



ISSUER RATING
LongTerm

OUTLOOK
Stable

Initiation date 04/11/2024
Rating Date 07/11/2025

Contacts

Lead analyst
Mario Rodriguez
mario.rodriguez@ethifinance.com

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

Rating Action y Rationale

- EthiFinance Ratings afirma la calificación de Agotzaina S.L en “BBB-”, manteniendo la tendencia Estable.
- Agotzaina es un grupo agroalimentario español especializado en la producción y comercialización de huevos, ovoproductos y carne avícola, con presencia en todo el territorio nacional.
- La calificación otorgada se apoya en el sólido perfil financiero que presenta Agotzaina, cuya evolución ha superado las estimaciones. Destaca su nivel de endeudamiento contenido (DFN/EBITDA ajustado en torno a 1,5x de media y FFO/NFD del 55%), una favorable cobertura de intereses (EBITDA/Intereses 9,0x) y una elevada capitalización (PN/DFT >150%). Asimismo, se constata una mejora sostenida de la rentabilidad operativa, en línea con el entorno sectorial favorable, apoyada en la subida de precios de venta y en la moderación de los costes de insumos y energía, que han permitido ampliar márgenes. EthiFinance Ratings valora positivamente que, pese a las adquisiciones de gran envergadura realizadas en 2025, el grupo mantenga ratios de apalancamiento equilibrados y un perfil financiero prudente, lo que refuerza su capacidad de generación de fondos y la solidez de su estructura de capital.
- Por el contrario, la calificación se ve limitada por la alta concentración del negocio por producto, dado que el segmento del huevo representó el 80% del EBITDA consolidado en 2024, así como por la concentración geográfica, con más del 85% de las ventas generadas en el mercado doméstico. Este último punto se espera que se vea ciertamente mejorado tras la operación de M&A formalizada en 2025, atendiendo a que el target adquirido presenta una mayor diversificación de mercados. Adicionalmente, la compañía atraviesa una fase intensa de crecimiento inorgánico, lo que la expone a riesgos de integración y a la necesidad de un equipo gestor ágil y experimentado, capaz de alinear rápidamente las nuevas adquisiciones con la estrategia corporativa, capturar sinergias y minimizar eventuales disrupciones operativas.
- En línea con nuestra metodología, el sector alimentario tiene un riesgo ESG medio (sector heatmap entre 3,0 y 3,5) dado su impacto en el medio ambiente. Esta evaluación da lugar a un análisis sectorial que no afecta a su calificación. Las políticas ESG de la compañía se consideran neutras (ESG score de la compañía entre 1,5 y 3,5), resultando en una calificación que no se ve afectada por el perfil ESG a nivel de compañía.

Descripción de la Compañía

Agotzaina S.L., (en adelante Agotzaina, o “la compañía”) es una compañía fundada en 1985 y constituida en 1999 en Arbizu (Navarra), se presenta como una compañía agroalimentaria, siendo su core business la elaboración y comercialización de productos del sector avícola. Originariamente la compañía estaba especializada en productos derivados del huevo para uso industrial y huevos de puesta. Posteriormente ha ampliado su negocio hacia la comercialización de carne de pollo y cerdo, así como la comercialización de frutales (fruta de hueso). La línea de producción y comercialización de fruta de hueso pasó a ser arrendada tras recibir una oferta durante 2025, lo que le reportará un flujo de ingresos estable y comparable al registrado durante su gestión directa. Esta actividad no forma parte del negocio principal del grupo ni aporta un valor añadido relevante dentro de su estrategia core. La compañía se encuentra en pleno proceso de expansión, focalizando sus esfuerzos en mejorar su grado de integración vertical e incrementar su tamaño en un entorno marcado por la concentración sectorial. Las últimas operaciones inorgánicas reportadas están reforzando su posición en la comercialización de huevos de consumo (cáscara). A cierre del ejercicio 2024, la compañía presentó una cifra de negocio de €737,9m (+14,3% YoY) con un EBITDA ajustado de €84,5m (margen EBITDA ajustado del 11,4%). El ratio DFN/EBITDA ajustado se situó en 1,4x.

