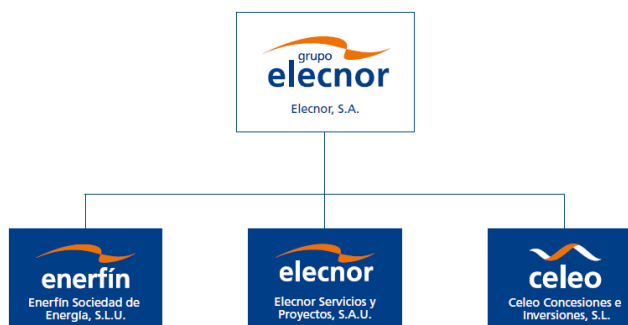
1.1 Actividad y ámbito de actuación

Constituida en 1958 y con sede social en Madrid, Elecnor S.A. es una sociedad ingeniería y construcción de proyectos de infraestructuras, principalmente para los sectores de energía y telecomunicaciones, a través de una gestión integral de cualquier proyecto mediante la participación en toda la cadena de valor de los mismos. La sociedad es la matriz del grupo Elecnor ("el grupo" o Elecnor en adelante) y sus acciones cotizan en el mercado continuo español, en la bolsa de Madrid y de Bilbao con una capitalización bursátil, a fecha de este informe, de alrededor de €1130M.

La actividad del grupo se divide en 2 líneas de negocio:

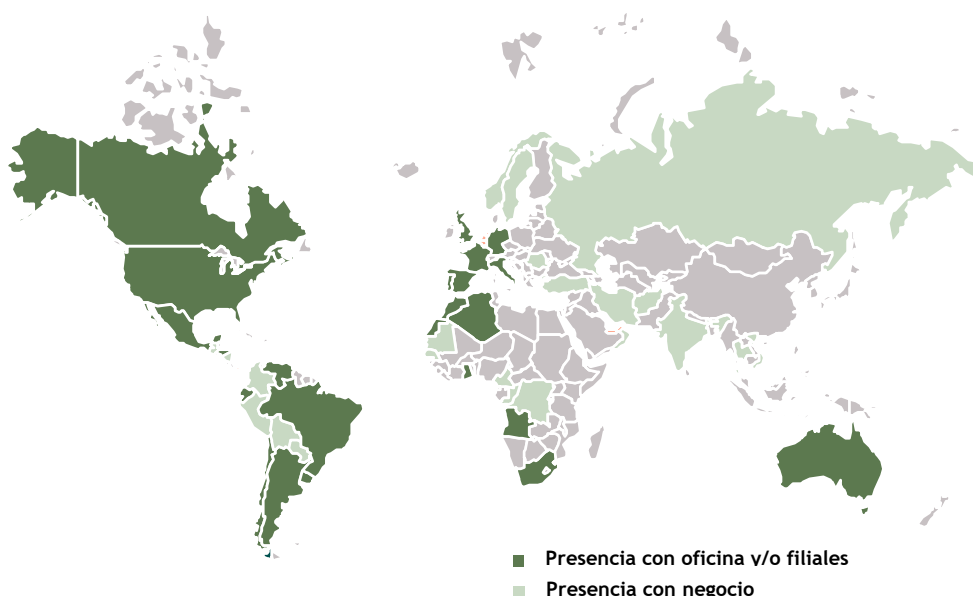
- **Servicios y Proyectos:** Área de negocio del grupo dedicada a la gestión integral de proyectos en la que lleva a cabo estudios de viabilidad, ingeniería básica y de detalle, construcción, suministro, instalación y montaje, puesta en marcha y servicios de operación y mantenimiento. En 2022, este segmento aportó €3,422M a la cifra de negocio (+15,7% interanual). En esta línea de negocio operan diversas filiales especializadas entre las que se pueden encontrar, Área3, Atersa, Audeca, Hidroambiente, Ehisa, Deimos, Elecnor Seguridad y Jomar Seguridad. Los sectores en los que opera esta línea de negocio son:
 - **Electricidad:** construcción e instalación de infraestructuras para el transporte, transformación y distribución de electricidad.
 - **Generación de energía:** el grupo desarrolla proyectos llave en mano para terceros, además de promover sus propios proyectos. Entre sus proyectos destacan los parques eólicos, plantas fotovoltaicas y termoeléctricas, centrales térmicas de ciclo combinado y centrales hidroeléctricas.
 - **Telecomunicaciones:** el grupo opera en infraestructuras de telecomunicaciones para operadores, cubriendo el ciclo de vida completo de una red de telecomunicaciones.
 - **Oil & Gas:** Elecnor actúa como contratista de los principales operadores de gas, desde el transporte hasta la distribución, tanto a nivel doméstico como industrial.
 - **Ferrocarriles:** engloba actividades de electrificación ferroviaria, subestaciones de tracción, mantenimiento de instalaciones, comunicaciones y control, así como señalización y enclavamientos.
 - **Instalaciones:** desarrollo integral de servicios que abarcan el diseño, montaje, puesta en marcha y posterior operación y mantenimiento en edificios singulares, como hoteles, centros comerciales; y grandes infraestructuras como aeropuertos, plantas industriales y logísticas.
 - **Mantenimiento:** prestación de servicios técnicos, comerciales y auxiliares en el área de los servicios públicos y privados de electricidad, comunicaciones, gas, agua, reformas, rehabilitaciones, autoconsumo, frío industrial e instalaciones.
 - **Construcción:** desarrollo de sus proyectos de construcción, edificación residencial y no residencial, con un enfoque de gestión y ciclo integral, tanto en ingeniería civil como en edificación y rehabilitación.
 - **Medio Ambiente y agua:** construcción y explotación de plantas para el tratamiento de agua, redes de transporte y distribución, planificación hidrológica, plantas de tratamiento de residuos, servicios ambientales y actuaciones forestales entre otras.
 - **Espacio:** diseño, ingeniería, desarrollo de soluciones e integración de sistemas para los ámbitos del espacio y las tecnologías de la información y las comunicaciones. Es líder en el desarrollo de sistemas de observación de la Tierra y vigilancia espacial. Opera en España, Reino Unido, Portugal, Rumanía e Italia.
 - **Instalaciones:** Esta línea abarca el diseño, montaje, puesta en marcha, operación y mantenimiento de edificios como hoteles, centros comerciales y de datos, así como, de grandes infraestructuras, como aeropuertos, puertos.

