



ISSUER RATING
LongTerm

OUTLOOK
Evolving

Initiation date 12/03/2021
Rating Date 06/08/2025

Contacts

Lead analyst

Aitor Sanjuan Sanz
aitor.sanjuan@ethifinance.com

Committee chair

Antonio Madera Del Pozo
antonio.madera@ethifinance.com

Rating Action y Rationale

- EthiFinance Ratings rebaja la calificación de Valfortec, S.L., pasando de “BBB-” a “BB+”, cambiando la tendencia de Estable a Evolving.
- El cambio en la calificación crediticia de la compañía obedece, fundamentalmente, a los reiterados retrasos en el cumplimiento de las proyecciones financieras recogidas en su plan de negocio, acompañadas por un deterioro progresivo de su perfil financiero. La evolución reciente de la empresa ha estado caracterizada por un aumento sostenido del endeudamiento durante los últimos ejercicios, sin que este se haya visto acompañado por un crecimiento proporcional del EBITDA. Esta dinámica ha deteriorado de forma significativa los principales indicadores de apalancamiento, solvencia y cobertura, cuyos niveles se sitúan actualmente por debajo de los previstos en su plan de negocio y más acordes a los rangos de la calificación otorgada que define nuestra metodología. En este sentido, el año pasado se proyectaba un DFN/EBITDA <3x y un EBITDA/Intereses >5,5x en promedio, estando las cifras actuales significativamente alejadas de estos ratios.
- La modificación de la tendencia obedece a la actual implicación de la compañía en diversas operaciones corporativas y/o financieras, como la obtención de subvenciones o venta de activos en los próximos meses, cuya resolución podría tener un impacto sobre su perfil crediticio en el corto y medio plazo.
- Valfortec, S.L. y sus sociedades dependientes (en adelante Valfortec o el grupo) constituyen un grupo empresarial centrado en la construcción (EPC) y operación de plantas de energía renovable (IPP).
- El rating asignado se sustenta en una industria con fundamentos positivos (niveles moderados de rentabilidad, volatilidad controlada, altas barreras de entrada y perspectivas de crecimiento favorables) donde opera bajo una estrategia financiera enfocada en el largo plazo, con una buena diversificación por líneas de negocio. Además de ello, es importante resaltar que Valfortec se beneficia de acuerdos con terceros que le permitirán llevar a operación una parte de su pipeline de proyectos en desarrollo. Financieramente, se destaca el nivel de capitalización de la compañía con un ratio PN/DFT que actualmente se encuentra en un nivel adecuado y que se estima se situaría cercano al 80% en los próximos ejercicios.
- No obstante, la calificación se ve limitada por la débil posición competitiva de la sociedad, restringida por la escala de la compañía y su baja diversificación internacional. La compañía presenta un retraso significativo en la consolidación de su modelo como productor independiente de energía (IPP), reflejado en la moderación de los ingresos por venta de energía durante el último ejercicio y en la ausencia de la mejora de márgenes prevista. Asimismo, la estrategia de rotación de activos, que en ejercicios anteriores había complementado la generación de caja y tenía un papel determinante en el plan de negocio de la sociedad, ha experimentado una ralentización sustancial, sin que se hayan registrado operaciones de desinversión relevantes en 2024. En conjunto, estos factores han contribuido al deterioro del perfil financiero, marcado por un aumento del apalancamiento (6,0x en 2024), un debilitamiento en la cobertura de intereses (<3x en 2024).
- Para evaluar el perfil financiero de la compañía desde EthiFinance Ratings hemos aplicado un mix a nivel de métricas según la aportación de sus dos actividades principales al EBITDA consolidado. La tabla de ‘standard cyclicity’ para el negocio epecista y la tabla ‘infrastructure’ para la actividad de generación dado que esta se beneficia de tarifas reguladas y/o disposiciones contractuales a largo plazo (PPAs) limitando la volatilidad de los flujos de caja. Adicionalmente, en nuestro modelo de calificación, para una mejor evaluación de este tipo de compañías (Productores Independientes de Energía), cuyo desarrollo de sus planes de negocio requiere niveles significativos de deuda con retornos (EBITDA) que se materializan en el medio y largo plazo, el cálculo final de la deuda financiera total y neta, a nivel interno, lo hacemos en base a cifras promedio de deuda, con el objetivo de ofrecer un análisis más representativo y homogéneo del nivel de apalancamiento de la compañía.
- En línea con nuestra metodología, la compañía opera en el sector de las energías renovables (sector heatmap score entre 1 y 1,9) lo que supone un riesgo bajo en términos de ESG ya que la industria está bien alineada con los factores ESG. Esta consideración resulta en una mejora de una categoría en la evaluación del riesgo de la industria. Sin embargo, el análisis de la política interna de la sociedad en términos de ESG arroja una valoración medio/baja (ESG score de la compañía entre 1,5 y 3,5), sin impacto en la valoración final del perfil financiero.

Limitaciones

La compañía no incluye el Estado de Flujos de Efectivo en sus cuentas auditadas, lo que limita el alcance del análisis financiero.

Descripción de la Compañía

Valfortec es una empresa española constituida en 2005 con sede en Castellón. Su actividad se centra en la ejecución integral de proyectos, cubriendo aspectos como el diseño, la ingeniería, la obra civil, la tramitación administrativa, la puesta en marcha y el mantenimiento de las plantas. En 2009, debido a la inestabilidad regulatoria del mercado español, la compañía cambió su estrategia hacia un modelo de negocio de Productor Independiente de Energía (IPP) con integración vertical completa.

