

ISSUER RATING
LongTermOUTLOOK
StableInitiation date 09/06/2025
Rating Date 09/04/2026

Contacts

Lead analyst

Daniel Rivas
daniel.rivas@ethifinance.com

Committee chair

Thomas Dilasser
thomas.dilasser@ethifinance.com

Rating Action y Rationale

- EthiFinance Ratings sube la calificación de Técnicas Reunidas, pasando de “BBB-” a “BBB”, manteniendo la tendencia Estable.
- La revisión al alza de la calificación refleja la progresiva materialización del plan estratégico “SALTA”, iniciado en 2024 y que durante el ejercicio 2025 se reflejó en un crecimiento de las ventas del 45,3% interanual hasta alcanzar los €6.5bn. Este aumento ha supuesto un salto cuantitativo que dimensiona al grupo en una escala operativa superior. La subida de la facturación fue impulsada por la ejecución de varios proyectos de gran escala en cartera, y una mejora significativa de la rentabilidad operativa, con un EBITDA que alcanzó los €330m (+54% interanual) y un margen EBITDA del 5,1% (4,8% en 2024). Otro hito fundamental del ejercicio fue la cancelación de la deuda SEPI, que otorga flexibilidad estratégica a la compañía e inaugura una nueva política de retribución al accionista. La estructura financiera se ha fortalecido considerablemente, con un ratio de apalancamiento DFN/EBITDA ajustado que se sitúa con una posición de caja neta (0,3x en 2024), en línea con la cobertura de intereses, que ha mejorado hasta 6,1x (3,8x en 2024). La mejora de la calificación también se sustenta por unas proyecciones estabilizadas en estos nuevos rangos y reforzadas por una sólida cartera de pedidos, que a cierre de 2025 asciende a €10,5bn, la cual proporcionará visibilidad en los años venideros.
- Técnicas Reunidas S.A. constituye un consorcio empresarial de origen español especializado en la ingeniería, diseño y construcción de proyectos en los sectores del petróleo/gas, energía, infraestructuras, servicios industriales, así como en proyectos de transición energética.
- La calificación de la compañía se sustenta en: i) un know-how técnico acumulado a lo largo de más de 65 años y más de 1.000 plantas industriales ejecutadas en 50 países, que constituye una sólida ventaja competitiva y un robusto posicionamiento estratégico, todo ello en el contexto de un sector que presenta barreras de entrada de intensidad moderada y perspectivas de crecimiento favorables; ii) la flexibilidad operativa del modelo de negocio, basado en una estructura asset-light con bajo nivel de activos fijos y una capacidad demostrada para escalar recursos; iii) la visión estratégica de la dirección, que ha sabido anticipar las tendencias del mercado energético mediante la creación de TRack como unidad especializada en descarbonización, la segregación de TR Power para capturar la demanda creciente de generación de energía y la expansión de centros de ingeniería en India y Turquía, posicionando al Grupo en los segmentos de mayor potencial de crecimiento a medio plazo.
- Por otro lado, el rating está limitado principalmente por el perfil de negocio de la compañía derivado de: i) el riesgo por concentración geográfica en Oriente Medio, que representa el 65% de la facturación en 2025, así como de concentración por clientes, con el TOP5 de clientes representando el 57% de los ingresos; ii) riesgo de ejecución y estimaciones derivado del modelo de reconocimiento de ingresos por porcentaje de avance, que si bien es un estándar del sector, implica cierto grado de juicio y estimación en los costes a terminación de los proyectos, más sobre todo en entornos complejos como Oriente Medio, donde el grupo posee una fuerte exposición y ; iii) presión sobre costes operativos que pueden llegar a erosionar la evolución del margen operativo durante los próximos ejercicios.
- La calificación asignada a la entidad se encuentra limitada por la aplicación de la metodología interna de EthiFinance. A pesar de que la compañía presenta una sólida solvencia reflejada en un Perfil de Riesgo Financiero (FRP) evaluado en la categoría de 'A', su Perfil de Riesgo de Negocio (BRP) se sitúa en 'BB+'. De acuerdo con los criterios metodológicos, la calificación anchor resultante se capa en el nivel de BBB.
- Por otro lado, desde EthiFinance Ratings consideramos importante monitorizar la actual situación geopolítica en Oriente Medio, derivada de la confluencia de tensiones comerciales y conflictos de naturaleza político-militar. Este entorno de incertidumbre, que hasta la fecha no ha impedido la ejecución de los planes de inversión del Grupo, podría materializarse en forma de retrasos, suspensiones o cancelaciones de proyectos ante un eventual recrudecimiento de dichos conflictos. EthiFinance Ratings considera que este riesgo geográfico concentrado actúa como un techo implícito para la calificación, que aunque no impacta en la revisión actual, podría limitar el recorrido al alza del rating en posteriores revisiones.
- En línea con nuestra metodología, la compañía opera en el sector de la ingeniería y construcción (sector heatmap score entre 3 y 3,5) lo que supondría un riesgo medio en términos ESG. No obstante, dado las características específicas de la compañía y su foco en proyectos para la industria petroquímica, se considera que este sector presenta un riesgo medio-alto (sector heatmap score entre 3,5 y 4). Esta valoración tiene como resultado un análisis sectorial que se ve rebajado en un notch. No obstante, el análisis de la política de la compañía en términos de ESG arroja una valoración favorable (ESG score de compañía entre 0 y 1), lo que ha mejorado en un notch la valoración del perfil financiero, impactando de forma positiva en la calificación final.

