AGOTZAINA SL

B31668932 CORPORATE

BBB- ISSUER RATING LongTerm

OUTLOOK Stable

Initiation date	04/11/2024
Rating Date	06/11/2026

Contacts

Lead analyst
Mario Rodriguez
mario.rodriguez@ethifinance.com

Committee chair
Antonio Madera Del Pozo
antonio.madera@ethifinance.com

Rating Action y Rationale

- EthiFinance Ratings afirma la calificación de Agotzaina S.L en "BBB-", manteniendo la tendencia Estable.
- Agotzaina es un grupo agroalimentario español especializado en la producción y comercialización de huevos, ovoproductos y carne avícola, con una amplia presencia operativa en España y una creciente expansión internacional, reforzada por su entrada en el mercado francés.
- La calificación otorgada se fundamenta principalmente en: i) un sólido posicionamiento competitivo, consolidándose como uno de los principales operadores del sector avícola español, con una creciente integración vertical, economías de escala y capacidad de negociación; ii) unas perspectivas sectoriales favorables, respaldadas por una demanda resistente y elevadas barreras de entrada, aunque sujetas a volatilidad de precios y costes; iii) la significativa mejora de la rentabilidad operativa, con un EBITDA ajustado de €162,9m en 2025 (+92,9% interanual) y un margen del 15,9%, favorecida principalmente por el entorno extraordinario del huevo y unos costes de alimentación contenidos, junto con la mayor dimensión alcanzada tras las adquisiciones realizadas ; y iv) un sólido perfil financiero (BBB+), con niveles de endeudamiento controlados (DFN/EBITDA ajustado <2,0x), una adecuada cobertura de intereses (c. 8,0x) y una elevada capitalización (PN/DFT ajustada >120%), según ratios ponderados, junto con una favorable capacidad de acceso a financiación.
- Por otro lado, entre los factores que limitan la calificación destacan: i) la elevada concentración del negocio en el huevo, que representa el 61,3% de las ventas y concentra la mayor parte de la rentabilidad, exponiendo al grupo a la volatilidad de precios, costes de alimentación y riesgos sanitarios; ii) la concentración geográfica, con un 79% de los ingresos procedentes de España en 2025, aunque progresivamente mitigada por su expansión internacional y una demanda de bien de primera necesidad; y iii) la intensa estrategia de crecimiento inorgánico, que conlleva riesgos de integración y elevadas necesidades de inversión, manteniendo presionado el flujo de caja libre.
- En línea con nuestra metodología, el sector alimentario tiene un riesgo ESG medio (sector heatmap entre 3,0 y 3,5) dado su impacto en el medio ambiente. Esta evaluación da lugar a un análisis sectorial que no afecta a su calificación. Las políticas ESG de la compañía se consideran neutras (ESG score de la compañía entre 1,5 y 3,5), resultando en una calificación que no se ve afectada por el perfil ESG a nivel de compañía.

Descripción de la Compañía

Agotzaina S.L. (en adelante, Agotzaina o 'el grupo') es una compañía agroalimentaria española con orígenes empresariales que se remontan a 1985 y constituida formalmente como sociedad mercantil en 1999 en Arbizu (Navarra). Su actividad principal se centra en la producción, transformación y comercialización de huevos y ovoproductos, aunque progresivamente ha diversificado su negocio hacia la producción y comercialización de carne de ave, porcino y otros productos alimentarios. El grupo se encuentra en una fase de expansión, orientada al crecimiento mediante adquisiciones, la integración vertical y el fortalecimiento de su posicionamiento en un sector marcado por la creciente concentración empresarial. A cierre de 2025, alcanzó una facturación de €1.023,2m (+38,7% interanual), un EBITDA ajustado de €162,9m (margen del 15,9%) y un ratio DFN/EBITDA ajustado de 1,6x.

Las principales áreas de negocio se dividen de la siguiente manera:

- **Huevo:** Principal área de negocio, representando el 61,3% de la cifra de negocio en 2025. El grupo presenta una elevada integración vertical, abarcando desde la producción avícola hasta la clasificación, transformación y distribución del producto. Se subdivide en:
  - **Huevo líquido (20%):** Producción y comercialización de ovoproductos (huevo entero, yema y clara), destinados principalmente a la industria alimentaria, pastelería, restauración y elaboración de productos preparados.
  - **Huevo en cáscara (41%):** Producción, clasificación y comercialización de huevos de consumo, destinados principalmente a la gran distribución y otros canales comerciales.
- **Cárnica (pollo y porcino):** Representa aproximadamente el 30% de los ingresos, con actividades de producción, transformación, despiece y comercialización de carne de pollo y otros productos cárnicos. Durante 2026, el grupo ha reforzado su presencia en el negocio avícola y ampliado su actividad hacia otros segmentos cárnicos, incluyendo el conejo.
- **Hortofrutícola (1%):** Actividad incorporada mediante adquisiciones anteriores y de menor relevancia dentro del grupo. Durante 2025, su explotación directa fue sustituida por un modelo de arrendamiento, proporcionando ingresos recurrentes sin constituir una actividad estratégica principal.
- **Otros (8%):** Actividades complementarias que incluyen la elaboración y comercialización de productos lácteos y quesos, piensos y otros productos alimentarios, además de actividad inmobiliaria.

