


ISSUER RATING
LongTerm

OUTLOOK
Positive

Initiation date	01/10/2021
Rating Date	29/06/2026

Contacts

Lead analyst

Aitor Sanjuan Sanz
aitor.sanjuan@ethifinance.com

Secondary analyst

Daniel Rivas
daniel.rivas@ethifinance.com

Committee chair

Antonio Madera Del Pozo
antonio.madera@ethifinance.com

Rating Action y Rationale

- EthiFinance Ratings afirma la calificación a largo plazo de Elecnor S.A en “BBB”, cambiando la tendencia de Estable a Positiva.
- El cambio de tendencia responde a una mejora sostenida del perfil financiero de la compañía. Tras la desinversión de Enerfín, las métricas ajustadas muestran un apalancamiento controlado y decreciente con un DFN/EBITDA ajustado <2x y unos ratios de cobertura fortalecidos, con un EBITDA/Intereses >5x y un FFO/DFN >50%. Esta evolución, de mantenerse, pudiera derivar en una mejora de calificación, justificando la tendencia otorgada.
- 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 calificación se fundamenta en; i) una larga trayectoria de Elecnor en sectores estables como los servicios eléctricos, la ingeniería y la construcción de infraestructuras energéticas, con más de 65 años de experiencia, presencia en más de 50 países y un modelo de negocio verticalmente integrado que abarca desde el diseño hasta la operación y mantenimiento; ii) un perfil de rentabilidad del negocio concesional aportado por Celeo (margen EBITDA del 67,2% en 2025), con barreras de entrada elevadas y flujos de caja predecibles sustentados por contratos regulados a largo plazo en transmisión eléctrica en Brasil y Chile; iii) la notable mejora del perfil financiero del Grupo tras la desinversión de Enerfín; y iv) una actividad comercial que da muestra del consolidado posicionamiento a través de un backlog que crece hasta €2,8bn a cierre de 2025 (+5,0% YoY), con una marcada orientación internacional (c.70% del total), la cual proporcionará visibilidad en los años venideros y respaldará el cumplimiento de los compromisos recogidos en el Plan Estratégico 2025-2027.
- Por otro lado, el rating está limitado por; i) el más modesto posicionamiento competitivo internacional de Elecnor frente a grandes actores globales del sector EPC, lo que restringe el acceso a los proyectos de mayor escala y acota el poder de negociación frente a clientes institucionales en ciertas geografías; y ii) un perfil de rentabilidad inherente al sector de ingeniería y construcción, caracterizado por márgenes EBITDA históricamente reducidos (en el rango del 4%-6%), elevada volatilidad por la ciclicidad de la inversión, riesgos de desviación en costes y plazos de ejecución, y una marcada dependencia de la adjudicación recurrente de contratos en un entorno competitivo intenso.
- Aunque Celeo Concesiones e Inversiones se contabiliza mediante el método de la participación en los estados financieros consolidados de Elecnor, su relevancia económica y financiera justifica su incorporación proporcional en el análisis crediticio. Por ello, EthiFinance Ratings integra el 51% de Celeo en las principales magnitudes operativas y financieras.
- 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 cyclicity’ 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 de largo plazo que proporcionan mayor visibilidad de ingresos y limitan la volatilidad de los flujos de caja.
- 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 de medio notch en el perfil financiero de la calificación.

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, con una capitalización bursátil a fecha de este informe de aproximadamente €3,3bn.

A cierre de 2025, el grupo registró unas ventas de €4.387m (+15,1% YoY) con un EBITDA de €262,5m (margen EBITDA del 6,0%). A nivel de apalancamiento, Elecnor mantendría una posición neta de caja. Por su parte, atendiendo a las cifras agregadas, una vez integrada la participación de Celeo, el grupo reportaría una facturación de €4.536m (+14,6 YoY), un EBITDA de €349m (margen EBITDA del 7,7%) y un DFN/EBITDA ajustado que se situaría en 1,8x.

Como principales hitos, cabe señalar que fue durante las décadas de 1980 y 1990, cuando Elecnor empezó a reforzar su presencia internacional mediante la expansión hacia Latinoamérica, África y Oriente Próximo, desarrollando proyectos de infraestructura eléctrica y telecomunicaciones en mercados como Brasil, México y Argelia. En este periodo, el grupo también entró en el sector de las energías renovables mediante la constitución de Enerfín, filial centrada en la promoción y gestión de activos eólicos.

Desde los años 2000, Elecnor amplió su actividad en Norteamérica y Europa, principalmente en redes eléctricas, telecomunicaciones y otros servicios vinculados a infraestructuras. En 2024, completó la venta de Enerfin a Statkraft, operación que generó una plusvalía de €805m y reforzó significativamente su posición financiera, si bien redujo su exposición directa al negocio de generación renovable propia desarrollado a través de dicha filial.

Actualmente las actividades del Grupo Elecnor 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. Esta línea aporta al grupo flujos de ingresos recurrentes y de alta calidad crediticia, prestados mayoritariamente a grandes operadores eléctricos y administraciones públicas.
- **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. Esta línea concentra la ejecución de proyectos llave en mano (EPC) de gran escala y elevada complejidad técnica, con una marcada orientación internacional.
- **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 Concesiones e Inversiones, participada en un 51% por Elecnor y contabilizada por el método de la participación al existir un acuerdo de control conjunto con el fondo APG (49%), que gestiona activos concesionales de transmisión eléctrica en Brasil y Chile, así como plantas de generación termosolar en España.