Descripción de la Compañía

Fundada en 1960 y con sede en Madrid, Técnicas Reunidas S.A. (en adelante Técnicas Reunidas, TR o el grupo) es un grupo empresarial de origen español especializado en servicios de ingeniería, diseño y construcción de grandes proyectos industriales. La compañía cuenta con más de 65 años de trayectoria en el sector y ha desarrollado más de 1.000 proyectos en más de 50 países. En la práctica, TR actúa como contratista principal en proyectos de gran envergadura para la industria energética y petroquímica. Su actividad se centra en la gestión integral de proyectos:

desde la ingeniería de detalle y la gestión de aprovisionamiento de equipos y materiales, hasta la supervisión de la construcción y puesta en marcha de las instalaciones.

A cierre de 2025, la compañía registró unas ventas de €6.466m (+45,3% interanual), un EBITDA de €330m (+54,0% interanual), con un margen sobre ventas del 5,1% (4,8% en 2024). La cartera de pedidos ascendía a €10.553m a 31 de diciembre de 2025. TR cotiza sus acciones en el Mercado Continuo español, con una cotización de €30,9/acción a 25 de marzo de 2026 (cotización media durante 2025 de €20,55/acción).

Fundamentos

Perfil de Negocio

Análisis del Sector

- **Sector de baja rentabilidad y alta oscilación, protegido por barreras de entrada medias y respaldado por una sólida tendencia de crecimiento.**

El sector de Ingeniería y Construcción se caracteriza por una rentabilidad fluctuante y, en términos generales, inferior a la de otros sectores industriales (margen EBIT promedio en torno al 5%), condicionada por factores como la tipología y dimensión de los proyectos, así como por el entorno económico y las condiciones de mercado. Los elevados costes de materiales, mano de obra, equipos y permisos presionan los márgenes de beneficio a la baja. A ello se suma una volatilidad inherente, derivada de la ciclicidad económica, la intensidad competitiva, la presión sobre precios y la exposición a riesgos extraordinarios.

Por otro lado, las barreras de entrada del sector se sitúan en un nivel medio, sustentadas en el significativo conocimiento técnico requerido, la experiencia acumulada, el reconocimiento de marca y la elevada inversión en equipamiento y tecnología, factores que permiten a las compañías establecidas consolidar y defender su posición en el mercado.

Las proyecciones de organismos internacionales apuntan a un crecimiento sostenido de la demanda y la inversión en nuevas infraestructuras de transporte y energía a escala global, lo que confiere al sector unas perspectivas de crecimiento favorables. Según datos del FMI, se prevé que el crecimiento mundial se mantenga estable en el 3,3% en 2026, aunque por debajo del promedio histórico 2000-2019 del 3,7%. Adicionalmente, la irrupción de nuevas áreas de actividad, como la transición energética y la descarbonización, abre oportunidades de expansión complementarias para los operadores del sector.

- **Industria con riesgo medio en términos de ESG con impacto neutro en la calificación.**

El sector de la construcción e infraestructuras presenta un riesgo medio en términos de ESG según nuestra metodología, con una calificación en el sector heatmap entre 3 y 3,5. Dicha calificación refleja una evaluación sectorial que permanece neutra ante consideraciones específicas de la industria. En cuanto a los factores medioambientales, estas industrias tienen un impacto medio en el clima, con emisiones directas restringidas, pero emisiones de alcance 3 que pueden ser notablemente elevadas. La materialidad financiera es baja porque la regulación no aplica a todas las externalidades de la industria, pero esto probablemente cambiará. El impacto sobre la biodiversidad es medio a pesar de que el uso del suelo puede ser intenso y problemático. Sin embargo, el sector tiene un alto impacto sobre el consumo de recursos de materias primas (arena, etc.), y sobre la contaminación al generar cantidades significativas de residuos con una reciclabilidad limitada actualmente. El impacto del sector en la cadena de suministro se encuentra limitado debido a la fuerte competencia y una restringida dependencia financiera. Además, cabe destacar que la mejora de las obras públicas repercute positivamente en la vida diaria de los consumidores. Los países también se benefician de la industria de la construcción, que es un importante empleador pero está poco regulado.

Posicionamiento Competitivo

- **Posicionamiento competitivo sólido gracias a una larga trayectoria, experiencia internacional y la ventaja de costes derivada de su modelo de negocio.**

Técnicas Reunidas presenta un buen posicionamiento competitivo en su mercado, destacado por su amplia experiencia, con más de 65 años de actividad en el sector de la ingeniería y construcción. Se aprecia favorablemente que la compañía tiene un conocimiento favorable de la industria, tanto a nivel nacional como internacional, y la capacidad para llevar a cabo proyectos de gran complejidad y escala. Su cartera de clientes integra algunas de las mayores corporaciones del sector energético y petroquímico a nivel mundial, entre las que figuran Saudi Aramco, ADNOC y otras compañías nacionales de petróleo de primer nivel. La adjudicación en 2025 del proyecto Lower Zakum (LTDP-1) por un importe de €3.100m, primer contrato suscrito con ADNOC Offshore, constituye un reflejo de la confianza que el mercado deposita en las capacidades técnicas y de ejecución del grupo.

Las ventajas competitivas de la compañía se asientan sobre la experiencia técnica acumulada, la flexibilidad para

operar bajo estructuras contractuales diversas, la capacidad de ejecución de ingeniería desde múltiples centros internacionales y un posicionamiento diferenciado en proyectos de transición energética, canalizado a través de su iniciativa estratégica Track (lanzada en 2023 como parte del proceso de transición energética y descarbonización industrial). Frente a sus competidores, Técnicas Reunidas se diferencia por un modelo centrado en la fase de ingeniería, con subcontratación de la construcción, lo que le confiere una estructura de costes más ligera y adaptable que la de algunos competidores integrados verticalmente, además de un perfil de balance asset-light.

