



ISSUER RATING
LongTerm

OUTLOOK
Evolving

Initiation date 26/09/2024
Rating Date 25/09/2026

Contacts

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

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

Rating Action y Rationale

- EthiFinance Ratings afirma la calificación a largo plazo de Ecoener, S.A. en 'BB-', manteniendo la tendencia de 'Evolving'.
- Se mantiene la tendencia en base a que continua siendo necesaria la captación de un importe significativo de deuda, tanto de tipo Project Finance como corporativa, para la ejecución de un exigente plan de inversiones ya en curso. A su favor, señalamos que la compañía declara un buen avance en la negociación y formalización de estas vías de financiación, así como consecuciones en los objetivos de mejora de la flexibilidad financiera tras la reciente disposición de nueva financiación de medio y largo plazo por más de €60m (pagarés y deuda corporativa) y la emisión de €15m en obligaciones convertibles asimilables a fondos propios bajo nuestra metodología (obligaciones obligatoriamente convertibles, sin posibilidad de amortización en efectivo y subordinadas a toda la deuda senior).
- Ecoener, S.A. y sus sociedades dependientes (en adelante, Ecoener) conforman un productor independiente de energías renovables (IPP) con presencia en Europa y América. En este momento, el grupo alcanza el objetivo de 1 GW de instalaciones en operación y construcción (680 MW operativos).
- El rating de la compañía se apoya en la excelente calificación del sector, que se fundamenta en unos óptimos niveles de rentabilidad, perspectivas de crecimiento relevantes, unas barreras de entrada significativas y niveles de volatilidad muy controlados. Otros factores a señalar que favorecen al rating son las ventajas competitivas derivadas de su modelo de negocio integrado en la actividad de producción de energía, la gestión de un 'pipeline' relevante en curso de construcción y desarrollo y el carácter de empresa cotizada.
- Asimismo, el creciente peso de la venta de energía bajo esquemas estables del tipo regulados o mediante acuerdos privados (PPA), claramente predominantes en el modelo de negocio y en los planes de expansión de la compañía, supone, conforme a nuestra metodología, una mayor aplicación de la tabla correspondiente a negocios de tipo "Infraestructuras/Concesiones". Esta evolución refuerza el perfil financiero y contribuye a consolidar el rating actual.
- Por el contrario, si bien la compañía ocupa posiciones de liderazgo en su sector en algunos de los mercados en los que está presente (Guatemala, República Dominicana y Gran Canaria), como factores que limitan la calificación seguimos señalando un tamaño aún limitado de la compañía, que condiciona su posicionamiento competitivo a nivel general, y que igualmente se ve condicionado en este momento por la concentración de ingresos en geografías con mayor riesgo país que España. De igual forma, señalamos un perfil financiero marcado por un significativo endeudamiento derivado de la continuidad de una intensa actividad inversora como un elemento que sigue limitando el rating. Así, los ratios promedio ponderados para el nivel de capitalización (PN/DFT ~20%) y del apalancamiento (DFN/EBITDA: >10x; EBITDA/Intereses ~2,0x) son indicadores que condicionan el perfil financiero del rating.
- Bajo nuestra metodología la calificación sectorial se alcanza desde su condición de compañía del tipo 'utility' que se ajusta en base a las características propias de un productor de energía renovable. Para este sector se determina que se encuentra adecuadamente alineado con los factores ESG (heatmap score entre 1 y 1,9), lo que supone una mejora de tres escalones en la calificación sectorial. Por su parte, la política de ESG de la compañía se considera neutra (puntuación entre 1,5-3,5), no suponiendo ningún impacto en el ámbito financiero.

Descripción de la Compañía

Ecoener, domiciliada en La Coruña (Galicia), es una compañía española presente en el sector de las energías renovables desde su constitución en 1988. Desde 2021 cotiza en el Mercado Continuo de la Bolsa española, contando con una capitalización de €213,5m (cierre 15/09/2026). A cierre de 2025, el grupo reportó unas ventas de €84,7m (+3,6% YoY) con un EBITDA de €41,7m (margen EBITDA del 49,3%). El ratio de apalancamiento bajo metodología EthiFinance Ratings se situó en 15x.