Fundamentos

Perfil de Negocio

Análisis del Sector

- **Actividad del grupo dividida en dos sectores con dinámicas complementarias. El sector de ingeniería y construcción de proyectos y el de utilities, de transmisión de energía de alta tensión y energías renovables.**

Ingeniería y construcción

El sector de la ingeniería y construcción se distingue por operar con márgenes de beneficio reducidos (margen EBIT c.5%). Esta circunstancia responde a las sustanciales cargas económicas derivadas de los suministros, el personal técnico especializado, la maquinaria de alta complejidad y la gestión de licencias, elementos que condicionan de manera directa la rentabilidad de las operaciones. Asimismo, el perfil de rentabilidad de la industria presenta una volatilidad intrínseca, influenciada por la periodicidad de los ciclos económicos, la intensa presión competitiva y el riesgo latente de desviaciones en presupuestos y calendarios, además de una marcada dependencia de la adjudicación de contratos en los ámbitos público y privado. A estos factores se añade la vulnerabilidad ante fluctuaciones regulatorias, tributarias y políticas, con especial incidencia en las operaciones internacionales.

Adicionalmente, las compañías del sector deben gestionar contingencias de carácter extraordinario (geopolíticas, climáticas y contractuales) que pueden comprometer los resultados esperados, haciendo indispensable una disciplina estricta en la selección de proyectos, contratación, seguimiento de márgenes y control del circulante. En cuanto a la dinámica del mercado, el sector impone barreras de entrada de intensidad medio-alta en los segmentos de mayor complejidad técnica que dificultan la irrupción de nuevos competidores. Entre ellas destacan las referencias previas en proyectos comparables, la capacidad financiera, el acceso a avales y garantías, la disponibilidad de equipos técnicos cualificados, la experiencia en ejecución internacional y el cumplimiento de requisitos técnicos y regulatorios estrictos. Estas barreras son menos elevadas en actividades de menor especialización, donde la competencia puede ser más intensa.

Pese a este complejo escenario, las proyecciones para la industria se mantienen optimistas. Según el informe 2025 Engineering and Construction Industry Outlook publicado por Deloitte, se prevé que la inversión en infraestructuras sostenibles, la digitalización de los procesos de construcción y los compromisos internacionales en materia de transición energética y sostenibilidad impulsen la actividad sectorial en los próximos ejercicios. En particular, se anticipa una progresión constante de la demanda en segmentos como las infraestructuras resilientes ante el cambio climático, la electrificación, la movilidad urbana y la eficiencia energética, lo que reafirma el papel estratégico de este sector como motor en la transformación estructural de las economías globales.

Utilities

El segmento de infraestructuras energéticas presenta, en términos generales, un perfil de riesgo inferior al de las actividades tradicionales de ingeniería y construcción, debido a la mayor visibilidad de ingresos asociada a activos de transmisión eléctrica, concesiones y proyectos renovables con marcos regulatorios o contractuales de largo plazo. Este tipo de activos suele beneficiarse de flujos de caja más predecibles, menor riesgo de demanda que otros negocios industriales y barreras de entrada elevadas, derivadas de la intensidad de capital, la necesidad de autorizaciones

administrativas, la complejidad técnica y la experiencia requerida para operar infraestructuras críticas. En este sentido, las rentabilidades suelen ser elevadas, no obstante, estas y la generación de caja pueden verse afectadas por cambios regulatorios, revisiones tarifarias, condiciones de financiación, inflación, tipos de cambio, disponibilidad de recurso renovable y requerimientos medioambientales o sociales asociados al desarrollo y operación de los activos.

Las perspectivas del sector siguen siendo favorables a medio y largo plazo, apoyadas en la electrificación, la expansión y modernización de redes, la integración de energías renovables y los objetivos de transición energética en los mercados en los que opera Elecnor. En España, el PNIEC 2023-2030 contempla una penetración de energías renovables del 48% en el consumo final bruto de energía y del 81% en la generación eléctrica en 2030. No obstante, estas perspectivas deben interpretarse con prudencia, dado que la materialización de nuevas oportunidades dependerá del marco regulatorio de cada país, la capacidad de acceso a financiación competitiva, los plazos de autorización y construcción, y la disciplina en la inversión.

- **Riesgo ESG medio/bajo de los sectores en su conjunto 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

- **Destacada posición competitiva a nivel nacional, con una amplia trayectoria y una presencia internacional en expansión, aunque todavía de escala media.**

Elecnor mantiene una posición competitiva sólida en el ámbito de las infraestructuras eléctricas y la ingeniería dentro del mercado español, con una trayectoria de más de 65 años de experiencia. La compañía cuenta con una integración vertical de su modelo de negocio, que abarca actividades de ingeniería, aprovisionamiento, construcción, operación y mantenimiento, lo que le permite generar eficiencias y gestionar adecuadamente los riesgos técnicos y contractuales. La especialización en segmentos como redes de transporte y distribución eléctrica, energías renovables, telecomunicaciones e infraestructuras hidráulicas ha favorecido un posicionamiento sólido a nivel nacional. El crecimiento de la cifra de negocios del 15,1% en 2025 hasta €4.387m demuestra la capacidad de la compañía para ejecutar grandes proyectos en mercados geográficamente diversos, destacando especialmente la actividad en Australia con el proyecto EnergyConnect, el mayor interconector eléctrico construido en el país. No obstante, en el contexto internacional, Elecnor mantiene un posicionamiento más limitado frente a actores globales del sector EPC.