El crecimiento de Agotzaina se ha apoyado principalmente en la adquisición de sociedades y unidades productivas vinculadas al sector agroalimentario. Destaca la incorporación del 51% de Grupo Bailón durante 2025, operación que reforzó significativamente su dimensión, capacidad productiva y posición en el mercado nacional del huevo. Durante

2026, la compañía ha continuado su expansión mediante nuevas adquisiciones y ampliaciones productivas, reforzando su integración vertical y diversificación de actividades. Asimismo, ha iniciado su expansión productiva y comercial en Francia, ampliando su presencia internacional y las oportunidades de crecimiento en el negocio cárnico.

Fundamentos

Perfil de Negocio

Análisis del Sector

- **Sector de elevadas barreras de entrada y creciente concentración empresarial, con una rentabilidad todavía favorable, aunque expuesta a una progresiva normalización de precios y márgenes tras los máximos históricos de 2025.**

La compañía Agotzaina desarrolla su actividad en el sector agroalimentario, concentrando en 2025 el 86,5% de sus ingresos en el negocio avícola, tanto en la producción de huevo como en carne de ave. Por ello, el análisis sectorial se centra en la industria del huevo, que constituye el núcleo de su actividad.

El sector avícola de puesta en España se caracteriza por márgenes EBIT históricamente moderados, en torno al 6-7%, condicionados por el carácter commodity del producto. No obstante, presenta elevadas barreras de entrada y una tendencia estructural hacia la concentración empresarial. Entre los principales factores destacan los elevados requerimientos de capital, las necesidades de circulante, el conocimiento técnico y una regulación cada vez más exigente en materia de bienestar animal y medioambiental. Estas condiciones favorecen a operadores de mayor tamaño e integración vertical, capaces de alcanzar economías de escala y defender mejor sus márgenes.

La volatilidad de la rentabilidad operativa continúa siendo elevada, debido a la sensibilidad del negocio frente a los precios del huevo, los costes de alimentación animal (especialmente cereales y soja) y los suministros energéticos. Asimismo, los episodios de gripe aviar y la reconversión de las explotaciones hacia sistemas de cría alternativos condicionan la capacidad productiva y los equilibrios entre oferta y demanda, pudiendo generar fluctuaciones significativas en los precios.

Durante 2025, el sector registró una mejora extraordinaria de rentabilidad, impulsada por una demanda doméstica creciente (+3% interanual) y una contracción de la producción de huevos del 3% en España y del 6% en la UE. Según el Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación (MAPA), el precio medio del huevo de jaula M/L alcanzó los 252,5 €/100 kg, un 30,9% superior al de 2024 y un 69% por encima de la media de los cinco años anteriores. Esta evolución, junto con unos costes de alimentación relativamente contenidos, favoreció una importante expansión de los márgenes sectoriales.

En 2026, la rentabilidad continúa siendo favorable, aunque aparecen señales de normalización. En la semana 26, el precio del huevo de jaula M/L se situaba en 222,2 €/100 kg, un 26,4% por debajo del inicio del ejercicio, aunque todavía un 1,3% superior al mismo período de 2025. Paralelamente, el precio del pienso de ponedoras aumentó aproximadamente un 9% durante el primer semestre. Como resultado, pese a que el margen bruto teórico medio del semestre alcanzó los 191,3 €/100 kg, muy por encima de su media histórica de 77,1 €/100 kg, al cierre de junio se había moderado hasta 128,9 €/100 kg, reflejando una creciente presión sobre la rentabilidad.

De cara a 2027 y ejercicios posteriores, las perspectivas sectoriales siguen siendo razonablemente favorables, sustentadas en una demanda resistente, la creciente concentración empresarial y las barreras de entrada asociadas a la transición hacia sistemas de cría alternativos. No obstante, la recuperación gradual de la oferta, el aumento de las importaciones y las potenciales presiones sobre los costes de alimentación y energía podrían provocar una moderación adicional de precios y márgenes respecto a los niveles extraordinarios de 2025.

En conjunto, se espera que el sector mantenga una rentabilidad atractiva, aunque sujeta a una volatilidad significativa. En este contexto, la escala productiva, la integración vertical y la capacidad de negociación comercial serán factores determinantes para preservar los márgenes, favoreciendo a los grandes operadores como Agotzaina frente a competidores de menor dimensión y capacidad financiera.

- **Industria con un riesgo medio en términos de ESG.**

El sector presenta un riesgo medio en términos de ESG según nuestra metodología, con una calificación en el heatmap sectorial entre 3 y 3,5. El sector alimentario genera gases de efecto invernadero por los procesos de manufactura y de manera indirecta por el transporte y logística. Adicionalmente, el sector se enfrenta a desafíos significativos en la gestión de residuos. Este escenario implica costes adicionales, especialmente a raíz de regulaciones más estrictas relacionadas con la gestión de desechos. Las cadenas de suministro extensas, en especial aquellas con origen en mercados emergentes, pueden dar lugar a problemas de escasez de suministros, lo cual representa un riesgo financiero y operativo. Además, la industria se encuentra con el reto de mejorar las condiciones sociales y/o ambientales de los proveedores. Por otro lado, la constante presión por la innovación y la necesidad de cumplir con regulaciones gubernamentales demanda recursos financieros adicionales.