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

- Explotación de proyectos renovables:** incluye la producción de energía a través de las tecnologías hidráulica, eólica, solar fotovoltaica, y la incorporación de baterías en la operación de las plantas, todavía en un estado inicial del desarrollo. Cuantitativamente es con gran diferencia la principal línea de negocio y la actividad estratégica de Ecoener. Los orígenes del grupo estuvieron ligados inicialmente a la explotación de centrales hidráulicas en Galicia (1988-2003). Posteriormente (2008-2016) se incorporó la eólica, a través de proyectos regulados en Galicia y Canarias, y en una última etapa la fotovoltaica. Los primeros pasos del proceso de internacionalización fraguaron con la construcción y puesta en funcionamiento de un parque fotovoltaico y una central hidráulica en Honduras y Guatemala, respectivamente (2015-2016). En los últimos años la fotovoltaica continuó ampliando su capacidad instalada permitiendo desde 2024 el liderazgo en la producción de energía dentro del proceso de internacionalización en Latinoamérica (República Dominicana, Colombia y Guatemala).
- Comercialización de energía:** se refiere a la compra-venta de energía en el mercado realizada en Guatemala a través de su compañía Comercializadora Centroamericana de Energía La Ceiba, S.A. Se trata de un negocio

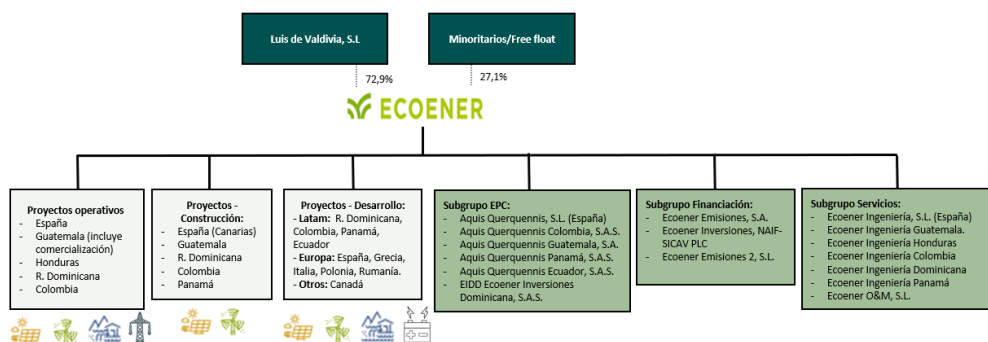
poco representativo y no estratégico surgido en el inicio de la operación de su central hidráulica, y que se mantiene con la venta de energía a clientes industriales en base a una rentabilidad recurrente y estable mediante acuerdos PPA.

- **Otros servicios:** se corresponde con el resto de las actividades que generan ingresos y soportan gastos, como son los de gestión corporativos o el personal dedicado a la operación de las instalaciones de generación. También se incluye la deuda asociada a los bonos verdes emitidos. De forma general, y salvo alguna excepción no representativa, el desarrollo, construcción y operación de los proyectos han sido realizados para el propio grupo de tal forma que los márgenes y fondos que generan no se explicitan porque se consolidan en las cuentas de Ecoener.

Desde sus inicios, la compañía ha crecido en segmentos con características diferenciadoras específicas, tales como la hidráulica en Galicia y la actividad regulada en Canarias, así como la expansión internacional en Latinoamérica centrada en mercados menos maduros, con demanda energética creciente, y que ofrecen altos precios sustentados en acuerdos de venta de energía, tales como República Dominicana, Guatemala, Honduras y Colombia. En este momento, la estrategia se centra principalmente en finalizar la construcción de los proyectos en curso en Latinoamérica, a la vez que avanzar en los proyectos en desarrollo que ya pretenden una transición progresiva hacia mercados OCDE en Europa (Grecia, Italia, Polonia y Rumanía) y Canadá, donde Ecoener se adjudicó en 2024 un parque eólico de 140 MW vinculado a un PPA con una compañía eléctrica pública. La ejecución del proyecto avanza conforme a las previsiones, centrándose actualmente en la línea de evacuación.

