



ISSUER RATING
Long term

OUTLOOK
Evolving

Initiation date 06/07/2016
Rating Date 10/06/2025

Contacts

Lead analyst
Luis Mesa García
luis.mesa@ethifinance.com

Committee chair
Marc Pierron
marc.pierron@ethifinance.com

Rating Action y Rationale

- EthiFinance Ratings afirma la calificación de Empresa Naviera Elcano en “BB+”, cambiando la tendencia de Estable a Evolving.
- El cambio de tendencia otorgado viene determinado por la incertidumbre asociada a la evolución de las métricas estimadas por la compañía en el corto plazo, teniendo en cuenta las desviaciones entre el desempeño real y estimado en ejercicios recientes y considerando factores, como el avance en el proceso de reconversión de uno de sus buques hacia segmentos más rentables (FSU o Floating Storage Unit y FSRU o Floating Storage and Regasification Unit), actualmente asignado al segmento spot; a lo que se añade el proceso de normalización del mercado del gas, tras verse deteriorado notablemente a principios de 2024.
- El rating asignado al grupo se apoya en una industria con márgenes estables, en términos generales, y elevadas barreras de entrada, dado el alto componente regulatorio y los elevados requerimientos de inversión asociados para desarrollar la actividad. Adicionalmente, la compañía cuenta con un tamaño apropiado dentro del sector y una posición competitiva consolidada. Asimismo, el grupo mantiene una diversificada y estable estructura de propiedad, con una gestión marcada por la prudencia, en términos generales. En este sentido, destaca un ratio de capitalización (PN/DFT) en umbrales más que adecuados, situado en 72,7%, a cierre de 2024.
- No obstante, la calificación otorgada se ve penalizada por un reducido ratio de cobertura de intereses (EBITDA/Intereses: 2,2x en 2024) y un limitado grado de cobertura de la deuda financiera neta vía generación de FFO (7,8% en 2024), que, por otro lado, se espera que mejore en próximos ejercicios.
- Desde EthiFinance Ratings, señalamos el notable impacto de los arrendamientos operativos en la actividad del grupo, que se corresponden con contratos relativos a tres buques gasísticos o GNL (flota total del grupo, a cierre de 2024: 20 buques), cuyos plazos y flujos de caja (entradas y salidas), son determinados, previamente, con el cliente en cuestión. Por tanto, el fondo económico y el marco contractual que rige la relación de ENE con sus clientes, por un lado y los financiadores de estos arrendamientos, por otro, permite que los riesgos asociados a la financiación queden debidamente cubiertos, dando lugar a que, por parte de EthiFinance Ratings, no se determine su inclusión como mayor deuda financiera. A diciembre de 2024, el gasto total en concepto de arrendamiento de buques fue de \$58,3m (\$72,7m en 2023), mientras que el importe total a afrontar a lo largo de la vida de los contratos asciende a unos \$668m, aproximadamente, a cierre de 2024.
- Cabe mencionar la utilización de la escala low volatility en lo relativo a las métricas de análisis, considerando la estabilidad asociada al negocio de la compañía.
- En línea con nuestra metodología, el sector del transporte presenta un riesgo alto en términos de ESG (sector heatmap entre 4,0 y 5,0), dado su impacto en el medio ambiente y necesita transformarse. Esta valoración tiene como resultado un análisis sectorial que se ve rebajado en una categoría.

Por otra parte, en cuanto a las políticas ESG correspondientes a la propia compañía, se consideran positivas (ESG score de la compañía entre 1,0 y 1,5), resultando en una calificación del perfil financiero que se ve impactada de manera favorable por este factor.

Descripción de la Compañía

Constituida en 1943 como constructora naval y empresa naviera, Empresa Naviera Elcano y sus sociedades dependientes (ENE, Elcano o el grupo, en adelante), se configura como un grupo multinacional dedicado al transporte marítimo internacional de materias primas a granel. La actividad la desarrollan, mayoritariamente, mediante su propia flota y de forma adicional a través de flota de terceros contratados por tiempo o por viaje. Entre las materias primas transportadas, destacan el crudo y sus derivados, además de otros productos químicos, dentro de cargas líquidas; hierro, carbón o bauxita, en cuanto a carga seca; y tanto gas natural licuado (GNL), como otros gases licuados derivados del petróleo (GLP), en carga de gas.