Posicionamiento Competitivo

- **Una de las principales compañías del sector avícola español, que refuerza su liderazgo e integración vertical mediante adquisiciones estratégicas y una creciente internacionalización.**

Agotzaina se ha consolidado como uno de los principales operadores de la industria agroalimentaria española, impulsando su crecimiento principalmente mediante adquisiciones estratégicas. La compañía concentra su actividad en los negocios del huevo y la carne de pollo.

La adquisición del 51% de Grupo Bailón durante 2025 ha supuesto un salto significativo en su dimensión y posicionamiento competitivo, reforzando su presencia entre los principales productores nacionales, junto a Huevos Guillén y Hevo Group. Esta mayor escala refuerza su capacidad productiva, integración vertical y poder de negociación frente a la gran distribución y la industria alimentaria. Asimismo, en 2025 la compañía incrementó su margen EBIT hasta el 8,0% (5,7% en 2024), favorecida tanto por el crecimiento y las adquisiciones como por el entorno extraordinariamente positivo de precios del huevo.

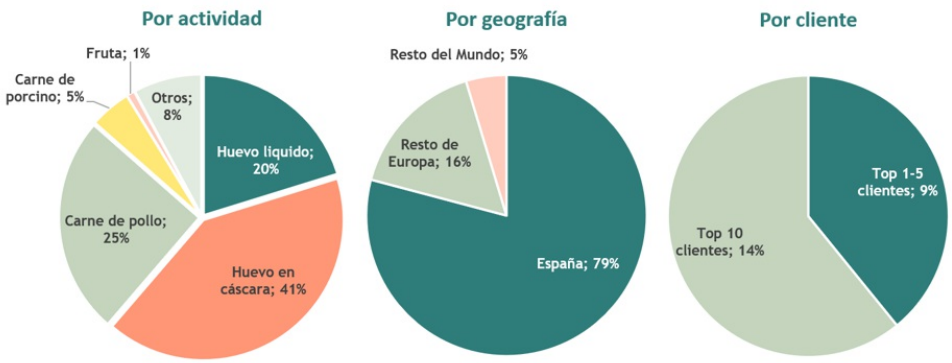
Durante 2026, Agotzaina ha continuado impulsando su estrategia de crecimiento inorgánico mediante la adquisición de nuevas granjas de ponedoras, explotaciones de engorde de pollo y una unidad productiva especializada en carne de conejo, reforzando su capacidad productiva y diversificación de actividades. Asimismo, destaca su entrada en el mercado francés mediante adquisiciones estratégicas en los segmentos de producción y distribución cárnica, que permitirán ampliar su presencia internacional y generar nuevas oportunidades comerciales. Paralelamente, las inversiones destinadas a la ampliación y modernización de sus instalaciones productivas contribuirán a incrementar la capacidad de producción, clasificación y comercialización de huevos, así como a reforzar su presencia en el canal de gran distribución.

Las principales ventajas competitivas de Agotzaina se derivan de su dimensión, elevada integración vertical y extensa red de producción y distribución, que le permiten controlar diferentes etapas de la cadena de valor, optimizar costes y mantener una mayor flexibilidad comercial entre huevo en cáscara y ovoproductos. Asimismo, la dispersión geográfica de sus explotaciones reduce la dependencia de instalaciones individuales, aunque no elimina los riesgos sanitarios. La creciente concentración sectorial y los requerimientos de inversión asociados al bienestar animal favorecen a operadores integrados como Agotzaina, cuya mayor escala refuerza su capacidad de negociación y defensa de márgenes frente a competidores de menor dimensión.

- **Elevada concentración por producto y todavía significativa exposición al mercado nacional, parcialmente compensadas por una creciente diversificación internacional y una amplia cartera de clientes.**

La compañía mantiene una elevada concentración en el sector avícola, que representa aproximadamente el 86,5% de sus ingresos en 2025, distribuidos entre huevo en cáscara (41,1%), huevo líquido (20,2%) y carne de pollo (25,2%). Esta dependencia se acentúa en términos de rentabilidad, dado que el negocio del huevo continúa concentrando la mayor parte del EBITDA consolidado, estimándose según la dirección un peso próximo al 75%. No obstante, la diversificación geográfica ha mejorado significativamente tras la incorporación de Grupo Bailón, aumentando el peso de las ventas internacionales desde el 12,2% en 2024 hasta el 20,9% en 2025, aunque España continúa representando el 79,1% del negocio. Por otra parte, destaca la amplia diversificación de clientes, donde los cinco principales representan el 9% de las ventas y el Top-10 el 14%, mientras que el mayor cliente concentra aproximadamente el 3%. La cartera incluye grandes cadenas de distribución nacional, industria alimentaria y distribuidores del sector cárnico.