A cierre de 2024, la compañía registró una cifra de ingresos ajustada de €51,2m (€37,2 m de 2023), con un EBITDA ajustado de €13,3m (€18,8m en 2023), situando su margen EBITDA ajustado en el 26% (50,5% en 2023) y el ratio DFN/EBITDA en 6,8x (3,6x en 2023).

Desde hace más de una década, la empresa ha desarrollado una estrategia de internacionalización que le ha permitido establecer presencia en varios mercados fuera de España, incluyendo Reino Unido, Japón, Chile, Italia, Irlanda y Estados Unidos. Su cartera operativa actual asciende a 130,4MW distribuidos entre España, Japón, Chile y Reino Unido, mientras que dispone de un conjunto de proyectos en desarrollo (pipeline) que supera los 948 MW.

Además de su actividad en energía fotovoltaica, Valfortec ha iniciado líneas de diversificación tecnológica. Participa en iniciativas vinculadas al hidrógeno verde, entre ellas el proyecto Stackaem, y ha creado una división centrada en biomasa mediante la adquisición de una unidad productiva dedicada a la fabricación de calderas y equipos térmicos.

En el contexto nacional, la empresa ha impulsado nuevos desarrollos en la provincia de Castellón, compuestos por varios parques fotovoltaicos de pequeña escala. A nivel internacional, continúa ampliando su capacidad con nuevas instalaciones en países como Italia, donde prevé la entrada en operación de varios proyectos en 2025. En Japón, Valfortec ha conectado recientemente su décima planta.

Fundamentos

Perfil de Negocio

Análisis del sector

- Compañía que opera en sectores con características diferenciadas.

Ingeniería y construcción

El sector de la ingeniería y construcción de parques de energía renovable se caracteriza por niveles de rentabilidad ajustados y una exposición estructural a la volatilidad operativa, derivada de la elevada dependencia de costes directos y de factores exógenos al control de las compañías. La ejecución de este tipo de proyectos exige una estructura intensiva en aprovisionamientos, obra civil y montaje especializado, así como una alta contratación de personal técnico, coordinación de múltiples subcontratas, y un riguroso cumplimiento de estándares medioambientales, técnicos y regulatorios, tanto locales como internacionales. La rentabilidad sectorial presenta una fuerte dispersión entre operadores, condicionada por el tipo de contrato (llave en mano, EPC, BOS, etc.), la ubicación geográfica de los proyectos, el tamaño de las compañías y su grado de integración vertical. Adicionalmente, la presión sobre márgenes derivada de la competencia por precio, los plazos de ejecución ajustados y el riesgo de desviaciones técnicas o contractuales —tanto en presupuestos como en calendarios— acentúan la exposición a contingencias operativas. A ello se suma la fragmentación normativa entre jurisdicciones, que exige disponer de capacidades robustas en gestión legal, compliance ambiental y control de calidad de obra.

Aunque el segmento presenta barreras de entrada moderadas en actividades de menor complejidad (por ejemplo, montaje de pequeña escala), en las fases de diseño, ingeniería, integración de soluciones y ejecución llave en mano de gran envergadura, la entrada está restringida a actores con experiencia acreditada, solvencia técnica y capacidades de gestión multinivel. La creciente sofisticación técnica de los proyectos, combinada con la exigencia de garantías de cumplimiento y responsabilidad civil, ha elevado los requisitos de profesionalización y solvencia reputacional en el sector.

Las perspectivas a corto y medio plazo son aceptables, apoyadas en la expansión global de la transición energética, el aumento de subastas públicas y privadas de capacidad renovable, y la intensificación de los compromisos ESG por parte de inversores e instituciones. La demanda se orienta cada vez más hacia soluciones integrales con alto componente técnico, donde la capacidad de ejecución, la gestión de riesgos y la adopción de tecnologías emergentes (como almacenamiento, integración digital o seguimiento inteligente) constituyen factores diferenciales clave en un entorno cada vez más competitivo y normativamente exigente.

Utilities

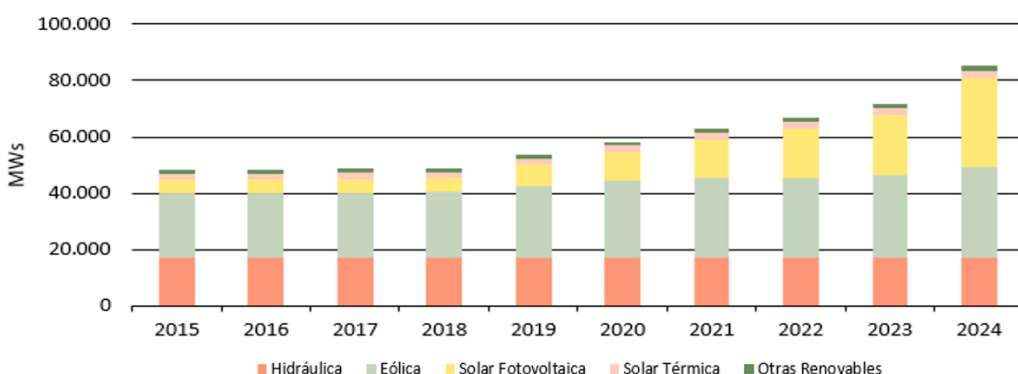
El sector en el que operan las Independent Power Producers (IPPs) presenta, en términos generales, un perfil de rentabilidad razonable y relativamente estable, sustentado en modelos de negocio basados en activos de generación propios, ingresos recurrentes y, en muchos casos, contratos de compraventa de energía a largo plazo (PPAs) o participación en marcos tarifarios regulados. No obstante, el sector no está exento de cierta volatilidad, especialmente en contextos de exposición al mercado spot o ante variaciones en la producción asociadas a la disponibilidad del recurso renovable (solar, eólico, etc.). Aun así, los operadores con escala, estructuras eficientes y acceso competitivo a financiación suelen mantener márgenes operativos consistentes, incluso en entornos de presión regulatoria o variación de precios de la energía.

