



ISSUER RATING
LongTerm

OUTLOOK
Evolving

Initiation date 06/07/2016
Rating Date 22/07/2026

Contacts

Lead analyst
Luis Mesa García
luis.mesa@ethifinance.com

Committee chair
Thomas Dilasser
thomas.dilasser@ethifinance.com

Rating Action y Rationale

- EthiFinance Ratings rebaja la calificación de Empresa Naviera Elcano pasando de “BB+” a “BB”, manteniendo la tendencia Evolving.
- Elcano opera como grupo multinacional dedicado al transporte marítimo internacional de materias primas a granel, a través de su propia flota y, complementariamente, vía flota de terceros.
- La rebaja de la calificación responde a la desfavorable evolución en el desempeño operativo y financiero registrado por el grupo durante el último ejercicio, así como a la incertidumbre asociada a las perspectivas a corto y medio plazo, condicionadas por factores de mercado, geopolíticos y operativos, que, a su vez, han desembocado en una revisión a la baja del plan de negocio de la compañía.
- Además, el deterioro del perfil crediticio se basa en la incertidumbre asociada a la evolución de las métricas estimadas por la compañía en el corto plazo, teniendo en cuenta las desviaciones entre el desempeño real y estimado en ejercicios recientes, y considerando factores como el avance en el proceso de reconversión de uno de sus buques hacia segmentos más rentables (FSU o Floating Storage Unit y FSRU o Floating Storage and Regasification Unit); la todavía incierta evolución del mercado del gas, tras el deterioro experimentado desde principios de 2024; y el número de varadas esperadas en 2026 (siete), en relación con las efectuadas en 2025 (cuatro), con el consecuente efecto sobre los márgenes operativos. Dicha incertidumbre, explica, a su vez, el mantenimiento de la tendencia Evolving.
- El rating asignado al grupo se apoya en una industria con márgenes estables (salvo situaciones extraordinarias, como la pandemia) y elevadas barreras de entrada, dado el alto componente regulatorio y los elevados requerimientos de inversión asociados para desarrollar la actividad. Adicionalmente, la compañía cuenta con un tamaño apropiado dentro del sector y una posición competitiva consolidada. Asimismo, el grupo mantiene una diversificada y estable estructura de propiedad, con una gestión marcada por la prudencia, en términos generales. Respecto al perfil financiero del grupo, destaca un ratio de capitalización (PN/DFT) en umbrales adecuados, situado en 65,2%, a cierre de 2025. No obstante, este indicador ha mostrado un notable deterioro desde 2022 (86,2%), como consecuencia de las pérdidas registradas en ejercicios posteriores. Por tanto, se advierte la conveniencia de una vuelta a resultados finales positivos, al objeto de limitar una continuidad en el deterioro de este indicador.
- Adicionalmente, para el rating otorgado se ha asumido la venta de EISA (astillero) en el medio plazo y, por tanto, la consecuente entrada de caja (\$95m, aproximadamente), dada la alta visibilidad y certidumbre trasladada al respecto por parte de la compañía, y en la medida en que desde ENE se ha considerado como activo no estratégico, al no estar ligado a su modelo de negocio. No obstante, una eventual demora o no materialización de la operación podría afectar negativamente a la evolución prevista de las métricas crediticias.
- La calificación continúa limitada por una reducida capacidad de cobertura del servicio de la deuda, que se ha visto empeorado en el último ejercicio (EBITDA/Intereses: 2,0x en 2025 vs 2,2x en 2024), y un limitado grado de cobertura de la deuda financiera neta vía generación de FFO, que se situó en 10,3%, a diciembre de 2025.
- Desde EthiFinance Ratings, señalamos el notable impacto de los arrendamientos operativos en la actividad del grupo, que se corresponden con contratos relativos a tres buques gasísticos o GNL (flota total del grupo, a cierre de 2025: 21 buques), cuyos plazos y flujos de caja (entradas y salidas), son determinados, previamente, con el cliente en cuestión. Desde EthiFinance Ratings se considera que la estructura contractual de estos arrendamientos traslada el riesgo económico asociado a los clientes finales, por lo que no procede su consideración como deuda financiera adicional. A diciembre de 2025, el gasto total en concepto de arrendamiento de buques fue de \$58,2m (\$58,3m en 2024), mientras que el importe total a afrontar a lo largo de la vida de los contratos asciende a unos \$610m, aproximadamente, a cierre de 2025.
- Cabe mencionar la utilización de la escala low volatility en lo relativo a las métricas de análisis, considerando la estabilidad asociada a la generación de negocio.
- En línea con nuestra metodología, el sector del transporte presenta un riesgo alto en términos de ESG (sector heatmap entre 4,0 y 5,0), dado su impacto en el medio ambiente y necesita transformarse. Esta valoración tiene como resultado un análisis sectorial que se ve rebajado en una categoría.