Las áreas de negocio se dividen de la siguiente manera:

- Huevo: Principal área de negocio al representar el 45,3% de su cifra de negocio. Se subdivide en:
 - Huevo líquido: Proceso productivo de ovoproductos en el que según el tipo de ovoproducto (huevo entero, yema o sólo clara) se comercializa a una industria determinada (pastelería, pastas, salsas, mayonesas...).
 - Huevo Cáscara, también denominado huevo de consumo. Este segmento se espera se vea reforzado tras la adquisición realizada.
- Cárnica: (Pollo y Porcino): Dispone de sala de despiece y transformación ubicada en la provincia de Girona. Presentes en el despiece y comercialización de productos cárnicos y derivados desde 2016. Además, distribuyen otros productos (cordero y ternera principalmente) que compran a pequeños mataderos locales.
- Hortofrutícola: Se incorpora en este segmento tras el acuerdo en 2022 de adquisición de la sociedad Agrícola Gil productora y comercializadora de fruta de hueso (principalmente manzana).
- Otros: quesos, piensos, inmobiliario.

El crecimiento de la compañía se ha apoyado principalmente en la adquisición de sociedades o líneas de producción de actividades asociadas al sector agroalimentario. En 2023 destaca la adquisición de la compañía Industrial Pastelera San Narciso (Inpanasa) que produce y distribuye productos de pastelería en las principales cadenas de España y opera en 20 países. Así, Agotzaina reforzó su división de pastelería industrial donde ya contaba con El Quiteriano y Tuesta Bakery y entró en el Top-5 del mercado de pastelería y bollería industrial en términos de facturación. En 2024 adquirió

Cárnicas Kiko, empresa especializada en toda la gama de productos cárnicos porcino y que cuenta con sala de despiece propia y una fábrica de productos curados, cocidos y loncheados. Además, Agotzaina llegó a un acuerdo con Avícola de Barco (productora de huevos madrileña) para adquirir el 50% del capital de Explotaciones Avícolas García Puente, repartiéndose el capital a partes iguales. Avícolas García Puente es una de las primeras quince compañías nacionales en términos de volumen y entre sus principales clientes se encuentran Lidl y Mercadona. Agotzaina también adquirió en 2024 el 100% de Ecológica Martí, SL, dedicada a la producción de huevos y productos ecológicos, alineada con la estrategia ESG del grupo, e incrementó su participación hasta el 51% en Oufil Ovoproductes, SL, enfocada en la transformación y comercialización de ovoproductos líquidos. La adquisición más relevante se ha producido en 2025, con la toma de una participación mayoritaria del 51% en una importante compañía del sector avícola, operación mediante la cual Agotzaina completó su integración en el grupo, reforzando su posición de liderazgo y consolidando su presencia en el negocio avícola nacional.

Fundamentos

Perfil de Negocio

Análisis del Sector

- **Sector de altas barreras de entrada, con mejora en su rentabilidad y fuerte tendencia a la concentración que presenta unas perspectivas favorables.**

La compañía Agotzaina desarrolla su actividad en el sector agroalimentario, concentrando en 2024 el 76,8% de sus ingresos en el negocio avícola, tanto en la producción de huevo como en carne de ave. Por ello, el análisis sectorial se centra en la industria del huevo, que constituye el núcleo de su actividad.

El sector avícola de puesta en España se caracteriza por márgenes EBIT moderados, en torno al 6-7%, condicionados por el carácter commodity del producto. Pese a ello, presenta barreras de entrada elevadas y una tendencia estructural hacia la concentración. Entre los principales factores que limitan la entrada de nuevos operadores destacan los altos requerimientos de capital, tanto en inversión inicial como en necesidades de circulante, la necesidad de conocimiento técnico y experiencia operativa, y una regulación cada vez más estricta en materia de bienestar animal y medioambiental. A ello se suma la escasa diferenciación del producto, que obliga a los productores a mejorar sus niveles de eficiencia e integración vertical para mantener rentabilidades sostenibles.

La volatilidad de la rentabilidad operativa se mantiene elevada, debido a la sensibilidad del negocio frente a la evolución de los precios del huevo, los costes de las materias primas (especialmente piensos), y los suministros energéticos (electricidad y gas). El precio final del huevo responde a las fluctuaciones de oferta y demanda, la estacionalidad del consumo y los episodios sanitarios como los brotes de gripe aviar, factores que alteran temporalmente los equilibrios de mercado.