El grupo opera a nivel internacional y, específicamente, en mercados donde aplica la protección de bandera al tráfico marítimo, como es el caso de Brasil y Argentina, siendo ambos países localizaciones donde Elcano mantiene centros de administración y gestión operacional, al igual que en España, donde además mantienen su sede social.

Elcano cerró al año 2024 con una flota de 20 buques (22 en 2023), de los que 15 operaban en régimen de propiedad, dos bajo arrendamiento financiero y tres bajo arrendamiento operativo. Por tipo de carga, la flota se compuso de seis bulkcarriers (carga seca); siete dedicados al transporte de carga líquida, de los que cuatro se denominan tanques y tres son quimiqueros; y siete dedicados al transporte de gas, de los que cuatro transportan gas natural (GNL) y tres gas licuado de petróleo (GLP). Cabe mencionar que, en marzo de 2024, se llevó a cabo la venta de dos buques y en enero de 2025 se adquirió una unidad, por lo que el grupo prevé concluir dicho ejercicio con una flota total de 21 buques.

ENE desarrolla un modelo de negocio bajo una estrategia de estabilidad de los flujos de caja, por lo que se basa en contratos a largo plazo, fundamentalmente, en los que se contempla un tipo de carga y buque asociado. Dentro de estos contratos a largo plazo, destacan los siguientes:

- **Fletamento por Tiempo (Time Charter):** en esta forma de fletamento, ENE subarrienda el buque al cliente o fletador en cuestión, por lo que actúa como arrendatario y asume tanto la gestión comercial del buque, como la selección de los puertos y las cargas (entre las que puedan ser transportadas por el buque), la ruta y, por lo general, es responsable de los gastos directamente relacionados con estas órdenes de viaje, tales como combustible, peajes de canales y tasas portuarias. Elcano asume la gestión operativa (seguros, mantenimiento, tripulación, etc.). El 61% de los contratos, aproximadamente, se configura bajo este modelo.
- **COA o Contract of Affreightment:** contrato enfocado, principalmente, en el transporte de carga seca, en el que, a diferencia del Time Charter, los costes variables asociados son asumidos por ENE.

Adicionalmente, Elcano mantiene un buque asignado a contratos de fletamento por Viaje (Voyage Charter) o **spot**, en el que la naviera o fletante se compromete a transportar una carga concreta entre dos puertos por un precio establecido por tonelada (usd/tonelada) o un importe por día. Todos los gastos de explotación del buque y los gastos de viaje son satisfechos por el fletante, mientras se cierre un importe por tonelada transportada. Pese a que este tipo de contrato se caracteriza por unas reducidas rentabilidades en relación con los contratos a largo plazo, la compañía mantiene esta operativa de modo estratégico, al objeto de captar clientes con los que, subsecuentemente, pueda generar negocio dentro de su principal actividad. A cierre de 2024, tan sólo se mantenía un buque operando en spot, lo que favorece una generación de caja estable y recurrente, que permite al grupo hacer frente a los compromisos financieros entre los que se encuentran, mayoritariamente, la financiación de la propia flota. La vida media de los contratos vigentes es de 7,4 años y la duración media de los contratos a largo plazo de 17 años.

En el ejercicio 2024, el grupo reportó una cifra de negocio consolidada de \$915,2m (-14,7% YoY) y un EBITDA de \$70,5m (margen: 7,7%), registrando un ratio DFN/EBITDA de 5,0x (6,8x en 2023).

Fundamentos

Perfil de Negocio

Análisis del Sector

- **El sector del transporte marítimo se caracteriza por su elevada madurez y fuertes barreras de entrada**

Sector maduro, con cierto componente procíclico, que cuenta con unas elevadas barreras de entrada, considerando su nivel de regulación, así como de capex requerido. Las altas inversiones en buques y la estable relación comercial para mantener contratos a largo plazo con clientes de primer nivel, limita la entrada de potenciales competidores. A su vez, se trata de un sector altamente competitivo, lo que deriva en una alta presión sobre los márgenes operativos, que, en cualquier caso, se sitúan en valores adecuados, en términos generales.

El sector del transporte marítimo se encuentra afectado por cuestiones geopolíticas, que limitan el transporte entre determinados países, por normativa ambiental, e inciden en la evolución del precio y disponibilidad de las materias primas a transportar. A futuro, se espera que la evolución de la industria se mantenga sujeta, en gran medida, al entorno macroeconómico.