Por otra parte, en cuanto a las políticas ESG correspondientes a la propia compañía, se consideran correctas (ESG score de la compañía entre 1,5 y 2,0), resultando en una calificación del perfil financiero que no se ve impactada por este factor.

Descripción de la Compañía

Constituida en 1943 como constructora naval y empresa naviera, Empresa Naviera Elcano (ENE, Elcano o el grupo, en adelante), se configura como multinacional dedicada al transporte marítimo internacional de materias primas a granel. La actividad la desarrollan, mayoritariamente, mediante su propia flota y de forma adicional a través de flota de terceros contratados por tiempo o por viaje. Entre las materias primas transportadas, destacan el crudo y sus derivados, además de otros productos químicos, dentro de cargas líquidas; hierro, carbón o bauxita, en cuanto a carga seca; y tanto gas natural licuado (GNL), como otros gases licuados derivados del petróleo (GLP), en carga de gas.

El grupo opera a nivel internacional y, específicamente, en mercados donde aplica la protección de bandera al tráfico marítimo, como es el caso de Brasil y Argentina, siendo ambos países localizaciones donde Elcano mantiene centros de administración y gestión operacional, al igual que en España, donde además mantienen su sede social.

Elcano cerró el año 2025 con una flota de 21 buques (20 en 2024), tras la incorporación, en enero de 2025, de una unidad. Del total de la flota, 16 operan en régimen de propiedad, dos bajo arrendamiento financiero y tres bajo arrendamiento operativo. Por tipo de carga, la flota se compone de siete bulkcarriers (carga seca); siete dedicados al transporte de carga líquida, de los que cuatro se denominan tanques y tres son quimiqueros; y siete dedicados al transporte de gas, de los que cuatro transportan gas natural (GNL) y tres gas licuado de petróleo (GLP). Desde la compañía, no se esperan cambios en la composición de la flota, por lo que prevén concluir el año 2026 con el mismo número de unidades.

ENE desarrolla un modelo de negocio bajo una estrategia de estabilidad de los flujos de caja, por lo que se basa en contratos a largo plazo, fundamentalmente, en los que se contempla un tipo de carga y buque asociado. Dentro de estos contratos a largo plazo, destacan los siguientes:

- **Fletamento por Tiempo (Time Charter):** en esta forma de fletamento, ENE subarrienda el buque al cliente o fletador en cuestión, por lo que actúa como arrendatario y asume tanto la gestión comercial del buque, como la selección de los puertos y las cargas (entre las que puedan ser transportadas por el buque), la ruta y, por lo general, es responsable de los gastos directamente relacionados con estas órdenes de viaje, tales como combustible, peajes de canales y tasas portuarias. Elcano asume la gestión operativa (puesta a punto, mantenimiento, tripulación, etc.). El 66% de los ingresos netos (2025), aproximadamente, provienen de este tipo de contrato.
- **COA o Contract of Affreightment:** contrato enfocado, principalmente, en el transporte de carga seca, en el que, a diferencia del Time Charter, la gestión comercial del buque la asume ENE y, por tanto, los costes variables asociados.