Diversificación del negocio. % s/ventas.



Desde EthiFinance Ratings, consideramos que Agotzaina presenta unas perspectivas de crecimiento favorables para 2026-2027, respaldadas por las adquisiciones realizadas, la ampliación de capacidad productiva y las oportunidades comerciales derivadas de su entrada en Francia. Su dimensión, integración vertical y capacidad de negociación

deberían permitirle afrontar mejor que otros competidores una progresiva normalización de los precios del huevo y mayores costes de alimentación. No obstante, el intenso ritmo de inversiones y adquisiciones continuará exigiendo una adecuada integración operativa y disciplina financiera para preservar su posicionamiento competitivo y perfil crediticio.

Estructura Accionarial y Gobernanza

- **Empresa familiar en fase de expansión que mantiene el control accionarial y una política de reinversión de beneficios orientada al crecimiento.**

Fundada en 1999 en Arbizu (Navarra), Agotzaina S.L. mantiene un perfil de empresa familiar controlada por la familia Lizarraga, con una estructura de gestión profesionalizada y amplia experiencia en el sector agroalimentario. El Consejo de Administración, reorganizado en diciembre de 2024, está presidido por D. Pedro María Lizarraga Senar, quien ejerce asimismo las funciones de consejero delegado. El órgano está integrado por cinco miembros, entre ellos Dña. Cristina Viader Netto, que permanece como consejera, y cuenta con el apoyo de un equipo directivo especializado en la gestión operativa y financiera del grupo.

A cierre de octubre de 2025, la estructura accionarial mantiene una elevada concentración en los principales vehículos vinculados a la familia Lizarraga, destacando Ovonavar S.L. y Trastevere Activos S.L., con participaciones del 44,3% y del 26,4%, respectivamente. Asimismo, figuran otros accionistas históricos, como El Quiteriano y Tuesta Bakery, junto con nuevos socios incorporados durante 2025 como consecuencia de la adquisición de Grupo Bailón, cuyos antiguos propietarios mantienen una participación conjunta en Agotzaina. La estructura actual, evidencia una mayor diversificación del capital y la integración accionarial de los antiguos propietarios de Grupo Bailón en el proyecto empresarial de Agotzaina.

Entre los socios institucionales, Calidad Pascual conserva una participación del 3,0%, tras su entrada en 2023 mediante una ampliación de capital no dineraria en la que aportó una planta de ovoproductos en Aranda de Duero (Burgos). Las operaciones corporativas realizadas durante 2025 han contribuido a reforzar significativamente la estructura patrimonial del grupo. Asimismo, la integración de nuevas sociedades ha incrementado la participación de accionistas minoritarios en el patrimonio neto consolidado.

Aunque la naturaleza familiar del accionariado implica cierta concentración en la toma de decisiones, EthiFinance Ratings valora positivamente la experiencia del equipo gestor, la continuidad de la propiedad y el compromiso de los accionistas con el desarrollo del grupo. Agotzaina mantiene una política de reinversión de beneficios, sin reparto de dividendos, destinada a financiar su expansión orgánica e inorgánica. No obstante, el elevado ritmo de adquisiciones incrementa las necesidades de financiación y exige mantener una adecuada disciplina financiera para preservar los niveles de apalancamiento y la solidez de su estructura de capital.

- **Neutra política ESG**

Bajo nuestra metodología, la calificación ESG de Agotzaina se sitúa entre 1,5 y 3,5. Esta puntuación no tiene impacto en el perfil de riesgo financiero de la compañía. Destaca su puntuación en términos de Gobernanza, cuenta con un Consejo de Administración con cinco miembros, cuatro de los cuales son independientes, y cuenta con una evaluación y priorización de los aspectos ESG. En cuanto al ámbito social destaca su baja tasa de absentismo y una representación femenina todavía reducida en la plantilla (30%). En materia medioambiental, se mantiene condicionada por el elevado consumo de recursos asociado al crecimiento y la ampliación del perímetro del grupo. Como resultado, el rating de la compañía no se ve afectado por este driver.

Perfil Financiero

Ventas y Rentabilidad

- **Fuerte crecimiento del negocio y significativa mejora de la rentabilidad operativa, apoyados en las adquisiciones y en un entorno sectorial favorable.**

Rentabilidad. Miles de €	FY23	FY24	FY25	25vs24
Facturación	645.302	737.880	1.023.153	38,7%
Mg Bruto	14,2%	18,5%	24,8%	6,3pp
EBITDA [1]	59.691	84.447	162.875	92,9%
Mg EBITDA [1]	9,3%	11,4%	15,9%	4,5pp
EBIT	27.448	41.768	81.991	96,3%
Mg EBIT	4,3%	5,7%	8,0%	2,4pp
Gastos Financieros	-5.715	-9.509	-16.970	-78,5%
EBT	21.880	32.380	65.685	102,9%

[1] Ajustado por arrendamientos operativos

El ejercicio 2025 se caracteriza por un fuerte crecimiento del Grupo Agotzaina, que alcanza una facturación de €1.023,2m (+38,7% interanual), impulsada principalmente por la integración de Grupo Bailón, las adquisiciones realizadas y el favorable comportamiento del mercado del huevo. La elevada demanda y los precios de venta, junto con una evolución más contenida de los aprovisionamientos (+27,4%) respecto a las ventas, han favorecido una notable mejora del margen bruto, que alcanza el 24,8% (+6,3pp YoY). Paralelamente, los gastos de personal y otros gastos de explotación aumentan un 75,3% y 77,6%, respectivamente, reflejando la mayor dimensión y estructura operativa del grupo.