- **Sector con una exposición ESG alta**

El sector de transporte por carretera/marítimo tiene altos riesgos ESG según nuestra metodología (puntuación en el mapa de calor del sector entre 4 y 5), debido a su impacto en el medio ambiente. Esto resulta en una rebaja de una categoría en la calificación del sector, por consideraciones de ESG relacionadas con la industria. En cuanto a los factores ambientales, el sector tiene un alto impacto en el clima, ya que las emisiones de GEI son significativas. Además de los GEI, la industria es un gran contaminante con otras emisiones. Sin embargo, su impacto en la biodiversidad se considera bajo. Presenta un alto impacto sobre los proveedores, vinculado a preocupaciones de subcontratación, ya que la industria es mundial, y sobre los clientes, ya que los problemas de calidad afectan significativamente a la industria.

Posicionamiento Competitivo

- **Adecuado tamaño dentro del mercado nacional y posicionamiento consolidado a nivel internacional**

Extenso track record, operando desde 1943 internacionalmente. Como principales ventajas competitivas, cabe destacar que el elevado conocimiento del sector, dada su trayectoria, así como una estable relación comercial con clientes de elevada solvencia y reconocido prestigio. Si bien el grupo mantiene un posicionamiento destacado a nivel nacional, internacionalmente se posiciona como player de tamaño intermedio. En cualquier caso, cabe destacar su posicionamiento en Brasil, situándose como el operador líder de carga seca y en segundo lugar en carga líquida, tras la naviera Transpetro (compañía pública).

- **Diversificación de cliente limitada por el tipo de negocio y flota disponible**

Modelo de negocio en el que la capacidad de diversificación, en términos de cliente, es limitada, considerando el reducido volumen de clientes en relación con los players participantes en el mercado. Si atendemos a la distribución de ingresos netos, el principal cliente supuso un 21% sobre el total en 2024 y el Top 5 un 71,4%. No obstante, esta concentración se ve matizada, en gran medida, por el hecho de que los principales clientes de ENE son players de referencia dentro de la industria petroquímica, gasística y minero-siderúrgica. Cabe mencionar que el grupo mantiene una política prudente de cobro a sus clientes, mediante el cobro anticipado de los servicios prestados en la mayoría de los contratos ofrecidos. Según el tipo de contrato, el cobro se realiza el mes anterior a la prestación del servicio o, en el caso de contratos por carga (“Contract of Affreightment”) o a corto plazo (“Voyage Charter” o spot), antes de entregar la mercancía en el puerto de destino. Respecto a la diversificación por tipo de carga, si bien la carga líquida representó la mayor parte de los ingresos del grupo en 2024 (73%), seguida de la carga seca (15%) y gas (12%), el margen en 2024 (cifra de negocio neta - costes operativos - amortizaciones - costes financieros) se generó, prácticamente, a través de contratos de transporte de carga seca.

Estructura Accionarial y Gobernanza

- **Accionariado estable que ha supuesto un soporte financiero al grupo en ejercicios recientes**

La sociedad matriz del grupo (Empresa Naviera Elcano, S.A.) está participada en un 58,23% por Grupo Nosa Terra 21, S.A., en un 20,25% por Abanca Corporación Bancaria, S.A., en un 15% por Naviera Murueta S.A. y un 6,52% por accionistas minoritarios. Su principal accionariado se mantiene sin variaciones significativas desde su privatización en 1997. Destaca positivamente el apoyo mostrado por la estructura de propiedad en su trayectoria reciente. De este modo, en julio de 2023, tras no refinanciar completamente la emisión de los bonos llevada a cabo en 2018, el accionista mayoritario concedió un préstamo de €14m a ENE, que le permitió afrontar las inversiones y obligaciones financieras del ejercicio.

- **Experimentado equipo gestor y desarrollo de una política financiera bajo una perspectiva de prudencia**

El management de la compañía presenta una extensa trayectoria en el grupo y en la industria, lo que se constituye como un factor positivo en cuanto a la toma de decisiones. Atendiendo a la política financiera adoptada por la gestión, se encuentra condicionada por el impacto sobre los niveles de apalancamiento de cuestiones inherentes a la operativa de la compañía (p. ej. las varadas y adquisición de buques asociados a contratos a largo plazo). Pese a ello, se considera que el apalancamiento financiero de ENE no se sitúa en umbrales excesivamente elevados. A futuro, bajo la premisa de mantener una estructura financiera balanceada, el plan estratégico del grupo se enfoca en la continuidad en la potenciación de servicios de transporte marítimo internacional de productos energéticos de mayor margen y en mercados geográficos protegidos, de forma que su operativa no se vea afectada.