Comparativa de pares. miles de EUR.				
Compañía	Facturación	EBITDA	Mg EBITDA	Total Activos
ACS	49.848	3.070	6,2%	62.000
Acciona	20.236	3.211	15,9%	26.500
Ferrovial	9.627	1.457	15,1%	35.000
Técnicas Reunidas	6.466	330	5,1%	35.000
Sacyr	4.660	1.358	29,1%	16.000
Elecnor + 51% Celeo	4.536	349	7,7%	5.439
OHLA	4.022	208	5,2%	45.000

Elecnor cuenta con una serie de ventajas competitivas estructurales que fundamentan su modelo de negocio y refuerzan su posicionamiento. En primer lugar, destaca su probada capacidad de ejecución de proyectos “turnkey” de gran escala y elevada complejidad técnica, donde el grupo asume la responsabilidad integral del proyecto desde el diseño hasta la puesta en operación. Esta capacidad, unida a la compleja naturaleza de los propios proyectos, configura una barrera de entrada efectiva frente a competidores de menor escala, protegiendo los márgenes operativos y dando acceso al grupo a licitaciones internacionales restringidas a un número más reducido de contratistas.

Por otro lado, el grupo cuenta con una cartera diversificada de servicios esenciales con flujos de ingresos recurrentes

(servicios eléctricos, telecomunicaciones, mantenimiento e instalaciones), prestados mayoritariamente a grandes operadores eléctricos, administraciones públicas y clientes institucionales. Esta base de actividad recurrente compensa la mayor ciclicidad inherente al negocio de proyectos y aporta una fuente estable de generación de caja al perfil consolidado del grupo. A ello se suma el respaldo estratégico de Celeo Concesiones como brazo concesional regulado, que aporta flujos predecibles y de larga duración procedentes de activos de transmisión eléctrica en Brasil y Chile, así como de plantas termosolares en España, reforzando la resiliencia del modelo de negocio frente a la volatilidad propia del ciclo del sector EPC puro.

Desglose por segmento operativo Backlog 2025. millones de EUR						
	Importe	%/total	Nacional	% Nac.	Internacional	% Inter.
Proyectos	1.672	59%	131	7,8%	1.541	92,2%
Servicios	1.173	41%	733	62,5%	440	37,5%
Total	2.845		864	30,4%	1.981	69,6%

El backlog de producción ejecutable en los próximos 12 meses de Elecnor alcanzó los €2.845m a cierre de 2025, lo que supone un crecimiento del 5,0% respecto al ejercicio anterior y aporta visibilidad a corto plazo sobre la evolución de la actividad. Del total, el 59% corresponde al segmento de Proyectos, con €1.672m, y el 41% al segmento de Servicios, con €1.173m.

La cartera mantiene un marcado sesgo internacional, con €1.981m, equivalente al 69,6% del total, frente a €864m en el mercado nacional. No obstante, frente a 2024, el crecimiento se produjo tanto en el mercado nacional como en el internacional, sin que se observe una mayor internacionalización relativa de la cartera, dado que el peso internacional se redujo ligeramente desde el 70,6% hasta el 69,6%. La cartera internacional sigue apoyada principalmente en proyectos y actividades en mercados como Australia, Estados Unidos y Brasil, mientras que la cartera nacional se concentra en servicios y determinados proyectos de energía renovable.

- **Modelo de negocio por línea de actividad y marcada orientación internacional.**

Desde el punto de vista operativo, Elecnor presenta una alta diversificación por segmentos de actividad, aunque en 2025, el segmento de Electricidad siga siendo la principal fuente de ingresos. Esta diversificación por líneas de negocio reduce la exposición a una única fuente de demanda y permite a la compañía beneficiarse de los distintos ciclos sectoriales. Adicionalmente, la compañía integra a través de Celeo Concesiones (51% de participación) un brazo concesional regulado con activos de transmisión eléctrica en Brasil y Chile y plantas termosolares en España, que aporta flujos de caja recurrentes y predecibles.

