



ISSUER RATING
Long term

OUTLOOK
Stable

Initiation date 01/10/2021
Rating Date 27/06/2025

Contacts

Lead analyst
Carlos Díaz
carlos.diaz@ethifinance.com

Committee chair
Thomas Dilasser
thomas.dilasser@ethifinance.com

Rating Action y Rationale

- EthiFinance Ratings afirma la calificación de Elecnor, S.A. en “BBB” manteniendo la tendencia Estable.
- Elecnor S.A. (de ahora en adelante Elecnor o el grupo) es una empresa dedicada a la ingeniería y construcción de proyectos de infraestructuras, con un enfoque predominante en los sectores de energía y telecomunicaciones.
- La venta de Enerfín ha permitido a Elecnor repartir dividendos extraordinarios, fortalecer su balance y reducir su apalancamiento, favoreciendo la estabilidad de su calificación crediticia.
- La calificación se fundamenta en la sólida posición de Elecnor en sectores con un comportamiento estable, como los servicios públicos, la ingeniería y la construcción, así como en la elevada rentabilidad y resiliencia de su actividad concesional, que además presenta barreras de entrada significativas. Asimismo, se valora positivamente la mejora del perfil financiero del Grupo tras la entrada de liquidez derivada de la desinversión en Enerfín en 2024, con una reducción del apalancamiento (DFN/EBITDA < 3x) y una mejora en los niveles de capitalización (Equity/TFD > 150 %), considerando los datos consolidados de Elecnor y Celeo.
- Sin embargo, el más limitado posicionamiento competitivo de Elecnor en un entorno global y una cobertura de intereses moderada (EBITDA/Intereses agregado < 5x), que considera las cifras agregadas de Celeo y Elecnor, constriñen la calificación final.
- A pesar de la validez contable de integrar Celeo Concesiones e Inversiones mediante el método de la participación, se concluye que el análisis crediticio de Elecnor debe realizarse de forma global debido a la importancia de las cifras de Celeo. Por lo tanto, nuestra evaluación incluye las cifras de Elecnor e integra proporcionalmente las de Celeo en función de su participación. Por petición de la compañía, este informe no incluye el apartado de proyecciones.
- Para evaluar el perfil financiero de la compañía se ha aplicado un mix, según aportación a nivel EBITDA de las dos actividades principales, a nivel de métricas. La tabla de ‘standard cyclicality’ para el negocio de ingeniería y construcción y la tabla ‘infrastructure’ para la actividad concesional dado que esta se beneficia de tarifas reguladas y/o disposiciones contractuales que limitan la volatilidad.
- En línea con nuestra metodología, la compañía opera tanto en el sector de la ingeniería y construcción como en el sector “utilities” de transmisión de energía de alta tensión y energías renovables. Del análisis de los riesgos en términos de ESG se concluye que mientras el primero presenta un riesgo medio (puntuación en el heatmap del sector entre 3 y 4), el segundo presenta un riesgo medio-bajo (puntuación entre 2 y 3). Esta evaluación tiene un impacto neutral en el análisis general del sector. En cuanto al análisis ESG de la empresa, las políticas del grupo se consideran favorables (ESG de la empresa entre 1 y 1,5), lo que tiene un efecto positivo en el Perfil de Riesgo Financiero.

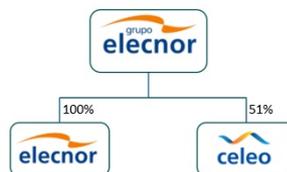
Descripción de la Compañía

Constituida en 1958 y con sede social en Madrid, Elecnor se distingue por su gestión integral de proyectos, participando activamente en todas las etapas de la cadena de valor, desde la planificación y diseño hasta la ejecución y mantenimiento. La sociedad es la matriz del grupo Elecnor 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 €1.699m.

A cierre de 2024, el grupo registró unas ventas de €3.957,9m, (0,4% interanual) con un EBITDA ajustado de €238,2m (€260,4m en 2023), situando su margen EBITDA en el 6,0% (6,6% en 2023) y el ratio DFN/EBITDA ajustado en 2,3x (4,1x en 2023).

En los años 80 y 90, la empresa se consolidó internacionalmente, expandiéndose a América Latina, África y el Medio Oriente. En esos años, Elecnor logró establecer importantes proyectos de infraestructura eléctrica y telecomunicaciones en países como Brasil, México y Argelia, demostrando su capacidad para operar en diversos entornos geográficos y regulatorios. Asimismo, entró en el sector de energías renovables con la creación de su filial Enerfín, enfocada en el desarrollo y operación de parques eólicos. Este movimiento estratégico permitió a la empresa posicionarse como pionera en el ámbito de las energías limpias. La diversificación en nuevos sectores y regiones no solo fortaleció su cartera de proyectos, sino que también consolidó su reputación internacional en la gestión de proyectos de alta complejidad.

En la década de los 2000, Elecnor amplió su presencia en América del Norte y Europa con proyectos clave en redes eléctricas y telecomunicaciones. En los años 2010, adoptó un enfoque integral en la gestión de infraestructuras y diversificó su actividad hacia sectores como el medio ambiente y el espacio. Este proceso culminó en 2024 con la venta de Enerfín a Statkraft con una plusvalía de €805m, una operación estratégica que consolidó el valor creado en el ámbito de las energías renovables.



Actualmente las actividades del Grupo Ecnor se estructuran en torno a tres grandes líneas estratégicas:

- **Servicios esenciales:** Prestación integrada de servicios de distribución eléctrica, telecomunicaciones, mantenimiento e instalaciones, fundamentales para mejorar la calidad de vida en las ciudades y que, además, complementan y fortalecen el negocio de proyectos sostenibles.
- **Proyectos sostenibles:** Promoción, construcción, operación y mantenimiento de infraestructuras de generación y transmisión de energía limpia a escala global, impulsando el desarrollo sostenible y el bienestar de las comunidades.
- **Concesiones y proyectos propios:** Desarrollo y gestión de activos a largo plazo a través de contratos de concesión e inversiones estratégicas. Esta línea incluye la actividad de Celeo, participada en un 51% por Ecnor, que gestiona activos concesionales en transmisión eléctrica y generación renovable en España y Latinoamérica.