En los últimos años, el sector ha registrado una progresiva mejora en precios y márgenes, impulsada por la combinación de mayor demanda interna y presión al alza en los precios internacionales. Según el Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación (MAPA), el precio medio del huevo en jaula pasó de aproximadamente 130 €/100 kg en 2021 a 219 €/100 kg en 2023, un incremento motivado por tres factores principales: i) la subida internacional de precios, derivada del impacto de la gripe aviar desde 2022; ii) la transición hacia sistemas de producción más sostenibles y ligados al bienestar animal, que ha exigido fuertes inversiones sectoriales; y iii) el crecimiento de la demanda, impulsado por el valor nutricional del huevo y su condición de fuente de proteína asequible frente a otras alternativas.

Durante 2024, los precios se mantuvieron elevados, aunque ligeramente inferiores a los de 2023, situándose en torno a 198€/100 kg, en un contexto de demanda moderada (+4% interanual a noviembre) y reducción de costes de cereales (el precio de la soja cayó un 38% según la Lonja de Barcelona). Esta combinación de precios altos y costes contenidos permitió al sector alcanzar un margen bruto medio de ~98€/100kg, más del doble de la media de los últimos cinco años (~47€/100kg).

A abril de 2025, el precio del huevo en jaula en el mercado nacional se situaba cerca de 264€/100kg, frente a 195€/100kg un año antes, impulsado por los brotes de gripe aviar en el norte y centro de Europa y una demanda todavía dinámica. Las previsiones apuntan a que tanto la demanda como los precios continuarán mostrando un comportamiento alcista moderado en el corto y medio plazo, sostenido por el consumo creciente, la preferencia por proteínas más económicas y el proceso de reconversión hacia modelos de producción sin jaula.

En conjunto, el sector avícola español avanza hacia un escenario de concentración y mayor estabilidad de márgenes, sustentado en la eficiencia operativa, la integración vertical y las inversiones en sostenibilidad. No obstante, la exposición a la volatilidad de los insumos y los riesgos sanitarios seguirá siendo un factor determinante en la evolución de la rentabilidad sectorial.

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

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

Posicionamiento Competitivo

- **Una de las principales compañías del sector en España que impulsa su crecimiento mediante adquisiciones estratégicas.**

Agotzaina es un operador relativamente joven dentro de la industria agroalimentaria española que está ganando tamaño principalmente a través de operaciones inorgánicas. La compañía centra su actividad en los negocios de huevo y carne de pollo, que representan el 45,3% y el 31,5% de sus ingresos respectivamente, complementados por líneas de fruta de hueso, porcino y, en menor medida, piensos y quesos. Dentro del negocio del huevo, destaca su elevada especialización en huevo líquido (23,1% de las ventas en 2024), donde mantiene una posición líder orientada a la industria alimentaria (pastelería, comida preparada y restauración). A pesar de esta diversificación de ingresos, el negocio del huevo sigue siendo la principal fuente de rentabilidad, representando casi el 80% del EBITDA consolidado.

Con una cuota de mercado nacional del 15% en huevo en cáscara a cierre de 2024, Agotzaina se ha consolidado como uno de los principales actores del sector, tradicionalmente liderado por Huevos Guillén, Hevo Group (Dagu, Ous Roig y Granja Agas) y Granjas Bailón. En un sector caracterizado por márgenes ajustados (EBIT entre el 3% y el 7%) y altos requerimientos de capital, la compañía ha reportado una rentabilidad EBIT del 5,7%, lo que la sitúa en la parte baja de sus comparables, aunque muestra un recorrido de mejora asociado a las sinergias derivadas de las últimas adquisiciones, que han ido incrementado sus márgenes.

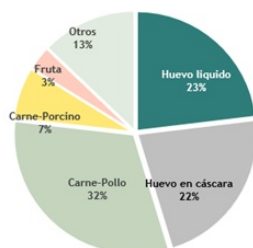
La adquisición estratégica de un operador de referencia en el sector durante 2025 supone un salto cualitativo en su escala y posicionamiento competitivo, situando a Agotzaina con una cuota estimada del 20% en huevo en cáscara y del 40% en huevo líquido, según estimaciones a cierre del año actual. Esta operación le permite incrementar su capacidad productiva, reforzar su integración vertical y ampliar su cobertura geográfica, alcanzando un tamaño que mejora su poder de negociación frente a la gran distribución y la industria alimentaria.