- **Inversiones en Infraestructuras y Renovables (Enerfín y Celeo):** Hasta el 2021, Enerfín y Celeo se gestionaban con una estrategia común, bajo la denominación de Negocio Concesional. Desde ese año, el grupo ha establecido objetivos para cada sociedad para analizar su actividad, y se ha comenzado a informar de sus principales magnitudes como segmentos separados para una mejor comprensión de sus líneas de negocio.
 - **Enerfín:** Lleva a cabo la gestión integral de proyectos de inversión en energías renovables. A finales del 2022 la sociedad contaba con 1,5GW en proyectos en explotación y construcción en España, Brasil, Canadá y Colombia. Además de esto, su pipeline en desarrollo asciende hasta casi 9GW. La facturación de 2022 ascendió hasta los €220,4M, con un aumento de un 32,3% interanual particularmente impulsado por el precio de la energía durante el ejercicio.
 - **Celeo:** sociedad participada y gestionada conjuntamente con APG, uno de los mayores fondos de pensiones del mundo. Participa en 6.891 km de líneas de transmisión eléctrica en Chile y Brasil, en explotación y construcción, así como en 345 MW de energía renovable (fotovoltaica y termosolar) en España y Brasil. Celeo se consolida en las cuentas del grupo por el método de participación, por lo que no aporta cifra ventas al mismo. En 2022 aportó un beneficio neto consolidado atribuible de €17M (€14.9M en 2021).



Como parte de su estrategia empresarial, el grupo ha realizado un fuerte proceso de internacionalización desde su constitución, intensificándose notablemente hasta llegar a operar en 55 países. En 2022, la facturación internacional ha sido de un 59%, el grupo sigue manteniendo un 74% de la cartera de contratos pendiente de ejecutar en el exterior.

Ámbito de actividad del grupo Elecnor



2. Análisis cualitativo

2.1 Análisis sectorial

Tal y como se ha comentado, la actividad de Elecnor abarca un amplio número de actividades que se pueden englobar principalmente en el sector de la ingeniería, construcción y servicios energéticos, destacando así mismo el subsector de desarrollo y operación de proyectos de energías renovables, con un alto peso en la facturación del grupo.

Ingeniería y construcción

El sector de la ingeniería y construcción está involucrado en el diseño, construcción y mantenimiento de infraestructuras, tanto públicas como privadas. La rentabilidad puede variar ampliamente debido a varios factores, tales como la naturaleza de los proyectos, el tamaño de la empresa y las condiciones económicas y del mercado. No obstante, en general los márgenes del sector suelen ser muy bajos en comparación con otros sectores dado que las empresas dentro del sector se enfrentan a costos muy significativos asociados con materiales, mano de obra, equipos especializados y permisos. Además de esto, el sector se encuentra caracterizado por una volatilidad de la rentabilidad moderadamente alta condicionada por factores como la ciclicidad económica, la competencia y presión de los precios, riesgos y contingencias extraordinarias, la alta dependencia de contratos y licitaciones, así como la exposición a cambios regulatorias y políticos.

Por otro lado, destacamos que el sector presenta diversas barreras de entrada puesto que está sujeto a inversiones significativas en capital y recursos propios, la necesidad de un alto grado de experiencia y de conocimientos técnicos, solidez de la reputación, barreras de mercado y barreras de la propia regulación, en especial en el caso de las licitaciones de infraestructuras públicas.

Por último, destacamos perspectivas de mercado positivas para el sector, según el informe "Global Power of Construction" publicado por Deloitte, a pesar de la desaceleración en el sector en los últimos años con motivo de la pandemia o de la guerra en Ucrania, las perspectivas del sector mundial de la construcción siguen siendo positivas. El tamaño agregado del mercado de la construcción se valoró en 7,28 billones de dólares en 2021 y se prevé que alcance los 14,41 billones de dólares en 2030.

Energías renovables

Respecto al sector energético, más concretamente en el renovable, este se caracteriza en el enfoque sostenible, con el uso de fuentes de energía limpia y sostenible, como la energía solar, eólica, hidroeléctrica, geotérmica o de biomasa; la continua innovación tecnológica y las inversiones a largo plazo. La rentabilidad del sector, en general, tiende a ofrecer una rentabilidad muy atractiva en el largo plazo dados los bajos costes operativos, la estabilidad de los ingresos, los programas gubernamentales de tarifas reguladas e incentivos; y la continua implementación de mejoras en la tecnología, con una progresiva reducción de los costes de capital.