Adicionalmente, Elcano también opera en base a contratos de fletamento por viaje (Voyage Charter), en el que la naviera o fletante se compromete a transportar una carga concreta entre dos puertos por un precio establecido por tonelada (usd/tonelada) que, normalmente, se denomina “flete” (freight). Todos los gastos de explotación del buque y los gastos de viaje son satisfechos por el fletante. Pese a que este tipo de contrato se caracteriza por unas reducidas rentabilidades en relación con los contratos a largo plazo, la compañía mantiene esta operativa de modo estratégico, al objeto de captar clientes con los que, subsecuentemente, pueda generar negocio dentro de su principal actividad. La vida media pendiente y duración media de los contratos a largo plazo vigentes es de 6,4 años y 17,2 años, respectivamente, a mayo de 2026.

En el ejercicio 2025, el grupo reportó una cifra de negocio consolidada de \$700,2m (-23,5% YoY) y un EBITDA de \$61,3m (margen: 8,8%), registrando un ratio DFN/EBITDA de 6,3x (5,0x en 2024).

Fundamentos

Perfil de Negocio

Análisis del Sector

- **Sector del transporte marítimo caracterizado por su elevada madurez y fuertes barreras de entrada**

Sector maduro, con cierto componente procíclico, que cuenta con unas elevadas barreras de entrada, considerando su nivel de regulación, así como de capex requerido. Las altas inversiones en buques y la estable relación comercial para mantener contratos a largo plazo con clientes de primer nivel, limita la entrada de potenciales competidores. A su vez, se trata de un sector altamente competitivo, lo que deriva en una alta presión sobre los márgenes operativos, que, en cualquier caso, se sitúan en valores adecuados, en términos generales. El sector del transporte marítimo se encuentra afectado por cuestiones geopolíticas, que limitan el transporte entre determinados países, por normativa ambiental, e inciden en la evolución del precio y disponibilidad de las materias primas a transportar. A futuro, se espera que la evolución de la industria se mantenga sujeta, en gran medida, al entorno macroeconómico.

- **Sector con una exposición ESG alta**

El sector de transporte por carretera/marítimo tiene altos riesgos ESG según nuestra metodología (puntuación en el mapa de calor del sector entre 4,0 y 5,0), debido a su impacto en el medio ambiente. Esto resulta en una rebaja de una categoría en la calificación del sector, por consideraciones de ESG relacionadas con la industria. En cuanto a los factores ambientales, el sector tiene un alto impacto en el clima, ya que las emisiones de GEI son significativas. Además de los GEI, la industria es un gran contaminante con otras emisiones. Sin embargo, su impacto en la biodiversidad se considera bajo. Presenta un alto impacto sobre los proveedores, vinculado a preocupaciones de subcontratación, ya que la industria es mundial, y sobre los clientes, ya que los problemas de calidad afectan significativamente a la industria.

Posicionamiento Competitivo

- **Adecuado tamaño y posicionamiento a nivel internacional**

Extenso track record, operando desde 1943 internacionalmente. Como principales ventajas competitivas, cabe destacar el elevado conocimiento del sector, dada su trayectoria, así como una estable relación comercial con clientes de elevada solvencia y reconocido prestigio. Si bien el grupo mantiene un posicionamiento destacado a nivel nacional, internacionalmente se posiciona como player de tamaño intermedio. Destaca su posicionamiento en Brasil, situándose como el operador líder carga seca y en segundo lugar en carga líquida, tras la naviera Transpetro (compañía pública).

- **Diversificación de cliente limitada por el tipo de negocio y flota disponible**

Modelo de negocio en el que la capacidad de diversificación, en términos de cliente, es limitada, considerando el reducido volumen de clientes en relación con los players participantes en el mercado. Si atendemos a la distribución de ingresos netos, el principal cliente supuso un 24% sobre el total en 2025 y el Top 5 un 75%. No obstante, esta concentración se ve mitigada, en gran medida, por el hecho de que los principales clientes de ENE son players de referencia dentro de la industria petroquímica, gasística y minero-siderúrgica. La compañía mantiene una política conservadora de gestión del riesgo de crédito, percibiendo los cobros de forma anticipada en la mayoría de los contratos, tanto en servicios recurrentes como en contratos spot, lo que limita significativamente el riesgo de impago.