Diversificación Ingresos por tipo de actividad. miles de EUR.						
	2023	2024	2025			% Total
Ferrocarriles	225.019	180.518	119.053			3%
Petróleo y gas	142.222	143.045	144.781			3%
Mantenimiento	393.128	398.963	388.758			9%
Const., agua y med. ambiente	326.502	339.233	439.629			10%
Instalaciones	184.624	191.619	206.884			5%
Telecom. y espacio	273.314	247.066	233.854			5%
Generación de energía	688.013	470.492	634.591			14%
Electricidad	1.560.084	1.839.166	2.219.790			51%
TOTAL	3.792.906	3.810.102	4.387.340			

Las principales actividades del grupo se concentran en infraestructuras eléctricas, generación de energía, instalaciones técnicas, construcción, mantenimiento, telecomunicaciones, recursos naturales, medio ambiente y agua, y ferrocarriles. Electricidad constituye la principal línea de negocio, con más de la mitad de la cifra de negocios en 2025, apoyada en la construcción y mantenimiento de redes, líneas de transmisión y subestaciones. Generación de energía recoge principalmente proyectos y servicios asociados a instalaciones renovables, mientras que Construcción, agua y medio ambiente e Instalaciones concentran actividades de obra civil, infraestructuras hidráulicas y soluciones técnicas para edificios e instalaciones industriales. Mantenimiento y Telecomunicaciones aportan una mayor recurrencia relativa, al estar vinculadas a servicios esenciales y redes operativas, mientras que Recursos naturales y Ferrocarriles representan actividades de menor peso, pero con capacidades técnicas específicas.

Desde el punto de vista geográfico, Elecnor mantiene una elevada diversificación internacional. En 2025, España representa cerca del 43% de la cifra de negocios (€1.868m), seguida por Brasil (€640m, 15%), Estados Unidos (€399m, 9%) y Australia (€327m, 7%), con presencia adicional en Italia, Chile, República Dominicana, México, Nueva Zelanda, Angola, Portugal, Lituania y Reino Unido. Esta amplitud geográfica le permite mitigar la exposición a entornos económicos específicos y aprovechar los planes de inversión en infraestructura eléctrica de las grandes economías.

Por su parte, la diversificación por cliente es amplia, con una base que combina grandes operadores eléctricos

(Iberdrola, Endesa, Naturgy, Red Eléctrica, EDP), operadores de telecomunicaciones, administraciones públicas españolas y extranjeras, y un número significativo de contratos con organismos multilaterales y empresas de utility internacionales.

Estructura Accionarial y Gobernanza

- **Estructura accionarial, estable, de origen familiar y un amplio free-float, que otorga estabilidad y flexibilidad estratégica.**

Elecnor se caracteriza por la presencia de un accionista de control estable, Cantiles XXI, S.L., vinculado a distintos grupos familiares y titular del 52,76% del capital social. El resto del accionariado se encuentra diversificado, sin participaciones individuales superiores al 3%, y con un free float estimado cercano al 45% una vez descontada la autocartera. Desde una perspectiva crediticia, esta estructura aporta estabilidad y visión de largo plazo, apoyada además por el carácter cotizado de la compañía. No obstante, la presencia de nueve consejeros dominicales vinculados a Cantiles refleja una influencia significativa del accionista de control en la supervisión estratégica. En conjunto, valoramos la estructura accionarial favorablemente.

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

El equipo directivo de Elecnor 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.

La política financiera del grupo se considera prudente y conservadora, enfocada en mantener un apalancamiento moderado. La compañía ha demostrado dicha prudencia a través de su gestión del balance post-Enerfín, manteniendo una posición de caja neta positiva y una elevada disponibilidad sobre las líneas de crédito sindicadas. El nuevo Plan Estratégico 2025-2027 aprobado durante el ejercicio establece un compromiso de distribución de dividendos superior a €220m en el trienio, manteniendo niveles de capitalización sólidos. El grupo cuenta con un sistema estructurado de gestión de riesgos que monitorea los riesgos en los sectores y países donde opera, con vigilancia específica de proyectos y una política de coberturas activa.

- **Política ESG favorable a nivel de empresa.**

La empresa lleva a cabo una política activa en relación con los riesgos ESG (puntuación entre 1 y 1,5) lo que mejora el perfil financiero en medio notch. El grupo cuenta con políticas ESG formalizadas, análisis de doble materialidad, objetivos integrados en el Plan Estratégico de Sostenibilidad 2025-2027 y sistemas de gestión certificados. En gobierno corporativo, destaca la separación entre Presidente y CEO, si bien la independencia del Consejo se mantiene limitada, con 4 consejeros independientes sobre un total de 14. En el ámbito social, el grupo mantiene un perfil adecuado, con 28.263 empleados, 17,7 horas de formación por empleado y un ratio de frecuencia de accidentes contenido en 1,9x. Desde el punto de vista medioambiental, la exposición estructural a electrificación, redes eléctricas y transición energética, junto con una cobertura ISO 14001 de >80% de la cifra de negocio, refuerzan la evaluación positiva, aunque las emisiones de alcance 1 y 2, de 119.125 tCO₂e, siguen siendo un área de seguimiento relevante.

Perfil Financiero

El presente análisis se basa en las cuentas anuales auditadas de Elecnor, S.A. y sus subsidiarias al 31 de diciembre de 2025 (Auditor: PricewaterhouseCoopers Auditores, S.L.), incluyendo las cifras financieras reportadas por Celeo Concesiones e Inversiones, S.L. al 31 de diciembre de 2025 (Auditor: KPMG Auditores, S.L.).