Por otro lado, la moderada volatilidad de la rentabilidad del sector puede verse afectada por un amplio número de factores, tales como la variabilidad de los recursos naturales, períodos prolongados de baja radiación o vientos suaves pueden reducir de manera considerable la rentabilidad de un proyecto; los marcos regulatorios y políticos; las condiciones de mercado y de competencia; así como la alta exposición de estos proyectos a las condiciones de financiamiento y costes de capital.

Las empresas que operan en el sector se encuentran sujetas a un nivel moderadamente alto de barreras de entrada que dificultan en cierta medida la entrada de nuevos actores. Algunas de estas barreras de entrada incluyen, el acceso a las áreas con recurso más adecuadas, tales como áreas con alta radiación o vientos constantes, áreas cuyo acceso cada vez es más limitado; los altos costos iniciales requeridos para el desarrollo de los proyectos, la adquisición de los equipos o la contratación de personal especializado; la experiencia y conocimientos técnicos; el marco regulatorio y disponibilidad de financiación.

Así mismo, las perspectivas del sector son muy positivas. Destacamos la tendencia creciente a nivel mundial del uso de este tipo de fuentes energéticas gracias a las políticas aplicadas por cada país con el fin de reducir las emisiones de gases de efecto invernadero (GEI) y el objetivo de reducir la dependencia energética de los combustibles fósiles y otras fuentes contaminantes. En el periodo entre el 2021 y el 2022 se registró un incremento del 22% de la potencia instalada en todo el mundo. El año 2023 podría ser un año clave para la transición ecológica en España ya que según las estimaciones de Red Eléctrica las energías renovables podrían alcanzar el 50% de la generación eléctrica anual.

2.2 Posicionamiento competitivo

El grupo Ecnor cuenta con ciertas ventajas competitivas que contribuyen a su posicionamiento actual. En primer lugar, destacamos la larga trayectoria de la compañía desde su fundación en el sector de infraestructuras eléctricas e ingeniería de prefabricación, lo que le brinda un profundo conocimiento de la industria, así como la capacidad para afrontar grandes proyectos de alta complejidad. En segundo lugar, destacamos la alta diversificación de actividades en los que la compañía opera, dicha diversificación permite a la sociedad aprovechar oportunidades en diferentes mercados y reducir su exposición a riesgos específicos de un sector en particular.

Además de esto, la compañía cuenta con una fuerte presencia internacional, con proyectos y operaciones en numerosos mercados internacionales. Su capacidad para expandirse geográficamente le permite acceder a nuevos mercados y diversificar su cartera de proyectos. Así mismo, también destacamos el importante peso en el sector de las energías renovables. Su experiencia y conocimientos en este ámbito le brindan una ventaja competitiva en un mercado que, como ya se ha indicado, contempla un gran potencial de crecimiento y gran importancia en la estrategia de sostenibilidad.

Desglose facturación por tipo de actividad. Miles €.

	2021	%	2022	%	Evol. 22-21
Electricidad	1.260.553	40,37%	1.352.435	37,43%	7,3%
Generación de energía	685.292	21,95%	945.146	26,15%	37,9%
Telecomunicaciones y espacio	267.522	8,57%	242.133	6,70%	-9,5%
Instalaciones	209.434	6,71%	232.520	6,43%	11,0%
Construcción, agua y medio ambiente	298.202	9,55%	285.849	7,91%	-4,1%
Mantenimiento	194.514	6,23%	287.998	7,97%	48,1%
Oil & Gas	141.279	4,52%	165.724	4,59%	17,3%
Ferrocarriles	65.625	2,10%	101.867	2,82%	55,2%
TOTAL	3.122.421		3.613.672		15,7%

En cuanto a la evolución de la facturación de la sociedad por sectores, al igual que en ejercicios anteriores, el segmento de electricidad se sitúa como la principal área en términos de facturación, llegando a €1.260M (37,43% sobre facturación total) tras un incremento del 7,3% respecto al 2021. El segundo mayor segmento en términos de facturación es el de generación de energía, cuyo peso ha crecido en 2022, situándose en el 2022 en €945M, con un crecimiento del 37,9% y suponiendo un 26,15% de la facturación total. Destacamos los segmentos de Telecomunicaciones y espacio, así como Construcción agua y medio ambiente, como únicos en tener un retroceso en su facturación con respecto al 2021 (respectivamente, -9,5% y -4,1%).

Respecto a la diversificación geográfica, como se ha comentado, la compañía opera tanto a nivel nacional como internacional prácticamente desde su constitución, dotándole de una amplia experiencia en los mercados en los que participa:

Diversificación Geográfica. Miles de €.

	2021	%	2022	%	Evol. 22-21
Nacional	1.422.918	45,57%	1.491.563	41,28%	4,8%
Internacional	1.699.503	54,43%	2.122.109	58,72%	24,9%
Total	3.122.421		3.613.672		15,7%

La diversificación de la facturación por áreas geográficas evoluciona hacia una actividad más importante en el mercado internacional que el nacional, siendo históricamente superior el nacional. El peso de la facturación del mercado internacional durante el ejercicio del 2022 incrementó un 24,9% con respecto al 2021, alcanzado los 58,7% de la facturación total

del grupo. Dentro del carácter multinacional de su entorno competitivo, el continente americano representa la mayor parte del negocio exterior procediendo el 13% de América del Norte y Central y un 20% de América del Sur sobre su facturación total.