Fundamentos

Perfil de Negocio

Análisis del sector

- **Actividad en sectores con dinámicas complementarias.**

La actividad del grupo Ecnor se enmarca en el sector de la ingeniería y construcción de proyectos y en el de “utilities” de transmisión de energía de alta tensión y energías renovables.

Ingeniería y construcción

El sector de la ingeniería y construcción se caracteriza por operar con márgenes estrechos e inferiores a los de otros sectores industriales. Esto se debe a los elevados costes asociados a materiales, mano de obra cualificada, equipos especializados, permisos y licencias, que condicionan de forma directa la rentabilidad de los proyectos. Además, es un sector con un perfil de rentabilidad volátil, influido por la ciclicidad económica, la elevada presión competitiva, el riesgo de desviaciones en costes y plazos, así como por su fuerte dependencia de contratos y licitaciones, tanto públicas como privadas. A ello se suma la exposición a cambios regulatorios, fiscales y políticos, especialmente en mercados internacionales.

Las empresas del sector deben gestionar además riesgos extraordinarios (geopolíticos, climáticos, contractuales), que pueden comprometer la rentabilidad esperada, haciendo imprescindible una gestión técnica y financiera rigurosa. En cuanto a la dinámica competitiva, el sector presenta barreras de entrada moderadas a altas, que limitan el acceso de nuevos actores. Entre ellas destacan: el acceso a ubicaciones estratégicas cada vez más limitadas, los elevados requerimientos de capital, la necesidad de personal técnico altamente cualificado, la experiencia acumulada en ejecución de grandes proyectos y la capacidad de cumplir con exigentes marcos regulatorios. La financiación también juega un papel clave, especialmente en proyectos de gran escala o con esquemas público-privados.

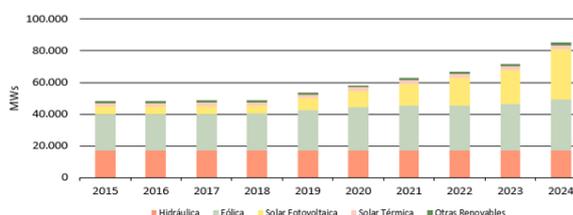
A pesar de sus desafíos, las perspectivas del sector son favorables. Según el informe 2025 Engineering and Construction Industry Outlook elaborado por Deloitte, se espera que la inversión en infraestructuras sostenibles, la digitalización de procesos constructivos y los compromisos globales en materia de sostenibilidad y transición energética impulsen la actividad del sector en los próximos años. En particular, se anticipa un crecimiento sostenido de la demanda en áreas como infraestructuras resilientes al cambio climático, electrificación, movilidad urbana y eficiencia energética, consolidando al sector como un eje clave en la transformación estructural de las economías.

Utilities

El sector de las utilities presenta, en términos generales, un perfil de rentabilidad sólida y predecible, sustentado en modelos de negocio con ingresos estables, contratos de largo plazo y, en muchos casos, regímenes tarifarios regulados. La recurrencia de los flujos de caja, unida a estructuras operativas eficientes y a la baja rotación de activos, permite a los operadores mantener márgenes consistentes, especialmente cuando cuentan con economías de escala y acceso competitivo a financiación. La volatilidad del sector es moderada, dado el carácter esencial de los servicios que presta y la relativa estabilidad normativa en buena parte de los mercados. No obstante, la rentabilidad puede verse afectada por factores como cambios regulatorios, evolución de los costes financieros, políticas energéticas, o mayores exigencias en materia de sostenibilidad, descarbonización y eficiencia operativa.

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 muy favorables, en particular en el contexto europeo y español. El Plan Nacional Integrado de Energía y Clima (PNIEC) 2023-2030 establece objetivos ambiciosos, como y 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.

- **Riesgo medio/bajo de los sectores en su conjunto en términos ESG con impacto neutro en la calificación.**

Del análisis de los riesgos en términos de ESG se concluye que mientras el sector de la ingeniería y construcción presenta un riesgo medio (puntuación en el heatmap del sector entre 3 y 4), el sector “utilities” presenta un riesgo medio-bajo (puntuación entre 2 y 3). Esto resulta en una evaluación sectorial que no se ve afectada por consideraciones relacionadas con la industria. En cuanto a los factores ambientales, estas industrias tienen un impacto medio en el clima con emisiones directas limitadas, aunque las emisiones de alcance 3 pueden ser significativas.

La materialidad financiera es baja debido a la regulación insuficiente, aunque esto probablemente cambiará en el corto y medio plazo. El impacto en la biodiversidad es medio, a pesar de un uso significativo del suelo. El sector tiene un alto impacto en los recursos como consumidor intensivo de materias primas y genera una cantidad considerable de residuos con baja reciclabilidad. El impacto en la cadena de suministro es limitado debido a la fuerte competencia y baja dependencia financiera. Los consumidores y los países se benefician de las mejoras en infraestructuras y el empleo generado por la industria de la construcción.

Posicionamiento Competitivo

- **Buen posicionamiento competitivo con amplia trayectoria, siendo una empresa de referencia en su sector a nivel nacional siendo más limitado su posicionamiento a nivel internacional.**

Elecnor mantiene una posición competitiva sólida en el ámbito de las infraestructuras eléctricas y la ingeniería. La compañía cuenta con una trayectoria consolidada en el diseño, ejecución y operación de proyectos técnicamente complejos, con presencia estable en mercados internacionales. Su especialización en segmentos como redes de transporte y distribución eléctrica, energías renovables e infraestructuras relacionadas con servicios básicos ha favorecido un posicionamiento diversificado a nivel geográfico y sectorial.