Las principales ventajas competitivas del grupo se derivan de su dimensión, la agilidad en la gestión de los procesos de integración, la elevada capilaridad de su red de distribución y la diversificación geográfica dentro del mercado nacional de sus explotaciones avícolas, factores que mitigan el riesgo sanitario asociado a patologías como la gripe aviar y permiten una mayor proximidad al cliente final, con un impacto positivo en costes logísticos y huella de carbono. La creciente concentración del sector y la necesidad de operadores con escala para afrontar las exigencias regulatorias y de bienestar animal favorecen a grupos integrados como Agotzaina, que ha sabido aprovechar este contexto para reforzar su liderazgo y consolidarse como un referente nacional en el mercado del huevo.

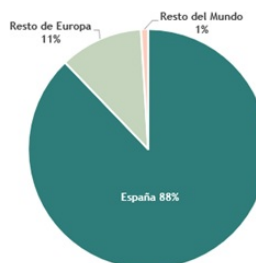
- **Fuerte concentración a nivel de producto y geografía, pero con una elevada diversificación de la base de clientes.**

La compañía concentra el 76,8% de su negocio en el sector avícola, representando la comercialización de huevos (líquido y en cáscara) el 45,3% de las ventas y la comercialización de carne de pollo y otras carnes el 31,5%. El resto proviene de venta de carne de cerdo y piensos en los que actúa de comercializador. Esta concentración se acentúa atendiendo a la generación de resultados, siendo el EBITDA generado por el negocio del huevo cercano al 80%, suponiendo por lo tanto un riesgo relevante, parcialmente mitigado por la buena dinámica reciente del producto (favorecido por los hábitos de consumo, subida de los precios y buen traslado de las subidas de costes al consumidor final). Por otra parte, destaca la amplia diversificación de su cartera de clientes, donde el Top-10 representa el 21% y su principal cliente únicamente el 3%. La tipología de clientes del huevo, son los grandes distribuidores nacionales, mientras que los clientes de carne (pollo y porcino) son distribuidores regionales de menor tamaño.

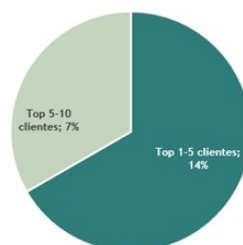
Distribución cifra de negocio 2024



Distribución ingresos por geografía 2024



Distribución de ingresos por clientes 2024



Estructura Accionarial y Gobernanza

- Empresa familiar en fase de crecimiento inorgánico que mantiene una prudente política financiera.

Fundada en 1999 en Arbizu (Navarra), Agotzaina S.L. mantiene un perfil de empresa familiar controlada por la familia Lizárraga, si bien la gestión se encuentra delegada en un equipo directivo profesionalizado con amplia experiencia en el sector agroalimentario. El consejo de administración está presidido por Dña. Cristina Viader Netto, CEO del grupo y representante del accionista familiar, y cuenta con cuatro consejeros independientes procedentes del ámbito financiero y asegurador, fortaleciendo el gobierno corporativo y la independencia en la toma de decisiones.

A 15 de octubre de 2025, tras la integración de la compañía avícola adquirida, la composición accionarial de Agotzaina refleja la entrada de nuevos socios vinculados a dicha operación (8,04% del capital). Estos accionistas se incorporan al capital de Agotzaina como parte del canje de participaciones derivado de la adquisición, formalizada durante el segundo semestre de 2025.

La entrada de los nuevos socios ha supuesto una ligera dilución de los accionistas preexistentes, entre los que destacan Ovonavar S.L., que mantiene el 43,4%, y Trastevere Activos S.L., con un 26,4%, así como la reducción proporcional de las participaciones minoritarias del resto de socios históricos. La estructura actual, evidencia una mayor diversificación del capital y la integración accionarial de los antiguos propietarios de la compañía adquirida en el proyecto empresarial de Agotzaina.