Esta evolución se traduce en un EBITDA ajustado de €162,9m (+92,9% interanual), con un margen del 15,9% frente al 11,4% de 2024, consolidando la mejora sostenida de rentabilidad de los últimos ejercicios. Asimismo, el EBIT prácticamente se duplica hasta €82,0m (+96,3%), situando su margen en el 8,0% (+2,4pp YoY), pese al incremento de las amortizaciones asociado a las inversiones realizadas. Por su parte, los gastos financieros aumentan hasta €17,0m (+78,5%), en línea con el mayor endeudamiento destinado a financiar la expansión, aunque el sólido desempeño operativo permite duplicar el resultado antes de impuestos hasta €65,7m (+102,9%).

De cara a 2026-2028, EthiFinance Ratings espera que Agotzaina mantenga una evolución positiva de ingresos y EBITDA, respaldada por la integración de las adquisiciones recientes, la ampliación de capacidad productiva y las sinergias comerciales y operativas previstas. Aunque anticipamos una progresiva normalización de los precios del huevo y mayores costes de alimentación, consideramos que la creciente escala productiva, la integración vertical, la capacidad de negociación comercial y las eficiencias derivadas de las inversiones y adquisiciones permitirán al grupo compensar buena parte de estas presiones y mantener márgenes EBITDA elevados, próximos al 16,6%-16,8% durante el período proyectado.

A cierre de septiembre de 2026, las cifras de gestión muestran una facturación acumulada de €781m y un EBITDA de €138m, con un margen del 17,7%, superior al registrado en 2025, y un EBT de €57,5m. Esta evolución confirma la fortaleza operativa del grupo, aunque las cifras todavía no incorporan determinadas adquisiciones realizadas.

Endeudamiento y Cobertura

- **Incremento significativo del endeudamiento asociado a la expansión del grupo, manteniendo un apalancamiento controlado y una adecuada cobertura de intereses.**

Cálculo DFN/EBITDA. Miles de €	2023	2024	2025	25vs24
Obligaciones y otros valores negociables	-	21.000	41.300	96,7%
Deudas con entidades de crédito	82.167	119.390	266.862	123,5%
Acreedores por arrendamiento financiero	6.742	5.114	28.020	448,0%
Pólizas de crédito	3.770	4.990	5.248	5,2%
Financiación de circulante (confirming, descuento y anticipos)	34.050	40.299	74.111	83,9%
Otras deudas	388	321	294	-8,5%
DFT	**127.117**	**191.114**	**415.834**	**117,6%**
Ajuste arrendamientos operativos	4.726	4.853	12.380	155,1%
Deudas con sociedades del grupo	0	0	1.861	-
DFT ajustada	**131.843**	**195.967**	**430.074**	**119,5%**
Caja	44.970	73.146	177.588	142,8%
DFN ajustada	**86.873**	**122.821**	**252.486**	**105,6%**
EBITDA ajustado	59.691	84.447	162.875	92,9%
DFN/EBITDA ajustado	**1,5x**	**1,5x**	**1,6x**	**0,1x**

Durante 2025, Agotzaina incrementó significativamente su deuda financiera total ajustada hasta €430,1m (FY24: €196m), principalmente por el mayor recurso a financiación bancaria, cuyo saldo alcanzó €266,9m (FY24: €119,4m), y a los mercados de capitales. En este sentido, destaca el aumento del saldo de pagarés emitidos en el MARF hasta €53,8m (FY24: €30m), así como una nueva emisión de bonos por €20,3m, elevando su saldo total hasta €41,3m. Adicionalmente, aumentaron los arrendamientos financieros hasta €28m (FY24: €5,1m) y los compromisos por arrendamientos operativos, asociados a la ampliación del perímetro de consolidación y la expansión del grupo. Este incremento responde principalmente a la adquisición de Grupo Bailón, las inversiones productivas y las mayores necesidades de financiación derivadas del crecimiento.

A pesar del mayor endeudamiento, la significativa mejora del EBITDA permite mantener un ratio DFN/EBITDA ajustado de 1,6x (1,5x en 2024), reflejando una adecuada capacidad de generación operativa respecto a sus obligaciones financieras. Asimismo, la cobertura EBITDA/Intereses mejora hasta 9,2x (8,6x en 2024), dado que el crecimiento de los resultados compensa el aumento de los gastos financieros (+78,5%), manteniendo niveles adecuados para su categoría crediticia.