Desde el punto de vista operativo, destaca la integración vertical de su modelo de negocio, que abarca actividades de ingeniería, aprovisionamiento, construcción, operación y mantenimiento. Esta estructura contribuye a generar eficiencias y puede facilitar una mejor gestión de riesgos técnicos y contractuales. Asimismo, la compañía cuenta con capacidades internas para ejecutar proyectos de gran escala, lo que le permite acceder a licitaciones de mayor tamaño y complejidad.

La actividad internacional y la imagen de marca contribuyen a reforzar la visibilidad competitiva del grupo, si bien el

entorno permanece altamente fragmentado y con presión estructural sobre márgenes. En este contexto, Elecnor presenta algunos elementos diferenciales que podrían permitirle, en determinadas circunstancias, cierto grado de capacidad para influir en los términos económicos de sus contratos, particularmente en aquellos proyectos de contenido tecnológico elevado o desarrollados en entornos con mayores barreras de entrada.

El posicionamiento se ve reforzado por una importante cartera de proyectos pendientes de ejecución (backlog) que alcanzó los €2.709m a cierre de 2024, lo que supone un crecimiento del +5,1% respecto al ejercicio anterior. Este incremento refleja una evolución positiva en la actividad de contratación, con aumentos tanto en el ámbito nacional (+6,1%, hasta €795m) como internacional (+4,7%, hasta €1.913m). Además, hay que destacar que la estructura de la cartera sigue mostrando una marcada orientación exterior (71% del total), aunque con una ligera recuperación del peso del mercado doméstico.



- **Diversificación productiva y buena presencia internacional.**

Respecto a la diversificación por líneas de negocio, la compañía trabaja principalmente en las siguientes áreas de negocio:

- **Electricidad:** Infraestructuras para transporte, transformación y distribución de electricidad.
- **Generación de energía:** Proyectos llave en mano y promoción propia.
- **Telecomunicaciones:** Infraestructuras completas para operadores de telecomunicaciones.
- **Oil & Gas:** Contratista para operadores de gas en transporte y distribución.
- **Ferrocarriles:** Electrificación ferroviaria, subestaciones de tracción, etc.
- **Instalaciones:** Diseño, montaje, puesta en marcha, O&M de edificios y grandes infraestructuras.
- **Mantenimiento:** Servicios técnicos y comerciales de electricidad, comunicaciones, gas o agua.
- **Construcción:** Proyectos de construcción y edificación, ingeniería civil y rehabilitación.
- **Medio Ambiente y Agua:** Plantas de tratamiento de agua, redes de transporte y distribución, etc.
- **Espacio:** Diseño, ingeniería y desarrollo de soluciones para el espacio y TIC.

La diversificación por segmentos de negocio continúa siendo un aspecto positivo del perfil operativo de Elecnor. Destaca el área de Electricidad como principal fuente de ingresos, con una cifra de €1.839m en 2024, lo que representa un crecimiento del 17,9% interanual y consolida su peso relativo dentro del grupo. Este crecimiento se enmarca en el enfoque estratégico de la compañía por reforzar su presencia internacional, especialmente en mercados como Australia, Brasil y Chile.



Por el contrario, el segmento de Generación de energía registró una contracción del -31,6% en 2024, hasta €470m, frente a los €688m del ejercicio anterior. Esta disminución se debe principalmente a la desinversión en Enerfín, cuya venta a finales de 2023 ha supuesto su salida del perímetro de consolidación del grupo. Adicionalmente, la actividad del segmento se ha visto afectada por episodios de *curtailment* en determinados mercados, incluidos España, donde las limitaciones a la evacuación de energía han restringido la producción efectiva de ciertas instalaciones renovables.

Ambos factores han tenido un impacto negativo sobre la evolución interanual de los ingresos del área.

El resto de los segmentos presentan variaciones moderadas, sin cambios significativos en su contribución relativa al total. Instalaciones, por su parte, registró un incremento del 3,8% mientras que los segmentos de Mantenimiento, Construcción, agua y medio ambiente y Petróleo y gas se mantuvieron relativamente estables, con crecimientos interanuales acotados.

Desde una perspectiva geográfica, en 2024 se observa un cambio relevante en la composición del negocio de Elecnor, con un aumento del 12,2% en la facturación nacional. Esta evolución contrasta con la caída del -7,1% en los ingresos internacionales, que descienden hasta €2.140m.



El desplazamiento del peso relativo hacia el mercado doméstico supone una inflexión parcial respecto a la tendencia de ejercicios anteriores, caracterizada por una contribución internacional predominante y en ascenso. Aunque el Grupo sigue contando con una presencia sólida y diversificada en el exterior, con proyectos estratégicos en países como Australia, Brasil, Chile, Alemania, Angola, Senegal, Zambia y Estados Unidos, el ajuste registrado en 2024 responde a diversos factores. Por un lado, la finalización de proyectos relevantes ha reducido el volumen de ejecución internacional; por otro, la desinversión en activos como Enerfín, cuya cartera se concentraba mayoritariamente fuera de España, ha disminuido la exposición exterior.

Estructura Accionarial y Gobernanza

- **Estructura de accionistas con concentración de origen familiar desvinculada de la gestión.**

El control de Elecnor, S.A. recae en un grupo de diez familias fundadoras, que canalizan su participación a través de Cantiles XXI, S.L., sociedad que ostenta el 52,76 % del capital social. El resto del accionariado está compuesto por otros inversores, ninguno de los cuales supera el 3 % de participación individual. El flotante bursátil, que incluye tanto a inversores institucionales como minoritarios, así como la autocartera, se sitúa en torno al 44,5 %.

La estructura de gobierno corporativo se articula en torno a la Junta General de Accionistas y un Consejo de Administración compuesto por 14 miembros, entre los que se encuentran consejeros dominicales, independientes y un consejero ejecutivo. Los Comités de Auditoría y de Nombramientos y Retribuciones están presididos por consejeros independientes. Los cargos de presidente del Consejo de Administración y de consejero delegado (CEO) están separados. La presidencia corresponde a D. Jaime Real de Asúa, mientras que la dirección ejecutiva del Grupo está asumida por D. Alberto García de los Ángeles, nombrado CEO con efectos desde el 1 de enero de 2025, en línea con las mejores prácticas en materia de buen gobierno.