Respecto a la diversificación por tipo de carga, si bien la carga líquida representó la mayor parte de los ingresos del grupo en 2025 (66%), seguida de la carga seca (20%) y gas (14%), el margen (cifra de negocio neta - costes operativos - amortizaciones - costes financieros) se generó, prácticamente, a través de contratos de transporte de carga seca, en dicho periodo.

Estructura Accionarial y Gobernanza

- **Accionariado estable que ha supuesto un soporte financiero al grupo en ejercicios recientes**

La sociedad matriz del grupo (Empresa Naviera Elcano, S.A.) está participada en un 58,23% por Grupo Nosa Terra 21, S.A., en un 20,25% por Abanca Corporación Bancaria, S.A., en un 15% por Naviera Murueta, S.A. y un 6,52% por accionistas minoritarios. Su principal accionariado se mantiene sin variaciones significativas desde su privatización en 1997. Destaca positivamente el apoyo mostrado por la estructura de propiedad en su trayectoria reciente. En este sentido, cabe mencionar la concesión de un préstamo a ENE por parte del accionista mayoritario (importe: €14m) en 2023, tras no refinanciar completamente la emisión de los bonos llevada a cabo en 2018, que le permitió afrontar las inversiones y obligaciones financieras del ejercicio.

- **Experimentado equipo gestor y política financiera orientada a mantener una estructura financiera equilibrada, no obstante, condicionada por las necesidades de inversión inherentes a la actividad y el deterioro del entorno de mercado**

El management de la compañía presenta una extensa trayectoria en el grupo y en la industria, lo que se constituye como un factor positivo en cuanto a la toma de decisiones. Atendiendo a la política financiera adoptada por la gestión, se encuentra condicionada por el impacto sobre los niveles de apalancamiento de cuestiones inherentes a la operativa de la compañía (p. ej. las varadas y adquisición de buques asociados a contratos a largo plazo). Pese a ello, se considera que el apalancamiento financiero de ENE no se sitúa en umbrales excesivamente elevados. A futuro, bajo la premisa de mantener una estructura financiera balanceada, el plan estratégico del grupo se enfoca en la continuidad en la potenciación de servicios de transporte marítimo internacional de productos energéticos de mayor margen y en mercados geográficos protegidos, de forma que su operativa no se vea afectada.

- **Correcta política ESG**

Atendiendo a los datos ESG analizados y una vez aplicada nuestra metodología, desde EthiFinance Ratings se valoran las políticas ESG de Empresa Naviera Elcano como correctas (ESG score de la compañía entre 1,5 y 2,0), destacando aspectos relativos a políticas sociales. En términos de gobernanza, cabe señalar la reducción de miembros en el Consejo de Administración, pasando de siete en 2024 a seis en 2025 (un miembro independiente en 2024 vs ninguno en 2025). De este modo, el impacto sobre calificación del perfil financiero derivado de este factor se evalúa como neutro.

Perfil Financiero

Ventas y Rentabilidad

- Recuperación de los márgenes operativos, no obstante, bajo un entorno de reducción progresiva de la actividad e intensificación de las pérdidas

Rentabilidad. Principales magnitudes ⁽¹⁾. Miles de USD.

	2023	2024	2025	25vs24
Facturación	1.072.384	915.194	700.161	-23,5%
EBITDA	62.562	70.504	61.286	-13,1%
Margen EBITDA	5,8%	7,7%	8,8%	1,0pp
EBIT	-5.427	16.934	5.341	-68,5%
Margen EBIT	-	1,9%	0,8%	-1,1pp
Gastos financieros ⁽²⁾	-30.997	-32.163	-30.499	-5,2%
EBT	-44.085	-14.830	-43.314	-192,1%

⁽¹⁾ No incluyen ajuste por arrendamientos operativos, dado el carácter asociado en el caso de ENE. ⁽²⁾ No incluyen los gastos financieros asociados a deudas con empresas del grupo y asociadas.

