

ISSUER RATING  
LongTermOUTLOOK  
EvolvingInitiation date 26/09/2024  
Rating Date 26/09/2025

## Contacts

### Lead analyst

Miguel Castillo Clavarana  
miguel.castillo@ethifinance.com

### Committee chair

Antonio Madera Del Pozo  
antonio.madera@ethifinance.com

## Rating Action y Rationale

- EthiFinance Ratings rebaja la calificación de Ecoener, S.A, pasando de 'BB' a 'BB-', cambiando la tendencia de 'Estable' a 'Evolving'.
- El cambio en la calificación responde principalmente a un nivel de apalancamiento superior al previsto tras los resultados de 2024 y a la perspectiva a medio plazo reflejada en las proyecciones financieras. Por su parte, el cambio en la tendencia se fundamenta en la necesidad identificada de refinanciar la deuda corporativa (principalmente pagarés y financiación sindicada) mediante recursos a largo plazo que permitan cumplir con los planes estratégicos en un entorno de mejor liquidez, aspectos que todavía deben materializarse. De no producirse estas refinanciaciones la compañía podría sufrir tensiones de liquidez y, en consecuencia, el rating podría verse deteriorado, aspecto que motiva un especial seguimiento de estos hitos.
- No obstante, para la valoración de la liquidez y el rating final se ha asumido que la compañía renueva a su vencimiento el programa de pagarés emitido en el MARF y la financiación sindicada, pudiendo disponer de los fondos necesarios para la consecución de los objetivos que sustentan las proyecciones financieras. En este sentido, hay que señalar que la compañía mantiene el programa de pagarés desde hace 3 años y ha mostrado su capacidad de renovación y ampliación de fondos durante este periodo.
- Ecoener, S.A. y sus sociedades dependientes (en adelante Ecoener) es un productor independiente de energías renovables (IPP) con base principal en España y Latinoamérica. En este momento cuenta con una cartera de 815 MW en operación y construcción.
- El rating de la compañía se apoya en la excelente calificación del sector, que se fundamenta en unos óptimos niveles de rentabilidad, perspectivas de crecimiento relevantes, unas barreras de entrada significativas y niveles de volatilidad muy controlados. Otros factores a señalar que favorecen al rating son las ventajas competitivas derivadas de su modelo de negocio integrado en la actividad de producción de energía y la gestión de un 'pipeline' relevante en curso de construcción y desarrollo.
- Por el contrario, como factores que limitan la calificación seguimos señalando un tamaño o escala de la compañía limitado, y que condiciona un posicionamiento competitivo que en este momento igualmente se ve afectado en la diversificación por la mayor concentración de los ingresos en economías con mayor riesgo. De igual forma y según lo comentado, señalamos un perfil financiero marcado por un significativo endeudamiento derivado del momento de intensa actividad inversora como un elemento que limita el rating. Así, los ratios promedio para el nivel de capitalización (PN/DFT ~ 20%) y del apalancamiento (DFN/EBITDA >9x; EBITDA/Gastos financieros <3x) son indicadores que condicionan el perfil financiero del rating.
- Cabe señalar que para la evaluación de los ratios financieros se han utilizado diferentes tablas de volatilidad como son la de 'infraestructuras' para la actividad de venta de energía sujeta a precios contratados o regulados, y la 'estándar' para el resto del negocio asociado principalmente a la venta de energía al mercado (22% promedio ajustado).
- Bajo nuestra metodología la calificación sectorial se alcanza desde su condición de compañía del tipo 'utility' que se ajusta en base a las características propias de un productor de energía 100% renovable. Para este sector se determina que se encuentra adecuadamente alineado con los factores ESG (heatmap score entre 1 y 1,9), lo que supone una mejora de tres escalones en la calificación sectorial. Por su parte, la política de ESG de la compañía se considera neutra (puntuación entre 1,5-3,5), no suponiendo ningún impacto en el ámbito financiero.

## Descripción de la Compañía

Ecoener, domiciliada en La Coruña (Galicia), es una compañía española presente en el sector de las energías renovables desde su constitución en 1988. Desde 2021 cotiza en el Mercado Continuo de la Bolsa española, contando con una capitalización de €272m (cierre 24/09/2025).

La empresa se posiciona como una 'IPP 'multi-tecnológica' y 'multi-geografía' e integrada verticalmente en las actividades propias del desarrollo, construcción integral (EPC), operación y mantenimiento (O&M), y gestión de los proyectos a largo plazo durante todo el ciclo de vida.