Entre los socios institucionales, Calidad Pascual conserva una participación del 3,0%, tras su entrada en 2023 mediante una ampliación de capital no dineraria en la que aportó una planta de ovoproductos en Aranda de Duero (Burgos). Asimismo, las ampliaciones de capital ejecutadas en los últimos ejercicios, fundamentalmente a través de primas de emisión y reservas de inversión, han permitido a la compañía continuar con su política de crecimiento inorgánico y fortalecimiento patrimonial sin recurrir a endeudamiento adicional significativo.

Aunque la naturaleza familiar del accionariado conlleva un cierto riesgo de concentración en la toma de decisiones, EthiFinance Ratings valora de forma positiva la vinculación de los accionistas con la gestión, el liderazgo profesionalizado del equipo directivo y la prudencia en la política financiera. Agotzaina mantiene una estrategia de reinversión total de beneficios, sin reparto de dividendos, destinando los recursos a crecimiento orgánico e inorgánico, principalmente mediante adquisiciones selectivas de empresas o unidades productivas en situación financiera delicada, con un perfil de financiación conservador.

- Neutra política ESG

Bajo nuestra metodología, la calificación ESG de Agotzaina se sitúa entre 1,5 y 3,5. Esta puntuación no tiene impacto en el perfil de riesgo financiero de la compañía. Destaca su puntuación en términos de Gobernanza, cuenta con un Consejo de Administración con cinco miembros, cuatro de los cuales son independientes, y cuenta con una evaluación y priorización de los aspectos ESG. En cuanto al ámbito social destaca su baja tasa de rotación y absentismo si bien la representación de mujeres en su plantilla es reducida (27%). En términos de medio ambiente, la compañía mantiene una puntuación inferior al ejercicio anterior, por un mayor consumo de recursos para apoyar su crecimiento. Como resultado, el rating de la compañía no se ve afectado por este driver.

Perfil Financiero

Ventas y Rentabilidad

- Continúa su senda de crecimiento inorgánico, acompañada de una mejora sostenida en la rentabilidad operativa.

Rentabilidad. Miles de EUR				
	FY22	FY23	FY24	24vs23
Facturación	475.307	645.302	737.880	14,3%
Mg Bruto	9,4%	14,2%	18,5%	4,3pp
EBITDA ⁽¹⁾	33.157	59.691	84.447	41,5%
Mg EBITDA ⁽¹⁾	7,0%	9,3%	11,4%	2,2pp
EBIT	17.218	27.448	41.768	52,2%
Mg EBIT	3,6%	4,3%	5,7%	1,4pp
Gastos Financieros	-1.975	-5.715	-9.509	-66,4%
EBT	15.305	21.880	32.380	48,0%

⁽¹⁾ Ajustado por arrendamientos operativos

El ejercicio 2024 se caracteriza por una consolidación del crecimiento del Grupo Agotzaina, que refuerza su liderazgo en el mercado español de productos avícolas y ovoproductos, con ingresos de €737,9m, un incremento del 14,3% respecto a 2023. La mejora del volumen de negocio se apoya tanto en la evolución orgánica, gracias a mayores niveles de productividad y eficiencia, como en las incorporaciones empresariales realizadas durante el año, que ampliaron la base productiva y el alcance geográfico. La concentración del sector, así como la alta demanda ha fortalecido su posición frente a distribuidoras, permitiéndole trasladar costes y mejorar márgenes. La compañía mantiene una tendencia alcista en cuanto a evolución del margen bruto, situándose en 18,5% en 2024 (+4,3pp YoY) gracias a la subida de precios y a la reducción del coste de piensos, y un sólido EBITDA. Aunque sus gastos financieros han aumentado por mayor deuda, la compañía sigue generando beneficios (EBT de €32,4m, +48% YoY). Presenta una tendencia creciente en los gastos financieros, coherente con el mayor uso de instrumentos de financiación circulante y el aumento del volumen de deuda, previéndose un nuevo incremento en 2025 ligado a la financiación recientemente firmada para respaldar su expansión. La positiva evolución de resultados y rentabilidad de negocio se ve reafirmada en el crecimiento de su margen EBITDA. En gran parte motivada por el buen comportamiento del segmento de ovoproductos que genera casi el 80% del EBITDA.