- **Adecuada diversificación por líneas de negocio, operando en cinco segmentos diferenciados, siendo el de Gas Natural el principal eje estratégico del grupo.**

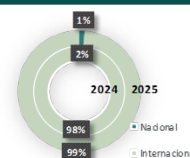
Técnicas Reunidas estructura su actividad de servicios de ingeniería y construcción en cinco segmentos operativos, que reflejan la diversificación del Grupo tanto en tecnologías como en mercados finales, y su creciente orientación hacia la descarbonización industrial como vector de crecimiento estratégico.

| Diversificación ingresos por tipo de actividad. Millones de €. | | | | | |
|--|--------------|--------------|--------------|------------|---------|
| | 2023 | 2024 | 2025 | 25 vs 24 | % Total |
| Gas Natural | 2.347 | 2.942 | 4.244 | 44% | 66% |
| Petroquímica | 612 | 571 | 1.238 | 117% | 19% |
| Upstream & Refino | 948 | 691 | 803 | 16% | 12% |
| Tecnologías Bajas en Carbono | 42 | 130 | 123 | -5% | 2% |
| Otros | 187 | 117 | 58 | -50% | 1% |
| TOTAL | 4.135 | 4.451 | 6.466 | 45% | |

1. **Gas Natural:** Abarca el diseño y ejecución de instalaciones a lo largo de toda la cadena de suministro del gas natural, desde la producción en campos de gas hasta plantas de tratamiento, estaciones de compresión, licuefacción, tanques de almacenamiento y terminales de regasificación. Incluye desde 2025 toda la actividad vinculada a la generación y distribución de energía, operada a través de la filial TR Power.
 2. **Petroquímica:** Servicios de ingeniería y construcción de instalaciones dedicadas a la producción de materiales químicos básicos utilizados en sectores como la distribución de agua, farmacia, salud, alimentación y eficiencia energética en edificios y transporte.
 3. **Upstream & Refino:** Presta servicios de ingeniería, aprovisionamiento, construcción y puesta en marcha de instalaciones a lo largo de toda la cadena de valor para la producción de combustibles.
 4. **Tecnologías Bajas en Carbono:** Comprende tres sublíneas.
 1. Hidrógeno y derivados, donde el Grupo ofrece soluciones para la producción de hidrógeno bajo en carbono, amoníaco verde y metanol.
 2. Captura y almacenamiento de carbono (CCS), orientada a la descarbonización de industrias intensivas en energía como cemento, acero y química.
 3. Combustibles sostenibles, que incluye la producción de biocombustibles y combustibles sintéticos a partir de materias primas renovables e hidrógeno bajo en carbono.
 5. **Otros:** Engloba proyectos de ingeniería y construcción en actividades ajenas a las líneas principales del Grupo, fundamentalmente tratamiento de aguas, fertilizantes e infraestructuras portuarias. También incluye proyectos cuya finalización no se completó por terminación del cliente mediante ejecución de garantías, con el propósito de no distorsionar el análisis de los segmentos restantes.
- **Fuerte presencia internacional, con especial concentración en Oriente Medio y una baja exposición al mercado nacional.**

Técnicas Reunidas opera en 26 países con una presencia consolidada en las principales regiones de inversión energética global. Oriente Medio constituye el mercado principal del Grupo, representando el 65% de la facturación en 2025, con una actividad concentrada en Arabia Saudí, Abu Dhabi, Qatar, Kuwait, Bahréin y Omán, donde las compañías petroleras nacionales mantienen planes de inversión sostenidos.

| Diversificación geográfica cifra de negocio. Millones de € | | | | |
|--|--------------|--------------|--------------|------------|
| | 2023 | 2024 | 2025 | 25vs24 |
| Nacional | 63 | 100 | 93 | -7% |
| Internacional | 4.072 | 4.351 | 6.373 | 46% |
| Total | 4.135 | 4.451 | 6.466 | 45% |



Europa aporta el 12% de los ingresos, impulsada fundamentalmente por el proyecto de ORLEN en Polonia y los proyectos de descarbonización en Bélgica y Alemania. El área del Mediterráneo, que comprende Turquía y Argelia, ha ganado peso significativo hasta el 8,9% del total. Asia contribuye con un 7,8%, con operaciones en India, Kazajistán, Singapur y Malasia, donde India destaca además como centro de ingeniería con más de 2.200 profesionales.

| Geografía | FY23 (M€) | FY24 (M€) | FY25 (M€) | Δ % | % s/Total FY25 |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|
| Oriente Medio | 2.136 | 2.674 | 4.206 | 57,3% | 65,0% |
| Europa | 644 | 682 | 777 | 13,9% | 12,0% |
| Mediterráneo | 79 | 147 | 573 | 289,8% | 8,9% |
| Asia | 488 | 380 | 506 | 33,2% | 7,8% |
| América | 725 | 468 | 311 | -33,5% | 4,8% |
| España | 63 | 100 | 93 | -7,0% | 1,4% |
| Total | 4.135 | 4.451 | 6.466 | 45,3% | 100% |

América representa el 4,8%, con presencia en Argentina, México, Chile, Perú, Estados Unidos y Canadá, y perspectivas de crecimiento vinculadas al proyecto de Vaca Muerta y a la expansión de la oficina de Houston. España, sede corporativa y principal centro de ingeniería con 5.525 empleados, aporta un 1,4% de los ingresos directos, si bien concentra la capacidad técnica y de gestión que soporta la ejecución global de los proyectos.