A septiembre de 2026, la deuda financiera bruta reportada alcanza €615,6m, frente a una tesorería de €317,4m, situando la DFN contable en €298,2m, en un contexto de nuevas adquisiciones e inversiones financiadas principalmente mediante un mayor recurso al mercado MARF y financiación bancaria. De cara a 2026-2028, EthiFinance Ratings espera que el grupo mantenga un apalancamiento ajustado relativamente contenido, en torno a 1,7x-1,8x, respaldado por el crecimiento del EBITDA y la integración de las adquisiciones. No obstante, el mayor volumen de deuda y gastos financieros moderaría la cobertura EBITDA/Intereses desde el 9,2x de 2025 hasta niveles de entre 7,3x y 7,9x durante el período proyectado, manteniéndose en niveles adecuados para su categoría crediticia. Asimismo, la continuidad de su estrategia expansiva exigirá mantener la disciplina financiera para preservar su perfil crediticio.

Análisis de Flujo de Caja

- **Fuerte crecimiento de la generación operativa de caja, aunque insuficiente para cubrir el elevado volumen de inversiones asociado a la expansión del grupo.**

Cash flow. Miles de €				
	FY23	FY24	FY25	25vs24
Funds From Operations	51.533	73.518	141.728	92,8%
Ajuste de D&A por arrendamiento operativo	596	580	1.493	157,3%
Funds From Operations Aj.	**52.129**	**74.098**	**143.221**	**93,3%**
+/- variación WK	-23.498	-36.675	-72.513	-97,7%
Cash Flow Operativo Aj.	**28.631**	**37.423**	**70.708**	**88,9%**
Cash Flow Inversión	**-96.826**	**-72.664**	**-216.800**	**-198,4%**
Ajuste de D&A por arrendamientos operativos	-596	-580	-1.493	-157,3%
Cash Flow Libre Aj.	**-68.791**	**-35.821**	**-147.586**	**-312,0%**
+/- variación patrimonio	40.429	0	65.000	n.a.
- Dividendos	-	-	-	-
Cash Flow Final Generado Internamente	**-28.362**	**-35.821**	**-82.586**	**-130,5%**
+/- variación de deuda	40.317	63.997	187.028	192,2%
+/- variación por tipo de cambio	-	-	-	0,0%
Variación de caja final	**11.955**	**28.176**	**104.442**	**270,7%**
Caja inicial	33.015	44.970	73.146	**62,7%**
Caja final	**44.970**	**73.146**	**177.588**	**142,8%**

Durante 2025, Agotzaina mantiene una evolución favorable de su generación operativa de fondos, alcanzando un FFO ajustado de €143,2m (+93,3% interanual), impulsado por la mejora de la rentabilidad del negocio del huevo y la mayor dimensión alcanzada tras la integración de Grupo Bailón. No obstante, el CFO ajustado se sitúa en €70,7m (+88,9%), condicionado por una absorción de capital circulante de €72,5m, prácticamente el doble que en 2024 (€36,7m), asociada principalmente al crecimiento de los saldos comerciales y necesidades operativas derivadas de la expansión del grupo.

Paralelamente, el grupo incrementó significativamente sus inversiones hasta €216,8m (FY24: €72,7m), en línea con su estrategia de crecimiento inorgánico, destacando la incorporación de Grupo Bailón, junto con las inversiones destinadas a reforzar su integración vertical, ampliar la capacidad productiva y modernizar sus instalaciones industriales y explotaciones avícolas. Como resultado, el flujo de caja libre ajustado se deterioró hasta €-147,6m (FY24: €-35,8m), evidenciando que la generación operativa, pese a su fuerte crecimiento, continúa siendo absorbida por la intensa actividad inversora. Para financiar esta expansión, Agotzaina recurrió principalmente a su generación operativa, a un incremento neto de financiación ajena de €187m y a entradas de efectivo por instrumentos de patrimonio de €65m, manteniendo su política de ausencia de dividendos. Como resultado, la variación de caja fue positiva en €104,4m, alcanzando una tesorería de €177,6m al cierre del ejercicio.

A septiembre de 2026, la caja aumenta hasta €317,4m, acompañada de un mayor endeudamiento financiero, reflejando la estrategia del grupo de mantener recursos disponibles para aprovechar oportunidades de crecimiento. De cara a 2026-2028, EthiFinance Ratings espera que la integración de las adquisiciones y las sinergias operativas contribuyan a fortalecer la generación recurrente de caja. No obstante, prevemos que Agotzaina mantenga niveles elevados de inversión orientados a continuar su expansión y consolidación sectorial, por lo que el flujo de caja libre podría permanecer presionado, manteniendo la financiación externa como un elemento relevante de su estrategia de crecimiento.

Capitalización

- **Sólida capitalización patrimonial, reforzada por las ampliaciones de capital y la retención de beneficios, aunque presionada por el creciente endeudamiento.**

Durante 2025, el activo consolidado de Agotzaina prácticamente se duplicó hasta €1.177,6m (+100% interanual), impulsado por la incorporación de Grupo Bailón y las inversiones realizadas. El activo no corriente alcanzó €666,9m (FY24: €300,6m), destacando el incremento del inmovilizado material y del fondo de comercio (€243,8m), mientras que el activo corriente aumentó hasta €510,7m (+77,2%), principalmente por mayores saldos comerciales y de tesorería. Paralelamente, el pasivo no corriente aumentó hasta €243,4m (FY24: €89,4m) y el corriente hasta €325,2m (FY24: €203,1m), reflejando las mayores necesidades de financiación del grupo.

