VALFORTEC SL

B12683348 CORPORATE

BB ISSUER RATING
LongTerm

OUTLOOK
Evolving

Initiation date	12/03/2021
Rating Date	25/11/2026

Contacts

Lead analyst
Miguel Castillo Clavarana
miguel.castillo@ethifinance.com

Committee chair
Thomas Dilasser
thomas.dilasser@ethifinance.com

Rating Action y Rationale

- EthiFinance Ratings rebaja la calificación a largo plazo de Valfortec, S.L. pasando de 'BB+' a 'BB', asignando una tendencia 'Evolving'.
- El cambio en el rating se produce tras los resultados de 2025, que nuevamente se alejaron de las previsiones esperadas. Se estimaba un DFN/EBITDA de 3,6x, un EBITDA/Intereses de 3,3x y un PN/DFT de 79,4% para 2025, y los datos reportados a cierre del año se han situado en 8,5x, 2,2x y 35%, respectivamente. Esto, junto con la actualización de las previsiones para el medio plazo, que sin embargo contemplan de forma favorable una reducción destacada del apalancamiento ya en 2026, supone en este momento una menor valoración del perfil financiero del grupo (B+ vs BB) que explica la menor calificación pese a verse compensada por una mejor situación del perfil de negocio.
- Por su parte, la tendencia 'Evolving' responde a una situación en la que la continuidad de las operaciones y los planes previstos de reducción del apalancamiento se encuentran aún pendientes de formalización de importantes hitos en materia de tramitación de subvenciones a fondo perdido, refinanciación de deuda y formalización de una ampliación de capital. La no consecución de alguno de estos hitos supondría una revisión anticipada del rating con potenciales implicaciones negativas, salvo que se tomen medidas alternativas de forma compensatoria.
- Valfortec, S.L. y sus sociedades dependientes (en adelante Valfortec), se configuran como una multinacional española que opera principalmente en el sector de las energías renovables, siendo su foco principal el desarrollo, ejecución y operación de proyectos de generación de energía bajo tecnología solar fotovoltaica. En este momento cuenta con una cartera en operación de 131 MW y está construyendo 44 MW dentro de un 'pipeline' total declarado que alcanza los 674 MW.
- El rating está favorecido por un perfil de negocio que se ve impulsado por la favorable calificación del sector. Hay que señalar que en la calificación sectorial de Valfortec pasa en este momento a considerarse en su totalidad como un productor de energía (IPP, por sus siglas en inglés), dado el mayor peso de sus actividades relacionadas en el promedio ponderado de los resultados a nivel del EBITDA. Esta consideración favorece la valoración dadas sus características de alta rentabilidad, controlada volatilidad, altas barreras de entrada y favorables perspectivas de crecimiento.
- Como factores limitantes del rating señalamos el posicionamiento competitivo de la compañía, condicionado aún por la debilidad en la escala o tamaño del grupo y que en menor grado alcanza igualmente a la diversificación y ventajas competitivas del negocio, así como la valoración de la gobernanza tras el avance de las operaciones en el último año. De igual forma, y en el contexto señalado de una bajada en el perfil financiero señalamos la débil situación a nivel del promedio ponderado tanto de la cobertura de intereses (EBITDA/intereses ~ 3x) como de la generación de caja operativa (FFO/DFN < 15%) dentro del mismo.
- 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 mecanismos regulados o contratados (PPA), y la 'estándar' para el resto del negocio asociado principalmente tanto a la venta de energía al mercado como a la de proyectos. En este momento, si bien las actividades propias de una 'IPP' han ganado peso en el modelo de negocio, el menor peso de la venta de energía a precios regulados o contratados dentro de estas supone un aspecto que igualmente explica la menor calificación del perfil financiero.
- En línea con nuestra metodología, la producción de energía renovable se encuentra adecuadamente alineada con los factores ESG (heatmap score 1-1,9), lo que supone una mejora de tres escalones en el factor sectorial. Por su parte, la política ESG de la compañía se considera neutra (puntuación entre 1,5 y 3,5), y por tanto sin impacto en el perfil financiero del rating.