La rentabilidad del sector puede verse afectada por factores como la evolución de los costes financieros, cambios normativos que alteren la rentabilidad de los proyectos, o mayores exigencias en sostenibilidad, digitalización y

eficiencia operativa. Asimismo, el creciente peso de criterios ESG en las decisiones de inversión y financiación impone estándares más estrictos de gobernanza, transparencia y desempeño medioambiental.

El sector presenta barreras de entrada elevadas, derivadas del alto grado de capitalización necesario, la obtención de licencias y autorizaciones administrativas específicas, y las competencias técnicas requeridas para la operación segura y eficiente de infraestructuras críticas. La gestión de este tipo de activos exige experiencia contrastada, un estricto cumplimiento regulatorio y capacidades organizativas robustas, lo que limita el acceso a nuevos entrantes sin trayectoria acreditada.

Evolución de la Potencia Renovable Instalada en España (2015–2024)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de REE.

Desde el punto de vista normativo y estratégico, las perspectivas del sector son aceptables, en particular en el contexto europeo y español. El Plan Nacional Integrado de Energía y Clima (PNIEC) 2023-2030 establece objetivos ambiciosos, como lograr que las energías renovables representen el 48 % del consumo final bruto de energía y el 81 % de la generación eléctrica antes de 2030. Este marco refuerza el papel estructural del sector utilities como pilar clave en la transición energética y en el cumplimiento de los compromisos climáticos a largo plazo.

• Ajuste ESG sectorial positivo

La industria de las energías renovables está bien alineada con los factores ESG (puntuación en el heatmap del sector entre 1 y 1.9). Esta consideración resulta en una mejora de una categoría en la evaluación del riesgo de la industria. El sector de las renovables contribuye significativamente a la mitigación de la contaminación y al fomento de la conservación de la biodiversidad, ofreciendo alternativas sostenibles frente a las fuentes de energía tradicionales, que son considerablemente contaminantes. No obstante, es pertinente señalar que las actividades de construcción asociadas a esta industria generan emisiones de gases de efecto invernadero y demandan una considerable cantidad de recursos naturales. El impacto sobre los consumidores y las comunidades es positivo, dado que la energía limpia promueve la salud pública y el desarrollo económico. En cuanto a los proveedores, el impacto se califica de medio, especialmente debido al peso de China en la cadena de suministro, región donde se presentan fuertes desafíos en materia ESG.

Posicionamiento Competitivo

• Posicionamiento competitivo modesto con ciertas ventajas de la integración vertical y experiencia

El grupo mantiene un posicionamiento competitivo débil dentro de su ámbito de actividad en base a su limitado tamaño. A lo largo de su trayectoria, Valfortec ha desarrollado, financiado, construido y puesto en operación más de 200 MW de proyectos fotovoltaicos, lo que le confiere una cierta experiencia en un mercado altamente atomizado. Sin embargo, las actividades y servicios que ofrece la compañía presentan ciertas limitaciones en cuanto a atributos diferenciadores, como marca, calidad o tecnología, lo que incrementa su grado de sustituibilidad frente a la competencia.

En este contexto, cabe destacar que el modelo de integración vertical adoptado por el grupo, con presencia tanto en las fases de EPC como en la generación de energía, proporciona cierta ventaja operativa. Adicionalmente, la estrategia de adquirir la propiedad de los terrenos donde se ubican sus proyectos contribuye positivamente a factores como la disponibilidad y la mejora de los márgenes, reforzando así su posicionamiento.

No obstante, estas ventajas competitivas se ven parcialmente atenuadas por el reducido tamaño relativo de la compañía frente a otros operadores del sector, lo que limita su capacidad para influir en los precios de sus productos y servicios.

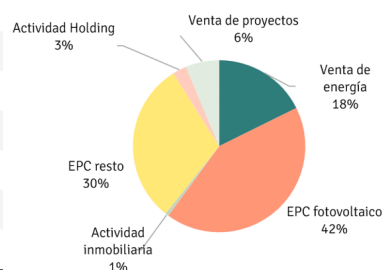
• Adecuada diversificación de su negocio que mitiga parcialmente la concentración geográfica

Respecto a la diversificación por líneas de negocio, la compañía presenta una estructura de ingresos en la que destaca el fuerte crecimiento de las actividades de ingeniería y construcción (EPC), tanto en el segmento fotovoltaico (+80 %) como en el resto de EPC (+207 %), que en conjunto representan más del 70 % de la cifra de negocio de 2024. Este dinamismo contrasta con el retroceso de otras líneas como la venta de energía (-10 %) o los menores ingresos por venta de proyectos, lo que evidencia un ejercicio basado en la generación de caja a través de servicios intensivos en actividad operativa.