Cartera de producción ejecutable. Miles de €.

	2021	%	2022	%	Evol. 22-21
Nacional	579.656	25,30%	633.939	26,32%	9,36%
Internacional	1.711.829	74,70%	1.774.464	73,68%	3,66%
Total	2.291.485		2.408.403		5,10%

Respecto a la cartera de obras en infraestructuras, a finales de 2022 el grupo mantenía un importante volumen en contratos firmados pendientes de ejecutar para los siguientes 12 meses. Dicho monto alcanzaría el 67% de la facturación total de 2022. Además, destacamos como positivo que el 74% de los contratos está concentrado en el mercado internacional, manteniendo el proceso de diversificación geográfica de la compañía.

En relación con sus competidores, se han seleccionado sociedades con similares líneas de negocio, facturación o con una fuerte presencia en otros países a ejercicio de 2022.

Comparativa de pares. Datos a cierre 2022. Miles de €.

	Elecnor	Acciona	Sacyr
Facturación	3.613.672	11.195.000	6.394.414
EBITDA recurrente	302.052	2.068.000	1.502.057
Mg. EBITDA recurrente	8,36%	18,47%	23,49%
EBT	165.931	869.000	515.295
Total Activo (TA)	3.557.915	22.595.000	17.555.434
Patrimonio Neto (PN)	833.255	6.304.000	1.358.413
PN/TA	23,42%	27,9%	7,7%
DFT	955.633	7.417.000	9.292.991
PN/DFT	87,19%	84,99%	14,62%
DFN	573.163	5.057.000	7.564.898
DFN/EBITDA	1,9x	2,44x	5,0x
FFO (1)	218.614	1.783.000	281.517
FFO/DFN	39,97%	35,25%	3,72%
EBITDA/Intereses	5,4x	8,8x	3,6x
Tesorería	372.525	2.360.000	1.728.093

(1) FFO ajustado: incluye pago/cobro de intereses y dividendos recibidos para que sea comparable con sus pares.

En términos de facturación, Elecnor se encuentra por detrás de sus pares. Asimismo, fue la compañía que menos aumentó sus ventas con respecto al 2021 con un incremento de un 16%, mientras que Acciona y Sacyr tuvieron aumentos de la facturación del 38% y 37% respectivamente.

Respecto a la rentabilidad de la compañía, Elecnor obtuvo un margen EBITDA por debajo de sus principales competidores, obteniendo mejores márgenes tanto Acciona como Sacyr. La compañía, al igual que Acciona, prácticamente mantuvo su margen EBITDA al mismo nivel que el año anterior mientras que Sacyr aumentó su margen en 3,75p.p. Esto es consecuencia principal del menor negocio concesional de Elecnor, línea de negocio de la que se benefician los márgenes operativos de sus competidores.

La compañía presenta un Activo Total de menor tamaño que el de sus pares, que también ha crecido en menor medida que sus pares, un 8,3% frente al 15,3% de Acciona y el 17,2% de Sacyr. En términos de patrimonio respecto al total del balance, la compañía presenta un ratio mejor que el ejercicio anterior, alcanzando el 23,4%. Acciona presenta un dato de

27,9% mejor que el de Elecnor, aunque Sacyr presenta un dato de autonomía financiera muy por debajo al situarse en un 7,7%.

La solvencia del grupo en comparación con sus pares se mantiene en un nivel aceptable, con un nivel de deuda en proporción a su patrimonio neto inferior al de Sacyr aunque por encima del de Acciona, que en el último ejercicio ha mejorado su cifra de deuda total. El endeudamiento del grupo Elecnor en relación a su EBITDA, se encuentra en un nivel adecuado, con un ratio de 1,9 veces, mejor que el de sus competidores, tanto en el caso de Acciona (2,4 veces) como en el de Sacyr (5 veces).

2.3 Accionariado, gestión y política financiera

El control de Elecnor, S.A. recae en un grupo de accionistas formado por 10 grupos familiares que actúan como la unidad de decisión y control de la sociedad, instrumentada a través de la sociedad Cantiles XXI, S.L, manteniendo un 52,76% de las participaciones de la compañía. El resto de la propiedad de la compañía está repartida entre D. Francisco Garcia Paramés (3,01%), el consejo de administración (2,63%), autocartera (2,67%) y otros accionistas (33%) con participación no significativa (inferior al 3%)

Los órganos de gobierno de la sociedad matriz son la Junta General de Accionistas y el Consejo de Administración. Del Consejo de Administración dependen la Comisión Ejecutiva, la Comisión de Auditoría y la Comisión de Nombramientos y Retribuciones. El Consejo de Administración de la Sociedad dominante está compuesto por 14 miembros, de los que 9 son consejeros dominicales, 4 son consejeros independientes y 1 es ejecutivo. Destacamos como aspecto positivo que tanto el Comité de Auditoría como el de Nombramientos y Retribuciones están encabezados por los consejeros independientes compuesto por un 60,0% y un 50% de consejeros independientes respectivamente. Adicionalmente, valoramos de manera favorable que, pese al origen familiar del grupo, el CEO actual de la empresa es ajeno a esta relación, y que el consejero delegado no mantenga una participación significativa en la sociedad.