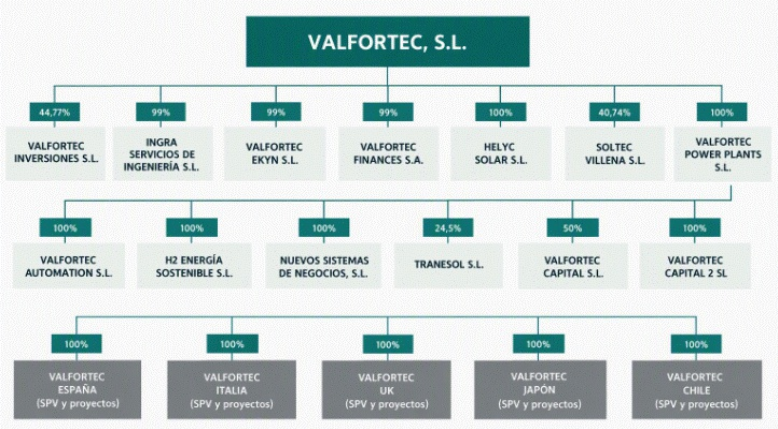
Descripción de la Compañía

Con sede en Castellón, la empresa se constituyó en 2005 dentro del grupo Promociones Renovables Valencianas S.L. Dentro de este, Valfortec es la filial principalmente dedicada a la promoción, gestión y operación de proyectos fotovoltaicos, integrando igualmente otras actividades donde destacamos la filial que realiza la construcción integral o 'EPC' y puesta en marcha de los mismos (Valfortec EKYN) tanto para el propio grupo como para terceros.

De esta forma, desde 2009 la compañía ha evolucionado hacia un modelo de negocio como Productor Independiente de Energía (IPP) con amplia integración vertical en la cadena de valor de la actividad, así como incluyendo la venta de proyectos. Este proceso, igualmente se acompañó de una estrategia de internacionalización que, en base a la localización de sus plantas operativas y 'pipeline' de proyectos, alcanza aún un desarrollo inicial para los mercados de Chile, Reino Unido, Japón e Italia.

Además de su actividad principal, Valfortec cuenta con inversiones de menor calado, tanto mayoritarias como minoritarias, como parte de su estrategia de diversificación e integración de negocios. De forma resumida estas participaciones incluyen: la fabricación y venta de calderas de biomasa (Valfortec Power Plants), el montaje eléctrico de plantas sobre suelo y de autoconsumo (Villenergy), programaciones de procesos y automatización (Valfortec Automation), desarrollo de proyectos 'agrovoltaicos' y comunidades energéticas (Tramesol), adquisiciones y gestión de

suelo (Valfortec Inversiones), o iniciativas ligadas al hidrógeno verde (H2 Energía Sostenible) donde está ya operando su primera planta de hasta 5 kW de potencia.



Fundamentos

Perfil de Negocio

Análisis del Sector

- **Sector 'utility' con favorables fundamentos y perspectivas de crecimiento no exentas de retos.**

Bajo nuestra metodología, la calificación sectorial de Valfortec se alcanza desde el protagonismo destacado de su actividad como productor de energía renovable, donde engloba la generación de energía renovable, la venta de proyectos, y otros ingresos relacionados como son la captación de subvenciones propias de su actividad.

En términos generales el sector se mantiene favorecido por una alta rentabilidad operativa (Mg EBIT > 22%) y unos flujos de caja en general predecibles cuando los activos cuentan con tarifas reguladas, contratos por diferencias, 'PPAs' o estructuras de cobertura. No obstante, la valoración positiva del sector se ve moderada por los crecientes desafíos, especialmente en los mercados solares maduros. Así, el rápido desarrollo de la energía solar fotovoltaica ha aumentado la frecuencia de horas con precios bajos o negativos, reducido los precios de captura de la energía solar y elevado el riesgo de restricciones de producción (curtailment) derivadas del mercado, especialmente en mercados con una elevada penetración de renovables, como España, y cada vez más en otros grandes mercados.