- **Equipo directivo cualificado y estrategia financiera prudente, con una sólida gestión de riesgos que fortalecen la estabilidad del grupo.**

En cuanto a la dirección de la sociedad, el equipo directivo está formado por profesionales con amplia experiencia en los sectores tecnológico e industrial, y con trayectorias en compañías de referencia a nivel nacional e internacional. Esta composición proporciona un equilibrio entre conocimiento técnico, visión estratégica y capacidad de ejecución. El equipo integra responsables especializados en áreas clave como energía, infraestructuras, servicios, promoción y control financiero, lo que permite una gestión operativa descentralizada y adaptada a las distintas unidades de negocio del Grupo, tanto en el ámbito nacional como internacional.

La política financiera del grupo se considera prudente y conservadora, enfocada en mantener un apalancamiento moderado. La empresa cuenta con un sistema de gestión de riesgos estructurado y dinámico que monitorea eficazmente los riesgos en los sectores y países donde opera. Este sistema garantiza una supervisión estable y una vigilancia específica de proyectos, asegurando una evaluación y mitigación integral de riesgos en su amplia operativa global.

- **Política ESG favorable a nivel de empresa, con impacto positivo en su calificación final.**

La empresa lleva a cabo una política activa en relación con los riesgos ESG (puntuación entre 1 y 1,5) con políticas responsables que incluyen tanto criterios sociales como medioambientales con certificaciones externas para los aspectos sociales y medioambientales, lo que conduce a un bajo riesgo de impacto de temas relacionados con el ESG en los ingresos, resultados, valor de los activos o reputación de la compañía. Las políticas de gobernanza son muy buenas, caracterizadas por un consejo de administración cualificado con separación de roles, divulgación pública de políticas (código de conducta empresarial y política de corrupción) y priorización de asuntos ESG. Esto también se

refuerza con métricas sociales adecuadas. Este análisis impacta positivamente en su Perfil de Riesgo Financiero mejorándolo en medio notch atendiendo a nuestra metodología.

Perfil Financiero

El presente análisis se basa en las cuentas anuales auditadas de Elecnor, S.A. y sus subsidiarias al 31 de diciembre de 2024 (Auditor: PricewaterhouseCoopers Auditores, S.L.), incluyendo las cifras financieras reportadas por Celeo Concesiones e Inversiones, S.L. al 31 de diciembre de 2024 (Auditor: KPMG Auditores, S.L.).

Celeo Concesiones

- **Estabilidad operativa y financiera, con márgenes sólidos pese a menor generación termosolar y normalización regulatoria.**

Elecnor posee el 51% de Celeo Concesiones e Inversiones, contabilizada por el método de participación debido a un acuerdo de control conjunto con APG. Aunque este método es válido, consideramos que, dada la relevancia de las cifras de Celeo, el análisis crediticio de Elecnor debe realizarse desde un enfoque de integración proporcionada. Así, nuestra evaluación del perfil financiero de Elecnor, incluyendo ratios de apalancamiento, cobertura de intereses y capitalización, se ha basado en las cifras agregadas de Elecnor y Celeo.

Principales magnitudes financieras Celeo Concesiones. Miles de €.				
	2022	2023	2024	24vs23
Facturación	306.575	291.880	289.772	-0,72%
EBITDA	241.780	198.252	193.336	-2,48%
Margen EBITDA	78,90%	67,90%	66,72%	-0,01pp
EBIT	177.342	137.440	131.153	-4,6%
Margen EBIT	57,80%	47,10%	45%	-1,8pp
EBT	104.088	74.204	66.758	-10,0%
Activo Total	3.358.594	3.413.370	3.295.768	-3,4%
Patrimonio Neto	1.388.183	1.416.996	1.350.033	-4,7%
Deuda Financiera Total	1.545.946	1.542.169	1.503.942	-2,5%
Deuda Financiera Neta	1.377.580	1.379.744	1.379.708	0,0%
PN/DFT	89,80%	91,90%	89,77%	-2,1pp
DFN/EBITDA	5,7x	7,0x	7,1x	0,1x
Funds From Operations (FFO)	206.589	191.253	177.151	-7,4%
FFO/DFN	15,00%	13,90%	12,8%	-1,1pp
EBITDA/Intereses	2,8x	2,3x	2,4x	0,1x

En el ejercicio fiscal 2024, los ingresos de Celeo se situaron en €289m, con una leve caída del 0,7 % respecto a los €292m registrados en 2023. Esta evolución responde principalmente a una menor generación eléctrica en las plantas termosolares en España, afectadas por los *curtailments* derivados de los desajustes entre oferta y demanda del sistema eléctrico. A ello se sumó el fin de la exención del Impuesto sobre el Valor de la Producción de Energía Eléctrica (IVPEE), cuyo impacto contable pasó a registrarse como gasto en tributos, en lugar de minorar la cifra de ventas como en ejercicios anteriores.

Como resultado, el EBITDA se redujo un 2,5 % interanual, hasta €193m, una contracción más acentuada que la de la facturación por el efecto mencionado del IVPEE. No obstante, el margen EBITDA se mantuvo estable en torno al 67 %, reflejo de la solidez estructural del negocio concesional de Celeo, basado en activos regulados de largo plazo y flujos predecibles.

En términos de estructura financiera, la compañía mantiene una elevada autonomía patrimonial, con un ratio patrimonio neto sobre deuda financiera total del 89,8 %, en línea con ejercicios anteriores. La deuda financiera neta se situó en €1.379,7m, manteniéndose prácticamente estable con respecto a los ejercicios anteriores, lo que situó el ratio DFN/EBITDA en 7,1x, un nivel elevado pero consistente con la naturaleza intensiva en capital del negocio concesional. Finalmente, la cobertura de intereses medida sobre el EBITDA se incrementó ligeramente hasta 2,4x, reforzando la sostenibilidad de la estructura de financiación del grupo.