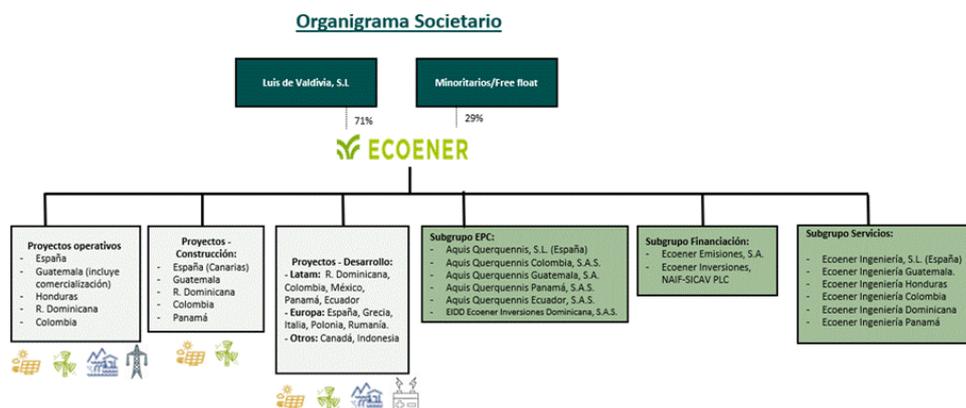
De forma resumida la compañía cuenta con las siguientes líneas de negocio:

- Explotación de proyectos renovables:** incluye la producción de energía a través de las tecnologías hidráulica, eólica, solar fotovoltaica, y la incorporación de baterías en la operación de las plantas en un estado inicial del desarrollo. Cuantitativamente es con gran diferencia la principal línea de negocio y la actividad estratégica de Ecoener. Los orígenes del grupo estuvieron ligados inicialmente a la explotación de centrales hidráulicas en Galicia (1988-2003). Posteriormente (2008-2016) se incorporó la eólica, a través de proyectos regulados en Galicia y Canarias. Los primeros pasos del proceso de internacionalización fraguaron con la construcción y puesta en funcionamiento de un parque fotovoltaico y una central hidráulica en Honduras y Guatemala, respectivamente (2015-2016). A cierre de 2024 la fotovoltaica continuó ampliando su capacidad instalada permitiendo ya el liderazgo igualmente en la producción de energía dentro del proceso de internacionalización

- en Latinoamérica (República Dominicana, Colombia, Guatemala).
- **Comercialización de energía:** se refiere a la compra-venta de energía en el mercado realizada en Guatemala a través de su compañía Comercializadora Centroamericana de Energía La Ceiba, S.A. Se trata de un negocio poco representativo y no estratégico surgido en el inicio de la operación de su central hidráulica, actualmente cubierta con acuerdos 'PPA', y que se mantiene con la venta de energía a clientes industriales en base a una rentabilidad recurrente y estable.
  - **Otros servicios:** se corresponde con el resto de las actividades que generan ingresos y soportan gastos, como son los de gestión corporativos o el personal dedicado a la operación de las instalaciones de generación. También se incluye la deuda asociada a los bonos verdes emitidos. De forma general, y salvo alguna excepción no representativa, el desarrollo, construcción y operación de los proyectos son realizados para el propio grupo de tal forma que se consolidan en las cuentas de Ecoener.

Desde su posicionamiento natural en España, la compañía se configura como una plataforma para Europa y Latinoamérica, alcanzando actualmente la operación o construcción de proyectos en 7 geografías (Galicia, Canarias, Honduras, Guatemala, República Dominicana, Colombia y Panamá). El desarrollo de proyectos se extiende a otros mercados con proyectos avanzados en Grecia, Italia, Polonia, Ecuador, Rumanía y Canadá. En este sentido, señalamos que en 2024 Ecoener se adjudicó un parque eólico de 140 MW en Canadá ligado a un acuerdo de venta de energía (PPA) con una eléctrica pública, y recientemente en Rumanía obtuvo mediante subasta pública un contrato por diferencia con una duración de 15 años para sustentar sus primeros proyectos de eólica.

Con relación a la estructura del grupo señalamos que Ecoener se integra dentro de un grupo del que es sociedad dominante Luis de Valdivia, S.L. De forma resumida Ecoener se organiza en torno a las filiales que operan, construyen o desarrollan proyectos, así como las que canalizan instrumentos de financiación (Bonos y SICAV Canarias), o realizan los servicios de 'EPC' y 'O&M' en los distintos mercados.



## Fundamentos

### Perfil de Negocio

#### Análisis del Sector

- Sector 'utility' con favorables fundamentos y positivas perspectivas de crecimiento.

Ecoener se posiciona en el sector de las energías renovables, donde su actividad como productor de energía conforma su actividad estratégica. Para este ámbito nuestra visión es de continuidad en unos positivos fundamentos competitivos.

La calificación sectorial se justifica a través de una favorable valoración de los factores analíticos utilizados para puntuar el sector. Así, partiendo de nuestra calificación para el sector de 'utilities', y con actividad tanto sujeta a 'PPA/regulado' como 'merchant', la valoración se ha ajustado a la realidad de una compañía productora de energía renovable, siendo los factores de rentabilidad (EBIT mg ~12,5% a nivel sector) y su baja volatilidad asociada los que impulsan la valoración. Esto se debe a la elevada rentabilidad operativa que presenta el sector, aspecto favorecido por el relativamente bajo OPEX de los proyectos, y que sirve de base para sostener los altos apalancamientos financieros de los mismos.