Atendiendo a la evolución de la facturación de Elcano en los últimos ejercicios, se observa un descenso desde 2024, a raíz de una serie de factores entre los que destacan, la caída de la actividad en el transporte de crudo en Brasil, servicio complementario a la actividad principal del grupo; el impacto de la finalización de un contrato a largo plazo con un cliente de referencia, a finales de 2023; y el impacto de la venta de dos buques, en marzo de 2024. A ello se le añade la caída del mercado del gas, que ha condicionado el desempeño del grupo en los últimos ejercicios, afectando negativamente al único buque operado en spot, el LNG Castillo de Villalba. De este modo, la facturación de la compañía registró una nueva caída en 2025, situándose en \$700,2m (-23,5% YoY).

A pesar del entorno adverso, la compañía ha conseguido mejorar progresivamente el margen EBITDA en su trayectoria reciente (5,8% en 2023, 7,7% en 2024 y 8,8% en 2025), favorecida por el menor número de varadas efectuadas (tres en 2024 y cuatro en 2025), tras haberse visto penalizados notablemente en 2023 por este factor (11 varadas). No obstante, los márgenes del grupo continuaron condicionados en 2025 por la negativa evolución del mercado spot, modelo bajo el que el grupo mantiene asignado uno de sus buques, así como por incidencias surgidas en terminales de descarga (Brasil) entre febrero y octubre y que afectaron a la operativa de dos buques.

Aunque se prevé cierta recuperación del margen EBITDA, apoyada en la resolución de las incidencias operativas y una progresiva normalización del mercado del gas, EthiFinance Ratings mantiene una visión prudente dada la elevada incertidumbre existente y el incremento previsto del número de varadas durante 2026 (siete).

Respecto a los resultados finales, se observa una intensificación en 2025 de las pérdidas registradas en los últimos años (EBT: -\$43,3m vs -\$14,8m en 2024), destacando el impacto negativo al respecto vía diferencias de cambio (-\$17,4m vs \$1,6m en 2024), aspecto respecto al cual, se espera un menor impacto, una vez se ha cancelado una de las emisiones, en euros, que la compañía mantenía (importe en euros: €60m).

Endeudamiento y Cobertura

- Incremento de los niveles de apalancamiento, situándose en umbrales relativamente elevados

Detalle DFN/EBITDA. Miles de USD.

	2023	2024	2025
Deuda con EECC	337.986	294.928	295.674
Préstamos	325.204	286.143	292.312
Pólizas de crédito	12.782	8.785	3.362
Bonos	90.746	85.437	96.635
Arrendamientos financieros	49.789	43.269	36.309
Otros pasivos financieros	1.159	1.159	1.365
DFT	479.680	424.793	429.983
Caja	53.159	65.789	31.307
Activos líquidos	3.271	8.163	11.714
DFN	423.250	350.841	386.962
EBITDA	62.562	70.504	61.286
DFN/EBITDA	6,8x	5,0x	6,3x

La evolución de los niveles de apalancamiento del grupo muestra una evolución dispar en los últimos ejercicios y que, tras la reducción experimentada en 2024, el ratio DFN/EBITDA se ha visto incrementado en 2025 (6,3x vs 5,0x en 2024), determinada por la reducción de las posiciones líquidas, derivadas, en gran medida, por el nuevo buque incorporado en dicho periodo, junto con la menor contribución vía EBITDA, asociada a la reducción de la actividad.

En el corto plazo, se espera una ligera reducción de este indicador, no obstante, manteniéndose en umbrales relativamente elevados y sujeta a la mejora en la generación de recursos operativos, bajo un entorno de limitada visibilidad en términos macroeconómicos y operativos (conflictos bélicos, proceso de reconversión buque en spot, varadas, etc.).

La menor contribución vía EBITDA afectó a un ratio de cobertura de intereses (EBITDA/Intereses), que tras la mejora recogida en 2024, mostró un retroceso en 2025 (2,0x vs 2,2x), retornando a niveles de 2023, manteniéndose en valores ajustados. En este sentido, el aumento de la carga financiera asociado al mayor endeudamiento y al incremento en el coste de financiación, se espera que penalice la evolución de este indicador en el corto plazo.