La política financiera del grupo es una gestión prudente y conservadora, basada en un control del endeudamiento que le permita mantener un nivel de apalancamiento moderado. Además, mantiene una estrategia de diversificación de sus fuentes de financiación a corto y medio plazo mediante financiación bancaria y emisión de deuda en el mercado de capitales.

El grupo mantiene un Sistema de Gestión de Riesgos estructurado y dinámico con el fin de monitorizar los riesgos vinculados tanto a los sectores en que opera como a la amplia relación de países en que actúa, bien de modo estable, bien mediante proyectos puntuales.

3. Análisis cuantitativo

El presente análisis se basa en las cuentas anuales auditadas de Elecnor, S.A. y Sociedades dependientes a cierre 31 de diciembre 2022 (Auditor: KPMG Auditores, S.L); así como en las cuentas anuales auditadas de Celeo Concesiones e Inversiones, S.L. y Sociedades dependientes a 31 de diciembre de 2022 (Auditor: KPMG Auditores, S.L).

Celeo Concesiones

Respecto al análisis cuantitativo de la empresa, tal y como se ha indicado anteriormente, Elecnor cuenta con el 51% de la participación en la sociedad Celeo Concesiones e Inversiones que sitúa en inversiones contabilizadas por el método de participación. Elecnor mantiene un acuerdo para el control de dicha sociedad de manera conjunta con el resto de socios, ello implica que el valor en libros de la empresa no se registre por el método de integración global y se realice por el método de participación.

A nuestro juicio, a pesar de la validez contable de integrar Celeo por el método de integración por participación, el análisis de la realidad crediticia de la sociedad ha de realizarse desde un enfoque de integración global dada la importancia de los números de Celeo. De esta forma, independientemente de que el presente análisis se haga sobre el grupo Elecnor, nuestra valoración del perfil financiero de Elecnor (cálculo de los ratios de apalancamiento, cobertura de intereses y solvencia) se ha efectuado sobre las cifras agregadas de grupo Elecnor y grupo Celeo.

Principales Magnitudes de Celeo. Miles de €.				
	2020	2021	2022	22vs21
Facturación	258.456	278.268	306.575	10,17%
EBITDA	108.134	191.790	241.780	26,06%
Margen Ebitda	42%	69%	79%	9,9pp
EBIT	49.564	135.599	177.342	31%
Margen EBIT	19%	49%	58%	9,1pp
Gastos Financieros	71.168	77.796	86.805	11,58%
Total Activo	2.983.736	3.129.106	3.358.594	7,33%
Patrimonio neto	1.081.563	1.206.755	1.388.183	15,03%
Deuda financiera total	1.445.700	1.486.588	1.545.946	3,99%
Deuda financiera neta	1.325.393	1.345.821	1.377.580	2,36%

3.1 Resultados y rentabilidad

Grupo Elecnor

A cierre de 2022, la facturación del grupo se cerró en €3.613M (+16% interanual), con una evolución muy positiva en la cifra de negocios en los últimos años, ya en 2021 se alcanzaba un 27% de crecimiento interanual. Este crecimiento fue posible gracias a la evolución de la actividad de la sociedad en proyectos sostenibles y por el crecimiento en el volumen de la actividad de servicios esenciales. Además de esto, la actividad de Enerfín en el campo de la generación de energía se vio particularmente beneficiada por la evolución de los precios de la energía y la apreciación del real brasileño y el dólar canadiense, lo que incrementó su cifra de negocios en un 30%.

En términos de rentabilidad, el margen bruto de la compañía se situaba en el 2022 en un 50,8% s/vtas. El dato, aunque ligeramente por encima de la cifra del año inmediatamente anterior del 49,7%, sigue en un nivel muy similar al margen de la serie histórica de la empresa, en torno al 50%.

Rentabilidad. Miles de €.

	2020	2021	2022	22vs21
Facturación	2.455.952	3.122.421	3.613.672	15,7%
Margen Bruto	51,3%	49,7%	50,81%	1,1pp
EBITDA recurrente (1)	245.802	271.769	302.052	11,14%
Margen EBITDA recurrente	10,01%	8,70%	8,36%	-0,34pp
EBIT	146.568	178.683	212.742	19,06%
Gastos Financieros	36.186	50.290	55.405	10,17%
EBT	125.932	142.048	165.931	16,81%

(1) EBITDA neto de operaciones societarias.

La cifra del EBITDA a cierre de diciembre de 2022, excluyendo las operaciones societarias, fue de €302M, con un incremento del 11,1% con respecto al dato de 2021 de €272M. Además del ya comentado incremento de la cifra de ingresos (+16% interanual), destaca un menor aumento proporcional tanto en la cifra de gastos de aprovisionamientos (+14% interanual) como de costes de personal (+13% interanual). No obstante, la cifra de otros gastos de explotación a cierre del 2022 presentaba un fuerte aumento proporcional (+39% interanual) con motivo de un mayor gasto en prácticamente todas las subpartidas que lo componen. Con todo ello, el margen EBITDA de la sociedad alcanzó durante el 2022 un 8,3% s/vtas, cifra que manifiesta cierta tendencia negativa en comparación con los márgenes sobre ventas obtenidos en los últimos años, 8,70% en 2021 y 10,00% en 2019.