En este contexto de avance en la madurez del mercado, toman mayor relevancia las importantes barreras de entrada del sector, entre las que se incluyen: el acceso a las conexiones a la red y demás permisos y licencias, la experiencia técnica, y la escala de las operaciones que permita el acceso tanto a la financiación como al mercado de contratos de compraventa de energía a largo plazo. Estas barreras están diferenciando claramente a los operadores más avanzados frente a los promotores de menor tamaño o menos diversificados, siendo en adelante un indicativo claro para determinar quién saldrá del mercado.

A pesar de estos factores adversos del corto plazo y que están focalizados en las economías más desarrolladas en fotovoltaica, las perspectivas del sector siguen siendo favorables dados los objetivos de reducción de los combustibles fósiles en el 'mix' energético, el avance en la capacidad de gestión de la producción mediante baterías, así como de la demanda eléctrica con nuevos segmentos como los centros de datos. Según los datos más recientes observados (Fuente: IRENA), la capacidad instalada de tecnologías renovables a nivel mundial continuó batiendo récords en 2025, con la incorporación de 692 GW, lo que representó el 85,6% de toda la nueva capacidad eléctrica añadida. Esta evolución incrementó la capacidad total global de energías renovables a 5.149 GW, lo que implica un crecimiento del 15,5% respecto al año anterior. En comparación con 2015, esta cifra supone prácticamente duplicar la capacidad instalada, manteniéndose los objetivos marcados a 2030 (COP28) de triplicar la capacidad renovable.

- **Ajuste positivo 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 los 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 débil condicionado por el tamaño del grupo.**

En 2025 Valfortec alcanzó una cifra de negocio ajustada por ventas de proyectos de €37,4m (-26% YoY), dentro de un ámbito competitivo que se considera 'local', dado que el sector IPP opera en mercados con regulaciones y dinámicas propias, sin encontrarse condicionado de manera sustancial por factores competitivos globales. De esta forma, a pesar de que se han tenido en cuenta las previsiones de crecimiento para el medio plazo, la escala o tamaño del grupo aún se mantiene como limitada y, por tanto, condiciona su posicionamiento competitivo.

A su favor señalamos que en su desempeño se identifican ciertas ventajas competitivas, como son una amplia trayectoria en el sector fotovoltaico, donde alcanza un acumulado histórico de más de 900 MW de capacidad conectada, y un modelo de negocio que integra de forma amplia las actividades desde el desarrollo hasta la construcción integral de los proyectos fotovoltaicos, así como su posterior gestión, operación, y el mantenimiento. No obstante, estas quedan igualmente limitadas por la escala y alcance de las operaciones. En este sentido, señalar que la construcción de proyectos abarca los mercados de España, Italia y Chile, y desde 2025 se apoya en mayor medida en la subcontratación tras la venta de su filial operativa.

De esta forma, la actividad ligada a la construcción de proyectos fotovoltaicos sigue siendo relevante, contando en este momento su filial de 'EPC' con una cartera pendiente de ejecución de proyectos propios o de asociadas €55m (incluye vehículos del grupo fuera de Valfortec). Así, en el medio plazo los objetivos continúan centrados en crecer en su capacidad, contando para ello con un pipeline de 674 MW donde 44 MW (6%) son los que se encuentran en construcción y 57 MW en 'Ready To Build' (8%).

Cartera y pipeline (MW)

		Pipeline (1)				
Mercados	Operación	Construcción	Ready To Build	Desarrollo	Total	% s/total
España (1)	110	22	50	547	**619**	**92%**
Japón	3	1	1	11	**12**	**2%**
Chile	18	15	0	3	**18**	**3%**
Reino Unido	0	0		4	**4**	**1%**
Italia	0	6	7	8	**21**	**3%**
Total	**131**	**44**	**57**	**573**	**674**	
%s/total	-	**6%**	**8%**	**85%**		

(1) Incluye 50% del vehículo Valfortec Capital.