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

Organigrama Societario



Fundamentos

Perfil de Negocio

Análisis del Sector

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

Bajo nuestra metodología la calificación sectorial de Ecoener se alcanza desde su condición de compañía de tipo 'utility' que se ajusta en base a las características propias de un productor de energía 100% renovable.

Para este sector se reconocen unos sólidos fundamentos a largo plazo, impulsados por las políticas de descarbonización, los objetivos de seguridad energética y la creciente electrificación de la economía. Las energías renovables siguen siendo un sector intensivo en capital y con importantes barreras de entrada, entre las que se incluyen el acceso a conexiones a la red, permisos, capacidad de financiación, experiencia técnica y la capacidad para asegurar contratos de compraventa de energía a largo plazo. Estas barreras son especialmente relevantes en el entorno actual de mercado, en el que la escala, la capacidad de ejecución y el acceso a capital diferencian cada vez más a los operadores consolidados frente a los promotores de menor tamaño.

El sector se beneficia de una generación de flujos de caja relativamente predecible 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. 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.

A pesar de estos factores adversos a corto plazo, las perspectivas del sector a medio y largo plazo siguen siendo favorables. 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.

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

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

Posicionamiento Competitivo

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

Ecoener opera en un ámbito de negocio que se considera 'local' en base a la alta regulación y su ámbito de alcance y donde, bajo las previsiones para el medio plazo, se espera que se mantenga en nuestro rango de facturación de entre €100-300m. De esta forma, la escala o tamaño del grupo es un aspecto que condiciona su posicionamiento competitivo. No obstante, a nivel local Ecoener es un actor de primer nivel en cuanto a capacidad instalada en mercados como Gran Canaria, Guatemala o República Dominicana.

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

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

Cartera y pipeline de proyectos (MW). Junio 2026.						
Mercados	Operación	Construcción	Pipeline			
			Backlog	Advanced Development	Early Stage	Total
España	195	0	0	0	0	0
Colombia	88	27	0	70	0	70
Guatemala	163	200	0	0	0	0
Honduras	16	0	0	0	0	0
R. Dominicana	218	60	24	0	0	24
Rumanía			121	97	88	306
Otros	0	48	115	740	942	1797
Total	680	335	260	907	1.030	2.197
Tecnología						
Hidráulica	56	0	99	0	0	99
Eólica	107	0	70	389	1.006	1.465
Solar	517	335	91	518	24	633
Total	680	335	260	907	1.030	2.197

El objetivo de alcanzar una capacidad de 1 GW en proyectos en operación y construcción ha tomado un destacado impulso con una cartera en operación de 680 MW ya alcanzados a cierre de 2025 y los 335 MW que se encuentran en fase de construcción para un total de 1.015 MW. Relacionado con esto, hay que señalar que del total de la capacidad en construcción, 60 MW en la República Dominicana y 27 en Colombia, ya han formalizado el Project Finance, estando el resto de forma general muy avanzados en los acuerdos de financiación.

Adicionalmente, los planes de crecimiento se sustentan en un pipeline en desarrollo que se mantiene por encima de los 2 GW y donde 260 MW (11,8% s/total) se declaran en la fase denominada 'Backlog', es decir próxima a alcanzar la situación del 'Ready To Build'.

De esta forma, en el último periodo destacamos fundamentalmente el avance de la cartera en construcción (+176 MW desde junio 2025) por cuanto a la operación se sumaron solamente 24 MW. No obstante, tras el avance completo de nueva capacidad operativa en 2025 (+253 MW) la compañía continuó incrementando de forma importante su producción al cierre del último ejercicio para sumar un nuevo récord de 935 GWh (+33% YoY).

Finalmente, seguimos señalando que Ecoener desarrolla su actividad mayoritariamente bajo precios regulados o PPA de largo plazo, con contrapartes de favorable calidad crediticia y sin riesgo de demanda, lo que refuerza su posición competitiva. Con los últimos datos, la capacidad instalada expuesta al mercado (9,3 MW de hidráulica en Galicia y 103,5 MW en Canarias) siguió decreciendo en términos relativos, de tal forma que, a medio y largo plazo, puede considerarse residual en la práctica.