- **Alta concentración de clientes mitigada por su naturaleza estratégica y quasi-soberana, con un fuerte respaldo y objetivos estratégicos a largo plazo.**

La base de clientes de Técnicas Reunidas se caracteriza por una elevada concentración en un número reducido de contrapartes de alto perfil crediticio. A cierre de 2025, el 71% del saldo total de la cuenta de Clientes se concentraba en diez contrapartes, y los cinco principales clientes representaban el 56,6% de los ingresos ordinarios consolidados. Esta concentración, si bien constituye un factor de riesgo desde la perspectiva de dependencia comercial, se ve mitigada por la naturaleza de las contrapartes, ya que se trata predominantemente de compañías petroleras nacionales (NOCs) como ARAMCO, ADNOC, QatarEnergy o Kuwait National Petroleum Company, cuya solvencia está respaldada por los recursos soberanos de sus respectivos estados y cuyos planes de inversión obedecen a objetivos estratégicos de largo plazo que trascienden los ciclos de precios de las materias primas. Adicionalmente, una parte relevante del riesgo de crédito queda mitigada por la financiación ad hoc que estos clientes obtienen vinculada a la ejecución de los proyectos, lo que proporciona una doble garantía de cobro. La compañía ha ampliado progresivamente su base de clientes, siendo especialmente relevante en 2025 la primera adjudicación directa por parte de ADNOC Offshore y el inicio de la relación comercial con ACWA Power en el ámbito del hidrógeno verde, lo que contribuye a reducir gradualmente la dependencia de las contrapartes históricas.

Estructura Accionarial y Gobernanza

- **Accionariado altamente vinculado a la gestión, con la familia fundadora controlando el 32,4% y un amplio free-float, que otorga estabilidad y flexibilidad estratégica.**

Técnicas Reunidas S.A. cotiza en el Mercado Continuo español. A cierre de 2025, Araltec Corporación S.L.U. (vehículo de la familia fundadora) controla el 32,4% del capital, Pilar Arburua Aspiunza ostenta un 5,2%, JP Morgan Asset Management posee un 3,7%, Moneta Asset Management un 3,1% y Wellington Management un 3,1%. El free float asciende al 48,7% y las acciones propias representan un 2,7% del capital. Desde la perspectiva de EthiFinance Ratings, la combinación de una participación significativa de la familia fundadora y un free float amplio ofrece un equilibrio entre estabilidad accionarial y flexibilidad estratégica.

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

El equipo de gestión cuenta con un destacado perfil profesional, habiendo desempeñado un papel crucial en la evolución positiva de la empresa y en su posicionamiento global. La ejecución del plan estratégico "SALTA" 2024-2028, con pilares en independencia financiera, expansión de capacidades de ingeniería y diversificación, demuestra una visión estratégica clara. La devolución anticipada de la deuda con la SEPI en diciembre de 2025, un año antes de su vencimiento, constituye un ejemplo concreto de la disciplina financiera del equipo directivo.

La política financiera ha sido prudente, centrada en la reducción del endeudamiento y el fortalecimiento del balance. Tras la cancelación de la deuda SEPI, se ha establecido una nueva política de retribución al accionista con un payout del 30%, poniendo fin al periodo de suspensión de dividendos desde la pandemia.

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

La empresa lleva a cabo una política muy activa en relación con los riesgos ESG (puntuación entre 0 y 1) con políticas responsables que incluyen tanto criterios sociales como medioambientales con certificaciones externas para los aspectos sociales y medioambientales, lo que conduce a un bajo riesgo de impacto de temas relacionados con el ESG en los ingresos, resultados, valor de los activos o reputación de la compañía. Las políticas de gobernanza son muy fuertes, caracterizadas por un consejo de administración cualificado con separación de roles, divulgación pública de políticas (código de conducta empresarial, política de corrupción y de compliance) y priorización de asuntos ESG. Esto también se refuerza con unas excelentes métricas ambientales y un buen nivel de métricas sociales.

Perfil Financiero

Ventas y Rentabilidad

- Fuerte crecimiento de la facturación en 2025 fruto de la ejecución de la cartera de proyectos. El segmento del Gas Natural supone el 65% del total, mientras que el de Petroquímica es el que ha experimentado el mayor crecimiento anual.

Grupo Técnicas Reunidas registró en el ejercicio 2025 unos ingresos ordinarios consolidados de €6,5bn, lo que representa un crecimiento del 45,3% respecto a los €4,5bn del ejercicio 2024. Este incremento excepcional se explica por la confluencia de múltiples proyectos EPC (Engineering, Procurement and Construction) de gran envergadura entrando simultáneamente en fases de ejecución intensiva, particularmente en Oriente Medio y Europa. El resultado de explotación ascendió a €291m (margen EBIT del 4,5%) y el resultado neto atribuible alcanzó los €156m de euros, un 74% superior al ejercicio precedente.

| Rentabilidad. miles de EUR | | | | | |
|----------------------------|-------------|-------------|-------------|--------|--------|
| | FY23 | FY24 | FY25 | 24vs23 | 25vs24 |
| Facturación | 4.135.152,0 | 4.451.446,0 | 6.465.856,0 | 7,6% | 45,3% |
| Mg Bruto | 26,1% | 27,0% | 22,3% | 0,9pp | -4,6pp |
| EBITDA Aj. | 182.538,0 | 214.117,0 | 329.738,0 | 17,3% | 54,0% |
| Mg EBITDA Aj. | 4,4% | 4,8% | 5,1% | 0,4pp | 0,3pp |
| EBIT | 156.598,0 | 181.208,0 | 291.055,0 | 15,7% | 60,6% |
| Mg EBIT | 3,8% | 4,1% | 4,5% | 0,3pp | 0,4pp |
| Gastos Financieros | -51.649,0 | -57.054,0 | -53.951,0 | -10,5% | 5,4% |
| EBT | 103.332,0 | 145.955,0 | 238.303,0 | 41,2% | 63,3% |

El crecimiento observado es predominantemente orgánico y está directamente vinculado al ciclo de ejecución de la cartera de proyectos. Los ingresos de TR se reconocen por el método del porcentaje de realización, es decir, en función del grado de avance económico de cada proyecto. Lo que se observa en 2025 es la coincidencia de múltiples proyectos de gran escala entrando simultáneamente en fases de alto consumo de aprovisionamientos y construcción.