Pese a que esta evolución refuerza la capacidad de generación de ingresos a corto plazo, diluye parcialmente el avance hacia un modelo IPP puro, donde la estabilidad y los márgenes de la actividad de generación tienen un mayor protagonismo. Aun así, se valora positivamente la diversificación de las fuentes de ingresos y la capacidad de adaptación del grupo a las oportunidades del mercado, en un contexto de transición energética que sigue ofreciendo espacio para ambos modelos de negocio.

Diversificación cifra de negocio. Miles de €.

	2023	2024	24 vs 23
Venta de energía	10.031	9.057	-10%
EPC fotovoltaico	12.070	21.698	80%
Actividad inmobiliaria	481	321	-33%
EPC resto	5.068	15.570	207%
Actividad Holding	2.739	1.339	-51%
Venta de proyectos	6.809	3.231	-53%
Total	37.199	51.215	38%



Desde el punto de vista geográfico, la actividad de la compañía continúa estando altamente concentrada en España, que representa el 93 % de la cifra de negocio en 2024, frente al 91 % del año anterior. Este incremento en términos absolutos y relativos refuerza el enfoque doméstico de la empresa, en un contexto de expansión del negocio EPC en el mercado nacional. En concreto, las ventas en España crecieron un 61 %, hasta los €44,8m, siendo el principal motor del aumento global de ingresos.

Las operaciones internacionales mantienen un peso reducido, aunque con variaciones relevantes por país. Japón y Chile duplican prácticamente sus cifras respecto a 2023, alcanzando el 3 % cada uno del total, mientras que Reino Unido registra una caída significativa, pasando del 4 % al 1 %. A pesar del limitado alcance internacional actual, estas posiciones exteriores pueden representar una base operativa para futuras oportunidades de diversificación geográfica.

Diversificación geográfica cifra de negocio. Miles €⁽¹⁾

	2023		2024	
	Total	%	Total	%
Ventas Japón	659	2%	1.677	3%
Ventas Reino Unido	1.268	4%	288	1%
Ventas Chile	666	2%	1.225	3%
Ventas España	27.795	91%	44.795	93%
Total	30.389		47.984	

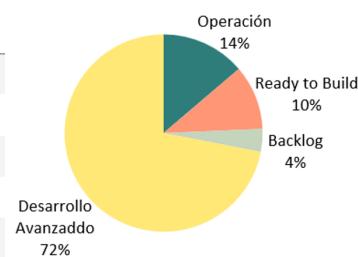
⁽¹⁾No se incluye venta de proyectos.

Pipeline en operación y desarrollo

El grupo cuenta con 130,4 MW en operación, con una presencia mayoritaria en España (102,4 MW), seguida de Chile (18 MW), Reino Unido (5 MW) y Japón (5 MW). La estrategia de desarrollo hasta la fecha ha estado orientada hacia mercados con regímenes retributivos estables: en España, los activos se benefician de una rentabilidad regulada acogidas al marco del RDL 9/2013; en Japón, los proyectos operan bajo el sistema Feed-in Tariff con precios garantizados durante 20 años; en Reino Unido, bajo el esquema de Certificados de Obligaciones Renovables (ROCs); y en Chile, a través del régimen de precios estabilizados para Pequeños Medios de Generación Distribuidos.

Cartera de proyectos en operación y pipeline en desarrollo

	Op.	Ready to Build (RTB)	Backlog RTB<6m	Desarrollo RTB>6m	Total
España	102,4	90	14	651	858
Japón	5	1	2	8	16
Chile	18	6	9	3	36
Reino Unido	5	0	0	9	14
Italia	0	4	10	10	24
Total	130,4	100,2	36	682	948



Respecto al pipeline en desarrollo, Valfortec mantiene una cartera sólida que refleja la actividad de promoción de proyectos, con un total de 948 MW distribuidos en distintas fases. De estos, 153,2 MW ya se encuentran en estado Ready to Build (RTB), lo que incluye 100,2 MW en RTB inmediato y 53 MW adicionales con previsión de alcanzar esa fase en el medio plazo. La gran mayoría del pipeline, 682 MW (72 %), se encuentra aún en fase de desarrollo avanzado, lo que evidencia el potencial de crecimiento futuro, aunque con plazos más amplios de maduración.

A nivel geográfico, España concentra el 91 % del pipeline total (858 MW), lo que refuerza el enfoque doméstico de la compañía y limita, por el momento, la diversificación internacional. Aunque se identifican iniciativas en mercados como Italia (24 MW), Chile (36 MW), Japón (16 MW) y Reino Unido (14 MW), su peso sigue siendo reducido dentro del conjunto. En este contexto, la compañía continúa apostando por cerrar PPAs y avanzar en la rotación o explotación interna de sus proyectos más avanzados, manteniendo así su capacidad de crecimiento futuro y de generación de ingresos recurrentes.

Estructura Accionarial y Gobernanza

• Estructura accionarial concentrada en los socios fundadores

Valfortec responde a las características de empresa familiar, aspecto reflejado en una estructura accionarial sólida y que se mantiene liderada y concentrada desde su constitución por su actual director general y máximo accionista D. Fidel Roig (99,99 % del capital a través de Promociones Renovables Valencianas S.L.). El señor Roig es igualmente el Administrador Único del grupo. Esta tipología de estructura de propiedad atribuye un importante riesgo de concentración en la toma de decisiones a pesar de la favorable experiencia y vinculación con el negocio.