Además, seguimos indicando que el negocio sujeto a riesgo de mercado en Canarias está favorecido por unas condiciones regulatorias y técnicas particulares (precios medios diarios, factores de carga, apuntamientos fotovoltaicos positivos, incentivos fiscales y ayudas), que favorecen una mayor estabilidad y justifican que Canarias se mantenga como una de las dos localizaciones estratégicas de Ecoener en España, junto con las instalaciones históricas en Galicia..

- **Avance en la internacionalización aún con peso destacado en mercados de mayor riesgo país.**

Respecto a la diversificación de la actividad, la tecnología solar confirmó ya desde 2024 su tendencia creciente para liderar desde entonces el 'mix' de negocio en términos del 'EBITDA de gestión', y por tanto superando a la eólica con un peso del 82,1% en el EBITDA de 2025. La capacidad eólica está completamente instalada en España, donde en el último año supuso nuevamente unos menores resultados principalmente derivados de la evolución en los precios del mercado.

La incorporación de almacenamiento está presente en la actividad mediante la tramitación de permisos para hibridar proyectos con baterías, ámbito en el que la compañía ha recibido en los últimos meses importes cercanos a €19m en subvenciones.

Diversificación por segmentos de negocio. Miles de €.

EBITDA compañía	2022	2023	2024	2025	25vs24	% 2025
Hidráulica	8.831	10.455	9.986	8.587	-14,0%	20,3%
Eólica	31.058	18.163	18.121	14.647	-19,2%	34,6%
Solar	11.129	13.331	19.567	34.716	77,4%	82,1%
Comercialización	633	982	790	1.314	66,3%	3,1%
Otros servicios	-9.030	-9.509	-13.212	-16.974	-28,5%	-40,1%
Total	42.621	33.422	35.252	42.290	5,5%	

La internacionalización se ha centrado hasta el momento en geografías en Latinoamérica con un riesgo país mayor que el de España. Los planes a futuro pretenden una transición progresiva hacia mercados OCDE en Europa (Grecia, Italia, Polonia y Rumanía) y Canadá. Respecto a la actual distribución geográfica, señalamos que España es el mercado histórico del grupo, donde mantiene el 29% de la capacidad instalada, con un 100% de la eólica, un 75% de la hidráulica y el 9% de la solar. Aunque la capacidad en España ha continuado reduciendo su peso en los últimos años, a cierre de 2025 el peso de la generación en este mercado continuó siendo relevante, con un 42,2% del total (58,6% en 2024), para situarse como tercer mercado principal por resultados..

De acuerdo con el avance de las operaciones, el mercado de Guatemala tomó un destacado impulso en los resultados del último ejercicio, superando a España como segundo mercado del grupo en términos de EBITDA generado. Así, junto al avance en República Dominicana ambos mercados conforman un destacado núcleo del EBITDA de gestión con el 66% sobre el total.

Diversificación por mercados. Miles de €.

EBITDA compañía	2022	2023	2024	2025	25vs24	% 2025
España	37.819	24.763	20.497	11.884	-42,0%	28,1%
Guatemala	2.933	2.467	1.155	12.306	965,5%	29,1%
Honduras	2.798	2.837	2.564	1.885	-26,5%	4,5%
República Dominicana	-236	4.259	10.138	15.706	54,9%	37,1%
Colombia	-89	-396	1.835	1.997	8,8%	4,7%
Otros	-604	-508	-937	-1.488	-58,8%	-3,5%
Total	42.621	33.422	35.252	42.290	20,0%	

Estructura Accionarial y Gobernanza

- **Compañía cotizada, con estabilidad en la gestión, y una política financiera alineada con un nivel de apalancamiento que condiciona nuestra valoración.**

Ecoener es una sociedad de capital privado y, de acuerdo con lo comentado, cotizada en Bolsa desde mayo de 2021. En su accionariado destacamos la figura de su fundador, presidente, Co-CEO y máximo accionista D. Luis de Valdivia Castro. Luis de Valdivia cuenta con el 72,901% de las acciones y conforma junto con Dña. Carmen Ybarra (Onchena, S.L.: 8,13%) y Dña. Ana Patricia Torrente Blasco (Torrbilas, S.L.: 5,02%) el grupo de accionistas significativos. El vehículo de inversión Torrbilas surgió en 2025 como accionista significativo tras incrementar su posición en el grupo.