- **Favorable política ESG**

Atendiendo a los datos ESG analizados y una vez aplicada nuestra metodología, desde EthiFinance Ratings se valoran las políticas ESG de Empresa Naviera Elcano como positivas (ESG score de la compañía entre 1,0 y 1,5), destacando aspectos relativos a gobernanza y políticas sociales. Como resultado, la calificación del perfil financiero de la compañía se ve favorecida por este factor.

Perfil Financiero

Ventas y Rentabilidad

- **Recuperación de los márgenes operativos que se espera que continúe en el corto plazo**

Rentabilidad. Principales magnitudes ⁽¹⁾. Miles de USD.				
	2022	2023	2024	24vs23
Facturación	974.902	1.072.384	915.194	-14,7%
EBITDA	81.835	62.562	70.504	12,7%
Margen EBITDA	8,4%	5,8%	7,7%	1,9pp
EBIT	32.018	-5.427	16.934	412,0%
Margen EBIT	3,3%	-0,5%	1,9%	2,4pp
Gastos financieros ⁽²⁾	-24.971	-30.997	-32.164	3,8%
EBT	13.500	-44.085	-14.830	66,4%

⁽¹⁾ No incluyen ajuste por arrendamientos operativos, dado el carácter asociado en el caso de ENE. ⁽²⁾ No incluyen los gastos financieros asociados a deudas con empresas del grupo y asociadas.

Atendiendo a la evolución de la facturación, el crecimiento registrado en los últimos ejercicios se ha visto interrumpido en 2024, como consecuencia de una serie de factores, como el menor volumen transportado de crudo brasileño, servicio accesorio a la actividad principal del grupo, así como el impacto de la finalización de un contrato a largo plazo de un buque con un cliente de referencia, a finales de 2023, y de la ausencia de los ingresos brutos generados por dos buques que fueron vendidos en marzo de 2024.

Por otra parte, se observa una mejora de los márgenes operativos en el último ejercicio, con un margen EBITDA del 7,7% (+1,9pp vs 2023) y un margen EBIT del 1,9% (-0,5% en 2023), no obstante, situados por debajo de los valores de referencia del sector. Cabe mencionar que estos se vieron penalizados en 2023 por el impacto derivado de las varadas (11), el conflicto bélico en Ucrania, que obligó a reubicar las varadas, y la evolución negativa del mercado spot, modelo bajo el que el grupo mantenía asignados tres buques (uno actualmente). De este modo, el menor impacto provocado por las varadas (cuatro) permitió una mejora de las rentabilidades operativas en 2024, no obstante, penalizadas por la conclusión del contrato a largo plazo mencionado, junto con la interrupción temporal del servicio aportado por un buque (siete meses) por labores de reparación.

Esta mejora de los márgenes operativos recogida en el último ejercicio se trasladó a los resultados finales, reduciendo las pérdidas registradas, lo que, por otra parte, refleja la conveniencia de una continuidad en la mejora de la eficiencia operativa, dada la elevada carga asociada al endeudamiento financiero de la compañía. En este sentido, se espera un mantenimiento de la senda de crecimiento de los márgenes, en el corto plazo, favorecida por la vuelta a la operativa del buque reparado y la aportación derivada de la adquisición de un nuevo buque en 2025, aparejado a un contrato con una elevada rentabilidad asociada.

Endeudamiento y Cobertura

- Reducción de los niveles de apalancamiento

Detalle DFN/EBITDA. Miles de USD.			
	2022	2023	2024
Deuda con EECC	307.980	337.986	294.928
Préstamos	295.198	325.204	286.143
Pólizas de crédito	12.782	12.782	8.785
Bonos	120.024	90.746	85.437
Arrendamientos financieros	16.769	49.789	43.269
Otros pasivos financieros	1.159	1.159	1.159
DFT	445.932	479.680	424.793
Caja	88.888	53.159	65.789
Activos líquidos	3.864	3.271	8.163
DFN	353.180	423.250	350.841
EBITDA	81.835	62.562	70.504
DFN/EBITDA	4,3x	6,8x	5,0x

En términos de apalancamiento, la evolución de ENE en el último ejercicio se considera positiva, cuestión que se refleja en la reducción del ratio DFN/EBITDA registrada, no obstante, permaneciendo en umbrales relativamente elevados (5,0x vs 6,8x en 2023). La mejora, en términos de EBITDA, se vio complementada por una disminución del endeudamiento financiero neto, favorecida por la reducción de las necesidades de financiación derivadas de la mejora del flujo de caja libre, entre otros factores. Se espera que la continuidad en cuanto a la exposición a financiación ajena, junto con el positivo desempeño en cuanto a la generación de recursos operativos, desemboque en una nueva reducción de este indicador en el corto plazo.