- **Concentración de la actividad en torno a la fotovoltaica en España.**

Dentro de su condición de grupo especialista fotovoltaico en España, en la diversificación de la compañía se reconoce tanto un grado de avance en la expansión internacional como la correspondiente a su modelo de negocio integrado. En este sentido, señalamos que la compañía ya ha dado avances en la integración de la tecnología de almacenamiento con baterías, hibridando algunos proyectos propios a través de su acuerdo de colaboración con un importante suministrador global, y que se espera siga avanzando en su actividad de 'EPC' para sus proyectos participados, de terceros y empresas asociadas. Par ello, además, Valfortec se está encargando de tramitar importantes subvenciones a fondo perdido asociadas a la implantación de baterías y la conocida como 'agrovoltaica', siendo para la compañía ingresos parciales en concepto de gestión.

Cifra de negocio por segmentos (1). Miles de €.

	2024	2025	2025-24	2025%
Construcción de proyectos	35.614	21.703	-39,1%	57,9%
Venta de energía	8.312	8.728	5,0%	23,3%
Venta de proyectos	3.231	2.606	-19,3%	7,0%
Ingeniería eléctrica	1.560	2.002	28,3%	5,3%
Servicios	1.887	2.432	28,9%	6,5%
Total	**50.603**	**37.471**	**-26,0%**	

(1) Ajustada con ingresos por venta de activos.

En el último ejercicio la diversificación de la actividad continuó marcada por un mayor peso de las ventas asociadas al 'EPC' de proyectos (fotovoltaicos y otros), pero siendo la venta de energía la mayoritaria en términos de EBITDA generado dada su mayor rentabilidad. Así, de acuerdo conlos datos de la gestión, en 2025 el 61% del EBITDA

correspondió a la generación de energía (54% en 2024), dentro de un contexto de reducción de las ventas de construcción. Aunque no se registre como cifra de negocio, señalamos que la venta de proyectos está presente en la estrategia de la compañía, aportando €2,6m en el último año.

De igual forma, señalamos que la actividad en España continuó siendo la de mayor protagonismo con un 79,5% (78% sin ventas de activos asignadas) de la cifra de negocio generada en el último ejercicio. Si bien la compañía sigue avanzando en sus actividades en Italia y Chile principalmente, el peso del mercado español se espera que siga siendo ampliamente representativo de las actividades del grupo.

Cifra de negocio por mercados (1). Miles de €.				
	2024	2025	2025-24	2025%
España (1)	39.526	29.790	-24,6%	79,5%
UE	6.085	2.928	-51,9%	7,8%
Resto	4.993	4.754	-4,8%	12,7%
Total	**50.603**	**37.471**	**-26,0%**	-

(1) Ajustada con ingresos por venta de activos.

Estructura Accionarial y Gobernanza

- **Empresa familiar y concentrada en su accionariado.**

Valfortec responde a las características de empresa familiar, aspecto reflejado en una estructura accionarial sólida y que se mantiene liderada y concentrada desde su constitución por su actual director general y máximo accionista D. Fidel Roig (99,99 % del capital a través de Promociones Renovables Valencianas S.L.). El señor Roig es igualmente el Administrador Único del grupo. Esta tipología de estructura de propiedad atribuye un importante riesgo de concentración en la toma de decisiones a pesar de la favorable experiencia y vinculación con el negocio.

La compañía mantiene una política de no reparto de dividendos, si bien en el último año hay que señalar que los créditos a empresas asociadas o directamente a terceros sumaron un total de €46,7m como reflejo de una destacada colocación de fondos fuera del perímetro consolidado.

- **Incremento del riesgo asociado a la política financiera, actualmente bajo gestión.**

La dirección del grupo sigue liderada por su máximo accionista, quien desde 2024 se apoya en un 'Consejo externo' formado por especialistas en el ámbito legal, fiscal, mercantil y financiero. En este sentido destacamos igualmente que la compañía ha cambiado de auditor externo en 2025, en un avance valorado como necesario dado el alcance de las operaciones del grupo.