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

Con la salida a Bolsa la compañía amplió capital por €100m para impulsar el plan actual de crecimiento. En el año 2024 hubo un reparto de dividendo (€5,3m) que se considera puntual y no se plantea continua bajo la política actual declarada.

En este momento los planes estratégicos continúan ligados al crecimiento en la capacidad instalada a través de un claro protagonismo del mercado latinoamericano y un mayor peso de la solar fotovoltaica, siendo el objetivo el de consolidar la cartera objetivo de 1 GW con la financiación, construcción y puesta en marcha de los proyectos en fase de construcción.

A nivel financiero, los planes en curso siguen marcados por un nivel de endeudamiento destacado tanto para el momento actual como esperado, aspecto que afecta a la valoración de la gobernanza. A su favor, la compañía ha avanzado en la captación de financiación corporativa a largo plazo, lo que facilita la continuidad de sus planes de inversión y aporta mayor flexibilidad al calendario de vencimientos. No obstante, la ausencia de comunicación por la compañía de posibles estrategias más vinculadas a las habituales palancas de liquidez, como la rotación de activos o ampliaciones de capital de mayor importe, determina que se asuman como necesarias nuevas actuaciones de captación de deuda para alcanzar los objetivos de crecimiento y, con ello, lograr una reducción significativa del apalancamiento.

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

El desempeño en ESG, medido a través del análisis de nuestros factores para este ámbito, permite con los últimos datos de 2025 mantener una situación neutra (puntuación entre 1,5 y 3,5) sobre el rating del perfil financiero de la compañía a pesar de una continuidad en su mejora. Esta valoración sigue sustentada tanto en la superior calificación de la gobernanza, que se mantiene estable respecto al año anterior, como en el avance en los factores sociales, siendo el ámbito medioambiental el que nuevamente se mantiene con mayor recorrido de mejora y con menor avance respecto a los años anteriores.

Así, de forma resumida, la valoración se apoya en la existencia de consejeros independientes, un código ético y políticas anticorrupción formalizadas, así como en la incorporación de criterios sociales y medioambientales en las políticas de compras. Asimismo, destaca una adecuada representación femenina en la plantilla y en los puestos directivos. No obstante, la valoración continúa limitada por la concentración accionarial, la ausencia de separación entre las funciones de presidente y CEO, la falta de sistemas certificados de gestión (calidad, salud y seguridad laboral, y medioambiente) así como por el incremento dado en los consumos, residuos y emisiones en relación al crecimiento del tamaño del grupo.

Perfil Financiero

Ventas y Rentabilidad

- Avance del crecimiento y rentabilidad bajo menores resultados extraordinarios.

Resultados y Rentabilidad. Miles de €				
	FY23	FY24	FY25	25vs24
Facturación	64.010	81.725	84.667	3,6%
Mg Bruto	89,0%	84,5%	95,7%	11,2pp
EBITDA	33.422	34.694	41.717	20,2%
Mg EBITDA	52,2%	42,5%	49,3%	6,8pp
EBIT	18.654	24.164	21.740	-10,0%
Mg EBIT	29,1%	29,6%	25,7%	-3,9pp
Gastos Financieros	-11.267	-14.962	-18.803	-25,7%
EBT	9.825	7.775	5.015	-35,5%

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

Durante 2025 las ventas mantuvieron una tendencia creciente, de acuerdo con el aumento de la capacidad productiva, alcanzando los €84,7m, lo que supone un crecimiento moderado del 3,6% interanual.

Por su parte el EBITDA sí registró un crecimiento más destacado (20,2% YoY), aspecto impulsado principalmente por una evolución favorable de la variación de existencias y otros ingresos de explotación, permitiendo compensar los mayores gastos operativos (personal y otros) dentro de un contexto de menores ingresos extraordinarios respecto al año anterior (otros resultados) que procedían del cobro de una indemnización (€4,8m).