En menor medida, pero igualmente de forma favorable, influyen en el sector los factores de barreras de entrada y perspectivas de crecimiento. Si bien se considera que en este momento de avance en la madurez del sector la capacidad de gestionar un 'pipeline' destacado de activos en desarrollo, así como del conocimiento del proceso que lleva desde el desarrollo hasta la puesta en marcha de proyectos supone unas adecuadas barreras de entrada, estas no son tan intensivas respecto al sector genérico de 'utilities'. Igualmente se valora que la actividad de producción de energía implica unas altas necesidades de capital que dificultan el acceso de la competencia.

Según los datos más recientes observados (Fuente: IRENA), la capacidad instalada de tecnologías renovables a nivel mundial continuó batiendo récords en 2024, con la incorporación de 585 GW, lo que representó el 92,5% de toda la nueva capacidad eléctrica añadida ese año. Esta expansión elevó la capacidad total global de energías renovables a 4.448 GW, lo que implica un crecimiento del 15,1% respecto al año anterior. En comparación con 2013, esta cifra supone un aumento de aproximadamente 2,8 veces en la capacidad instalada, siendo los objetivos marcados a 2030 (COP28) los de casi triplicar esta capacidad para el 2030.

- **Positivo ajuste por ESG a nivel sectorial.**

En línea con nuestra metodología, el sector de las energías renovables está bien alineado con los factores ESG con una calificación en el sector 'heatmap' entre 1 y 1,9, permitiendo mejorar en una categoría (tres escalones) la valoración del riesgo de la industria. Este sector contribuye a la reducción de la contaminación y a la protección de la biodiversidad como sustituto de las fuentes de energía tradicionales altamente contaminantes, si bien durante la construcción relacionada se utilizan recursos significativos y se emiten gases de efecto invernadero. El impacto sobre los consumidores y las comunidades es positivo, ya que esta energía limpia favorece la salud y el desarrollo económico. El impacto en los proveedores es medio, ya que proveedores con plantas fabriles en China tienen una participación significativa en la cadena de suministros y pueden existir problemas de ESG.

### Posicionamiento Competitivo

- **Posicionamiento competitivo medio condicionado por el tamaño del grupo.**

Ecoener opera en un ámbito de negocio que se considera 'local' en base a la alta regulación y su ámbito de alcance y donde, bajo las previsiones para el medio plazo, se espera que se mantenga en nuestro rango de facturación de entre €100-300m. En 2024 las ventas alcanzaron un importe de €81,7m tras incrementarse un 27,7%. De esta forma, la escala o tamaño del grupo es un aspecto que condiciona su posicionamiento competitivo. No obstante, a nivel local de cada uno de los mercados en los que opera, Ecoener es un actor de primer nivel en cuanto capacidad instalada en Gran Canaria, Guatemala y R. Dominicana.

En su desempeño se identifican varias ventajas competitivas. A su favor destacamos una amplia trayectoria en el sector desde su fundación en 1988 y un modelo de negocio que integra de forma amplia toda la cadena de valor, que alcanza desde el desarrollo hasta la construcción integral, el mantenimiento y la operación de sus proyectos durante todo el ciclo de vida. Esta estrategia permite a la compañía un mayor control de los tiempos y calidad de la de ejecución, así como capturar el margen del conjunto de actividades.

La estrategia del grupo pasa por replicar su capacidad de 'EPC' y 'O&M' en sus mercados estratégicos mediante la permanencia de equipos con capacidad de movilidad según las necesidades y manteniendo un enfoque hacia proyectos de tamaño mediano (50 MW) para los que cuenta con mantener una participación de la totalidad o ampliamente mayoritaria de los mismos. Bajo esta estrategia su capacidad actual de ejecución es alrededor de 200-250 MW anuales, suficiente para cubrir sus objetivos.

En el corto plazo los objetivos continúan centrados en alcanzar al cierre de 2025 una capacidad de 1 GW en proyectos en operación y construcción. A la fecha, el grupo cuenta con una cartera de 815 MW en esta situación, siendo 656 MW los que se encuentran operativos. Adicionalmente, los planes de crecimiento se sustentan en un pipeline en desarrollo que se incrementó algo más de 2 GW y donde 595 MW (29% s/total) se declaran en situación cercana al 'Ready To Build' o 'Backlog'.