Ventas y Rentabilidad

- **Fuerte recuperación operativa de Elecnor y elevada estabilidad de Celeo**

En 2025, Grupo Elecnor (sin integrar proporcionalmente Celeo) registró una mejora significativa de su perfil operativo, con una facturación de €4.387,3m, un 15,1% superior a la de 2024, apoyada en la ejecución de grandes proyectos internacionales, destacando especialmente el proyecto EnergyConnect en Australia, el mayor interconector eléctrico del país, así como por la consolidación de la actividad en mercados estratégicos como Brasil, Estados Unidos, Italia y Chile, y en la normalización del perímetro tras la venta de Enerfín. Esta mejora de volumen se trasladó de forma clara a la rentabilidad, con un EBITDA ajustado de €262,5m y una expansión del margen EBITDA hasta el 6,0%. Esta mejora se explica por el efecto positivo del apalancamiento operativo derivado del crecimiento de volumen, la desaparición de los efectos no recurrentes que penalizaron 2024, y un mix de actividad más favorable con mayor peso de proyectos internacionales de alta complejidad y márgenes superiores. El EBIT se recuperó hasta €160,0m, tras el resultado negativo de -€45,9m en 2024, ejercicio afectado por impactos no recurrentes. Adicionalmente, los gastos financieros se redujeron hasta €18,8m, lo que refuerza la capacidad de cobertura de intereses del grupo. La posición de caja neta tras la desinversión de Enerfín, junto con la optimización de la estructura de financiación a través del nuevo sindicato firmado en junio de 2025 por importe de €350m con vencimiento en 2030, en condiciones más favorables que las del sindicato anterior, motivan este avance.

Rentabilidad. miles de EUR				
Grupo Elecnor	FY23	FY24	FY25	25vs24
Facturación	3.792.906	3.810.102	4.387.250	15,1%
Mg Bruto	47,6%	52,4%	52,6%	0,3pp
EBITDA Aj. ⁽¹⁾	175.772	151.763	262.542	73,0%
Mg EBITDA Aj. ⁽¹⁾	4,6%	4,0%	6,0%	2,0pp
EBIT	121.145	-45.900	159.969	448,5%
Mg EBIT	3,2%	-1,2%	3,6%	4,9pp
Gastos Financieros	-27.732	-26.942	-18.759	30,4%
EBT	97.761	-58.702	148.533	353,0%
Celeo	FY23	FY24	FY25	25vs24
Facturación	291.880	289.772	291.746	0,7%
Mg Bruto	88,8%	90,1%	90,8%	0,7pp
EBITDA	198.252	193.336	195.951	1,4%
Mg EBITDA Aj	67,9%	66,7%	67,2%	0,4pp
EBIT	137.440	131.153	137.456	4,8%
Mg EBIT	47,1%	45,3%	47,1%	1,9pp
Gastos Financieros	-85.302	-78.158	-93.582	-19,7%
EBT	74.204	66.758	62.407	-6,5%

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

Por su parte, Celeo mostró un comportamiento operativo estable, coherente con su perfil concesional y regulado. Sus ingresos se situaron en €291,7m en 2025, con un crecimiento limitado del 0,7%. Esta estabilización tras dos ejercicios consecutivos de leve contracción refleja una normalización progresiva de la actividad concesional, en un entorno donde las plantas termosolares en España vuelven a estar plenamente sujetas al IVPEE, tras la finalización del periodo de suspensión temporal del impuesto que estuvo vigente en ejercicios anteriores, y cuyo impacto ya está plenamente integrado en la base comparable. La actividad de transmisión eléctrica en Brasil y Chile, núcleo del negocio concesional regulado, ha mostrado un comportamiento estable, sostenido por los esquemas tarifarios indexados que caracterizan estos activos. El EBITDA aumentó un 1,4%, hasta €196,0m, manteniendo un margen muy elevado del 67,2%. Esta evolución confirma la resiliencia del negocio de transmisión eléctrica y generación renovable, aunque el incremento de los gastos financieros hasta €93,6m limita la mejora de resultados y sigue reflejando el mayor apalancamiento estructural de la actividad concesional.

Considerando el enfoque analítico ajustado (Elecnor más el 51% de Celeo), las ventas agregadas se sitúan en torno a €4.536m y el EBITDA ajustado agregado en torno a €349m en 2025, lo que implica un margen del 7,7% y evidencia la contribución positiva de Celeo a la rentabilidad consolidada ajustada.

De cara al periodo proyectado, desde EthiFinance Ratings proyectamos una normalización del crecimiento de Elecnor tras el fuerte avance de 2025, con ventas que se mantienen por encima de €4,4bn y un mantenimiento del margen EBITDA. En Celeo, se proyecta una evolución también estable, con ingresos en valores continuistas y márgenes EBITDA sostenidos en torno al 67%, en línea con la naturaleza regulada y de largo plazo de sus activos. En nuestra opinión, las proyecciones son razonables siempre que Elecnor mantenga disciplina en la ejecución de proyectos y Celeo preserve la estabilidad operativa de sus activos regulados; no obstante, la sostenibilidad de los márgenes deberá seguir monitorizándose por la exposición del negocio de Elecnor a riesgos de ejecución, por el actual complejo entorno macroeconómico y por la elevada carga financiera de Celeo.