Por otro lado, la continuidad en el incremento de los gastos financieros continuó reduciendo la cifra del resultado antes de impuestos (-35,5% YoY), lo que junto a una sensible reducción en los ingresos asociados al impuesto de sociedades supuso una destacada minoración del resultado neto hasta la cifra de €5,7m frente a los €12,1m del año anterior (-52,4%). Así, en este contexto de consolidación de los resultados por las operaciones normales del grupo y unos mayores gastos financieros, la compañía mantuvo su capacidad de generar beneficio en su actividad.

La estimación para el medio plazo se basa en un destacado incremento de las ventas (32% promedio) conforme al incremento de la capacidad instalada, aspecto que se espera permita una mejora significativa del margen EBITDA con objetivos cercanos al 60% en 2026 y 2027 y superior al 65% en 2028 (61% promedio 2026-28).

Endeudamiento y Cobertura

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

La dinámica de intensa inversión propia del sector de actividad y del momento de crecimiento del grupo mantuvo una situación de alto endeudamiento en el último ejercicio. Así, la evolución creciente de la deuda financiera neta, que alcanzó los €627,4m a cierre de 2025 (+15% YoY), pudo compensarse de manera limitada con la mejora del EBITDA para un ratio DFN/EBITDA de 15,0x (15,8x en 2024). Esto supone un mayor apalancamiento frente a la estimación de 12,3x esperada, aspecto que se estima que continúe con las actuales previsiones que sitúan este ratio por encima de 10x en promedio en el medio plazo.

Por su parte, con el EBITDA generado y el incremento de los gastos financieros el nivel de la cobertura de intereses se redujo ligeramente para mantener un débil ratio de 2,2x (2,3x en 2024), siendo este un nivel para el que no se estima que la compañía mejore con la evolución esperada para el medio plazo al alcanzar un promedio ponderado de 2,0x. A su favor, la evolución de las operaciones en términos de EBITDA refleja una progresiva transición hacia un negocio prácticamente sustentado de forma íntegra por la venta de energía respaldada por esquemas regulados y/o contratos PPA de largo plazo.

Cálculo DFN/EBITDA. Miles de €.			
	FY23	FY24	FY25
Bonos (1)	101.824	92.681	83.601
Crédito Sindicado (2)	n.d	n.d	63.978
Préstamos	216.064	382.378	387.715
Créditos (3)	6.114	11.061	11.504
Arrendamientos	9.449	12.003	11.489
Programa de pagarés	17.432	66.434	92.038
Otros pasivos financieros (4)	40.525	50.023	49.872
Deuda Financiera Total	391.408	614.580	700.197
Otros pasivos (5)	3.630	3.988	3.753
DFT	395.038	618.568	703.950
Caja	75.524	71.356	76.497
DFN	319.514	547.212	627.453
EBITDA	33.422	34.694	41.717
DFN/EBITDA	9,6x	15,8x	15,0x

(1) Bonos 'sin recurso' emitidos en 2020 y vencimiento en 2040.

(2) Financiación Sostenible con recurso. Incluido en 'préstamos' hasta 2025.

(3) Dispuesto en crédito y comercio exterior.

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

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

En el último ejercicio la deuda financiera continuó creciendo, principalmente por la vía de los préstamos asociados a proyectos y los pagarés, mientras que los bonos y el crédito sindicado (Financiación Sostenible) continuaron con su calendario de amortización tras no darse las condiciones para que esta última facilidad finalmente se pudiera refinanciar para mejorar la flexibilidad del calendario de vencimientos de la deuda. Como alternativa, la compañía formalizó en el último mes de julio tanto una emisión de bonos convertibles a 3 años por €15m, como una emisión de bonos corporativos por importe de €30m y vencimiento 'bullet' a 7 años que, además, permite a la compañía capitalizar los intereses a su discreción.