Además, cabe destacar que este accionista mayoritario concentra su inversión en el grupo, pudiendo ser la capacidad financiera extra para apoyar al grupo bajo hipotéticos escenarios de estrés modesta. No obstante, se destaca la no distribución de dividendos desde 2009.

• Ambicioso plan de negocio que se apoyará en el endeudamiento

La ejecución de los planes estratégicos corresponde al equipo directivo, con la presencia de miembros con experiencia positiva en el ámbito empresarial y antigüedad en la compañía. Sin tener en cuenta la presencia histórica del CEO, el equipo directivo cuenta con un promedio de 9 años en la empresa. Destacamos que durante el 2023 y el 2024 la empresa está reforzando el equipo directivo y ha puesto en marcha un consejo asesor para asesorar a D. Fider Roig, director general y fundador de la compañía en la toma de decisiones.

Por el contrario, como aspecto limitante se mantiene el hecho de que sus cuentas anuales siguen sin estar auditadas por un auditor de reconocido prestigio. Además de ello, la Compañía no formula el Estado de Flujos de Efectivo, lo que limita la valoración de la generación de recursos y, por tanto, de la capacidad de gestión de la compañía. Dentro de la estrategia de la empresa, señalamos en 2023, el acuerdo entre Mirabaud y Valfortec para la creación de un vehículo de inversión por un valor de €100m de euros, destinado al desarrollo, construcción y operación de proyectos fotovoltaicos. Este fondo, capitalizado al 50% por ambas entidades está siendo usado para financiar 21 proyectos en suelo que suman 95 MW

• Política ESG a nivel de empresa con score medio/bajo, con impacto neutro en su calificación

La empresa lleva a cabo una política limitada en relación con los riesgos ESG (puntuación entre 1,5 y 3,5). El análisis de la política de la compañía en la materia concluye que los factores ESG se tienen en cuenta y son gestionados internamente, lo que resulta en una baja probabilidad de que se produzca un impacto relacionado con el ESG en los ingresos, resultados operativos, flujos de caja, valor de los activos o la reputación de la sociedad. Adicionalmente, la estrategia se está adaptando para beneficiarse de las tendencias del sector relacionadas con ESG, y una gobernanza y gestión sólidas que contribuyan a la limitación de riesgos y a la utilización del ESG como una oportunidad estratégica. Las políticas sociales son adecuadas, no obstante las políticas de gobernanza y medioambientales se siguen considerando limitadas.

Perfil Financiero

El presente análisis se basa en las cuentas anuales consolidadas auditadas de Valfortec, S.L. y sus sociedades dependientes de 2024 (Auditor: Servicios de Control y Auditoría Financiera, S.L.).

Ventas y Rentabilidad

- Aumento de ingresos en un ejercicio de fuerte contracción de la rentabilidad

Durante el ejercicio 2024, la compañía registró una evolución mixta en sus principales indicadores económico-financieros. El año se caracterizó por un sólido crecimiento de los ingresos, pero también por una notable contracción de los márgenes operativos, reflejo de cambios significativos en la estructura de costes y en la composición del negocio.

La cifra de negocios del grupo alcanzó los €51,2m en 2024, lo que supone un crecimiento interanual del 37,7 %. Este repunte responde a un mayor dinamismo en la actividad comercial, vinculado principalmente a la expansión del negocio de instalaciones fotovoltaicas y otros servicios bajo el modelo EPC, en detrimento del peso relativo de los ingresos recurrentes propios de una IPP pura, como la generación y venta de energía de activos propios. Este cambio de mix ha tenido un impacto negativo en los niveles de rentabilidad.

Rentabilidad. Miles de €.				
	2022	2023	2024	24vs23
Facturación Aj. ⁽¹⁾	33.218	37.199	51.215	37,7%
Mg Bruto	56,4%	61,1%	39,3%	-21,8pp
EBITDA Aj. ⁽¹⁾⁽²⁾	11.620	18.771	13.319	-29,0%
Mg EBITDA Aj. ⁽¹⁾⁽²⁾	35,0%	50,5%	26,0%	-24,5pp
EBIT	6.588	5.954	4.520	-24,1%
Mg EBIT	19,8%	16,0%	8,8%	-7,2pp
Gastos Financieros	-4.104	-3.933	-5.640	-43,4%
EBT	3.832	16.490	3.642	-77,9%

⁽¹⁾ Incluye ingresos por venta de activos registrados por la compañía como ingresos financieros.

⁽²⁾ Ajustado incluyendo el efecto de los arrendamientos operativos.

En este sentido, el margen bruto de la compañía se redujo hasta el 39,3 % en 2024, desde el 61,1% registrado en 2023 y el 56,4 % en 2022, lo que implica una contracción interanual de -21,8 p.p. Esta evolución refleja un aumento en el coste de ventas, una menor contribución de actividades con márgenes elevados y un mayor peso de líneas de negocio con menor rentabilidad.