Endeudamiento y Cobertura

- **Apalancamiento mejorado y en niveles controlados que mitiga una cobertura de intereses algo más modesta.**

La deuda financiera total contable (DFT) del Grupo Elecnor en términos standalone experimentó un incremento moderado en 2025, hasta €318,9m, frente a los €258,8m del ejercicio anterior, lo que representa un crecimiento interanual del 23,2%. Esta evolución responde principalmente a la firma en junio de 2025 del nuevo contrato de financiación sindicada por €350m con vencimiento en 2030, que reemplaza el sindicato anterior de €300m con vencimiento en septiembre 2026, del cual se dispusieron aproximadamente €126m a cierre del ejercicio. Por componentes, las obligaciones financieras (pagarés del MARF) se redujeron hasta €81,8m (desde €107,5m en 2024), mientras que las deudas con entidades de crédito se incrementaron significativamente hasta €189,2m (frente a €106,0m en 2024), reflejando la nueva estructura de financiación. Los pasivos por arrendamiento permanecieron prácticamente estables en €47,9m. A pesar de este incremento, el saldo de DFT se mantiene por debajo de los €668,4m registrados en 2023, evidenciando la transformación estructural del perfil financiero del grupo tras la desinversión de Enerfín.

Cálculo DFN/EBITDA. miles de EUR			
	FY23	FY24	FY25
Obligaciones financieras	268.490	107.525	81.811
Deudas con entidades de crédito	350.826	105.994	189.197
Pasivos por arrendamiento	49.120	45.284	47.914
Deuda Financiera Total	668.436	258.803	318.922
(+) Factoring sin recurso	33.290	34.984	32.200
(+) Integración deuda 51% Celeo	787.002	767.010	877.411
Deuda Financiera Total Ajustada	1.488.729	1.060.797	1.228.533
Efectivo y otros activos líquidos	317.019	405.911	515.228
(+) Integración efectivo 51% Celeo	82.837	63.359	92.644
Deuda Financiera Neta Ajustada	1.088.873	591.527	620.661
EBITDA ajustado	260.362	238.178	348.963
DFN/EBITDA Ajustado	4,2x	2,5x	1,8x
DFN/EBITDA Grupo Elecnor	2,2x	-0,7x	-0,6x
DFN/EBITDA Celeo	7,0x	7,1x	7,9x

No obstante, dado el peso económico y financiero de Celeo, EthiFinance Ratings incorpora proporcionalmente el 51% de sus principales magnitudes en el análisis crediticio, en línea con el enfoque aplicado al perfil financiero ajustado. Celeo aporta un perfil concesional y regulado, pero también un nivel de endeudamiento elevado: en 2025, su deuda financiera neta ascendió a €1.539m y su EBITDA a €196m, lo que implica un ratio DFN/EBITDA de 7,9x a nivel Celeo. La integración proporcional del 51% de Celeo añade aproximadamente €877m de deuda financiera bruta y €785m de deuda neta al perímetro analítico de Elecnor.

Como resultado, las cifras agregadas ajustadas sitúan el ratio de apalancamiento en 1,8x, valorándose este de forma favorable y compatible con una valoración financiera sólida, especialmente considerando que la deuda de Celeo está asociada a activos concesionales con flujos de caja más previsibles.

La cobertura de intereses agregada también presenta una mejora relevante, aunque se mantiene como un factor de análisis algo más modesto. Elecnor standalone muestra una cobertura muy holgada, con EBITDA/intereses de 14,0x en 2025, mientras que Celeo presenta una cobertura más ajustada, de 2,1x, afectada por su mayor carga financiera. A nivel agregado, el ratio EBITDA/intereses se sitúa en 5,2x.

De cara al periodo proyectado, desde EthiFinance Ratings se prevé un escenario que refleja una evolución financiera favorable, apuntando hacia un perfil financiero que se mantendrá sólido.

Análisis de Flujo de Caja

- Capacidad sostenida de generación de caja operativa.

Cash flow. miles of EUR			
	FY23	FY24	FY25
Funds From Operations	165.192	198.820	274.006
+/- variación WK	-20.274	192.867	108.753
Cash Flow Operativo	144.918	391.687	382.759
Cash Flow Inversión	-49.060	963.314	-104.448
Leasing Operativos	-18.574	-16.232	-19.963
Cash Flow Libre	77.284	1.338.769	258.348
- Dividendos	-37.084	-573.690	-273.006
Cash Flow Final Generado Internamente	40.200	765.079	-14.658
+/- variación de deuda	109.692	-407.608	62.835
+/- otros	374	-16.994	55
Variación de caja final	150.266	340.477	48.232
Caja al comienzo del período	372.525	317.019	405.911
Caja al final del período	317.019	405.911	515.228

Elecnor mantuvo en 2025 una sólida capacidad de generación de caja, al registrar fondos de las operaciones (FFO) por €274,0m. Esta mejora se explica fundamentalmente por la fuerte recuperación operativa del grupo. El flujo de caja operativo se situó en €382,8m, prácticamente estable respecto a 2024, tras incorporar una variación favorable de capital circulante de €108,8m. Esta cifra se valora favorablemente y refleja una buena conversión de EBITDA en caja

del negocio recurrente.