Los Bonos de 2020, junto al Project Finance y los fondos captados a través de la SICAV domiciliada en Canarias, conforman la deuda 'sin recurso', facilidades que de forma conjunta siguieron protagonizando la estructura de la deuda para favorecer la continuidad de las operaciones. Por su parte, al cierre de 2025 la deuda corporativa siguió concentrada principalmente en la denominada Financiación Sostenible (€63,9m), así como en los pagarés que sumaron hasta €92m (€66,4m en 2024). Hay que señalar que en el último periodo la compañía ha continuado ampliando la disposición de pagarés alcanzando ya con los datos de junio el total del programa de €125m, permitiendo a su vez renovaciones con plazo de 24 meses para mejorar la flexibilidad financiera.

De esta forma, se espera que la compañía revierta ya en 2026 la situación de Fondo de maniobra negativo con la que cerró el último ejercicio.

Análisis del Flujo de Caja

- Mejora de la posición de caja bajo la continuidad de una intensa inversión que requiere de la captación de deuda.

Flujo de Caja. Miles de €.				
	FY23	FY24	FY25	25vs24
Flujo de Caja Operativo (FFO)	18.352	5.339	9.770	83,0%
+/- variación WK	-6.414	-7.308	-3.960	45,8%
Cash Flow Operativo (CFO)	11.938	-1.969	5.810	395,1%
Cash Flow Inversión	-118.457	-191.495	-87.504	54,3%
Cash Flow Libre	-106.519	-193.464	-81.694	57,8%
+/- variación patrimonio	13	5.961	4.406	-26,1%
- Dividendos	-376	-5.373	-375	93,0%
Cash Flow Generado Internamente	-106.882	-192.876	-77.663	59,7%
+ Nueva deuda	101.558	187.414	88.291	-52,9%
+/- Tipos de cambio	463	1.294	-5.487	-524,0%
Cash-flow neto	-4.861	-4.168	5.141	223,3%
Caja inicial	80.385	75.524	71.356	-5,5%
Caja final	75.524	71.356	76.497	7,2%

En 2025 Ecoener incrementó la posición de caja para alcanzar una cifra de €76,5m (+7,2% YoY).

La mejora de la caja se sustentó en un mejor comportamiento de las operaciones que incrementó el FFO (+83% YoY) y una menor variación negativa en el 'capital circulante' para situar el CFO en términos positivos y una cifra de €5,8m. La mejora del FFO, que se mantuvo en una situación débil respecto al apalancamiento (FFO/DFN: 1,6%), se explicó

principalmente por unos mayores ajustes positivos al resultado y a un pago de impuestos inferior al del año anterior.

De igual forma, la continuidad en una fase de intensa inversión, con un saldo neto total de -€87,5m, implica el mantenimiento de Flujo de Caja Libre negativo con un importe de -€81,7m.

En este contexto, la captación de deuda continuó siendo la principal fuente de fondos. Durante el último ejercicio, los €88,3m recibidos permitieron compensar parcialmente el consumo de caja.

A cierre de 2025 la liquidez del grupo se complementaba principalmente con el saldo no dispuesto en líneas de crédito (€18,8m), así como el programa de pagarés que la compañía mantiene en el MARF de €125m.

Capitalización

- Continuidad de un bajo nivel de capitalización.

En la estructura financiera de Ecoener mantenemos nuestra visión de un endeudamiento significativo respecto a su capitalización, aspecto reflejado en un ratio Patrimonio Neto/DFT que alcanzó el 20,4% al cierre de 2025 (24,4% en 2024). Si bien se reconoce que la compañía ha realizado acciones encaminadas al refuerzo patrimonial de la compañía (emisión de Bonos convertibles) y otras actuaciones en materia de flexibilidad financiera, bajo las previsiones actuales no se espera que esta situación revierta con un promedio ajustado del entorno del 23%. De esta forma, se valora una débil capitalización que requiere de una oportuna gestión y que por tanto continuará limitando el perfil financiero del grupo.

Liquidez

- Buena situación de liquidez bajo cumplimiento de los objetivos de generación de caja y captación de deudas.

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

De esta forma, si bien la liquidez no afecta como modificador en el rating, se considera que la alta dependencia de la financiación de circulante (pagarés fundamentalmente) y la capacidad de continuar formalizando acuerdos de Project Finance son unos elementos clave en los planes de crecimiento, siendo por tanto un aspecto a tener en cuenta en el seguimiento de las operaciones.