A nivel beneficio operativo, el resultado de explotación de 2022 se situó en €213M, con un incremento del 19% interanual, ligeramente por debajo del aumento alcanzado durante el ejercicio 2021 del 22% con respecto al 2020.

Respecto a los gastos financieros de 2022, estos se situaron en torno a los €55,4M, un 10% por encima de la cifra de 2021 de €50,3 aunque muy por encima de los €36,2M con los que se cerraba el 2020. El aumento de los gastos financieros se observa en los intereses a coste amortizado de los bonos y préstamos de la compañía, de €39,7M en 2021 a €41,9M en 2022, (+5,5% interanual) y en otros gastos financieros, de €4,3M en 2021 a €8,2M en 2022 (+90% interanual). Los gastos financieros derivados de tipos de interés y de pasivos por arrendamiento tuvieron en cambio un leve descenso con respecto a los datos del ejercicio anterior. No obstante, a pesar del incremento en los gastos financieros del ejercicio, el ratio de cobertura de intereses por EBITDA generado mantenía un nivel similar con respecto al ejercicio anterior, 5,45 veces en 2022 frente a 5,40 veces en 2021, aunque a un nivel muy inferior al 6,8 veces de 2020.

Los ingresos financieros por su parte se situaron en torno a los €10,5M a cierre del ejercicio 2022, con un incremento interanual del 19% con respecto a lo €8,86M de 2021. A nivel financiero, destacan también las diferencias de cambio registradas a cierre del ejercicio de €-1,9M frente a los €5,4M del ejercicio anterior. De esta forma, el resultado neto a nivel financiero de la sociedad alcanzaba los €-46,8M a cierre del ejercicio, un 28% por encima del resultado financiero alcanzado en el ejercicio anterior de €-36,6M.

Con todo ello, el resultado antes de impuesto del grupo en 2022 se situaba en torno a los €165M, reflejando un crecimiento de un 17% con respecto al 2021 cuyo resultado antes de impuestos fue de €142M, mejorando el incremento del 13% alcanzado en el 2021 con respecto al 2020. La evolución positiva de los resultados de la sociedad pone de manifiesto el buen desempeño de la compañía durante los últimos ejercicios y supone un incremento de los resultados con respecto al 2020. No obstante, el resultado antes de impuestos alcanzado durante el ejercicio aún se encuentra un 13% por debajo del resultado 2019, si bien hay que resaltar que en 2019 se produjo la venta de la participación de Celeo con una importante plusvalía registrada durante dicho ejercicio.

Finalmente, el Grupo Elecnor registraba en 2022 un beneficio de €115,9M al aplicarse los gastos por impuestos derivados de la consolidación fiscal. En este sentido, la sociedad declaraba que durante el ejercicio 2022 se consiguió alcanzar un tipo impositivo medio más

favorable que en el ejercicio anterior a través de sus establecimientos permanentes y filiales en el exterior. En 2021 la sociedad arrojaba un beneficio de €93M. De esta forma, la cifra de 2022 supone un incremento del 24% con respecto al año anterior.

3.2 Estructura de activo y endeudamiento

A cierre de 2022 el grupo gestionaba un activo total por valor de €3.557M, un 8,3% superior al dato de 2021. El activo de la sociedad presentaba un reparto del 50,1% en activo no corriente y un 49,9% en activo corriente, porcentajes muy similares a ejercicios anteriores, aunque con un activo a largo plazo ligeramente superior al de años anteriores (47,3% en 2021 y 47,7% en 2020).

El activo no corriente de la sociedad cerró el ejercicio 2022 con una cifra de €1.781,9M con un incremento del 15% con respecto al dato de 2021. Dentro del activo no corriente, destacaba el rubro del inmovilizado material, con un incremento del 15% hasta los €901M y un 25,3% sobre el activo total, dato muy en línea con la actividad de la sociedad. Así mismo, dentro del activo no corriente también destaca el apartado de inversiones en empresas del grupo contabilizadas aplicando el método de la participación que recoge principalmente la mencionada participación del 51% en Celeo Concesiones e Inversiones, con un incremento del 15% y un peso del 17,7% del activo total.

El patrimonio neto de la sociedad a finales de 2022 se incrementó en un 31% hasta los €833,3M frente a los €633,7M de 2021. Este incremento fue fruto tanto del resultado positivo del ejercicio como de un menor ajuste por cambios de valor, cuya cifra pasaba de €-395M en 2022 a €-269M en 2021. En términos de patrimonio neto respecto al total del balance, el dato presentaba un aumento respecto al ejercicio anterior, pasando a situarse en el 23,4% frente al 19,3% de 2021 o el 19,7% de 2020 aunque aún por debajo del 24,7% de 2019. Destacamos que los niveles de capitalización no difieren de los grandes grupos y es sostenible en la medida en que se apoya en el uso intensivo de deuda 'sin recurso' en la financiación de proyectos.

Estructura de activo y endeudamiento. Miles de €.