Grupo Elecnor

En el siguiente apartado se presenta el análisis de la situación financiera del Grupo, sin considerar el ajuste derivado de la consolidación proporcional de Celeo.

Ventas y Rentabilidad

- **Normalización de ingresos y leve caída de la rentabilidad del grupo Elecnor en un ejercicio marcado por la venta de Enerfín .**

Al cierre del ejercicio fiscal 2024, la facturación del Grupo Elecnor alcanzó los €3.810,1m, con un crecimiento leve del

0,5% respecto a 2023, lo que refleja una cierta estabilización tras ejercicios anteriores de fuerte expansión. Esta evolución se explica por una actividad aún sólida en los sectores tradicionales del grupo, aunque con menor tracción de nuevos contratos de gran escala. El ejercicio estuvo además marcado por la venta de su filial de renovables Enerffin al grupo noruego Statkraft. Si bien la transacción se completó durante 2024, sus resultados no se incluyen en las magnitudes operativas del ejercicio, al haber sido clasificada como actividad discontinuada desde agosto de 2023, conforme a la NIIF 5. Esta reclasificación explica parcialmente la moderación observada en algunos indicadores agregados.

Rentabilidad. Miles de €.				
	2022	2023	2024	24vs23
Facturación	3.393.260	3.792.906	3.810.102	0,5%
Mg Bruto	48,7%	47,6%	52,4%	4,7pp
EBITDA ajustado ⁽¹⁾	134.716	175.772	151.763	-13,7%
Mg EBITDA ajustado ⁽¹⁾	4,0%	4,6%	4,0%	-0,7pp
EBIT	96.061	121.145	-45.900	-137,9%
Mg EBIT	2,8%	3,2%	-1,2%	-4,4pp
Gastos Financieros	-19.263	-27.732	-26.942	2,8%
EBT	80.154	97.761	-58.702	-160,0%
Resultado Consolidado ⁽²⁾	115.907	117.826	710.327	502,9%

(1) Excluye el resultado neto de la enajenación de activos no corrientes y sociedades dependientes.
(2) Incluye el resultado de operaciones interrumpidas.

A pesar del crecimiento contenido de ingresos, el margen bruto mejoró significativamente hasta situarse en el 52,4%, frente al 47,6% registrado en 2023, como resultado de una mayor eficiencia en la ejecución de proyectos, un control más estricto de los costes directos y una menor presión inflacionaria sobre insumos y subcontrataciones que en ejercicios anteriores.

En términos operativos, el EBITDA ajustado se situó en €151,8m, con un descenso del 13,7% respecto al ejercicio anterior. Esta caída se explica principalmente por el incremento de los costes estructurales, especialmente un aumento del 18% en los gastos de personal, así como por la reducción en los trabajos realizados por el grupo para su propio inmovilizado, que en ejercicios anteriores habían contribuido a elevar la rentabilidad contable. Ambos factores presionaron a la baja el margen EBITDA ajustado, que se situó en el 4,0%, en línea con el nivel registrado en 2022 pero por debajo del 4,6% alcanzado durante el 2023.

El beneficio operativo (EBIT) se redujo de forma muy significativa hasta los -€45,9m en 2024, frente a €121,1m en 2023. Este deterioro se debe, principalmente, a un incremento en la dotación a provisiones, como consecuencia de diversos procedimientos judiciales abiertos, entre ellos uno relacionado con una resolución firme de la CNMC (Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia).

Por su parte, los gastos financieros se redujeron ligeramente hasta €26,9m, frente a los €27,7m del ejercicio anterior. En consecuencia, el resultado antes de impuestos fue de -€58,7m, frente a los €97,7m positivos de 2023. Si bien esta cifra refleja una pérdida importante durante el ejercicio, debe interpretarse en el contexto de los factores no recurrentes previamente expuestos, como las dotaciones a provisiones y otros ajustes extraordinarios.

En este contexto, el resultado consolidado del grupo ascendió hasta los €710,3m, frente a los €117,8m del 2023, impulsado principalmente por la plusvalía derivada de la desinversión en Enerffin.

Endeudamiento y Cobertura

- Reducción notable en los niveles de apalancamiento con leve moderación de la cobertura financiera en 2024.

La deuda financiera total ajustada (DFT) del Grupo Elecnor se redujo de forma muy significativa en 2024, hasta €258,8m, frente a los €668,4m del ejercicio anterior, lo que representa una caída interanual del 61,3%. Esta evolución responde a una estrategia clara de saneamiento financiero y optimización del balance tras la desinversión de Enerffin. Los fondos obtenidos en dicha operación se destinaron en gran medida a la amortización anticipada de deuda, permitiendo una transformación estructural del perfil financiero. Comparado con 2022, la reducción acumulada supera los €780m.

En consecuencia, la deuda financiera neta ajustada (DFN) pasó a ser negativa en €147,1m, frente a una posición neta deudora de €351,4m en 2023 y €671,1m en 2022. Consideramos que esta posición de caja neta refleja una posición de balance desapalancada que dota al grupo de una capacidad muy favorable de maniobra.

El ratio DFN/EBITDA ajustado se situó en -1,0x al cierre de 2024, frente a 2,0x en 2023 y 5,0x en 2022, lo que supone una mejora acumulada de seis veces EBITDA en apenas dos ejercicios. Esta evolución no obedece a un mayor rendimiento operativo, sino a la sólida reducción del endeudamiento neto y a la reconfiguración estratégica de la estructura financiera del grupo tras la desinversión de activos. Esta situación de desapalancamiento estructural proporciona una base sólida que, salvo giros estratégicos, se espera mantener en los próximos ejercicios en línea con la actual orientación corporativa.