Por otra parte y pese a la mejora recogida en 2024, el ratio de cobertura de intereses (EBITDA/Intereses) se mantuvo en umbrales ajustados, en 2,2x (2,0x en 2023), penalizado por el incremento de los costes de financiación observado en los últimos años.

Dentro de su perfil de deuda, ENE muestra unos adecuados niveles de diversificación, no obstante, destacando la presencia de deuda con entidades de crédito, que representó el 69% de la deuda financiera bruta, a cierre de 2024. Ello se complementa con su presencia en los mercados de bonos, a través de dos emisiones con vencimiento en 2026 (\$60m) y 2027 (\$20m), y que, desde la compañía, se trabaja en su refinanciación.

Análisis de Flujo de Caja

- Recuperación del flujo de caja libre, no obstante, insuficiente para afrontar los compromisos financieros anuales

Generación de caja. Principales magnitudes. Miles de USD.

	2022	2023	2024
Funds from Operations (FFO)	57.331	34.194	27.468
Variaciones working capital (+/-)	23.290	-21.933	19.623
Cash flow operativo	80.621	12.261	47.091
Pagos por inversiones (-)	-86.833	-104.148	-14.977
Cobros por desinversiones (+)	5.258	13.414	31.661
Flujo de caja libre	-954	-78.473	63.775
Dividendos y remuneraciones de otros instrumentos de patrimonio	-2.115	-684	0
Cash flow generado internamente	-3.069	-79.157	63.775
Amortización de deuda	-57.985	-118.992	-114.404
Emisión nueva deuda	57.445	162.420	63.259
Variación del saldo de caja	-3.609	-35.729	12.630
Efectivo al comienzo del ejercicio	92.497	88.888	53.159
Caja al final del ejercicio	88.888	53.159	65.789

ENE muestra una capacidad de generación de flujos de explotación positivos de manera recurrente, no obstante sujeta al impacto de los periodos de pago y cobro sobre las variaciones del working capital. En el último ejercicio, el cash flow operativo se vio favorecido por una mejora en la gestión del circulante, principalmente, vía pagos. Ello, junto con una significativa reducción de las salidas de caja asociada al menor número de varadas, permitió una significativa mejora del flujo de caja libre (\$63,8m vs -\$78,5m en 2023), adicionalmente, favorecida por las entradas de caja procedentes de la venta de dos buques. Esta mejora desembocó en una menor dependencia de recursos ajenos para afrontar los compromisos financieros anuales, dando lugar a una reducción de la deuda financiera bruta y, a su vez, de la deuda financiera neta, favorecida, a su vez, por un fortalecimiento de la posición de caja (+\$12,6m), que ascendió a \$65,8m, a diciembre de 2024.

En el corto plazo, se espera que la vuelta a resultados positivos y la continuidad en estabilidad en cuanto a las salidas de caja correspondientes a varadas (cuatro estimadas en 2025), contribuya positivamente, en términos de generación de caja, no obstante, considerando las salidas de caja esperadas en 2025 por la incorporación de un nuevo buque (\$21,4m). De este modo, desde la compañía se estima que el saldo de caja en 2025 permanezca en valores similares a los del último ejercicio.

Capitalización

- Adecuados niveles de capitalización

Estructura de activo y endeudamiento ⁽¹⁾. Miles de USD.

	2022	2023	2024	24vs23
Total Activo	1.085.683	998.430	996.465	-0,2%
Activo No Corriente	616.020	638.067	569.103	-10,8%
Activo Corriente	469.663	360.363	427.362	18,6%
NOF ⁽²⁾	90.742	58.200	28.842	-50,4%
Patrimonio Neto	384.511	342.244	308.791	-9,8%
Deuda Financiera Total	445.932	479.680	424.793	-11,4%
Deuda Financiera Neta	353.180	423.250	350.841	-17,1%
PN/DFT	86,2%	71,3%	72,7%	1,9%
DFN/EBITDA	4,3x	6,8x	5,0x	-1,8x
EBITDA ajustado/Intereses ajustados ⁽³⁾	3,3x	2,0x	2,2x	0,2x

⁽¹⁾ No incluyen ajuste por arrendamientos operativos, dado el carácter asociado en el caso de ENE. ⁽²⁾ Existencias + Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar - Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar. ⁽³⁾ No incluyen los gastos financieros asociados a deudas con empresas del grupo y asociadas.