Tras un desempeño financiero en 2025 alejado de las previsiones de generación de caja, y por tanto del apalancamiento, la compañía encaró un año 2026 de fuertes vencimientos de deuda en el corto plazo de una manera debilitada de acuerdo a nuestra valoración. A su favor la compañía pudo posteriormente acordar el aplazamiento de los bonos corporativos a 2028, así como refinanciar parcialmente su deuda en pagarés dentro de un proceso de ordenada amortización prevista de los mismos. La reducción del apalancamiento es en este momento un elemento clave en la estrategia de la compañía, si bien aún es un aspecto sujeto a importantes hitos que aún no se han materializado.

En este contexto, los planes para el corto y medio plazo incluyen la finalización de los proyectos en construcción tanto propios (24,4 MW) como los de Valfortec Capital (19,4 MW), donde la empresa tiene el 50%. Igualmente, se espera continuar con los desarrollos de proyectos en curso y su posterior construcción, con protagonismo principal de los nuevos 'vehículos' (Valfortec Capital 1 y 2), que son empresas asociadas fuera del perímetro de Valfortec. Esto, junto con la instalación de baterías supone mantener una destacada actividad ligada al 'EPC' de proyectos, que si bien permite operar bajo un menor endeudamiento, cuenta con un menor margen de rentabilidad.

Dentro de la actividad de 'IPP' los planes cuentan con continuar con los flujos de caja recurrentes por venta de energía como del aporte adicional esperado a través de un 'mix' de fondos generados en la rotación de activos, la obtención de subvenciones a fondo perdido que se han estado tramitando en el último periodo, y donde la compañía está previsto que cobre una cantidad importante en concepto de gestión, y la refinanciación de proyectos. Hay que señalar que la compañía ha recibido comunicaciones favorables en relación con los trámites realizados (documentación y avales) para la obtención de parte de las subvenciones, siendo algunas ya desembolsadas.

Por otro lado, ya cuenta con la aprobación de la refinanciación de parte del portfolio de proyectos incluidos en el vehículo Valfortec Capital (55 MW) por parte de sus actuales financiadores, lo que permitirá sumar igualmente un dividendo relevante para la compañía, una vez que se ha conseguido la conexión y puesta en marcha de los mismos y están en disposición de formalizar un 'PPA' con una contraparte con perfil 'Grado de Inversión'.

Finalmente, hay que destacar la potencial entrada de un nuevo socio que aporte capital al grupo y una participación no

superior al 25%. Esta operación se encuentra en estado avanzado de negociación y se espera que pueda formalizarse total o parcialmente durante el próximo año 2027. Con estos fondos la compañía podrá abordar los planes de desarrollo y construcción de proyectos hasta que estos puedan transferirse a los vehículos correspondientes y materializar los beneficios.

- **Neutra política ESG a nivel compañía.**

El desempeño en ESG, medido a través del análisis de nuestros factores para este ámbito, permite con los últimos datos de 2025 mantener una situación neutra (puntuación entre 1,5 y 3,5) sobre el rating del perfil financiero.

Dentro de los factores ESG, destacamos la mayor contribución del ámbito medioambiental (emisiones y consumos energéticos relativos) para compensar la menor valoración de una gobernanza condicionada por la concentración del accionariado y la estructura de gestión propias de sociedades familiares.

Perfil Financiero

Ventas y Rentabilidad

- **Mejora de la rentabilidad bajo mayor peso de la venta de energía.**

Resultados y Rentabilidad. Miles de €			
	FY24	FY25	25vs24
Facturación (1)	50.603	37.471	-26,0%
Mg Bruto	31,8%	47,2%	15,3pp
EBITDA (2)	11.016	12.893	17,0%
Mg EBITDA	21,8%	34,4%	12,6pp
EBIT	5.981	7.021	17,4%
Mg EBIT	11,8%	18,7%	6,9pp
Gastos Financieros	-5.156	-5.730	-11,1%
EBT	-574	422	173,5%

(1) Incluye ingresos por venta de proyectos.

(2) Ajustado con arrendamientos operativos.