La facturación a cierre de 2025 se puede desagregar por línea de negocio de la siguiente forma:

| Segmento | FY24 (m€) | FY25 (m€) | Δ YoY m€ | Δ YoY % | % FY25 | EBIT % 25 |
|------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|-------------|
| Gas Natural | 2.942 | 4.244 | 1.302 | 44,3% | 65,6% | 7,0% |
| Petroquímica | 571 | 1.238 | 667 | 116,8% | 19,1% | 14,6% |
| Upstream & Refino | 691 | 803 | 112 | 16,2% | 12,4% | -7,2% |
| Tecnologías Bajas en Carbono | 130 | 123 | -7 | -5,5% | 1,9% | 2,6% |
| Otros | 117 | 58 | -59 | -50,6% | 0,9% | 0,2% |
| Total | 4.451 | 6.466 | 2.014 | 45,3% | 100,0% | 4,5% |

- **Gas Natural (65% de la facturación FY25):** El segmento de Gas Natural, que incluye desde 2025 la unidad de energía TR Power, aportó €1.302m de ingresos incrementales, lo que lo convierte en el principal motor del crecimiento. Este avance refleja la entrada en fases de alta intensidad de aprovisionamiento y construcción de grandes proyectos de procesamiento de gas en Arabia Saudí (RIYAS NGL Paquetes 1 y 2, Jafurah GCP III, Haradh Gas Compression) y, de manera determinante, la ampliación del alcance de los tres ciclos combinados en Arabia Saudí cuyo precio contractual se incrementó en €1.100m durante 2025, elevando su valor total por encima de €3.000m.
- **Petroquímica (19,1% de la facturación FY25):** El segmento petroquímico se duplicó con un avance del 116,8% hasta €1.238m. Los principales proyectos que impulsan este salto son el EPC de ORLEN en Polonia, cuya OEPC a cierre ascendía a €437,6m, y el Silleno Ethane Cracker con €150,5m de OEPC, ambos en fase de ejecución intensiva con elevado componente de compras de equipos y subcontratos de construcción.
- **Upstream & Refino (12,4% de la facturación FY25):** El segmento creció un 16,2% hasta los €803m, pero continúa operando en pérdidas a nivel EBIT (-7,2%). Sin embargo, la adjudicación en febrero de 2025 del megaproyecto Lower Zakum LTDP-1 para ADNOC Offshore, con un valor contractual de €3.100m y un plazo de ejecución de cinco años, constituye un punto de inflexión significativo para este segmento. Su impacto en ingresos está previsto que se materialice progresivamente a partir de 2026.
- **Tecnologías Bajas en Carbono (1,9% de la facturación FY25):** Los ingresos descendieron ligeramente (-5,5%) hasta los €123m. No obstante, la actividad comercial subyacente es intensa y anticipa un crecimiento futuro: destaca el FEED convertible para el mayor complejo de amoníaco verde del mundo para ACWA Power en Yanbu (Arabia Saudí), y el FEED de fertilizantes con Thyssenkrupp-Uhde.
- **Otros (0,9% de la facturación FY25):** Este segmento, que engloba actividades residuales como tratamiento de aguas e infraestructuras portuarias, incorpora además los proyectos cuya ejecución se vio frustrada por terminaciones anticipadas de clientes mediante ejecución de garantías. Durante 2025 registró una caída de ingresos del 50,6%, pasando de €117m a €58m. La reducción del peso de este segmento sobre el total puede interpretarse con signo positivo, ya que refleja la progresiva disminución de estos proyectos problemáticos heredados.

Endeudamiento y Cobertura

- Técnicas Reunidas alcanzó caja neta en 2025 tras cancelar la deuda SEPI y elevar su EBITDA, sustituyendo financiación pública por deuda de mercado flexible, logrando así una estructura financiera robusta.

La estructura de endeudamiento del Grupo ha experimentado una transformación sustancial a lo largo del período analizado 2023-25, cuyo resultado más relevante es la transición a una posición de caja neta al cierre del ejercicio 2025. La deuda financiera neta ajustada pasó de €183,2m en 2023 a €152,9m en 2024, para situarse en -€87,6m en 2025, lo que implica que por primera vez en los últimos ejercicios la caja disponible del Grupo supera al total de la deuda financiera neta ajustada. El ratio DFN/EBITDA se ha reducido desde 0,7x en 2024 hasta -0,3x en 2025.

| Cálculo DFN/EBITDA. Miles de €. | | | |
|---|------------------|------------------|------------------|
| | FY23 | FY24 | FY25 |
| Préstamos participativos | 175.000 | 175.000 | 0 |
| Préstamos/Créditos | 559.497 | 430.084 | 333.155 |
| Préstamo hipotecario | 9.892 | 8.184 | 6.363 |
| Obligaciones y pagarés | 100.554 | 166.484 | 470.492 |
| Intereses de deuda | 15.956 | 19.818 | 1.628 |
| IFRS16 | 45.643 | 89.067 | 92.264 |
| DFT Reportada | 906.542 | 888.637 | 903.902 |
| Líneas de factoring y Confirming | 150.000 | 200.000 | 100.000 |
| Obligaciones por prestaciones a empleados | 3.588 | 3.562 | 3.117 |
| DFT | 1.060.130 | 1.092.199 | 1.007.019 |
| Caja Ajustada | 876.834 | 939.310 | 1.094.657 |
| DFN | 183.296 | 152.889 | -87.638 |
| EBITDA | 182.538 | 214.117 | 329.738 |
| DFN/EBITDA | 1,0x | 0,7x | -0,3x |