Cartera y pipeline de proyectos (MW). 3T-2025						
Mercados	Operación	Construcción	Pipeline			
			Backlog	Advanced Development	Early Stage	Total
España	195	0	0	0	0	0
Colombia	64	51	39	0	81	120
Guatemala	163	0	160	0	0	160
Honduras	16	0	0	0	0	0
R. Dominicana	218	60	226	0	0	226
Otros	0	48	170	471	871	1512
<b>Total</b>	<b>656</b>	<b>159</b>	<b>595</b>	<b>471</b>	<b>952</b>	<b>2.018</b>
Tecnología						
Hidráulica	56	0	99	0	181	280
Eólica	107	0	221	48	578	847
Solar	493	229	275	423	193	891
<b>Total</b>	<b>656</b>	<b>229</b>	<b>595</b>	<b>471</b>	<b>952</b>	<b>2.018</b>

En el último periodo destacamos el avance de la cartera en operación con la suma de 85 MW y 229 MW durante 2024 y 2025 respectivamente para un total de 314 MW de nueva capacidad, siendo en mayor medida correspondiente a

tecnología solar en Colombia (+23 MW), R. Dominicana (+122 MW), y en mayor medida en Guatemala que creció en 148,8 MW. En este periodo España sumó algo más de 20 MW en Canarias, principalmente fotovoltaicos. Con el avance de la cartera la compañía incrementó su producción en un 42% al cierre de 2024, alcanzando los 704 GWh (382 GWh en 2022).

Ecoener desarrolla su actividad mayoritariamente bajo precios regulados o asegurados (PPA) y sin riesgo de demanda, lo que refuerza su posición competitiva. Con los últimos datos la capacidad instalada expuesta al mercado siguió decreciendo en términos relativos, reduciéndose igualmente su contribución a las ventas de 2024 hasta el 34% frente al 36% en 2023. En todo caso, seguimos indicando que el negocio sujeto a riesgo de mercado se corresponde con la actividad en Canarias, donde la conformación del 'pool' y las condiciones regulatorias y técnicas cuentan con particularidades (precios medios diarios, factores de carga, apuntamientos fotovoltaicos o incentivos fiscales y ayudas) que favorecen una mayor estabilidad y justifican la presencia de Ecoener como única localización estratégica en España junto con Galicia.

- Avance en la internacionalización pero hacia mercados de mayor riesgo país.

Respecto a la diversificación de la actividad, la tecnología solar confirmó ya en 2024 su tendencia creciente para liderar el 'mix' de negocio en términos del 'EBITDA de gestión', y por tanto superando a la eólica que prácticamente mantuvo su aportación al mismo. La capacidad eólica está completamente instalada en España, donde se vio afectada en 2023 por la caída del 'pool' eléctrico y la revisión de los ingresos regulados tras un extraordinario ejercicio anterior con precios máximos históricos.

Diversificación por segmentos de negocio. Miles de €.					
EBITDA compañía	2022	2023	2024	24vs23	% 2024
Hidráulica	8.831	10.455	9.986	-4,5%	28,3%
Eólica	31.058	18.163	18.121	-0,2%	51,4%
Solar	11.129	13.331	19.567	46,8%	55,5%
Comercialización	633	982	790	-19,6%	2,2%
Otros servicios	-9.030	-9.509	-13.212	-38,9%	-37,5%
<b>Total</b>	<b>42.621</b>	<b>33.422</b>	<b>35.252</b>	<b>5,5%</b>	

Respecto a la distribución geográfica señalamos que España es el mercado natural e histórico del grupo, y donde mantiene el 32% de la capacidad instalada con un 100% de la eólica, un 75% de la hidráulica, y el 9% de la solar. Aunque la capacidad en España ha continuado reduciendo su peso en los últimos años, el 59% de la producción aún se generó en este mercado en el 2024 (89% en 2022), siendo aún necesario que se refleje el impacto de los nuevos proyectos. Así, se espera que en 2025 el mercado de Guatemala tome un papel destacado en la generación de resultados junto con Colombia y R. Dominicana, país este último que está llamado a liderar el 'mix' del EBITDA en 2026.

Diversificación por mercados. Miles de €.					
EBITDA compañía	2022	2023	2024	24vs23	% 2024
España	37.819	24.763	20.497	-17,2%	58,1%
Guatemala	2.933	2.467	1.155	-53,2%	3,3%
Honduras	2.798	2.837	2.564	-9,6%	7,3%
República Dominicana	-236	4.259	10.138	138,0%	28,8%
Colombia	-89	-396	1.835	563,4%	5,2%
Otros	-604	-508	-937	-84,4%	-2,7%
<b>Total</b>	<b>42.621</b>	<b>33.422</b>	<b>35.252</b>	<b>5,5%</b>	

De esta forma, la mayor concentración de actividad y resultados en mercados con mayor riesgo país en este momento limita una mejora en la diversificación pese a la mayor internacionalización del grupo, siendo esperado que en el medio plazo esta situación mejore con la deriva estratégica hacia Europa y mercados OCDE. El avance en Europa como mercado estratégico (Rumania, Polonia, Italia o Grecia) y en otros no estratégicos pero con hitos alcanzados relevantes (Panamá, Ecuador, Canadá, etc.) continua a la espera del avance en el desarrollo y con vistas a medio y largo plazo.