El último ejercicio estuvo condicionado por la reducción en las ventas (-26% YoY), como consecuencia principal del menor negocio en 'EPC' de proyectos. A su favor, la compañía pudo mejorar la variación de existencias, así como reducir sus costes de aprovisionamientos y operación para mejorar de forma destacada el EBITDA (+17%). Así, el margen del EBITDA mejoró hasta un 34,4% (+12,6 pp YoY) con el mayor peso de la venta de energía en la actividad.

En este contexto, la mejora del resultado operativo (EBIT) permitió recuperar la generación de beneficios aunque de forma limitada (€274 miles), dada la continuidad en unos gastos financieros que continuaron siendo exigentes con €5,7m frente a los €5,2m del año anterior.

Bajo las previsiones actuales se espera un incremento destacado de las ventas en el periodo 2026-27 impulsado tanto a corto plazo, principalmente por la captación de las subvenciones que se están gestionando, como posteriormente conforme a la mayor aportación de la actividad de ejecución de nuevos proyectos. Bajo este 'mix' se espera que la rentabilidad mejore en el corto plazo, situando en este momento el margen del EBITDA promedio ponderado en el 40% como resultado de la mayor aportación de las actividades asociadas a su condición de 'IPP'.

Endeudamiento y Cobertura

- **Endeudamiento alto en fase de gestión para su mejora.**

En el último ejercicio Valfortec incrementó su deuda financiera neta hasta los €110m (+20% YoY). Esta evolución no pudo ser compensada por la mejora señalada en la generación de EBITDA, manteniendo por tanto el nivel de apalancamiento en valores todavía muy elevados con un ratio DFN/EBITDA de 8,5x (8,4x en 2024). De igual forma, señalamos la evolución de la cobertura de intereses con el EBITDA generado para obtener un limitado ratio de 2,2x (2,1x en 2024).

Cálculo DFN/EBITDA. Miles de €.	FY24	FY25
Bonos de proyecto	35.558	34.041
Bonos corporativos	25.000	25.000
Préstamos	12.408	14.661
Crédito	6.566	5.286
Pagarés	10.099	18.238
Arrendamientos financieros	698	601
Otros pasivos financieros	11.343	14.039
DFT reportada	**101.672**	**111.866**
Arrendamientos operativos	4.230	4.425
DFT ajustada	**105.902**	**116.291**
Caja	13.915	6.280
DFN	**91.987**	**110.011**
EBITDA	11.016	12.893
DFN/EBITDA	**8,4x**	**8,5x**

Relacionado con lo anterior, señalamos que en 2025 la compañía incrementó principalmente su deuda financiera mediante emisiones de pagarés, cuyo saldo aumentó hasta €18,2m, fundamentalmente a través del Programa emitido en el MARF por un máximo de €25m. Con anterioridad al vencimiento del Programa en octubre de 2026, la compañía continuó amortizando parte de los pagarés y ha refinanciado vencimientos para un saldo total pendiente de €12,1m con vencimiento principalmente en enero y febrero de 2027. Además hay €1,1m en otros pagarés con un mismo financiador que vencen en este mes de noviembre. En este momento la previsión es de ir amortizando los pagarés conforme a la entrada de fondos prevista.

En este contexto de mayor endeudamiento bajo una destacada concentración de la deuda en el corto plazo, situación adicionalmente condicionada por la emisión de bonos corporativos realizada en el MARF en 2021 y vencimiento en marzo de 2026, la compañía logró extender hasta 2028 la fecha de amortización bajo un incremento del coste del cupón fijo al 6%. De esta forma, la gestión de los vencimientos a corto plazo ha sido una cuestión de vital importancia acuciada por la reducción de la caja disponible, siendo en este momento un aspecto bajo gestión.

El resto de la deuda financiera se mantiene concentrada en mayor medida en los bonos y préstamos principalmente asociados a proyectos, así como a los 'otros pasivos' correspondientes a préstamos recibidos de compañías asociadas fuera del perímetro consolidado.