En base a esto, se estima un 2025 en el que la compañía seguirá reportando una evolución positiva a nivel de ventas a raíz de la integración año completo de sus adquisiciones de 2024, nuevas operaciones de M&A, destacando la relevancia de la adquisición de la importante compañía del sector y el crecimiento orgánico del negocio, factores que incrementan el volumen comercializado y que compensarán los menores precios del mercado (continuación de los precios de insumos en niveles bajos). Más a futuro, se estima una compañía que crecerá al ritmo de la industria y apoyada en adquisiciones más pequeñas. A nivel de margen EBITDA, se espera que estos se incrementen y alcancen niveles de entre 15-16%.

Las cifras avanzadas de los primeros 9 meses de 2025, muestran que continúa la positiva evolución del negocio, con una cifra de negocio de €624,9m, y un EBITDA de €74,3m con unos niveles de márgenes por encima del cierre de 2024 (EBITDA 11,9% vs 11,4% a cierre 2024).

Endeudamiento y Cobertura

- Endeudamiento controlado y buena cobertura de intereses.

Cálculo DFN/EBITDA. Miles de EUR				
	2022	2023	2024	24vs23
Obligaciones y otros	-	-	21.000	-
Préstamos	45.944	82.167	119.390	45,3%
Leasings	6.327	6.742	5.114	-24,1%
Pólizas de crédito	4.750	3.770	4.990	32,4%
Confirming, comex, descuento comercial	29.726	34.050	40.299	18,4%
Otras deudas	51	388	321	-17,3%
DFT	86.798	127.117	191.114	50,3%
Ajuste arrendamiento operativo	835	4.259	4.283	0,6%
DFT Ajustada	87.633	131.376	195.397	48,7%
Posición de tesorería	33.015	44.970	73.146	62,7%
DFN Ajustada	54.618	86.406	122.251	41,5%
EBITDA ajustado	33.157	59.691	84.447	41,5%
DFN Ajustada/EBITDA	1,6x	1,4x	1,4x	0,0x

A pesar del incremento de la deuda financiera neta registrado en 2024 (+€35,8m; +41,5% interanual), derivado principalmente de las mayores necesidades de financiación asociadas al crecimiento de la actividad y a la fase expansiva del grupo, Agotzaina mantiene un nivel de endeudamiento controlado, con un ratio DFN/EBITDA de 1,4x a cierre de 2024, que refleja una adecuada capacidad para atender sus compromisos financieros con los recursos generados por la explotación. La cobertura de intereses se situó en 8,6x (frente a 10,0x en 2023), mostrando un leve deterioro explicado por el aumento del volumen de deuda y del coste financiero, aunque continúa en niveles sólidos para la categoría de rating actual.

De cara al futuro, se espera que, a pesar del incremento de endeudamiento derivado de la financiación destinada a apoyar la expansión del grupo y de la adquisición corporativa de gran envergadura realizada en 2025, Agotzaina mantenga una estructura financiera equilibrada, con un ratio DFN/EBITDA en torno a 1,6x en 2025 y una cobertura de intereses similar a la de 2024. Este equilibrio se sustentará en el fortalecimiento del EBITDA y en las sinergias operativas generadas por las adquisiciones, que permitirán compensar el mayor volumen de deuda y preservar un perfil financiero prudente y acorde con la política histórica del grupo.

Análisis de Flujo de Caja

- Fuerte generación de cash flow operativo que junto a la financiación adquirida respaldan la inversión necesaria para atender el crecimiento orgánico e inorgánico.

Cash flow. Miles de EUR				
	FY22	FY23	FY24	24vs23
Funds From Operations	30.517	51.533	73.518	42,7%
Ajuste de D&A por arrendamiento operativo	101	621	614	-1,0%
Funds From Operations Aj.	30.618	52.154	74.132	42,1%
+/- variación WK	-17.829	-23.498	-36.675	-56,1%
Cash Flow Operativo Aj.	12.789	28.656	37.457	30,7%
Cash Flow Inversión	-72.728	-96.826	-72.664	25,0%
Reembolsos de arrendamientos según IFRS 16 / ajuste de D&A por arrendamientos operativos	-101	-621	-614	1,0%
Cash Flow Libre Aj.	-60.040	-68.791	-35.821	47,9%
+/- variación patrimonio	43.149	40.429	-	-100,0%
- Dividendos	-	-	-	-
Cash Flow Final Generado Internamente	-16.891	-28.362	-35.821	-26,3%