El deterioro es aún más acusado a nivel de EBITDA ajustado, que descendió hasta €13,3m en 2024, frente a los €18,7m del año anterior, lo que representa una caída del -29%. El margen EBITDA se situó en el 26 %, muy por debajo del 50,5% en 2023 y el 35% en 2022, con una contracción interanual de -24,5p.p. Esta evolución pone de manifiesto la pérdida de apalancamiento operativo en un contexto de presión sobre costes y una actividad centrada en negocios menos rentables.

El beneficio operativo (EBIT) también se redujo, hasta situarse en €4,5m en 2024, desde los €5,9m de 2023 y los €6,6m de 2022. El margen EBIT descendió hasta el 8,8%, desde el 16 % en 2023 y el 19,8 % en 2022, lo que supone una pérdida de -10,2 p.p. en el último año. Esta caída sostenida evidencia una menor capacidad del negocio para transformar ingresos en resultados operativos positivos.

Asimismo, los gastos financieros aumentaron significativamente hasta los €5,64m en 2024, un 43,4 % más que en 2023, revirtiendo la ligera mejora experimentada entre 2022 y 2023. Este incremento está vinculado a un mayor volumen de deuda y unas condiciones financieras más exigentes.

Como resultado de todo lo anterior, el beneficio antes de impuestos (EBT) cayó drásticamente hasta los €3,64m en 2024, lo que representa un retroceso del -77,9 % respecto a los €16,49m obtenidos en 2023. Esta caída devuelve al EBT a niveles similares a los de 2022 (€3,83m), reflejando una reversión significativa de los avances obtenidos en los últimos ejercicios.

Endeudamiento y Cobertura

Fuerte aumento del apalancamiento y deterioro de la cobertura financiera en 2024

La deuda financiera total ajustada (DFT) ascendía a €117,1m al cierre de 2024, incrementándose respecto a los €100,1m registrados en 2023 y los €97,3m de 2022. Este crecimiento refleja la intensificación del esfuerzo inversor acometido por la compañía durante el ejercicio, en línea con su estrategia de expansión, que afecta tanto a las emisiones de bonos y pagarés como a la financiación bancaria convencional, que han crecido de forma sostenida por tercer año consecutivo.

En términos netos, la deuda financiera neta ajustada (DFN) se situó en €90,9m a cierre de 2024, frente a €68,1m en 2023 y €74,3m en 2022. La variación interanual (+€22,8m) responde tanto al mayor endeudamiento bruto como a la reducción de caja disponible, que cae desde €31,9m a €23,2m. Esta evolución revierte parcialmente la mejora alcanzada en 2023, situando la posición financiera en niveles más exigentes, aunque coherentes con una fase de mayor intensidad inversora.

Como resultado, el ratio DFN/EBITDA ajustado se incrementó de forma muy significativa, pasando de 3,6x en 2023 a 6,8x en 2024, situándose también por encima de los 6,4x registrados en 2022. Este aumento del apalancamiento relativo no solo obedece al crecimiento de la deuda neta, sino sobre todo a la fuerte contracción del EBITDA afectando negativamente la capacidad de generación de caja operativa. De cara a los próximos ejercicios, será clave observar si el crecimiento del EBITDA acompaña al esfuerzo inversor, permitiendo estabilizar la métrica de apalancamiento en niveles sostenibles.

Cálculo DFN/EBITDA. Miles de €.			
	2022	2023	2024
Obligaciones y pagarés	67.939	65.255	75.278
Deudas con entidades de crédito	27.229	32.680	39.252
Arrendamiento financiero	669	465	307
Otros pasivos financieros	965	1.256	1.555
DFT Reportada	96.803	99.657	116.393
Ajuste arrendamientos operativos	479	456	720
DFT ajustada	97.281	100.113	117.113
Caja Disponible	22.383	31.902	23.175
IFCP Líquidas	584	85	3.006
DFN	74.315	68.126	90.931
EBITDA ajustado	11.620	18.771	13.319
DFN/EBITDA aj.	6,4x	3,6x	6,8x

El ratio de cobertura de intereses ha mostrado una evolución volátil en los últimos ejercicios, con oscilaciones significativas que reflejan tanto la variabilidad de la generación operativa como la dinámica de la carga financiera. Tras situarse en 4,8x en 2023, el indicador cayó hasta 2,3x en 2024, debido principalmente a la contracción del EBITDA. Este ajuste revierte parcialmente la mejora observada en 2023 respecto a 2022 (2,8x), cuando la cobertura se había duplicado gracias a un ejercicio muy favorable.

El deterioro registrado en 2024 (-2,4x interanual) pone de manifiesto una tensión en la capacidad de la compañía para absorber sus costes financieros con generación operativa, en un contexto de mayor endeudamiento y presión sobre los márgenes. De cara a los próximos ejercicios, será clave que la compañía recupere tracción operativa y contenga el crecimiento de los gastos financieros para mejorar el ratio o incluso evitar un deterioro adicional, comprometiendo su flexibilidad financiera.

Análisis de Flujo de Caja

Disminución de caja en un contexto de inversión elevada y menor capacidad operativa

La compañía no incluye el Estado de Flujos de Efectivo Consolidado en sus estados financieros. No obstante, el saldo ajustado de tesorería, incluyendo inversiones financieras líquidas a corto plazo, se situó en €26,2m al cierre de 2024, frente a los €31,9m del ejercicio anterior, lo que supone una reducción del 18 % interanual. Esta disminución refleja un mayor uso de caja en un contexto de expansión inversora y caída de generación operativa, coherente con el incremento del apalancamiento neto y el debilitamiento del ratio de cobertura de intereses registrado en el ejercicio.