Esta evolución favorable es el resultado de la combinación de dos dinámicas. Por el lado de la generación de caja, el EBITDA creció un 54% hasta €329,7m, impulsado por el salto de escala operativa, lo que ha permitido financiar simultáneamente las necesidades de capital circulante de una cartera en fuerte crecimiento y el repago de deuda. Por el lado de la estructura de pasivos, el hito más significativo es la cancelación íntegra del préstamo participativo de SEPI (el importe devuelto asciende a €271m, que incluyen tanto el importe pendiente de pago como los intereses devengados durante el 2025 hasta la fecha de cancelación), que desaparece del balance eliminando el componente de financiación pública más restrictivo y el riesgo de dilución asociado a una eventual conversión. Paralelamente, la caja disponible, ajustada considerando los anticipos a clientes, se incrementó de €939,3m en 2024 a €1.094,7m en 2025, proporcionando un colchón de liquidez robusto.

Análisis de Flujo de Caja

- El efecto combinado de un FCF de €95m, un incremento neto de deuda de €30m y unas variaciones menores por operaciones con acciones propias arroja una variación positiva de caja de €124,8m, cerrando el ejercicio con una posición de efectivo de €1.143,2m, un 12% superior al cierre de 2024.

| Cash flow. miles de € | | | | |
|--|------------------|------------------|------------------|--------------|
| | 2023 | 2024 | 2025 | 25vs24 |
| EBT | 103.332 | 145.955 | 238.303 | 63% |
| +/- ajustes de resultado | 84.297 | 73.614 | 30.989 | -58% |
| +/- otros flujos de explotación - | 65.232 | 122.432 | 59.425 | -51,5% |
| Funds From Operations | 122.397 | 97.137 | 209.867 | 116% |
| +/- variación WK | - 39.214 | - 14.070 | - 68.261 | 385% |
| Cash Flow Operativo Aj. | 83.183 | 83.067 | 141.606 | 70% |
| Cash Flow Inversión | - 13.740 | - 7.014 | - 16.023 | 128% |
| Arrendamientos op. | - 20.855 | - 26.400 | - 30.547 | 16% |
| Free Cash Flow | 48.588 | 49.653 | 95.036 | 91% |
| - Dividendos | - | - | - | - |
| Cash Flow Final Generado Internamente | 48.588 | 49.653 | 95.036 | 91% |
| +/- variación deuda | - 124.692 | - 65.193 | 30.230 | -146% |
| +/- otros | 150.081 | 292 | 428 | -247% |
| Variación de Caja | 73.977 | 15.248 | 124.838 | -919% |
| Caja al comienzo del período | 959.680 | 1.033.657 | 1.018.409 | -1% |
| Caja al final del período | 1.033.657 | 1.018.409 | 1.143.247 | 12% |

La evolución de los flujos de caja del Grupo en el período 2023-25 evidencia una mejora progresiva de la capacidad de generación de efectivo operativo, que alcanza un punto de inflexión significativo en el ejercicio 2025. Los Fondos Procedentes de las Operaciones (FFO) se duplicaron hasta €209,9m (frente a €97,1m), impulsados por un resultado antes de impuestos un 63% superior. La reducción de los ajustes de resultado (-58%) refleja un menor peso de las partidas no monetarias como la variación de derivados de cobertura, que en 2024 habían supuesto un impacto negativo relevante y en 2025 se virrieron favorablemente. No obstante, cabe señalar que los otros flujos de explotación, que incluyen intereses pagados e impuestos, se sitúan en -€59,4m, una reducción del 51,5% respecto a 2024 explicada fundamentalmente por la caída en los impuestos pagados (€9,6m frente a €93,2m en 2024), derivada del efecto temporal de las liquidaciones fiscales. Este elemento introduce un componente no recurrente que matiza

parcialmente la fortaleza del FFO de 2025 y que debería normalizarse en ejercicios posteriores.

El Cash Flow de Inversión se situó en -€16m (frente a -€7m en 2024), reflejando el incremento de la inversión en inmovilizado material, fundamentalmente equipos informáticos en España e India para soportar el crecimiento de plantilla. Este nivel de CapEx sigue siendo reducido en relación con la escala del negocio, lo cual es coherente con un modelo asset-light basado en la prestación de servicios de ingeniería y subcontratación de construcción.

El Free Cash Flow resultante prácticamente se duplicó hasta €95m (€49,6m en 2024), lo que representa una tasa de conversión de FCF sobre EBITDA del 29%, un nivel saludable para el sector y que evidencia la capacidad del modelo de negocio para traducir el crecimiento operativo en generación de caja.

Capitalización

- Mejora del ratio de capitalización gracias a un incremento del 41% del patrimonio hasta alcanzar los €564m, sustentado por la incorporación del resultado del ejercicio pasado.

| Equity. miles de € | | | | |
|---------------------------------|----------------|----------------|----------------|-------------|
| | 2023 | 2024 | 2025 | 25vs24 |
| Capital | 8.030 | 8.030 | 8.030 | 0% |
| Prima de emisión | 156.343 | 156.343 | 156.343 | 0% |
| Reservas | 285.946 | 347.252 | 547.418 | 58% |
| Autocartera | - 73.833 | - 73.762 | - 74.947 | 2% |
| Ajustes por cambio de valor | - 62.822 | - 48.736 | - 82.905 | 70% |
| Socios externos | 10.853 | 10.508 | 9.667 | -8% |
| Patrimonio. Miles de EUR | 324.517 | 399.635 | 563.606 | 41% |
| DFT | 1.060.130 | 1.092.199 | 1.007.019 | -8% |
| Patrimonio/DFT | 31% | 37% | 56% | 19pp |

Impulsado por los sólidos resultados del ejercicio (beneficio neto de €156,4m), el patrimonio neto del grupo aumentó un 41% en 2025, alcanzando los €563,6m. Este avance consolida la tendencia iniciada con la ampliación de capital de €150m en 2023, permitiendo fortalecer de manera definitiva la estructura financiera que fue mermada durante la pandemia. De esta forma, el ratio Equity/DFT ha continuado mejorando favorablemente, pasando de 37% en 2024 a 56% en 2025, consolidando una estructura de capital mucho más robusta, con mayor autonomía financiera y una reducción significativa del riesgo de crédito para la entidad.