Agotzaina mantiene un FFO recurrente y creciente apoyado en la positiva evolución de su negocio. En los últimos ejercicios ha ido aumentando su rentabilidad con una elevada conversión a generación de caja. Así, en 2024 el FFO alcanzó un total de €74,1m (42,1% YoY). El CFO sin embargo fue de €37,5m (€28,65m en 2023) como consecuencia del impacto negativo de working capital debido al ciclo negativo comercial, usual en el sector en el que opera, en donde se combinan periodos de cobro superiores frente a los de pago. Situación que gestiona la compañía manteniendo líneas de circulante (confirming, descuento comercial y líneas de crédito) con las que reajusta en términos de liquidez sus necesidades ordinarias. En el ejercicio 2024 contabilizó inversiones por €72,7m que incluyen principalmente las unidades productivas de las adquisiciones realizadas, así como las inversiones en mejoras en varias

granjas y maquinaria. Para afrontar estas inversiones, Agotzaina recurrió a su propia generación operativa y a un incremento de deuda financiera por €43m. Como resultado de todo lo anterior, cerró el ejercicio con una variación de caja positiva de €28m, alcanzando una caja total de €73m.

Capitalización

- **Sólido nivel de capitalización.**

Los fondos propios han ido aumentando año a año gracias a las constantes ampliaciones de capital con fuertes primas de emisión, 2021 (€60,9m), 2022 (€36,3m), 2023 (€40,4m), así como a la recurrente generación de resultados finales y a una política de retención de estos sin realizar pago de dividendos. A cierre 2024 presentaba un ratio óptimo PN/DFT del 151,6% frente a 184,5% en 2023, descenso provocado por el mayor endeudamiento. Las aportaciones no dinerarias se realizan cada año en línea con la estrategia de crecimiento inorgánico.

Liquidez

- **Fuerte posición de liquidez y un perfil de refinanciación favorable.**

Agotzaina dispone de una sólida posición de liquidez que le permite atender holgadamente sus compromisos a corto plazo. La posición de caja actual (€73m), junto con los límites disponibles en líneas de financiación y la capacidad recurrente de generación de caja operativa, resultan suficientes para cubrir tanto las obligaciones financieras como las inversiones de mantenimiento previstas, mientras continúe renovando sus líneas de circulante. No obstante, en línea con ejercicios anteriores, la compañía continuará recurriendo a financiación externa para dar soporte a sus planes de expansión y necesidades operativas, un proceso ya formalizado según la información facilitada para este análisis. En este sentido, se considera que Agotzaina no tendrá dificultades para seguir accediendo al crédito, respaldada por su perfil financiero sólido. Del total de deuda, un 53,3% se concentra en el corto plazo ya que en su mayor parte corresponde a saldo dispuesto en pólizas de crédito y líneas de confirming y descuento. Desde EthiFinance, en base a la calidad del perfil financiero de la compañía, se prevé que no habrá dificultades para la renovación de sus instrumentos de financiación circulante.

Modificadores

Controversias

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

Riesgo País

- **No se ha determinado que exista un riesgo país condicionante y que por lo tanto tenga un impacto negativo en la calificación.**

Proyecciones Financieras

Las proyecciones se elaboran a partir de la información facilitada por Agotzaina y nuestras valoraciones. La compañía prevé mantener su senda de crecimiento tras la integración de las sociedades adquiridas y continuar ejecutando nuevas operaciones corporativas en el sector, con el objetivo de consolidar su posicionamiento competitivo y reforzar su integración vertical, siempre que surjan oportunidades de inversión atractivas.

Para 2025, se anticipa una mejora de la rentabilidad sustentada en el mantenimiento de un entorno de costes de insumos y electricidad moderado, mientras los precios de venta permanecen en niveles elevados. Las estimaciones contemplan un fuerte incremento de los ingresos y del EBITDA, impulsado por la consolidación del 51% de un importante operador del mercado avícola recientemente adquirido y su integración completa a nivel consolidado. A tal efecto, se ha proyectado un escenario proforma considerando la adquisición con efecto 1 de enero de 2025, lo que situaría el margen EBITDA por encima del 15%.