Capitalización

• Niveles adecuados de capitalización en 2024

Durante 2024, el activo total del grupo alcanzó los €227,8m, lo que representa un crecimiento del 10,6 % interanual frente a los €206,0m registrados en 2023. Esta evolución consolida la senda de expansión del balance observada en ejercicios previos, apoyada principalmente en el aumento del activo no corriente. En efecto, el activo no corriente se incrementó hasta €164,6m (+15,4 %), impulsado por la inversión en inmovilizado y el desarrollo de proyectos propios, en línea con la estrategia de integración vertical y expansión del parque de generación. Por el contrario, el activo corriente se mantuvo prácticamente estable en €63,2m (-0,3 % interanual), con una ligera corrección respecto al ejercicio anterior, lo que refleja una estabilización en las posiciones de tesorería y circulante operativo.

Desde el punto de vista patrimonial, el grupo cerró el ejercicio con un patrimonio neto de €64,5m, lo que supone un incremento del 12,2 % interanual respecto a 2023, consolidando así la tendencia de fortalecimiento de los recursos propios observada en los últimos años. Esta evolución positiva responde principalmente a la acumulación de beneficios no distribuidos y a la incorporación de subvenciones de capital.

En este contexto, el ratio de capitalización (Patrimonio Neto sobre Deuda Financiera Total Ajustada) se situó en el 55,1 % a cierre de 2024, ligeramente por debajo del 57,4 % alcanzado en 2023 (-2,3 p.p.). Esta variación refleja un leve desplazamiento del equilibrio patrimonial hacia una mayor dependencia del pasivo financiero, en consonancia con la fase actual de mayor intensidad inversora del grupo. A pesar de este ajuste, el nivel de capitalización se mantiene en zonas apropiadas desde una perspectiva de solvencia estructural, y sigue respaldado por una base patrimonial creciente, alimentada por resultados retenidos y subvenciones. No obstante, si el ritmo inversor se mantiene sin una recuperación proporcional de la rentabilidad, el ratio podría seguir cediendo en los próximos ejercicios, reduciendo progresivamente el margen de maniobra financiera disponible.

Liquidez

• Situación de liquidez adecuada, aunque con posible presión adicional por el plan de inversiones previsto y el vencimiento de bonos en 2026

Vencimientos deuda financiera reportada. Miles de €.		
	Importe	Peso
Menos de un año	11.674	10%
Entre 1 y 2 años	42.337	36%
Entre 3 y 5 años	15.979	14%
Más de 5 años	46.404	40%
Total	116.393	

A partir del análisis del calendario de vencimientos de 2024, se desprende que el grupo presenta un perfil de deuda razonablemente escalonado, con un peso elevado del endeudamiento en el largo plazo, aunque con una concentración relevante en el tramo de 1 a 2 años. En concreto, solo el 10 % de la deuda financiera total tiene vencimiento inferior a un año, lo que limita el riesgo de tensiones inmediatas sobre la posición de tesorería, especialmente considerando el saldo disponible al cierre del ejercicio.

Por otro lado, el 40 % de la deuda presenta vencimientos a más de cinco años, lo que confiere al grupo cierto margen para estructurar su política de amortización. No obstante, cabe destacar que el 36 % de la deuda se concentra en el tramo de 1 a 2 años, lo que introduce exigencia operativa y financiera en el horizonte de corto-medio plazo. En este escenario, será clave asegurar una planificación adecuada de los flujos de caja y una estrategia proactiva de refinanciación que permita suavizar la carga financiera futura, especialmente si el grupo mantiene el ritmo inversor de los últimos años.

Modificadores

Controversias

• Actualmente el grupo no presenta controversias de importancia

Riesgo País

• No se ha determinado que exista un riesgo país condicionante

Proyecciones Financieras

Las proyecciones financieras a corto y medio plazo incorporan el plan de negocio de la compañía, así como datos históricos y tendencias observadas en el mercado.

Entre las principales hipótesis que sustentan las proyecciones, se destacan los siguientes elementos:

- **Previsión de crecimiento en los ingresos:** Las estimaciones recogen un aumento progresivo de la cifra de negocio, asociado principalmente a la incorporación de nuevos activos en operación. Este crecimiento estaría vinculado a la ejecución del plan inversor previsto y a la entrada gradual en explotación de proyectos actualmente en desarrollo.
- **Evolución al alza de los márgenes operativos:** Se proyecta una mejora en la rentabilidad operativa, en línea con una mayor contribución relativa de actividades vinculadas a la generación de energía respecto a otras líneas de negocio. Esta evolución refleja también ciertos efectos de escala derivados del incremento de volumen gestionado.
- **Incremento del resultado operativo:** Las proyecciones contemplan una mejora del resultado antes de impuestos, ligada al mayor peso de los activos en operación y al efecto acumulado del crecimiento de ingresos. No obstante, este comportamiento podría estar condicionado por la evolución de los costes financieros y operativos asociados al desarrollo de la actividad.
- **Ampliación del balance:** Se prevé un aumento del volumen total de activos del grupo, en línea con el avance del plan de inversiones. Esta expansión estaría centrada en activos de naturaleza productiva y responde al modelo de integración de instalaciones bajo propiedad.
- **Variación positiva del patrimonio neto:** Las proyecciones incorporan un crecimiento moderado de los fondos propios, derivado fundamentalmente de la retención de resultados. Este refuerzo patrimonial se enmarca en una estructura financiera donde el capital propio representa una proporción limitada respecto al total del pasivo.
- **Mantenimiento de un nivel elevado de endeudamiento:** El escenario contempla una utilización significativa de financiación ajena para cubrir las necesidades de inversión. En este contexto, los niveles de apalancamiento se mantienen elevados, si bien con cierta tendencia a la estabilización hacia el final del periodo.
- **Incremento de la generación de fondos operativos:** Las proyecciones muestran una evolución al alza en los flujos de caja operativos, en línea con el crecimiento del perímetro productivo. Sin embargo, los niveles de cobertura respecto a la deuda financiera continúan siendo contenidos durante la fase central del ciclo inversor.
- **Mejora gradual de la capacidad de servicio de la deuda:** Los indicadores de cobertura del servicio de la deuda presentan una evolución positiva, reflejo del incremento previsto en los resultados operativos. Esta tendencia dependerá, en todo caso, del ritmo de puesta en marcha de los activos y del comportamiento de los costes financieros asociados.