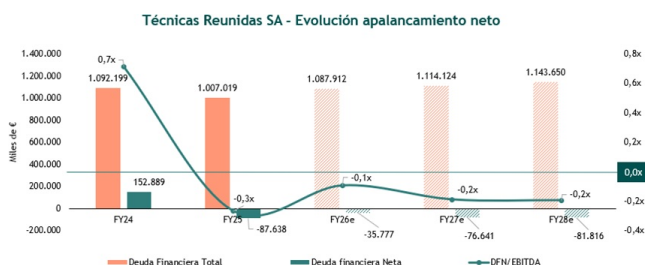
Liquidez

- Sólida posición de caja que permite hacer frente a los vencimientos proyectados de deuda y a la vez cumplir con la retribución al accionista.

Al cierre del ejercicio, Técnicas Reunidas parte de una posición de Tesorería excepcionalmente sólida. Un aspecto cualitativo clave es la composición de esta liquidez: la inmensa mayoría corresponde a Tesorería real disponible en caja, con una dependencia menor de líneas de crédito bancarias no dispuestas. Esto otorga a la compañía una autonomía financiera total, desvinculándola de la volatilidad o posibles restricciones del mercado crediticio a corto plazo.

| Calendario de vencimientos deuda financiera. Miles de €. | | |
|--|----------------|------|
| | Importe | Peso |
| Menos de un año | 181.102 | 20% |
| Entre 1 y 2 años | 545.670 | 60% |
| Entre 3 y 5 años | 172.394 | 19% |
| Más de 5 años | 8.930,0 | 1% |
| Total | 908.096 | |

En el corto plazo se prevé que la compañía continúe generando flujo de caja libre positivo, lo que le permitirá atender sus vencimientos de deuda y, simultáneamente, seguir incrementando su colchón de liquidez, así como también cumplir con su remuneración propuesta al accionista a partir de 2026. A medio plazo, la compañía afrontará mayores exigencias de caja, coincidiendo con un aumento en las amortizaciones de deuda y dicha reanudación de la retribución al accionista. Sin embargo, gracias a la reserva de liquidez acumulada, la empresa tiene capacidad para absorber estos desembolsos sin sufrir tensiones de Tesorería ni comprometer su estabilidad operativa.



Modificadores

Controversias

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

Riesgo País

- Desde EthiFinance Ratings consideramos importante monitorizar la actual situación geopolítica en Oriente Medio, derivada de la confluencia de tensiones comerciales y conflictos de naturaleza político-militar. Este entorno de incertidumbre, que hasta la fecha no ha impedido la ejecución de los planes de inversión del Grupo, podría materializarse en forma de retrasos, suspensiones o cancelaciones de proyectos ante un eventual recrudecimiento de dichos conflictos. EthiFinance Ratings considera que este riesgo geográfico concentrado actúa como un techo implícito para la calificación, que aunque no impacta en la revisión actual, podría limitar el recorrido al alza del rating en posteriores revisiones.

Proyecciones Financieras

EthiFinance Ratings ha preparado las proyecciones financieras siguiendo la metodología interna, la información pública y privada aportada por la propia compañía y las estimaciones de la propia agencia.

Entre las principales hipótesis que sustentan las proyecciones, se destacan los siguientes elementos:

- **Consolidación en niveles elevados de ingresos con moderación gradual**: Tras el excepcional crecimiento del 45,3% registrado en 2025, se proyecta que la facturación se estabilice en torno a los €6.500m-€6.600m en 2026, iniciando posteriormente una suave moderación hacia los €6.100m en 2028 a medida que ciertos proyectos de gran escala completen sus fases de mayor intensidad de ejecución. Este perfil de ingresos se sustenta en una cartera de pedidos de €10.553m, adjudicaciones plurianuales de gran escala y las perspectivas favorables del ciclo de inversión energética global.
- **Mejora progresiva y sostenida de los márgenes operativos**: Se estima una expansión continua de la rentabilidad durante todo el periodo proyectado, con el margen EBITDA ajustado pasando del 5,1% en 2025 al 6,9% en 2028. Esta trayectoria refleja la maduración de los proyectos en cartera, la mayor contribución de los contratos de servicios de ingeniería pura con márgenes superiores, la progresiva extinción de proyectos heredados con pérdidas en el segmento Upstream & Refino, las eficiencias derivadas de la escala operativa alcanzada y la expansión de los centros de ingeniería de bajo coste en India y Turquía.
- **Crecimiento del EBIT con tendencia al alza**: Las proyecciones anticipan un fortalecimiento continuado del resultado operativo, desde los €291m de 2025 hasta los €368m en 2028, en línea con los objetivos del plan estratégico "SALTA" (EBIT por encima del 4% sobre ventas).
- **Ampliación de la posición de caja neta**: Se espera que la compañía consolide y amplíe significativamente su estructura de deuda neta negativa, con el ratio DFN/EBITDA ajustado estable en niveles de -0,1x a -0,2x durante todo el periodo, evidenciando un exceso estructural de liquidez sobre deuda que proporciona un colchón de solvencia excepcional frente a eventuales perturbaciones del ciclo de negocio o necesidades extraordinarias de capital circulante.
- **Mejora significativa en la capacidad de servicio de deuda**: La cobertura de intereses (Adj EBITDA/Adj Intereses) se prevé que experimente un salto notable desde las 6,1x de 2025 hasta las 6,8x en 2026, normalizándose posteriormente en el entorno de 6,8-6,9x en 2027-2028. La mejora en 2026 refleja la reducción de la carga financiera derivada de la cancelación de la deuda SEPI y la extensión de plazos a menores costes, mientras que la estabilización posterior incorpora el efecto de los nuevos instrumentos de financiación de mercado. Los Fondos Procedentes de las Operaciones (FFO) ajustados proyectan un crecimiento sostenido desde €210m hasta €254m en 2028, ratificando la capacidad estructural del Grupo para generar flujos de caja recurrentes suficientes para atender sus compromisos financieros y retribuir al accionista.