En consonancia con la fase actual de expansión, se prevé que el endeudamiento continúe aumentando, aunque manteniéndose en niveles controlados en relación con la generación de resultados (DFN/EBITDA estimado de 1,6x para 2025). En consecuencia, se espera que la compañía preserve un perfil financiero sólido, reforzado por el crecimiento del EBITDA y las sinergias derivadas de las adquisiciones, que representan un hito relevante dentro de su estrategia de crecimiento y consolidación sectorial.

Principales Magnitudes Financieras

Principales magnitudes. Miles de EUR						
	FY23	FY24	FY25e	FY26e	FY27e	24vs23
Facturación	645.302	737.880	950.000	1.007.000	1.059.000	14,3%
Adj EBITDA ⁽¹⁾	59.691	84.447	151.495	156.025	165.147	41,5%
Adj Margen EBITDA ⁽¹⁾	9,3%	11,4%	15,9%	15,5%	15,6%	2,2pp
EBIT	27.448	41.768	82.130	84.538	89.866	52,2%
Margen EBIT	4,3%	5,7%	8,6%	8,4%	8,5%	1,4pp
EBT	21.880	32.380	64.215	68.521	74.929	48,0%
Total Activo	468.133	588.701	1.069.327	1.122.468	1.183.572	25,8%
Patrimonio Neto	242.417	296.223	620.034	676.906	739.097	22,2%
Adj Deuda Financiera Total ⁽¹⁾	131.376	195.397	355.498	344.853	337.434	48,7%
Deuda Financiera Neta ⁽¹⁾	86.406	122.251	248.727	233.718	213.774	41,5%
PN/DFT ⁽¹⁾	184,5%	151,6%	174,4%	196,3%	219,0%	-32,9pp
Adj DFN/Adj EBITDA ⁽¹⁾	1,4x	1,4x	1,6x	1,5x	1,3x	0,0x
Adj Funds From Operations ⁽¹⁾	52.154	74.132	122.370	128.058	137.165	42,1%
Adj FFO/Adj DFN ⁽¹⁾	60,4%	60,6%	49,2%	54,8%	64,2%	0,3pp
Adj EBITDA/Adj Intereses ⁽¹⁾	10,0x	8,6x	8,3x	9,6x	10,8x	-1,4x

⁽¹⁾ Ajustado por arrendamientos operativos

^{**} Datos proforma 2025 elaborados considerando la integración, desde el 1 de enero de 2025, de la principal adquisición del grupo en el sector avícola (equity base 31/12/2024), con consolidación anual completa del nuevo perímetro.

Credit Rating

Credit Rating	
Perfil Negocio	BB
<i>Análisis Sectorial</i>	<i>BB+</i>
<i>Ajuste ESG</i>	<i>No</i>
<i>Posicionamiento Competitivo</i>	<i>BB+</i>
<i>Gobierno corporativo</i>	<i>BB-</i>
Perfil Financiero	BBB+
<i>Cash flow y endeudamiento</i>	<i>BBB+</i>
<i>Solvencia</i>	<i>A</i>
<i>ESG Compañía</i>	<i>Neutro</i>
Anchor Rating	BBB-
<i>Modificadores</i>	<i>No</i>
Rating	BBB-

Análisis Sensibilidad

• Factores positivos en el largo plazo (↑)

Una mejora de la calificación podría producirse si el grupo consolida un incremento sostenido del volumen de ventas, alcanzando una cuota de mercado del 25%, junto con un mayor grado de integración vertical y una diversificación de producto y geográfica más amplia (menor dependencia del mercado doméstico). Asimismo, una mejora de la rentabilidad operativa (margen EBIT >9%), el mantenimiento de un perfil financiero prudente (DFN/EBITDA <1,5x), una mayor generación recurrente de flujo de caja, y la consolidación de sinergias derivadas de las adquisiciones recientes.

• Factores negativos en el largo plazo (↓)

Reducción de márgenes (margen EBIT <4,0% y margen EBITDA <10%), deterioro de fundamentales del sector, aumento de endeudamiento (DFN/EBITDA Ajustado >2,0x, FFO/NFD<50%, PN/DFT<120%), deterioro cobertura de intereses (EBITDA/Intereses <8,0x). Un eventual reparto de dividendos por parte de la compañía adquirida, previo a su plena integración en el grupo, podría reducir la liquidez consolidada y afectar negativamente a las métricas crediticias, ejerciendo presión a la baja sobre la calificación.

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