En el medio plazo se espera que el apalancamiento financiero mejore conforme al crecimiento de los resultados bajo una reducción paulatina de la deuda financiera dado el apoyo de los ingresos por gestión de subvenciones, ventas de activos, y el impulso adicional de la ampliación de capital. Bajo el cumplimiento de estos hitos la situación financiera se valora como media, aspecto favorecido por un nivel promedio ponderado satisfactorio en el DFN/EBITDA inferior a 5,0x, aunque condicionado por una situación débil respecto a la cobertura de intereses (EBITDA/intereses ~3x) y a la generación de caja operativa (FFO/DFN < 15%).

Análisis de Flujo de Caja

- **Flujo de caja libre negativo y dependencia de la deuda bajo la continuidad en la inversión.**

En 2025, la compañía redujo significativamente su posición de caja, hasta €6,3m (-54,9% YoY), frente a los €13,9m registrados al cierre de 2024.

Flujo de Caja. Miles de €	FY24	FY25	25vs24
Funds From Operations (1)	**5.961**	**6.213**	**4,2%**
+/- variación WK	-11.156	-2.251	79,8%
Cash Flow Operativo	**-5.196**	**3.962**	**176,3%**
+/- Cash Flow Inversión	-5.390	-14.990	-178,1%
Cash Flow Libre (1)	**-11.443**	**-11.896**	**-4,0%**
+/- variación patrimonio	0	0	-
- Dividendos	0	0	-
Cash Flow Interno	**-11.443**	**-11.896**	**-4,0%**
+/- Nueva deuda	12.375	4.262	-65,6%
Cash Flow Neto	**932**	**-7.635**	**-919,6%**
Caja	**13.915**	**6.280**	**-54,9%**

(1) Ajustado por arrendamientos operativos.

La generación operativa mostró una evolución favorable, con un FFO de €6,2m (+4,2%) y una menor variación negativa del circulante (€2,3m frente a €11,2m en 2024), para alcanzar un flujo de caja operativo positivo de €4,0m, frente a -€5,2m en el ejercicio anterior. No obstante, los mayores fondos comprometidos en el flujo de inversión, que alcanzaron €15,0m (€5,4m en 2024), llevaron el Flujo de Caja Libre a mantenerse en valores negativos, en €11,9m. Estas necesidades fueron parcialmente cubiertas mediante nueva deuda por €4,3m, si bien en menor medida que en 2024 (€12,4m), resultando en un flujo de caja neto negativo de €7,6m que explica la reducción de la posición de caja al cierre del ejercicio.

Capitalización

- **Capitalización débil con previsión de mejora.**

La capitalización del grupo, medida a través de la relación entre el Patrimonio Neto y la Deuda Financiera, alcanzó un ratio del 35% (36,4% en 2024) que se mantiene como débil.

Bajo la previsión financiera se espera que Valfortec alcance una mejora destacada en la capitalización, especialmente desde 2027 con el efecto de la ampliación de capital prevista, lo cual en este momento ya favorece a la capitalización para situar el promedio ponderado en un ratio superior al 50% que se valora como satisfactorio.

Liquidez

- **Liquidez dependiente de importantes hitos en curso.**

En el corto plazo, la compañía afronta la captación de cuantiosos fondos a través de la gestión de subvenciones para proyectos, la refinanciación de proyectos y la ampliación de capital, todo ello sumado a la expectativa de un normal desempeño en las operaciones. En este sentido, se considera que la compañía se encuentra dando los pasos adecuados para formalizarlos, y en todo caso cuenta con la capacidad de flexibilizar su plan de rotación de activos e inversión, así como el apoyo del grupo para atender sus compromisos de deuda.

En consecuencia, y pese a la situación de un perfil financiero que debilita la capacidad de captar fondos en el mercado, no se aplica como modificador del rating. No obstante, la incapacidad para materializar estos objetivos podría tener un impacto negativo en la liquidez de la compañía si no se toman medidas alternativas.