El patrimonio neto aumentó significativamente hasta €609m (FY24: €296,2m), impulsado por el incremento de las primas de emisión (+€200m), la incorporación de participaciones minoritarias en las sociedades consolidadas y la retención de beneficios, sin reparto de dividendos. No obstante, parte del refuerzo patrimonial responde a operaciones societarias no dinerarias. Pese a esta mejora, el mayor crecimiento del endeudamiento redujo el ratio PN/DFT ajustada hasta el 141,6% (FY24: 151,2%), manteniendo niveles de solvencia elevados.

Desde EthiFinance Ratings esperamos que la capitalización se modere durante 2026, con un ratio PN/DFT ajustada próximo al 107% según nuestro escenario de proyecciones, antes de recuperarse gradualmente en 2027-2028 gracias a la generación y retención de beneficios. No obstante, la continuidad de las adquisiciones y su financiación seguirán condicionando la evolución de la solvencia del grupo.

Liquidez

- **Sólida posición de liquidez y favorable capacidad de refinanciación a pesar de las mayores necesidades financieras asociadas a su estrategia de expansión.**

Agotzaina mantiene una sólida posición de liquidez, respaldada por su elevada generación operativa y capacidad recurrente de acceso a financiación bancaria y a los mercados de capitales. A cierre de 2025, la tesorería alcanzó €177,6m (FY24: €73,1m), mientras que las líneas de financiación no dispuestas ascendían a aproximadamente €100,5m, cuya disponibilidad efectiva depende de sus condiciones contractuales. La deuda financiera a corto plazo representaba el 42,9% del total (FY24: 53,3%), reflejando una mejora de la estructura de vencimientos.

A septiembre de 2026, la posición de caja aumenta hasta €317,4m, frente a €233,9m de deuda financiera corriente, proporcionando un colchón relevante para atender sus compromisos. Asimismo, destaca la capacidad de acceso a financiación demostrada por el grupo, que ha incrementado su deuda financiera en aproximadamente €199m durante los primeros nueve meses del ejercicio, principalmente mediante emisiones MARF y financiación bancaria, para respaldar su estrategia de crecimiento.

Desde EthiFinance Ratings, consideramos que la generación operativa, la diversificación de fuentes de financiación y el historial de acceso al crédito respaldan un perfil de refinanciación favorable. No obstante, el creciente recurso al MARF y las elevadas necesidades de inversión previstas para 2026-2028 exigirán preservar el acceso a financiación y una adecuada disciplina financiera para mantener su favorable perfil de liquidez.

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 determinado que exista un riesgo país condicionante y que por lo tanto tenga un impacto negativo en la calificación.**

Proyecciones Financieras

A partir de la información facilitada por Agotzaina, las cifras disponibles a septiembre de 2026 y nuestras propias estimaciones, se han considerado las siguientes hipótesis para el período 2026-2028, incorporando la consolidación anual proforma de las adquisiciones realizadas durante 2026:

i) Ingresos y EBITDA: Prevemos un crecimiento de las ventas del 10% en 2026, del 4,4% en 2027 y del 6,4% en 2028, hasta alcanzar €1.250m, impulsado por la integración de las adquisiciones, la ampliación de capacidad productiva y las sinergias operativas y comerciales. El EBITDA ajustado aumentaría desde €163m en 2025 hasta €207m en 2028, manteniendo márgenes próximos al 16,6%-16,8%. Esta estabilidad se sustenta en una mayor producción y aprovechamiento de la capacidad instalada, las eficiencias y sinergias derivadas de las adquisiciones, así como en la

mayor escala e integración vertical del grupo, que deberían favorecer la absorción de costes y la defensa de precio. Estos factores permitirían compensar parcialmente la normalización esperada del mercado del huevo y las mayores presiones sobre los costes de alimentación, manteniendo márgenes elevados sin prever mejoras adicionales significativas.

ii) Endeudamiento: Esperamos que el apalancamiento se mantenga en niveles controlados, con un ratio DFN/EBITDA ajustado entre 1,7x y 1,8x durante 2026-2028. El crecimiento del EBITDA y la generación operativa deberían compensar parcialmente las elevadas necesidades de inversión asociadas a la expansión, permitiendo preservar un perfil financiero equilibrado.

iii) Cobertura de intereses: Prevemos una moderación de la cobertura EBITDA/Intereses respecto a 2025 (9,2x), situándose entre 7,3x y 7,9x durante el período proyectado, como consecuencia del incremento del endeudamiento y los gastos financieros.

iv) Liquidez y remuneración al accionista: Esperamos que el grupo mantenga una posición de liquidez favorable, respaldada por una elevada tesorería, la generación operativa y su capacidad de acceso a financiación bancaria y mercados de capitales. El flujo de caja libre permanecería negativo durante el período, aunque mejorando progresivamente por la moderación de las inversiones y el crecimiento operativo. No se contemplan repartos de dividendos, manteniendo la reinversión de beneficios para financiar su expansión.