A cierre de 2024, el activo total del grupo se situó en \$996,5m, activo que muestra un equilibrio entre la inversión no corriente, determinada por la flota en propiedad y en arrendamiento financiero, contabilizada dentro del inmovilizado material (saldo, a cierre de 2024: \$464,1m vs \$528,5m en 2023); y la inversión corriente, en la que destaca la presencia de los sados pendientes de cobro (Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar: \$247,1m vs \$174,4m en 2023). Si bien el activo no corriente se vio reducido en 2024 (-10,8% YoY), a raíz de la baja de los dos buques vendidos, por el lado del activo corriente, el incremento de los derechos de cobro explica el aumento registrado (+18,6% YoY), permaneciendo el activo total en valores similares a los de 2023 (-0,2% YoY).

ENE opera con una estructura financiera, caracterizada por unos adecuados niveles de capitalización, representando el patrimonio neto un 72,7% sobre la deuda financiera total, a diciembre de 2024. No obstante, este indicador se ha visto penalizado en los últimos ejercicios por las pérdidas registradas, que han desembocado en un debilitamiento de la estructura de fondos propios.

No obstante, se espera una progresiva recuperación del ratio de capitalización, motivada por una conjunción entre la vuelta a resultados positivos y una continuidad en la reducción del endeudamiento financiero.

Liquidez

- Buena liquidez

Elcano reporta unos orígenes de fondos (caja, activos líquidos, pólizas de crédito por disponer y FFO esperado a corto-medio plazo), que le permite hacer frente a sus compromisos de pago (principalmente, deuda y capex de mantenimiento, incluyendo varadas estimadas) durante los próximos dos años, derivando en una calificación de la liquidez del grupo, como elevada. Este aspecto, unido a un perfil de refinanciación que se entiende como satisfactorio, deriva en una calificación de la liquidez como buena.

Modificadores

Controversias

- El grupo no presenta ninguna controversia.

Riesgo País

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

No obstante, debe destacarse que la mitad de las ventas netas en 2024 provinieron de Brasil y Argentina. Dada la naturaleza de los productos transportados (gas, crudo, minerales, productos químicos...), se trata de una actividad clave en la que ENE realiza operaciones únicamente con grupos internacionales de primer nivel y elevada solvencia, aspecto que mitiga en alto grado un potencial riesgo país.

Proyecciones Financieras

Las siguientes proyecciones están basadas en nuestras valoraciones y los datos facilitados por el cliente. El caso base presentado por ENE ha sido sensibilizado por parte de EthiFinance Ratings para reflejar, no solo nuestra visión tanto de la compañía, como en comparación con sus pares, sino también nuestra visión macroeconómica y sectorial.

Dicha sensibilización ha ido orientada, fundamentalmente, hacia los márgenes operativos y, consecuentemente, sobre el FFO, sobre la base del ritmo de recuperación de estas magnitudes, dada la situación del sector, tras la caída del mercado del gas a principios de 2024 (normalización de este sector estimada por los expertos para 2026), y el proceso de reconversión de uno de los buques de la compañía, una vez finalizado el contrato con un importante cliente, a finales de 2023.

En cualquier caso, se espera una continuidad en la mejora progresiva de los márgenes operativos, tras haberse visto afectados, sobre todo en 2023, por las numerosas varadas llevadas a cabo. Ello, junto con una menor exposición a financiación ajena estimada, se espera que redunde favorablemente sobre el ratio de apalancamiento. Adicionalmente, se espera una mejora de las condiciones asociadas a la refinanciación de los bonos prevista, incidiendo positivamente sobre el ratio de cobertura de intereses proyectado.

Desde EthiFinance Ratings consideramos que la compañía se encuentra en una posición favorable para cumplir sus objetivos estratégicos, teniendo en cuenta su posicionamiento en el mercado y calidad crediticia, aspectos que benefician, a su vez, su capacidad de acceso a fuentes de financiación ajena. No obstante, las estimaciones del grupo no dejan de encontrarse sujetas a la evolución del mercado global, dada su operativa, así como del contexto geopolítico actual.