En el ámbito inversor, el grupo registró un flujo de caja negativo de €104,4m en 2025, frente al ingreso extraordinario de €963,3m del ejercicio anterior derivado de la venta de Enerfín. La cifra de 2025 refleja una actividad inversora normalizada, incluyendo el CapEx de mantenimiento y crecimiento del negocio en los segmentos de Servicios y Proyectos, así como la adquisición del grupo Ibertel (Ibertel Engineering Services, DM Ingeniería, Gabinete de Ingeniería y Altum Proyectos) por €13,8m, junto con otras incorporaciones menores (Serveis Grup Metareg, Masanés Instalaciones y Jet Aircraft Services). Tras computar los pagos por leasing operativos (-€20m), el flujo de caja libre se situó en €258,3m.

Durante el ejercicio, Elecnor destinó €273m al pago de dividendos, lo que supone una reducción del 52% respecto a los €573,7m distribuidos en 2024 pero todavía una cifra elevada al incorporar el complemento del dividendo extraordinario aprobado tras la venta de Enerfín. Como resultado, el flujo de caja generado internamente fue ligeramente negativo en -€14,7m, frente al excepcional positivo de €765,1m del ejercicio anterior.

Desde el punto de vista de la financiación, la variación de deuda en 2025 fue positiva por €62,8m, en contraste con la fuerte salida neta de €407,6m registrada en 2024, reflejando el efecto neto de la firma del nuevo sindicato de €350m que reemplazó al sindicato anterior. Como resultado, la posición final de caja se incrementó en €48,2m durante el ejercicio, alcanzando €515,2m al cierre de 2025 (frente a €405,9m en 2024).

Capitalización

- **Fuertes niveles de capitalización.**

Durante 2025, el activo total del Grupo Elecnor se situó en €3.659,8m (+1,5% YoY), evidenciando una estabilización del balance tras la transformación derivada de la desinversión de Enerfín. El activo no corriente creció hasta €1.430,7m (+7,0%), impulsado por la adquisición del grupo Ibertel, el esfuerzo inversor en activos fijos (PPE de €286,9m) y la participación en Celeo. El activo corriente se mantuvo estable en €2.229,1m, con una recomposición interna favorable: la tesorería se incrementó hasta €515,2m (frente a €405,9m) y los deudores comerciales crecieron hasta €1.033,9m en línea con la actividad.

Desde el punto de vista patrimonial, el patrimonio neto se contrajo hasta €943,2m (-19,2% YoY), debido fundamentalmente al reparto extraordinario de dividendos por €273,0m, que incorporó el complemento del dividendo extraordinario aprobado tras la venta de Enerfín, parcialmente compensado por la aportación del resultado neto del ejercicio (€110,7m de operaciones continuadas). Esta evolución, combinada con una deuda financiera total que se elevó durante el periodo resultan en un ratio de capitalización que se situó en 130,4% bajo cifras agregadas. Este ratio se considera en niveles excelentes y se espera se vaya reforzando a futuro con la generación de resultados a pesar de la prevista distribución de dividendos.

Liquidez

- **Holgada situación de liquidez apoyada en una posición de tesorería amplia y un perfil de deuda equilibrado.**

El Grupo Elecnor presenta una posición de liquidez excepcionalmente sólida a cierre de 2025. Las fuentes de liquidez incluyen una caja consolidada de €515,2m, otras inversiones financieras corrientes por €41,9m, una capacidad disponible no dispuesta del sindicato de aproximadamente €224m (sobre el límite total de €350m), y 15 líneas de crédito bilaterales por €180m de límite máximo, no dispuestas a cierre de ejercicio. A esto se suma la capacidad de generación recurrente de FCF estimada en €200-250m anuales. La cobertura es ampliamente suficiente, otorgando al grupo flexibilidad para acometer adquisiciones o oportunidades estratégicas.

En el corto plazo se prevé que la compañía continúe generando flujo de caja libre positivo, lo que le permitirá atender con cierta holgura sus vencimientos de deuda y simultáneamente, mantener su política de retribución al accionista en línea con el compromiso del Plan Estratégico 2025-2027 (>€220m en dividendos en el trienio). A medio plazo, la compañía afrontará la concentración de vencimientos del nuevo sindicato en 2030, junto con el desarrollo del programa de inversiones orgánicas e inorgánicas previsto. Sin embargo, desde EthiFinance Ratings se destaca la capacidad holgada para absorber estos desembolsos sin sufrir tensiones de tesorería ni comprometer su estabilidad operativa, manteniendo además margen para acometer eventuales operaciones corporativas inorgánicas complementarias. Todo esto gracias a la sólida reserva de liquidez acumulada tras la desinversión de Enerfín, a la elevada capacidad estructural de generación de caja del negocio recurrente, y el favorable acceso a fuentes de financiación.

Modificadores

Controversias

- No se han identificado controversias a la fecha de emisión de este documento que puedan afectar a la calificación.

Riesgo País

- No se ha identificado ningún riesgo país condicionante a la fecha de emisión de este documento que pueda afectar a la calificación.

Proyecciones Financieras

EthiFinance Ratings ha elaborado sus proyecciones financieras sobre la base de la información facilitada por la compañía, el desempeño histórico reciente y nuestros propios ajustes analíticos.

El escenario base asume una normalización del crecimiento tras el fuerte avance registrado en 2025, coherente con un perfil de actividad más estable tras la ejecución de grandes proyectos internacionales.