Principales Magnitudes Financieras

Principales magnitudes. Miles de €	FY24	FY25	FY26e	FY27e	FY28e	25vs24
Facturación	737.880	1.023.153	1.125.000	1.175.000	1.250.000	38,7%
Adj EBITDA (1)	84.447	162.875	187.229	197.274	207.319	92,9%
Adj Margen EBITDA (1)	11,4%	15,9%	16,6%	16,8%	16,6%	4,5pp
EBIT	41.768	81.991	98.810	106.696	114.707	96,3%
Margen EBIT	5,7%	8,0%	8,8%	9,1%	9,2%	2,4pp
EBT	32.380	65.685	75.728	80.560	88.145	102,9%
Total Activo	588.701	1.177.642	1.418.276	1.494.393	1.578.296	100,0%
Patrimonio Neto	296.223	609.048	669.630	734.078	804.154	105,6%
Adj Deuda Financiera Total (1)	195.967	430.074	624.488	634.697	645.015	119,5%
Deuda Financiera Neta (1)	122.821	252.486	327.431	350.453	359.171	105,6%
PN/DFT (1)	151,2%	141,6%	107,2%	115,7%	124,7%	-9,5pp
Adj DFN/Adj EBITDA (1)	1,5x	1,6x	1,7x	1,8x	1,7x	0,1x
Adj Funds From Operations (1)	74.098	143.221	148.296	154.305	161.953	93,3%
Adj FFO/Adj DFN (1)	60,3%	56,7%	45,3%	44,0%	45,1%	-3,6pp
Adj EBITDA/Adj Intereses (1)	8,6x	9,2x	7,9x	7,3x	7,6x	0,6x

(1) Ajustado por arrendamientos operativos

** Datos proforma 2026 elaborados considerando la integración de las adquisiciones del grupo, desde el 1 de enero de 2026, con consolidación anual completa del nuevo perímetro.

Credit Rating

Credit Rating	
Perfil Negocio	**BB+**
Análisis Sectorial	*BB+*
Ajuste ESG	*Neutro*
Posicionamiento Competitivo	*BB+*
Gobierno corporativo	*BB*
Perfil Financiero	**BBB+**
Cash flow y endeudamiento	*BBB+*
Capitalización	*A-*
ESG Compañía	Neutro
Anchor Rating	**BBB-**
Modificadores	*No*
Rating	**BBB-**

Análisis Sensibilidad

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

Crecimiento sostenido de la actividad, acompañado de una integración satisfactoria de las adquisiciones, mayor diversificación geográfica y de producto y consolidación de las sinergias operativas. Mejora de la rentabilidad y de la generación recurrente de caja, manteniendo márgenes sólidos incluso ante una eventual normalización de los precios del huevo. Mejora conjunta y sostenida de los ratios financieros considerados, con un DFN/EBITDA ajustado por debajo de 1,5x, FFO/DFN superior al 55%, EBITDA/Intereses por encima de 9,3x y Patrimonio Neto/DFT ajustada superior al 139,5%. Evolución favorable del entorno sectorial que permita consolidar la rentabilidad y fortalecer el posicionamiento competitivo del grupo.

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

Reducción sostenida de la rentabilidad operativa derivada de una normalización significativa de los precios del huevo, mayores costes de alimentación o incidencias sanitarias relevantes. Dificultades en la integración de las adquisiciones o una política de expansión excesivamente agresiva que incremente el endeudamiento, deteriore la generación de caja o debilite el perfil de liquidez y refinanciación. Deterioro conjunto y sostenido de los ratios financieros considerados, con un DFN/EBITDA ajustado superior a 2,1x, FFO/DFN inferior al 37%, EBITDA/Intereses por debajo de 6,2x y Patrimonio Neto/DFT ajustada inferior al 95%.

Sources of information

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

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

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

Additional information

- The rating was carried out in accordance with Regulation (EC) N°1060/2009 of the European Parliament and the Council of 16 September 2009, on credit rating agencies. Principal methodology used in this research are :
  - Corporate Rating Methodology - General : https://www.ethifinance.com/download/corporate-rating-methodology-general/?wpdmdl=35203
- The rating scale used in this report is available at https://www.ethifinance.com/en/ratings/ratingScale.
- EthiFinance Ratings publishes data on the historical default rates of the rating categories, which are located in the central statistics repository CEREP, of the European Securities and Markets Authority (ESMA).
- In accordance with Article 6 (2), in conjunction with Annex I, section B (4) of the Regulation (EC) No 1060/2009 of the European Parliament and of the Council of 16 September 2009, it is reported that during the last 12 months EthiFinance Ratings has not provided ancillary services to the rated entity or its related third parties.
- The issued credit rating has been notified to the rated entity, and has not been modified since.

Conditions of Use for this document and its content:

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

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

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

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