Principales magnitudes financieras proyectadas ⁽¹⁾. Miles de USD.

	2024	2025e ⁽²⁾	2026e ⁽²⁾	2027e ⁽²⁾
Facturación	915.194	878.896	899.059	911.179
EBITDA	70.504	86.132	100.695	109.342
Margen EBITDA	7,7%	9,8%	11,2%	12,0%
EBIT	16.934	32.449	43.363	50.364
Margen EBIT	1,9%	3,7%	4,8%	5,5%
EBT	-14.830	4.573	18.761	30.079
Total Activo	996.465	971.665	922.095	878.877
Patrimonio Neto	308.791	312.084	325.592	347.249
Deuda Financiera Total	424.793	395.452	332.191	267.206
Deuda Financiera Neta	350.841	330.697	293.280	231.233
PN/DFT	72,7%	78,9%	98,0%	130,0%
DFN/EBITDA	5,0x	3,8x	2,9x	2,1x
Funds From Operations	27.468	55.383	69.246	79.041
FFO/DFN	7,8%	16,7%	23,6%	34,2%
EBITDA/Intereses ajustados ⁽³⁾	2,2x	3,2x	4,0x	5,2x

⁽¹⁾ No incluyen ajuste por arrendamientos operativos, dado el carácter asociado en el caso de ENE. ⁽²⁾ Proyecciones elaboradas por EthiFinance Ratings, en base al plan de negocio de la compañía. ⁽³⁾ No incluyen los gastos financieros asociados a deudas con empresas del grupo y asociadas.

Principales Magnitudes Financieras

Principales magnitudes financieras ⁽¹⁾. Miles de USD.

	2022	2023	2024	24vs23
Facturación	974.902	1.072.384	915.194	-14,7%
EBITDA	81.835	62.562	70.504	12,7%
Margen EBITDA	8,4%	5,8%	7,7%	1,9pp
EBIT	32.018	-5.427	16.934	412,0%
Margen EBIT	3,3%	-0,5%	1,9%	2,4pp
EBT	13.500	-44.085	-14.830	66,4%
Total Activo	1.085.683	998.430	996.465	-0,2%
Patrimonio Neto	384.511	342.244	308.791	-9,8%
Deuda Financiera Total	445.932	479.680	424.793	-11,4%
Deuda Financiera Neta	353.180	423.250	350.841	-17,1%
PN/DFT	86,2%	71,3%	72,7%	1,3pp
DFN/EBITDA	4,3x	6,8x	5,0x	-1,8x
Funds From Operations	57.331	34.194	27.468	-19,7%
FFO/DFN	16,2%	8,1%	7,8%	-0,2pp
EBITDA/Intereses ajustados ⁽²⁾	3,3x	2,0x	2,2x	0,2x

⁽¹⁾ No incluyen ajuste por arrendamientos operativos, dado el carácter asociado en el caso de ENE. ⁽²⁾ No incluyen los gastos financieros asociados a deudas con empresas del grupo y asociadas.

Credit Rating

Credit Rating	
Perfil Negocio	BB+
<i>Análisis Sectorial</i>	<i>BB</i>
Ajuste ESG	Negativo
<i>Posicionamiento Competitivo</i>	<i>BB+</i>
<i>Gobernanza</i>	<i>BB+</i>
Perfil Financiero	BB
<i>Cash flow y endeudamiento</i>	<i>BB-</i>
<i>Capitalización</i>	<i>BBB-</i>
ESG Compañía	Positivo
Anchor Rating	BB+
<i>Modificadores</i>	<i>No</i>
Rating	BB+

Análisis Sensibilidad

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

La continuada consecución en los próximos años de los siguientes aspectos podría ayudar a una mejora del rating en el medio plazo: (i) mejora de la cobertura de intereses (EBITDA/Intereses: > 5,0x en promedio), (ii) incremento del ratio FFO/DFN por encima del 25%, (iii) reducción del apalancamiento (DFN/EBITDA: < 3,0x en promedio).

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

Retraso en la consecución objetivos estratégicos planificados, que derive, entre otros aspectos, en un deterioro de los principales ratios financieros, con especial mención al DFN/EBITDA (> 4,0x en promedio), FFO/NFD (< 15% en promedio) y PN/DFT (< 75% en promedio). Deterioro de las métricas ESG.

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