Las proyecciones contemplan un mantenimiento de rentabilidad, entendiéndose que puede ser complejo seguir mejorando márgenes en el actual incierto entorno macroeconómico. Esta premisa de márgenes sigue sujeta a la correcta ejecución de proyectos, control del circulante y ausencia de desviaciones materiales en costes o plazos.

El capex se proyecta estable en torno al 3% de las ventas, equivalente a aproximadamente €140m anuales en 2026-2028, en línea con las necesidades de mantenimiento y crecimiento del grupo.

En materia de financiación, se asume un coste de deuda normalizado en línea con el actual y un payout ordinario del 40% coherente con la política comunicada por la compañía al mercado en el marco de su Plan Estratégico 2025-2027.

Principales Magnitudes Financieras

Principales magnitudes financieras. miles de EUR						
	FY24	FY25	FY26e	FY27e	FY28e	25vs24
Facturación	3.810.102	4.387.250	4.488.256	4.678.672	4.629.924	15,1%
Adj EBITDA	151.763	262.542	251.342	271.363	277.795	73,0%
Margen EBITDA	4,0%	6,0%	5,6%	5,8%	6,0%	2,0pp
EBIT	-45.900	159.969	155.396	162.432	157.514	448,5%
Margen EBIT	-1,2%	3,6%	3,5%	3,5%	3,4%	4,9pp
EBT	-58.702	148.533	135.128	143.695	140.546	353,0%
Total Activo	3.605.945	3.659.769	3.739.182	3.845.716	3.864.978	1,5%
Patrimonio Neto	1.166.728	943.176	997.102	1.061.642	1.121.619	-19,2%
Deuda Financiera Total Aj.	293.787	351.122	336.897	304.027	282.478	19,5%
Deuda Financiera Neta Aj.	-112.124	-164.106	-130.108	-135.407	-133.963	-46,4%
PN/DFT Aj.	397,1%	268,6%	296,0%	349,2%	397,1%	-128,5pp
DFN Aj./EBITDA	-0,7x	-0,6x	-0,5x	-0,5x	-0,5x	0,1x
Funds From Operations	198.820	274.006	194.150	212.753	221.787	37,8%
FFO/DFN Aj.	-177,3%	-167,0%	-149,2%	-157,1%	-165,6%	10,4pp
EBITDA/Intereses	5,6x	14,0x	12,4x	14,5x	16,4x	8,4x

Principales ratios financieros agregados Elecnor-Celeo ⁽¹⁾ . miles de EUR						
	FY24	FY25	FY26e	FY27e	FY28e	25vs24
Facturación	3.957.886	4.536.040	4.637.790	4.828.954	4.780.958	14,61%
EBITDA	238.178	348.963	351.829	371.902	378.988	46,51%
Margen EBITDA	6,0%	7,7%	7,6%	7,7%	7,9%	0,02pp
PN/DFT	174,9%	130,4%	148,1%	157,5%	164,5%	-0,4pp
DFN/EBITDA	2,5x	1,8x	1,7x	1,6x	1,6x	-0,7x
FFO/DFN	48,9%	60,3%	49,3%	52,1%	52,9%	0,1pp
EBITDA/Intereses	3,6x	5,2x	5,3x	5,9x	6,1x	1,7x

⁽¹⁾ Cuentas agregadas por EthiFinance conforme al porcentaje de participación de Elecnor en Celeo (51%).

Credit Rating

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

Análisis Sensibilidad

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

La calificación crediticia podría verse positivamente impactada por la consolidación sostenida del crecimiento operativo registrado en 2025, así como por la ejecución exitosa y en plazo del backlog, lo que validaría la capacidad del grupo para gestionar simultáneamente proyectos de gran envergadura y diversificaría la base de ingresos.

Desde una perspectiva analítica la consolidación del ratio de cobertura de intereses agregada por encima de 5,5x y una reducción del apalancamiento por debajo de 1,7x podrían derivar en una subida de rating.

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

La calificación crediticia podría verse negativamente impactada por un deterioro significativo del entorno macroeconómico que afecte al volumen de actividad y los márgenes operativos, así como por incidencias materiales en la ejecución de grandes proyectos internacionales en curso, que comprometerían la conversión del backlog en ingresos y rentabilidad.

Desde una perspectiva analítica, un ratio DFN/EBITDA agregado sostenido por encima de 4x o un deterioro del ratio de cobertura de intereses por debajo de las 2x podrían derivar en una bajada de rating.

Sources of information

The credit rating assigned in this report has been requested by the rated entity, which has also taken part in the process. It is based on private information as well as public information. The main sources of information are:

1. Annual Audit Reports.
2. Corporate Website.
3. Information published in the Official Bulletins.
4. Rating book provided by the Company.

The information was thoroughly reviewed to ensure that it is valid and consistent, and is considered satisfactory. Nevertheless, EthiFinance Ratings assumes no responsibility for the accuracy of the information and the conclusions drawn from it.

Additional information

- The rating was carried out in accordance with Regulation (EC) N°1060/2009 of the European Parliament and the Council of 16 September 2009, on credit rating agencies. Principal methodology used in this research are :
 - Corporate Rating Methodology - 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/ Velázquez nº18, 3º derecha, 28001 - Madrid