## Estructura Accionarial y Gobernanza

- Compañía cotizada y estabilidad en la gestión.

Ecoener es una sociedad de capital privado y, de acuerdo con lo comentado, cotizada en Bolsa desde mayo de 2021. En su accionariado destacamos la figura de su fundador, presidente, CEO y máximo accionista D. Luis de Valdivia Castro.

Luis de Valdivia cuenta con el 70,98% de las acciones y conforma junto con Dña. Carmen Ybarra (Onchena, S.L.; 6,14%) y Dña. Ana Patricia Torrente Blasco (Torrblas S.L.: 5%) el grupo de accionistas significativos. El vehículo de inversión Torrblas surgió en 2025 como accionista significativo tras incrementar su posición en el grupo.

De esta forma, Ecoener participa de las características de gestión de una empresa cotizada. Esto es un aspecto que contribuye a una mejor valoración y donde destacamos la conformación de un Consejo de Administración que se mantiene en un total de 10 consejeros, siendo el 50% con categoría de independientes. La antigüedad de los miembros del Consejo de Administración es limitada en consonancia con la trayectoria del grupo como empresa cotizada, destacando que en junio de 2025 se ha aprobado el nombramiento de dos nuevos consejeros que sustituyen a los salientes. Si bien se mantienen la misma estructura se declara una mayor experiencia de los nuevos consejeros en el ámbito de las renovables.

Con la salida a Bolsa la compañía amplió capital por €100m para impulsar el plan actual de crecimiento. De acuerdo a lo esperado en el último año hubo un reparto de dividendo (€5,3m) que se considera puntual de acuerdo a los compromisos anunciados. En adelante se espera mantener una política muy conservadora centrada fundamentalmente en generar valor al accionista a través del crecimiento.

En este momento los planes estratégicos a 2025 continúan ligados al crecimiento en la capacidad instalada a través de un claro protagonismo del mercado latinoamericano y un mayor peso de la solar fotovoltaica, siendo el objetivo el de alcanzar una cartera operativa y en construcción de 1 GW de manera conjunta. Como paso previo, la guía estratégica fijó situar la capacidad operativa del grupo en 510 MW en 2023 y un mínimo de 750 MW en 2024, aspecto que en este momento se espera que la compañía pueda cumplir durante el primer trimestre del año 2026 de acuerdo al avance actual de las operaciones.

A nivel financiero, los planes en curso suponen un nivel de endeudamiento destacado tanto para el momento actual como esperado, aspecto que afecta a una valoración de la gobernanza que de forma general se califica como media.

En este momento la compañía trabaja en la captación de nuevos fondos corporativos de largo plazo que permitan continuar con los planes de inversión, así como flexibilizar el calendario de deuda de acuerdo a la generación de caja de los proyectos. Esto se traduce principalmente en continuar con la captación de Project Finance, incluyendo en esta vía la refinanciación de los tramos de la SICAV a sus respectivos vencimientos como ha sido el caso para el importe de 2025, así como en refinanciar y ampliar la deuda corporativa. De esta forma, la refinanciación del crédito sindicado formalizado en 2022 y los pagarés son elementos clave que actualmente se encuentran bajo gestión.

- **Política ESG a nivel compañía sin impacto en el rating.**

El desempeño en ESG, medido a través del análisis de nuestros factores para este ámbito, permite con los últimos datos del 2024 mantener una situación neutra (puntuación entre 1,5- 3,5) sobre el rating del perfil financiero de la compañía a pesar de una continuidad en su mejora. Esta valoración se sustenta en la superior calificación de la gobernanza, que se mantiene estable respecto al año anterior, así como en el avance en los factores sociales y medioambientales, y que aunque continuaron mejorando en el último año aún presentan amplio recorrido de mejora.

## Perfil Financiero

### Ventas y Rentabilidad

- **Continuidad en una mayor facturación y una destacada rentabilidad operativa.**

Resultados y rentabilidad. Miles de €				
	FY22	FY23	FY24	24vs23
Facturación	72.886	64.010	81.725	27,7%
Mg Bruto	88,2%	89,0%	84,5%	-4,5pp
EBITDA	42.621	33.422	34.694	3,8%
Mg EBITDA	58,5%	52,2%	42,5%	-9,8pp
EBIT	30.681	18.654	24.164	29,5%
Mg EBIT	42,1%	29,1%	29,6%	0,4pp
Gastos Financieros	-6.048	-11.267	-14.962	-32,8%
EBT	22.817	9.825	7.775	-20,9%

La actividad de Ecoener se mantiene caracterizada por una alta rentabilidad en las operaciones, aspecto necesario para sostener los exigentes gastos financieros propios de la continuidad en una exigente inversión.