	2020	2021	2022	22vs21
Activo Total	3.046.631	3.285.901	3.557.915	8,28%
Activo No Corriente	1.454.093	1.554.195	1.781.885	14,65%
Activo Corriente	1.592.538	1.731.706	1.776.030	2,56%
NOF	87.107	23.370	-69.752	-398,47%
Patrimonio Neto	599.936	633.665	833.255	31,50%
Deuda Financiera Total	938.451	924.179	955.633	3,40%
Deuda Financiera Neta	536.649	534.766	573.163	7,18%
PN/DFT	63,9%	67,8%	87,2%	19,4pp
DFN/EBITDA	2,2X	2,0X	1,9X	-0,07X
EBITDA/Intereses	6,8X	5,4X	5,5X	0,05X

(1) Datos publicados por la compañía en sus CCAA sin incluir derivados ni arrendamientos financieros.

La Deuda Financiera de la empresa a cierre de 2022 se elevó hasta los €955,6M, con un incremento del 3,40% con respecto al monto total del 2021. La deuda financiera neta del grupo se situaba a diciembre de 2022 en los €573,16M, con un incremento del 7,18% con respecto a los €534,7M del año anterior. Este incremento se debió tanto al aumento de la cifra de deuda total ya indicado como al descenso en un 2,3% interanual de la cifra de efectivo disponible ajustado. No obstante, el ratio de deuda financiera neta sobre el EBITDA recurrente de 1,9 veces es muy similar al dato del ejercicio anterior de 2,0 veces debido al incremento del EBITDA durante el último ejercicio. Es importante destacar que, si consideramos los compromisos por arrendamientos operativos (en base a IFRS16) el ratio deuda financiera neta ajustada/EBITDA recurrente ascendería a 2,32 veces en 2022, dato

que consideramos que está en un nivel positivo dadas las características del sector de la empresa.

Por otro lado, los proveedores se posicionan como una segunda vía de financiación del grupo (26% respecto al total pasivo en 2022), permitiéndole obtener financiación sin coste explícito. Con un fuerte crecimiento del 24%, los acreedores comerciales se situaban en €935M a cierre de 2022 frente a los €754,9M de 2021. Respecto a la estructura de plazos de financiación, se observan unos recursos permanentes (patrimonio neto y pasivo no corriente) que sólo cubren el 50% del activo fijo, manteniendo una estructura de financiación mejorable en términos de plazos.

Composición Deuda Financiera. € miles

	2021	%	2022	%	22vs21
Obligaciones y pagarés	134.581	15%	175.951	18%	30,7%
Préstamos y créditos sindicados	235.034	25%	235.311	25%	0,1%
Préstamos sindicados parques eólicos	376.869	41%	414.324	43%	9,9%
Préstamos ICO y Banca March	69.247	7%	69.564	7%	0,5%
Cesión de cobros futuros	54.856	6%	45.259	5%	-17,5%
Otros	53.592	6%	15.224	2%	-71,6%
Total	924.179		955.633		3,40%

En cuanto a la composición de la deuda financiera de la sociedad, el grupo mantiene cierta diversificación de sus fuentes de financiación, aunque aún predomina el uso de deuda bancaria. De esta forma, la emisión de obligaciones y pagarés en los mercados de capitales representa un 18% de la deuda financiera total mientras que el resto corresponde a financiación con entidades de crédito. Es importante destacar que el grupo hace un uso intensivo de Project Finance para la construcción y explotación de proyectos de energías renovables, deuda cuya garantía estaría soportada directamente por dichos proyectos de inversión sin recurso al accionista. Teniendo en cuenta esta distinción, la deuda financiera corporativa a cierre de 2022 se situaría en los €467M, cifra muy similar a los €462M del 2021.

El grupo contaba a cierre del 2022 con una línea de pagarés emitida en el MARF con vencimiento en el corto plazo con un saldo vivo de €115M y límite de €400M, así mismo la empresa emitió en 2021 bonos sostenibles senior no garantizados por importe de €30M en el MARF y con vencimiento en 2035. Adicionalmente, una de las sociedades dependientes del grupo, emitió obligaciones en 2019 por importe de BRL325M (unos €60M a tipo de cambio actual) con vencimiento en 2025 y con garantía del proyecto.

A nivel corporativo, el grupo tiene formalizado desde el 2014 un contrato de financiación sindicada que a lo largo de los años ha venido teniendo diversas novaciones. A cierre de 2022 el saldo dispuesto en este contrato de financiación ascendía hasta los €238M y tras la última novación el vencimiento se producirá en el 2026. La Sociedad se ha comprometido a cumplir durante la duración del contrato diferentes ratios sin que a la fecha de 31 de diciembre de 2022 se hubieran producido incumplimientos. El grupo tiene también dos préstamos con el ICO y Banca March de €20M y de €50M, con amortización íntegra en 2031.

En relación con los préstamos obtenidos por las sociedades dependientes para la financiación de los diferentes proyectos en Brasil, Canadá y España, la compañía declara que dichas sociedades están al corriente de todas las obligaciones establecidas en los contratos de financiación y la financiación se atiende con normalidad a través de la actividad generada por cada uno de los proyectos.

Por otro lado, el grupo cuenta con dos contratos de financiación adicionales con dos fondos a través de la cesión de derechos de cobros futuros y derechos de créditos cuyo monto total adeudado a cierre de 2022 era de €12M. Adicionalmente, la empresa constituyó en el 2020 un fondo de titulización al que se cedieron derechos de crédito futuros con €33,7M adeudados a cierre de 2022 y con vencimiento en 2027.