Principales Magnitudes Financieras

Principales magnitudes financieras. Miles de €. ⁽²⁾⁽³⁾						
	2023	2024	2025e	2026e	2027e	24vs23
Facturación ⁽¹⁾	37.199	51.215	50.300	77.300	54.200	37,7%
EBITDA ajustado ⁽¹⁾	18.771	13.319	18.184	26.677	26.870	-29,0%
Margen EBITDA ajustado ⁽¹⁾	50,5%	26,0%	36,2%	34,5%	49,6%	-24,5pp
EBIT	5.954	4.520	12.089	20.436	19.759	-24,1%
Margen EBIT	16,0%	8,8%	24,0%	26,4%	36,5%	-7,2pp
EBT	16.490	3.642	6.561	15.258	14.446	-77,9%
Total Activo	206.037	227.843	249.296	273.221	280.495	10,6%
Patrimonio Neto	57.484	64.521	83.770	95.977	107.534	12,2%
Deuda Financiera Total Aj.	100.113	117.113	105.454	103.132	110.889	17,0%
Deuda Financiera Neta Aj.	68.126	90.931	66.169	65.461	64.905	33,5%
PN/DFT Aj.	57,4%	55,1%	79,4%	93,1%	97,0%	-2,3pp
DFN/EBITDA Aj.	3,6x	6,8x	3,6x	2,5x	2,4x	3,2x
Funds From Operations Aj.	16.623	3.844	11.306	18.409	18.628	-76,9%
FFO/DFN Aj.	24,4%	4,2%	17,1%	28,1%	28,7%	-20,2pp
EBITDA/Intereses Aj.	4,8x	2,3x	3,3x	5,1x	5,0x	-2,4x

⁽¹⁾ Incluye ingresos por venta de activos registrados por la compañía como ingresos financieros.

⁽²⁾ Las principales magnitudes financieras se encuentran ajustadas según metodología EthiFinance Ratings, incluyendo el efecto de los arrendamientos operativos.

⁽³⁾ Estimaciones realizadas por EthiFinance Ratings, en base a las proyecciones de la empresa, los datos históricos y las nuevas tendencias del mercado.

Credit Rating

Credit Rating	
Perfil Negocio	BB+
<i>Análisis Sectorial</i>	<i>A</i>
<i>Ajuste ESG</i>	<i>Positivo</i>
<i>Posicionamiento Competitivo</i>	<i>B</i>
<i>Gobierno corporativo</i>	<i>BB-</i>
Perfil Financiero	BB
<i>Cash flow y endeudamiento</i>	<i>BB</i>
<i>Capitalización</i>	<i>BB+</i>
ESG Compañía	<i>Neutral</i>
Anchor Rating	BB+
<i>Modificadores</i>	<i>-</i>
Rating Corporativo	BB+

Análisis Sensibilidad

• Factores positivos en el largo plazo (↑)

No se espera una subida del rating de la compañía en el corto plazo. No obstante, se podría considerar una mejora con una evolución positiva del sector y volumen de negocio del grupo por encima del proyectado en su plan de negocio. Mejora de los niveles de endeudamiento (DFN ajustada/EBITDA recurrente por debajo de 1.5x y FFO/DFN ajustada superior al 50% en promedio), así como un incremento de la autonomía financiera (PN/DFT ajustada por encima del 120% en promedio).

• Factores negativos en el largo plazo (↓)

Agravamiento del entorno económico y menor del volumen de negocio. La no obtención de las subvenciones a las que la empresa se ha presentado y el retraso en la rotación de activos. Deterioro de ratios de apalancamiento y cobertura (DFN ajustada/EBITDA recurrente promedio por encima de 4x; FFO/DFN ajustada por debajo del 10% en promedio y EBITDA/Intereses <4x en promedio) y PN/DFT ajustada (por debajo del 70%). Empeoramiento de la valoración del ESG a nivel compañía que situó la calificación del ESG score en un rango entre 4 y 5. Menor relevancia de la actividad de generación y venta de energía (contribución de esta línea de negocio <30% del EBITDA de forma sostenida).

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 - General : <https://www.ethifinance.com/download/corporate-rating-methodology-general/?wpdmdl=35203>
- 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