Cálculo DFN/EBITDA. Miles de €.			
	2022	2023	2024
Obligaciones financieras	175.951	268.490	107.525
Deudas con entidades de crédito	779.682	350.826	105.994
Pasivos por arrendamiento	87.994	49.120	45.284
Deuda Financiera Total (DFT)	1.043.627	668.436	258.803
Efectivo y otros activos líquidos	372.525	317.019	405.911
Deuda Financiera Neta (DFN)	671.102	351.417	-147.108
EBITDA ajustado	134.716	175.772	151.763
DFN/EBITDA aj.	5,0x	2,0x	-1,0x

El ratio de cobertura de gastos financieros, calculado como EBITDA ajustado sobre gastos financieros, se situó en 5,6x al cierre de 2024, algo por debajo del nivel alcanzado en 2023 (6,3x) y del máximo de 2022 (7,0x). Esta ligera corrección responde principalmente a la caída del EBITDA durante el ejercicio, ya que los gastos financieros se han mantenido prácticamente estables gracias a la política de reducción del endeudamiento adoptada por el grupo. A pesar de la bajada, el ratio se mantiene en niveles muy sólidos y coherentes con una estructura financiera saneada.

No obstante, considerando el 51 % de participación en Celeo, el Grupo Elecnor presenta un perfil de endeudamiento algo más elevado, aunque contenido. El ratio DFN/EBITDA se sitúa en torno a 2,3x, reflejando una estructura de capital equilibrada y una capacidad adecuada para atender sus compromisos financieros, apoyada en la recurrencia operativa de sus principales líneas de negocio y en la generación estable de flujos de caja. Este nivel se espera que se mantenga estable en los próximos ejercicios, en línea con la política financiera del grupo.

Análisis de Flujo de Caja

- Fuerte generación de caja tras la venta de Enerfín, con reparto extraordinario de dividendos y amortización de deuda financiera.

Elecnor mantuvo en 2024 una buena capacidad de generación de recursos, al registrar fondos de las operaciones antes de variaciones del capital circulante (FFO) por €135,8m, pese a una reducción del 16,2% interanual respecto a los €162,0m alcanzados en 2023, en línea con la evolución del EBITDA. El flujo de caja operativo se contrajo un 54,2%, situándose en €94,4m, una cifra que incluye €25,0m procedentes de operaciones interrumpidas. Excluyendo este efecto, el flujo operativo de las actividades continuadas ascendería a €69,4m, ligeramente por debajo del dato comparable de 2023 (€88,5m).

Cash flow. Miles de €.				
	2022	2023	2024	24vs23
EBT operaciones continuadas e interrumpidas	115.907	117.826	710.327	502,9%
+/- ajustes de resultado	-22.274	16.937	-633.916	-3842,8%
+/- otros flujos de explotación	22.062	27.284	59.438	117,8%
Funds From Operations	115.695	162.047	135.849	-16,2%
+/- variación WK	-2.090	-73.554	-66.432	-9,7%
+/- efectivo op. discontinuadas.	113.269	117.510	25.031	-78,7%
Cash Flow Operativo	226.874	206.003	94.448	-54,2%
Cash Flow Inversión	-128.548	-268.059	963.314	-459,4%
Cash Flow Libre	98.326	-62.056	1.057.762	-1804,5%
+/- variación patrimonio	-2.828	374	-168	-144,9%
- Dividendos	-31.010	-37.084	-573.690	1447,0%
Cash Flow Generado Internamente	64.488	-98.766	483.904	-589,9%
+/- variación de deuda	-80.068	110.412	-462.164	-518,6%
+/- variación por tipo de cambio	-	-	-	-
Variación de caja final	-15.580	11.646	21.740	86,7%
Caja inicial	388.105	372.525	317.019	-14,9%
Efectivo clasificado como op. discontinuadas	-	-67.152	67.152	0,0%
Caja final	372.525	317.019	405.911	28,0%

En el ámbito inversor, el grupo generó un flujo de caja positivo de €963,3m, resultado casi íntegro del ingreso por la venta de Enerfín, frente a las salidas de €268,1m registradas en 2023 (que incluían €255m de CapEx atribuible a Enerfín). Esta operación impulsó el flujo de caja libre hasta los €1.057,8m, revirtiendo ampliamente el dato negativo del ejercicio anterior (-€62,1m), y reflejando el impacto extraordinario de la transacción.

Durante el ejercicio, Elecnor destinó €573,7m al pago de dividendos, muy por encima de los €37,1m distribuidos en 2023. A pesar de esta cifra excepcional, el flujo de caja generado internamente fue positivo en €483,9m, frente a los -€98,8m registrados el año anterior.

Desde el punto de vista de la financiación, en 2024 la compañía acometió una fuerte amortización de deuda, lo que se tradujo en una salida neta de caja por este concepto de €462m, en contraste con la entrada de €110,4m registrada en el ejercicio anterior. Como resultado, la posición final de caja aumentó en €21,7m, alcanzando €405,9m al cierre de 2024 (frente a €317,0m en 2023). Esta cifra contempla también la reincorporación de los €67,2m que, al inicio del ejercicio, figuraban como saldo de caja asociado a operaciones discontinuadas (Enerfin).

Capitalización

- **Reforzamiento del perfil de capitalización en 2024, apoyado en una sólida estructura patrimonial.**

Durante 2024, el activo total del Grupo Elecnor se situó en €3.605,9m, lo que supone un descenso del 11,5 % respecto a los €4.075,8m registrados en 2023. Esta reducción responde, en gran medida, a la salida del perímetro de consolidación de los activos vinculados a la desinvertida Enerfin. No obstante, el activo no corriente experimentó un crecimiento significativo, alcanzando los €1.336,7m (+30,2 % interanual), impulsado por la reincorporación de activos operativos y el mantenimiento del esfuerzo inversor en infraestructuras y concesiones estratégicas. Por el contrario, el activo corriente se redujo hasta €2.269,3m (-25,6 % interanual), como consecuencia tanto de la salida de Enerfin como de una normalización de saldos de tesorería y cuentas a cobrar, que en 2023 habían mostrado un comportamiento excepcional.