Principales Magnitudes Financieras

| Principales magnitudes, miles de EUR | | | | | | | | |
|--------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------|----------|--|
| | FY24 | FY25 | FY26e | FY27e | FY28e | 24vs23 | 25vs24 | |
| Facturación | 4.451.446,0 | 6.465.856,0 | 6.598.853,0 | 6.349.858,6 | 6.096.864,2 | 7,6% | 45,3% | |
| Aqj EBITDA | 214.117,0 | 329.738,0 | 384.658,1 | 406.324,3 | 422.323,9 | 17,3% | 54,0% | |
| Aqj Margen EBITDA | 4,8% | 5,1% | 5,8% | 6,4% | 6,9% | 0,4pp | 0,3pp | |
| EBIT | 181.208,0 | 291.055,0 | 335.395,7 | 347.487,0 | 367.920,4 | 15,7% | 60,6% | |
| Margen EBIT | 4,1% | 4,5% | 5,1% | 5,5% | 6,0% | 0,3pp | 0,4pp | |
| EBT | 145.955,0 | 238.303,0 | 285.862,4 | 297.655,5 | 312.497,2 | 41,2% | 63,3% | |
| Total Activo | 4.629.235,0 | 5.880.695,0 | 6.428.879,1 | 6.463.465,2 | 6.475.437,3 | 2,9% | 27,0% | |
| Patrimonio Neto | 399.635,0 | 563.606,0 | 755.712,9 | 899.083,8 | 1.044.526,5 | 23,1% | 41,0% | |
| Aqj Deuda Financiera Total | 1.092.199,0 | 1.007.019,0 | 1.087.912,3 | 1.114.124,5 | 1.143.650,3 | 3,0% | -7,8% | |
| Deuda Financiera Neta | 152.888,5 | -87.637,5 | -35.776,9 | -76.640,9 | -81.816,4 | -16,6% | -157,3% | |
| PN/DFT | 36,6% | 56,0% | 69,5% | 80,7% | 91,3% | 6,0pp | 19,4pp | |
| Aqj DFN/Aqj EBITDA | 0,7x | -0,3x | -0,1x | -0,2x | -0,2x | -0,3x | -1,0x | |
| Aqj Funds From Operations | 97.137,0 | 209.867,0 | 234.241,7 | 249.797,7 | 254.024,0 | -20,6% | 116,1% | |
| Aqj FFO/Aqj DFN | 63,5% | -239,5% | -654,7% | -325,9% | -310,5% | -3,2pp | -303,0pp | |
| Aqj EBITDA/Aqj Intereses | 3,8x | 6,1x | 6,8x | 6,8x | 6,9x | 0,2x | 2,4x | |

Credit Rating

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

Análisis Sensibilidad

- Factores positivos en el largo plazo (↑)

La calificación crediticia podría verse positivamente impactada por la ejecución exitosa y en plazo del pipeline, lo que validaría la capacidad del Grupo para gestionar simultáneamente múltiples proyectos y diversificaría la base de ingresos.

Desde una perspectiva analítica, el mantenimiento sostenido de la posición de caja neta (DFN/EBITDA negativo), la consolidación del ratio de cobertura de intereses por encima de 7x y una progresiva reducción de la concentración geográfica en Oriente Medio podrían derivar en una subida de rating.

- Factores negativos en el largo plazo (↓)

La calificación crediticia podría verse negativamente impactada por una desaceleración prolongada de los programas de inversión de las NOCs de Oriente Medio debido a una escalada de las tensiones geopolíticas en la región del Golfo, que también pudiera afectar a la ejecución de los proyectos en cartera.

Desde una perspectiva analítica, una reversión de la posición de caja neta hacia apalancamiento positivo con un ratio DFN/EBITDA sostenido por encima de 1x o un deterioro del ratio de cobertura de intereses por debajo de las 5.5x podrían derivar en una bajada de rating.

Sources of information

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

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

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

Additional information

- The rating was carried out in accordance with Regulation (EC) N°1060/2009 of the European Parliament and the Council of 16 September 2009, on credit rating agencies. Principal methodology used in this research are:
 - Corporate Rating Methodology - General : <https://www.ethifinance.com/download/corporate-rating-methodology-general/?wpdmdl=35203>
- The rating scale used in this report is available at <https://www.ethifinance.com/en/ratings/ratingScale>.
- EthiFinance Ratings publishes data on the historical default rates of the rating categories, which are located in the central statistics repository CEREP, of the European Securities and Markets Authority (ESMA).
- In accordance with Article 6 (2), in conjunction with Annex I, section B (4) of the Regulation (EC) No 1060/2009 of the European Parliament and of the Council of 16 September 2009, it is reported that during the last 12 months EthiFinance Ratings has 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/ Benjamín Franklin S/N, Edificio Camt, 1º Izquierda, 18100, Granada, España C/ Velázquez nº18, 3º derecha, 28001 - Madrid