Durante 2024 las ventas mantuvieron la tendencia creciente de acuerdo a la mayor producción alcanzada en todas las tecnologías, aunque principalmente por parte de la solar fotovoltaica de Colombia y R. Dominicana que conectaron nuevas plantas a finales de 2023. Así, la cifra de negocio creció hasta los €81,7m (+27,7% YoY).

La mayor facturación contribuyó a una ligera mejora del EBITDA tras situarse en una cifra de €34,7m (+3,8% YoY), aunque generó un menor margen de rentabilidad de acuerdo a una situación general de mayores gastos en compras y de explotación (Mg EBITDA: 42,5%). Esto pudo compensarse no obstante a nivel EBIT con la mayor aportación de 'otros resultados' derivados del cobro recibido de una indemnización de la planta solar en 2015 puesta en marcha en 2015 (€4,8m).

Por otro lado, la continuidad en el incremento de los gastos financieros pudo compensarse parcialmente con un mejor comportamiento del gasto por impuesto de sociedades. Así, en este contexto de crecimiento en los resultados y mayores gastos financieros la compañía mantuvo su capacidad de generar beneficio en su actividad y obtuvo un resultado neto de €12,1m en línea con el año anterior.

La estimación para el medio plazo se basa en un destacado incremento de las ventas conforme a la nueva capacidad instalada, aspecto que se espera permita una mejora significativa del margen EBITDA con objetivos a superar el 70% en 2027 (65,2% promedio 2025-27).

### Endeudamiento y Cobertura

- Apalancamiento significativo derivado de los planes de inversión en curso.

La dinámica de intensa inversión propia del sector de actividad y del momento de crecimiento del grupo continuó elevando el nivel del endeudamiento en el último ejercicio. Así, el mantenimiento del EBITDA y la evolución creciente de la deuda financiera neta, que alcanzó los €547,2m a cierre de 2024 (+71,3% YoY), el ratio DFN/EBITDA se incrementó hasta un valor de 15,8x (9,6x en 2023). Si bien se espera que la evolución en el medio plazo mejore esta situación, la expectativa de un promedio ajustado superior a 8x en el medio plazo es indicativo de un destacado endeudamiento en el contexto de una actividad como la de Ecoener.

Por su parte, con el EBITDA generado y el incremento de los gastos financieros el nivel de la cobertura de intereses se redujo hasta un débil ratio de 2,3x (3x en 2023), siendo este un aspecto que no mejore de forma destacada con la evolución esperada para el medio plazo.

Cálculo DFN/EBITDA. Miles de €.			
	FY22	FY23	FY24
Bonos (1)	109.874	101.824	92.681
Préstamos (2)	134.134	216.064	382.378
Créditos (3)	0	6.114	11.061
Arrendamientos	9.356	9.449	12.003
Programa de pagarés	-	17.432	66.434
Otros pasivos financieros (4)	34.097	40.525	50.023
<b>Deuda Financiera Total</b>	<b>287.461</b>	<b>391.408</b>	<b>614.580</b>
Otros pasivos (5)	3.201	3.630	3.988
<b>DFT</b>	<b>290.662</b>	<b>395.038</b>	<b>618.568</b>
Caja	80.385	75.524	71.356
IFCP Líquidas	8244	-	-
<b>DFN</b>	<b>202.033</b>	<b>319.514</b>	<b>547.212</b>
EBITDA	42.621	33.422	34.694
<b>DFN/EBITDA</b>	<b>4,7x</b>	<b>9,6x</b>	<b>15,8x</b>

(1) Bonos sin recurso emitidos en 2020 amortizables a l/p.

(2) Incluye un crédito sindicado (Financiación Sostenible) por €84,2m a cierre de 2024.

(3) Dispuesto en crédito y comercio exterior.

(4) Incluye deuda SICAV sin recurso y deudas transformables en subvenciones.

(5) Anticipos por cobros sobre derechos de infraestructuras de evacuación.

En el último ejercicio el conjunto de las facilidades de deuda se incrementó de forma sustancial a excepción de los bonos garantizados que continuaron con su calendario de amortización de largo plazo y vencimiento en 2040. Los bonos, junto al Project Finance y los fondos captados a través de la SICAV domiciliada en Canarias, conforman la deuda 'sin recurso' y de largo plazo que continuó protagonizando la estructura de la deuda (73% s/total), aspecto que favorece la continuidad de las operaciones. Por su parte la deuda corporativa que sustenta el 'circulante' del grupo se concentra principalmente en la denominada Financiación Sostenible, donde se formalizó de un segundo tramo para un total de €84,2m al cierre de 2024, así como en los pagarés que sumaron €66,4m en 2024 (€17,4m en 2023). Si bien el sindicado vence en 2029, su calendario de vencimientos es exigente (promedio anual 2025-27: €23m), aspecto que junto a intensivo recurso a los pagarés condiciona la liquidez y requiere de gestión de acuerdo a lo comentado.