Desde el punto de vista patrimonial, el Grupo Elecnor reforzó de forma significativa su estructura financiera en 2024, elevando su patrimonio neto hasta €1.166,7m, frente a los €925,6m (+26,1 % interanual) registrados al cierre de 2023. Esta evolución se explica, principalmente, por la aportación del resultado neto del ejercicio, derivado en gran medida de la plusvalía obtenida en la desinversión de Enerfin, así como por la dotación a reservas y otros movimientos de patrimonio. Cabe destacar, no obstante, que este crecimiento se vio parcialmente compensado por el reparto de dividendos a cuenta aprobado tanto en 2024 (€540m), tras la materialización de la operación, como para el ejercicio 2025 (€265m).

El fortalecimiento del patrimonio neto durante el 2024 se llevó a cabo en paralelo a la significativa mejora en el apalancamiento del grupo. En este contexto, el ratio de capitalización, medido como patrimonio neto sobre deuda financiera total (PN/DFT), alcanzó el 450,8 % al cierre de 2024, frente al 138,5 % registrado en 2023. Esta evolución refleja una buena estructura patrimonial que proporciona al grupo una amplia capacidad para afrontar nuevas inversiones, preservar su flexibilidad estratégica y mantener un perfil de riesgo conservador. De esta forma, de cara al corto y medio plazo, se prevé que la compañía mantenga niveles de capitalización favorables, en línea con su política financiera.

Liquidez

- **Sólida posición de liquidez y perfil de deuda equilibrado, pese a la concentración de vencimientos en el corto plazo.**

Calendario de vencimientos deuda financiera ⁽¹⁾ . Miles de €.		
	Importe	Peso
2025	124.718	58,41%
2026	49.230	23,06%
2027	12.680	5,94%
2028	5.997	2,81%
2029 y siguientes	20.894	9,79%
Total	213.519	

(1) Excluye la cifra de arrendamientos financieros.

A partir del análisis del calendario de vencimientos de deuda financiera, se desprende que el Grupo Elecnor mantiene un perfil de deuda razonablemente gestionable, a pesar de cierta concentración en el corto plazo. En concreto, el 58,4 % del total de la deuda vence en 2025, mientras que el 41,6 % restante se distribuye de forma escalonada entre 2026 y ejercicios posteriores. Esta configuración no representa un riesgo relevante en el contexto actual, teniendo en cuenta la posición neta de caja al cierre de 2024, así como la sólida capacidad operativa del grupo para generar recursos.

La presencia de vencimientos a partir de 2029 (9,8 % del total) otorga además un margen estructural de amortización en el largo plazo. En este sentido, el perfil de deuda se considera equilibrado, especialmente en un escenario de moderación del esfuerzo inversor tras la venta de Enerfin. De cara a los próximos ejercicios, se prevé que el grupo mantenga una política prudente de gestión financiera, apoyada en su fortaleza de balance y su autonomía frente al endeudamiento.

Modificadores

Controversias

- Actualmente el grupo no presenta controversias de importancia.

Riesgo País

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

Principales Magnitudes Financieras

Principales ratios financieros agregados Elecnor-Celeo ⁽¹⁾ . Miles de €.						
	2023	2024	2025E ⁽²⁾	2026E ⁽²⁾	2027 ⁽²⁾	24vs23
Facturación	3.941.765	3.957.886	4.111.029	4.191.021	4.250.685	0,41%
EBITDA	260.362	233.637	247.614	259.313	266.336	-8,52%
Margen EBITDA	6,61%	5,90%	6,00%	6,20%	6,30%	-0,01pp
PN/DFT	103,93%	172,60%	145,60%	151,80%	159,00%	0,7pp
DFN/EBITDA	4,1x	2,4x	3,2x	2,8x	2,6x	-1,7x
FFO/DFN	24,89%	51,90%	37,60%	40,50%	42,70%	0,2pp
EBITDA/Intereses	3,7x	3,5x	3,9x	3,9x	4,0x	-0,1x

(1) Cuentas agregadas por EthiFinance conforme al porcentaje de participación de Elecnor en Celeo (51%).
(2) Estimaciones realizadas por EthiFinance, en base al guidance de la empresa, los datos históricos y las nuevas tendencias del mercado.

Principales magnitudes financieras. Miles de €.						
	2023	2024	2025E ⁽¹⁾	2026E ⁽¹⁾	2027 ⁽¹⁾	24vs23
Facturación	3.792.906	3.810.102	3.962.506	4.041.756	4.100.673	0,5%
EBITDA Ajustado ⁽²⁾	175.772	151.763	166.425	177.837	184.530	-13,7%
Margen EBITDA	4,6%	4,0%	4,2%	4,4%	4,5%	-0,7pp
EBIT	121.145	-45.900	156.599	160.664	160.755	-137,9%
Margen EBIT	3,2%	-1,2%	4,0%	4,0%	3,9%	-4,4pp
EBT	97.761	-58.702	144.536	146.819	146.912	-160,0%
Activo Total	4.075.793	3.605.945	3.496.181	3.604.753	3.697.664	-11,5%
Patrimonio Neto	925.559	1.166.728	1.005.925	1.080.509	1.154.667	26,1%
Deuda Financiera Total Aj. ⁽²⁾	668.436	258.803	319.925	323.613	319.842	-61,3%
Deuda Financiera Neta Aj. ⁽²⁾	351.417	-147.108	107.359	70.169	28.642	-141,9%
PN/DFT Aj. ⁽²⁾	138,5%	450,8%	314,4%	333,9%	361,0%	312,4pp
DFN/EBITDA Aj. ⁽²⁾	2,0x	-1,0x	0,6x	0,4x	0,2x	-3,0x
Funds From Operations (FFO)	165.192	173.491	179.457	183.321	189.390	5,0%
FFO/DFN	47,0%	-117,9%	167,2%	261,3%	661,2%	-164,9pp
EBITDA Aj/Intereses	6,3x	5,6x	10,5x	10,0x	10,4x	-0,7x

(1) Estimaciones realizadas por EthiFinance, en base al guidance de la empresa, los datos históricos y las nuevas tendencias del mercado.
(2) Excluye el resultado neto de la enajenación de activos no corrientes y sociedades dependientes.