Por último, el grupo mantenía abiertas a cierre de 2022 un total 13 líneas de crédito (12 en 2021) con diferentes entidades con un límite máximo total de €163M (€140M en 2020).

Calendario de vencimientos. € Miles

	Importe	Peso
2023	177.938	19%
2024	53.313	6%
2025	48.200	5%
2026	271.855	28%
Más de 2027	404.327	42%
Total	955.633	

El calendario de amortización de la deuda a cierre de 2022 reflejaba un vencimiento a corto plazo de un 19% de la deuda total (+8% interanual) y un 6% a un año. El resto de la deuda, un 75% del total, quedaría para más de dos años. Consideramos que este calendario no presenta problemas en el corto plazo para la empresa, dada su capacidad financiera y el hecho de que cerró 2022 con una caja o equivalentes de €372M. Destacamos el vencimiento del préstamo sindicado en el 2026 como uno de los principales hitos del calendario, aunque dado el historial de novaciones del mismo, no consideramos que su renovación o refinanciación pueda suponer un problema para la sociedad.

3.3 Generación de caja y posición de liquidez

El grupo Elecnor cerró el ejercicio 2022 con un flujo de caja de explotación antes de variaciones de circulante (valor ajustado por EthiFinance incluyendo el pago y cobro de intereses financieros y los dividendos recibidos, siguiendo metodología propia) en positivo de €230,7M. Un valor que se manifiesta estable y recurrente en los últimos años, solo un 0,86% por encima del flujo de 2021 de €228,7M.

Generación de caja. Miles de €

	2020	2021	2022	Evol.
Fund From Operations (FFO) ⁽¹⁾	208.436	228.719	230.691	0,86%
(+/-) Variaciones WC	-38.329	-51.600	-41.764	19,06%
Cash flow operativo (CFO) ⁽¹⁾	170.107	177.119	188.927	6,67%
Pagos por inversiones (-)	-243.823	-130.296	-162.777	-24,93%
Cobros por desinversiones	25.907	20.830	22.929	10,08%
Cash flow Libre (CFL)	-47.809	67.653	49.079	-27,45%
(+/-) cobros/pagos instrumentos	-19	13	-12	-192,31%
Dividendos	-33.831	-37.248	-43.991	-18,10%
Cash flow generado internamente	-81.659	30.418	5.076	-83,31%
Amortización de deuda	-1.096.471	-1.537.250	-1.257.231	18,22%
Emisión nueva deuda	1.244.642	1.503.309	1.236.575	-17,74%
Emisión/ amortización de deuda	148.171	-33.941	-20.656	39,14%
Variación de efectivo	66.512	-3.523	-15.580	-342,24%
Efectivo al principio del ejercicio	325.116	391.628	388.105	-0,90%
Efectivo al final del ejercicio	391.628	388.105	372.525	-4,01%

(*) Datos re-expresados (1) Ajustado por EthiFinance Ratings para aplicar la metodología propia: incluye pago/cobro de intereses y dividendos recibidos.

Las variaciones en el working capital del grupo se caracterizan por fluctuaciones fruto del grado de avance en el que se encuentre los proyectos de la compañía. A cierre de 2022, la variación de working capital detrajo caja por €41,7M (€51,6M en 2021) debido fundamentalmente a que la variación en la cifra de deudores y otras cuentas a cobrar fue mayor proporcionalmente a la variación de la financiación obtenida de proveedores y de otros acreedores.

En 2022, la generación de caja a través de la operativa de la empresa mejoró con respecto al año anterior, incluso superando los niveles de 2019 por primera vez desde el inicio de la pandemia. El flujo de caja operativo (CFO) se situó en 2022 en €188,9M, un 6,7% por encima de los €177M de 2021 y un 2% por encima de los €185M generados en 2019.

El grupo sigue manteniendo una fuerte actividad inversora dado su negocio concesional, lo que origina fuertes salidas de caja. A cierre de 2022, el flujo de caja destinado a inversión fue de €162,7M, un 24,9% por encima de los €130,3M de 2021 aunque por debajo de la importante cifra de €243M en 2020, año en el que la inversión en CAPEX fue particularmente fuerte como consecuencia del desarrollo de proyectos eólicos. El cobro por desinversiones en 2021 alcanzó los €22,9M arrojando un Cash Flow Libre positivo de €49M frente a los €67,6M del ejercicio anterior.

En 2022 el grupo distribuyó dividendos por valor de €43,9M, minorando el Flujo de Caja generado internamente hasta los €5M, dato por debajo del dato del año 2021 de €30,4M, año en el que la sociedad también repartió dividendos (€37,2M).

Durante el ejercicio 2022, el grupo Elecnor emitió nueva deuda por valor de €1.236M y (1.503M en 2021) frente a una amortización de €1.257M (€1.537M en 2021). De esta manera, la compañía generó un flujo neto de efectivo proveniente de las actividades de financiación de €-20,6M (€-33,9M en 2021).

Finalmente, a cierre del ejercicio 2022, se produjo una reducción de caja de €15,58M frente a la reducción de €-3,5M de 2021, pasando de la tesorería total de €388M con la que se cerraba el 2021 a €372M de 2022.

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, 3º derecha, 28001 - Madrid - España.