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 2026-28:

- Incremento promedio de la cifra de negocio anual en un 20%. Las estimaciones se sustentan en un crecimiento moderado de la venta de energía (2% promedio), con una mayor incidencia en 2028 tras el avance en la conexión de nuevos proyectos. Esto, dentro de la actividad como 'IPP' se compensará durante el periodo con los ingresos asociados al desarrollo y rotación de activos (€13m) y los procedentes de la captación de subvenciones (€15m), actividades con un elevado margen de rentabilidad. Asimismo, se espera que la nueva etapa de inversión en proyectos propios impulse las ventas a través de la actividad del 'EPC', donde se espera un promedio anual de más de €34m.
- Bajo estas previsiones de ingresos se espera que la rentabilidad mejore con un margen del EBITDA del 47,8% en 2026 para posteriormente moderarse en torno al 38% en los próximos dos años.
- Para el apalancamiento se presenta una tendencia decreciente conforme al incremento de los resultados y el apoyo en la ampliación de capital que la compañía está gestionando, permitiendo alcanzar un muy favorable ratio DFN/EBITDA de 1,2x en 2028 bajo el cumplimiento de los planes.
- De acuerdo a lo comentado, y pese a la reducción de la deuda, la cobertura de intereses se mantendrá exigente dado el mayor coste de la deuda desde 2026, siendo el coste financiero medio contemplado en el periodo del 6,6% frente al 6,1% del año 2025.

Principales Magnitudes Financieras

Principales magnitudes. Miles de €.	FY24	FY25	FY26e	FY27e	FY28e	25vs24
Facturación (1)	50.603	37.471	41.371	58.409	59.152	-26,0%
EBITDA (2)	11.016	12.893	19.770	22.492	22.035	17,0%
Margen EBITDA	21,8%	34,4%	47,8%	38,5%	37,3%	12,6pp
EBIT	5.981	7.021	13.843	16.708	16.173	17,4%
Margen EBIT	11,8%	18,7%	33,5%	28,6%	27,3%	6,9pp
EBT	-574	422	9.781	13.181	12.129	173,5%
Total Activo	192.788	181.319	173.712	204.418	227.974	-5,9%
Patrimonio Neto	38.516	40.666	48.002	82.888	116.985	5,6%
Deuda Financiera Total (DFT)	105.902	116.291	96.545	89.702	79.179	9,8%
Deuda Financiera Neta (DFN)	91.987	110.011	91.164	58.840	27.321	19,6%
Patrimonio Neto/ DF	36,4%	35,0%	49,7%	92,4%	147,7%	-1,4pp
DFN/EBITDA	8,4x	8,5x	4,6x	2,6x	1,2x	0,2x
Funds From Operations	5.961	6.213	13.019	15.418	14.699	4,2%
FFO/DFN	6,5%	5,6%	14,3%	26,2%	53,8%	-0,8pp
EBITDA/Intereses	2,1x	2,2x	3,1x	3,9x	3,5x	0,1x

(1) Incluye ingresos por venta de proyectos.

(2) Ajustado con arrendamientos operativos.

Credit Rating

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

Análisis Sensibilidad

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

Bajo continuidad en el perfil de negocio de la empresa y el peso actual de la venta de energía bajo precios asegurados o regulados, el rating podría mejorar bajo un escenario sólido en el apalancamiento promedio en el entorno de 3,0x, o con una cobertura de intereses por encima de 5x, así como un escenario de mejora combinado en estos ratios.

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

Los planes de la compañía continúan afrontando importantes desafíos en materia de consecución de ingresos orgánicos e inorgánicos. Por tanto, la no consecución de los objetivos del plan, cuando suponga una desviación de los objetivos financieros actualmente previstos, podría derivar en una revisión a la baja del rating, siendo además esta potencialmente severa si implicase una situación de debilidad en la liquidez. Así, bajo continuidad en el resto de situaciones, señalamos un escenario promedio que de forma consistente muestre un ratio DFN/EBITDA > 5,2x o del EBITDA/intereses inferior a 2,7x, o en su defecto un efecto combinado, como potenciales indicadores para una bajada 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 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