Modificadores

Controversias

- No aplica.

Riesgo País

- No aplica.

Si bien la expansión e internacionalización de Ecoener en los últimos años se ha localizado de manera relevante en mercados de mayor riesgo comercial, y donde en este momento se excede en determinados casos el 10% del EBITDA (Guatemala y R. Dominicana), se considera la no aplicación del modificador en la medida en que los riesgos están suficientemente controlados a nivel de proyectos y la visión del grupo de reducir esta exposición a futuro con los desarrollos de nuevos mercados con menor riesgo país.

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.

- De acuerdo con lo comentado, las estimaciones contemplan un fuerte crecimiento de la actividad, acompañado de una mejora progresiva de los márgenes en un contexto de elevada inversión que alcanza un importe promedio anual de más de €130m con una mayor concentración en el año 2027.
- Para ello, la compañía está gestionando en este momento la correspondiente financiación al objeto de recuperar los fondos ya invertidos en proyectos, finalizar la construcción de los mismos, continuar con el desarrollo del 'pipeline', y asegurar la amortización y renovación de deudas del corto plazo.
- De esta forma, si bien no puede descartarse su aplicación, no se contempla una política activa de reparto de dividendos ni movimientos de caja asociados a M&A.
- Finalmente, señalamos que el coste financiero se proyecta con una tendencia creciente y un promedio del 5,2% en el periodo.

Principales Magnitudes Financieras

Principales magnitudes consolidadas. Miles de €.						
	FY24	FY25	FY26e	FY27e	FY28e	25vs24
Facturación	81.725	84.667	105.556	132.296	192.844	3,6%
EBITDA	34.694	41.717	60.183	78.991	128.060	20,2%
Margen EBITDA	42,5%	49,3%	57,0%	59,7%	66,4%	6,8pp
EBIT	24.164	21.740	34.395	50.367	85.530	-10,0%
Margen EBIT	29,6%	25,7%	32,6%	38,1%	44,4%	-3,9pp
EBT	7.775	5.015	3.341	7.793	25.845	-35,5%
Total Activo	821.617	896.580	941.954	1.201.194	1.294.942	9,1%
Patrimonio Neto	150.868	143.345	163.974	187.882	213.239	-5,0%
Deuda Financiera Total (DFT)	618.568	703.950	723.144	955.655	1.021.724	13,8%
Deuda Financiera Neta (DFN)	547.212	627.453	645.713	821.043	872.264	14,7%
Patrimonio Neto/ DF	24,4%	20,4%	22,7%	19,7%	20,9%	-4,0pp
DFN/EBITDA	15,8x	15,0x	10,7x	10,4x	6,8x	-0,7x
Funds From Operations	5.339	9.770	31.417	37.532	67.887	83,0%
FFO/DFN	1,0%	1,6%	4,9%	4,6%	7,8%	0,6pp
EBITDA/Intereses	2,3x	2,2x	1,9x	1,9x	2,1x	-0,1x

Credit Rating

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

Análisis de Sensibilidad

Factores positivos en el largo plazo (↑)

En este momento se considera que la compañía ha consolidado su rating y que una evolución acorde con las previsiones podría favorecer una mejora futura aún pendiente de mayor avance en importantes hitos operativos y de financiación. Además, el reflejo de esto en una mejora de los ratios financieros de forma conjunta o a nivel individual que sitúe el DFN/EBITDA promedio por debajo de 8,7x, el EBITDA/Intereses por encima de 2,4x o el PN/DFT por encima del 39%, podría incidir positivamente en la calificación, siempre que se mantuvieran estables el resto de los factores.

Factores negativos en el largo plazo (↓)

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

- Un empeoramiento en la cobertura de intereses (EBITDA/Intereses < 1,1x) podría ser un escenario con potencial para una rebaja de la calificación bajo circunstancias similares en el resto de aspectos.

- La observación de una incapacidad de la compañía para continuar renovando sus fuentes de liquidez de corto plazo o formalizando deuda de proyecto a un ritmo adecuado para atender las necesidades de inversión, podría ser un indicativo para una revisión a la baja en el rating de acuerdo a una peor situación de liquidez.

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