De esta forma, aunque la mayor actividad del grupo se reflejó en la mayor disposición de fondos tanto de corto, medio plazo y largo plazo, permitiendo mantener una estructura de deuda estable de en torno al 13% de deuda corriente

(14% en 2023), el mayor peso de la deuda corriente en el endeudamiento corporativo presiona la situación general del apalancamiento.

## Análisis de Flujo de Caja

- Continuidad en la reducción de caja bajo una intensa actividad de inversión compensada parcialmente por la captación de deuda.

Cash flow. Miles de €				
	FY22	FY23	FY24	24vs23
<b>Funds From Operations (FFO)</b>	<b>42.639</b>	<b>18.352</b>	<b>5.339</b>	<b>-70,9%</b>
+/- variación WK	9.886	-6.414	-7.308	-13,9%
<b>Cash Flow Operativo (CFO)</b>	<b>52.525</b>	<b>11.938</b>	<b>-1.969</b>	<b>-116,5%</b>
+/- Capex	-121.513	-124.853	-188.982	-51,4%
+/- M&A	0	-2.439	-1.917	21,4%
+/- Otros	31.109	8.835	-596	-106,7%
Cash Flow Inversión	-90.404	-118.457	-191.495	-61,7%
<b>Cash Flow Libre</b>	<b>-37.879</b>	<b>-106.519</b>	<b>-193.464</b>	<b>-81,6%</b>
+/- Variación patrimonio	6.379	13	5.961	45753,8%
+/- Dividendos	-976	-376	-5.373	-1329,0%
<b>Cash Flow Generado Internamente</b>	<b>-32.476</b>	<b>-106.882</b>	<b>-192.876</b>	<b>-80,5%</b>
+/- Nueva deuda	73.199	101.558	187.414	<b>84,5%</b>
+/- Tipos de cambio	-2.880	463	1.294	<b>179,5%</b>
<b>Cash-flow neto</b>	<b>37.843</b>	<b>-4.861</b>	<b>-4.168</b>	<b>14,3%</b>
Caja inicial	42.542	80.385	75.524	<b>-6,0%</b>
<b>Caja final</b>	<b>80.385</b>	<b>75.524</b>	<b>71.356</b>	<b>-5,5%</b>

En 2024 Ecoener continuó reduciendo caja para alcanzar una cifra de €71,4m (-5,5% YoY).

Durante el último año la caja de las operaciones se vio lastrada por una reducción significativa en el FFO (-70,9% YoY) y que nuevamente se acompañó de una variación negativa en el 'capital circulante', alcanzando un CFO negativo en casi -€2m. La reducción en el FFO, que se mantuvo en una situación muy débil respecto al apalancamiento (FFO/DFN: 1%), se debió principalmente a los mayores gastos operativos, así como los asociados a la carga financiera e impuestos.

De igual forma, la continuidad en una fase de intensa inversión, con un saldo neto total de -€191,5m, contribuyó a mantener una destacada situación de Flujo de Caja Libre negativo con un importe de -€193,4m.

En este contexto, que incluye además el reparto de un dividendo de €5,4m, el foco de la generación de fondos continuó con especial foco en la captación de deuda, siendo en el último ejercicio €187,4m los fondos recibidos que permitieron compensar parcialmente el consumo de caja.

A cierre de 2024 la liquidez del grupo se complementaba principalmente con el saldo no dispuesto en líneas de crédito (pólizas de crédito y líneas de comercio exterior), así como el programa de pagarés que la compañía mantiene en el MARF y esperamos se renueve antes de su vencimiento, siendo no obstante fuentes fundamentalmente de corto plazo.

## Capitalización

- Situación de débil capitalización.

En la estructura financiera de Ecoener mantenemos nuestra visión de un endeudamiento significativo respecto a su capitalización, aspecto reflejado en un Patrimonio Neto/DFT que alcanzó el 24,4% al cierre de 2024 (35% en 2023). Bajo las previsiones actuales no se espera que esta situación revierta con un promedio ajustado del entorno del 20%, siendo la tendencia encaminada a estar por debajo ya en 2026. De esta forma, se valora una débil capitalización que requiere de una oportuna gestión y que por tanto continuará limitando el perfil financiero del grupo.

## Liquidez

- Buena situación de liquidez bajo continuidad en la refinanciación.

La valoración se fundamenta en el nivel de liquidez observado para atender sus obligaciones financieras y de inversión previstas, aspecto que mitiga un perfil financiero que en base a su calificación (B) dificulta en mayor medida la capacidad de refinanciación del grupo.

De esta forma, si bien la liquidez no afecta como modificador en el rating, se considera que la alta dependencia de la financiación de circulante (pagarés fundamentalmente) y la existencia de una financiación sindicada de alta exigencia en su calendario de amortización son elementos clave a gestionar. Así, en la medida en que nuestro cálculo de la liquidez cuenta con la capacidad del grupo para continuar renovando sus pagarés y formalizar en el corto plazo la

refinanciación de la deuda sindicada, se considera que son hitos clave que monitorizar.