Credit Rating

Credit Rating	
Perfil Negocio	BBB
<i>Análisis Sectorial</i>	BBB
<i>Ajuste ESG</i>	Neutro
<i>Posicionamiento Competitivo</i>	BBB
<i>Gobierno corporativo</i>	BBB-
Perfil Financiero	BBB
<i>Cash flow y endeudamiento</i>	BBB-
<i>Solvencia</i>	A-
ESG Compañía	Positivo
Anchor Rating	BBB
<i>Modificadores</i>	-
Rating Corporativo	BBB

Análisis Sensibilidad

- Factores positivos en el largo plazo (↑)

Entorno económico favorable que resulte en una evolución muy positiva del sector y mayor volumen de negocio del grupo. Mejora de los niveles de endeudamiento (DFN consolidada ajustada/EBITDA recurrente < 1 veces), incremento de la cobertura de intereses (EBITDA/Intereses > 7 veces).

- Factores negativos en el largo plazo (↓)

Agravamiento del entorno económico y empeoramiento del volumen de negocio. Deterioro de ratios, DFN consolidada ajustada/EBITDA > 5x, FFO/DFN < 29% en promedio y EBITDA/Intereses por debajo de 3 veces.

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 provided ancillary services to related third parties of the rated entity, but not to the rated entity. However, according to our Conflict of Interest Policy, it does not involve a conflict of interest, since the aggregate sale does not exceed 5% of net turnover.
- The issued credit rating has been notified to the rated entity, and has not been modified since.

Conditions of Use for this document and its content:

For all types of Ratings that ETHIFINANCE RATINGS, S.L. (the "AGENCY") issues, the User may not, either by themselves or via third parties, transfer, sublease, sublicense, sell, extract, reuse, or dispose of in any other way the content of this Document to a third party, either for free or for consideration.

For the purpose of these Conditions of Use, any client who might have subscribed for a product and/or a service that allows him to be provided with the content of this Document as well as any privileged person who might access the content of this Document via www.ethifinance.com shall be considered as a User.

Nor may they alter, transform or distort the information provided in any way. In addition, the User will also not be permitted to copy and/or duplicate the information, nor create files which contain the information of the Document, either in its entirety or partially. The Document and its source code, regardless of the type, will be considered as the elaboration, creation, or work of the AGENCY and subject to the protection of intellectual property right regulation. For those uses of this Document which are permitted, the User is obliged to not allow the removal of the copyright of the AGENCY, the date of the Document's issuance, the business name as established by the AGENCY, as well as the logo, brands and any other distinctive symbol which is representative of the AGENCY and its rights over the Document. The User agrees to the conditions of Use of this Document and is subject to these provisions since the first time they are provided with this Document no matter how they are provided with the document. The Document and its content may not be used for any illicit purpose or any purpose other than those authorised by the AGENCY. The User will inform the AGENCY about any unauthorised use of the Document and/or its content that may become apparent. The User will be answerable to the AGENCY for itself and its employees and/or any other third party which has been given or has had access to the Document and/or its content in the case of damages which arise from the breach of obligations which the User declared to have read, accepted and understood upon receiving the Document, without prejudice to any other legal actions that the AGENCY may exercise in defence of its lawful rights and interests. The Document is provided on the acceptance that the AGENCY is not responsible for the interpretation that the User may make of the information contained. Credit analyses included in the Document, as well as the ratings and statements, are to be deemed as opinions valid on the date of issuance of the reports and not as statements of fact or recommendations to purchase, hold or sell any securities or to make any investment decision. The credit ratings and credit rating prospects issued by the AGENCY are consider to be its own opinion, so it is recommended that the User take it as a limited basis for any purpose that it intends to use the information for. The analyses do not address the suitability of any value. The AGENCY does not act as a fiduciary or an investment advisor, so the content of the Document should not be used as a substitute for knowledge, criteria, judgement or experience of the User, its Management, employees, advisors and/or clients in order to make investment decisions. The AGENCY will devote every effort to ensure that the information delivered is both accurate and reliable. Nonetheless, as the information is elaborated based on data supplied by sources which may be beyond the control of the AGENCY, and whose verification and comparison is not always possible, the AGENCY, its subsidiaries, and its directors, shareholders, employees, analysts and agents will not bare any responsibility whatsoever (including, without any limitations, loss of revenue or income and opportunity costs, loss of business or

reputational damage or any other costs) for any inaccuracies, mistakes, noncorresponding information, incompleteness or omission of data and information used in the elaboration of the Document or in relation to any use of its content even should it have been warned of potential damages. The AGENCY does not make audits nor assume the obligation of verifying independent sources of information upon which the ratings are elaborated. Information on natural persons that may appear in this document is solely and exclusively relevant to their business or business activities without reference to the sphere of their private life and should thus be considered. We would like to inform that the personal data that may appear in this document is treated in accordance with Regulation (EU) 679/2016, on the protection of natural persons with regard to the processing of personal data and the free movement of such data and other applicable legislation. Those interested parties who wish to exercise the rights that assist them can find more information in the link: <https://www.ethifinance.com/> in the Privacy Policy page or contact our Data Protection Officer in the mail dpo@ethifinance.com. Therefore the User agrees that information provided by the AGENCY may be another element to consider when making business decisions, but decisions will not be made based solely on it; that being the case the AGENCY will not be held responsible for the lack of suitability. In addition, the use of the information before courts and/or tribunals, public administrations, or any other public body or private third party for any reason shall be solely the User's responsibility and the AGENCY shall not be held responsible for any liabilities on the grounds of inappropriateness of the information's contents. Copyright © 2023 ETHIFINANCE RATINGS, S.L. All Rights Reserved. C/ Benjamín Franklin S/N, Edificio Camt, 1º Izquierda, 18100, Granada, España C/ Velázquez nº18, 3º derecha, 28001 - Madrid