De igual forma, la capacidad de continuar formalizando acuerdos de Project Finance es un elemento clave en los planes de crecimiento, siendo un aspecto a tener en cuenta en el seguimiento de las operaciones.

## Modificadores

### Controversias

- No aplica.

### Riesgo País

- No aplica.

## Proyecciones Financieras

Desde EthiFinance Ratings se han elaborado las proyecciones financieras siguiendo el 'guidance' de la compañía y las propias asunciones de la agencia. En este sentido se destacan las siguientes hipótesis para el periodo 2025-27:

- Se estima un crecimiento destacado de la cifra de negocio con un promedio del 29%, situación impulsada en mayor medida por la evolución prevista en el 2026 (+44%) acorde a la consecución de los objetivos previstos en la puesta en marcha de nuevos proyectos.
- El margen de EBITDA se espera que avance en una mejora conforme a la evolución de las ventas, alcanzando un promedio del 65% y superar el 70% en 2027.
- Mantenimiento de una destacada situación en el apalancamiento (DFN/EBITDA promedio ajustado > 9x) bajo un promedio anual de más de €226m destinados a la inversión.
- El coste financiero se proyecta en un promedio del 4,1%.

## Principales Magnitudes Financieras

Principales magnitudes. € Miles						
	FY23	FY24	FY25e	FY26e	FY27e	24vs23
Facturación	64.010	81.725	91.018	130.982	174.358	27,7%
EBITDA	33.422	34.694	49.907	90.250	125.194	3,8%
Margen EBITDA	52,2%	42,5%	54,8%	68,9%	71,8%	-9,8pp
EBIT	18.654	24.164	28.840	60.340	104.043	29,5%
Margen EBIT	29,1%	29,6%	31,7%	46,1%	59,7%	0,4pp
EBT	9.825	7.775	5.842	27.367	56.082	-20,9%
Total Activo	580.225	821.617	918.635	1.126.196	1.418.907	41,6%
Patrimonio Neto	137.737	150.868	153.801	169.603	213.229	9,5%
Deuda Financiera Total (DFT)	395.038	618.568	714.252	899.494	1.144.492	56,6%
Deuda Financiera Neta (DFN)	319.514	547.212	615.704	852.877	1.099.694	71,3%
Patrimonio Neto/ DF	34,9%	24,4%	21,5%	18,9%	18,6%	-10,5pp
DFN/EBITDA	9,6x	15,8x	12,3x	9,5x	8,8x	6,2x
Funds From Operations	18.352	5.339	28.119	55.801	72.850	-70,9%
FFO/DFN	5,7%	1,0%	4,6%	6,5%	6,6%	-4,8pp
EBITDA/Intereses	3,0x	2,3x	2,2x	2,7x	2,6x	-0,6x

## Credit Rating

Credit Rating	
<b>Perfil Negocio</b>	<b>BBB</b>
Análisis Sectorial	AA
<i>Ajuste ESG</i>	<i>Positivo</i>
Posicionamiento Competitivo	BB-
Gobierno corporativo	BB
<b>Perfil Financiero</b>	<b>B</b>
Cash flow y endeudamiento	B+
Solvencia	CCC+
<i>ESG Compañía</i>	<i>Neutro</i>
<b><u>Anchor Rating</u></b>	<b><u>BB-</u></b>
<i>Modificadores</i>	<i>n.a</i>
<b><u>Rating</u></b>	<b><u>BB-</u></b>

## Análisis Sensibilidad

- Factores positivos en el largo plazo (↑)

Una mejora conjunta o individual de los ratios del endeudamiento promedio (DFN/EBITDA < 8x; EBITDA/Intereses > 2,7x) se señala como un escenario que potencialmente podría incidir en una mejora de la calificación bajo continuidad en el resto de las situaciones.

- Factores negativos en el largo plazo (↓)

Por el contrario, como aspectos que podrían suponer una bajada en el rating señalamos:

- Un empeoramiento en la cobertura de intereses (EBITDA/intereses < 1x) podría ser un escenario con potencial para una rebaja de la calificación bajo circunstancias similares en el resto de aspectos.
- Igualmente, una desviación hacia un mayor peso de los resultados de la actividad de la venta de energía (<50% s/ventas) con riesgo de mercado igualmente podría ser un indicativo para un cambio negativo en el rating.
- La observación de una incapacidad de la compañía para continuar renovando sus fuentes de liquidez sin un plan alternativo de captación de fondos podría ser un indicativo para una revisión a la baja en el 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 not provided ancillary services to the rated entity or its related third parties.
- The issued credit rating has been notified to the rated entity, and has not been modified since.

### Conditions of Use for this document and its content:

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

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