Dentro de su perfil de deuda, ENE muestra unos adecuados niveles de diversificación, no obstante, destacando la presencia de deuda con entidades de crédito, que representó el 69% de la deuda financiera bruta, a cierre de 2025. Ello se complementa con su presencia en el mercado de bonos, a través de dos emisiones en MARF con vencimiento en 2026 (€60m) y 2027 (€20m). En este aspecto cabe destacar, la reciente refinanciación, en mayo de 2026, del bono con vencimiento en el mismo periodo, a través de una emisión en el mercado noruego, por un importe de \$115m y vencimiento en 2030 (amortización bullet; cupón: 9,75%).

Adicionalmente, el grupo se encuentra inmerso en el proceso de refinanciación de la deuda asociada a nueve buques, cuya conclusión se espera antes del final de 2026, lo que dotará de mayor estabilidad al calendario de vencimientos de la compañía.

Análisis de Flujo de Caja

- Limitada capacidad de generación de flujo de caja libre, condicionada por la gestión del working capital y la política de inversiones

Generación de caja. Principales magnitudes. Miles de USD.

	2023	2024	2025
Funds from Operations (FFO)	34.194	27.468	39.844
Variaciones working capital (+/-)	-21.933	19.623	-21.704
Cash flow operativo	12.261	47.091	18.140
Pagos por inversiones (-)	-104.148	-14.977	-43.677
Cobros por desinversiones (+)	13.414	31.661	373
Flujo de caja libre	-78.473	63.775	-25.164
Dividendos y remuneraciones de otros instrumentos de patrimonio	-684	0	0
Cash flow generado internamente	-79.157	63.775	-25.164
Amortización de deuda	-118.992	-114.404	-118.099
Emisión nueva deuda	162.420	63.259	108.781
Variación del saldo de caja	-35.729	12.630	-34.482
Efectivo al comienzo del ejercicio	88.888	53.159	65.789
Caja al final del ejercicio	53.159	65.789	31.307

ENE muestra una capacidad de generación de flujos de explotación positivos de manera recurrente, nos obstante sujeta al impacto de los periodos de pago y cobro sobre las variaciones del working capital. En el último ejercicio, el cash flow operativo se vio penalizado por un empeoramiento en la gestión del circulante, principalmente, vía pagos, ante el retraso en el proceso de refinanciación de parte de la deuda corporativa y que tuvo su origen en 2023, periodo altamente afectado por el elevado número de varadas efectuadas (11). Ello, junto con el incremento de las inversiones derivado de la incorporación de un nuevo buque, desembocó en una vuelta del flujo de caja libre a valores negativos, situándose en -\$25,2m, a cierre de 2025 (\$63,8m en 2024).

Si bien la entrada de caja procedente de la venta de dos buques limitó el acceso a recursos ajenos para hacer frente a los compromisos de deuda en 2024, la ausencia de estas entradas en el último ejercicio explica el incremento en el acceso a financiación ajena observado. A pesar de ello, ENE mostró un notable drenaje en su posición de caja, que se situó en \$31,3m, a diciembre de 2025 (\$65,8m en 2024).

En el corto plazo, si bien se espera que la inyección de fondos procedente de la emisión de bonos llevada a cabo en 2026 contribuya de manera favorable a la generación de caja del grupo, esta se encontrará aún sujeta al impacto derivado del incremento de varadas previsto (siete vs tres en 2025) y, por tanto, la potencial continuidad en los resultados negativos.

Capitalización

- Deterioro de los niveles de capitalización, no obstante, manteniéndose en valores adecuados

Estructura de activo y endeudamiento ⁽¹⁾. Miles de USD.

	2023	2024	2025	25vs24
Total Activo	998.430	996.465	872.574	-12,4%
Activo No Corriente	638.067	569.103	563.233	-1,0%
Activo Corriente	360.363	427.362	309.341	-27,6%
NOF ⁽²⁾	58.200	28.842	39.231	36,0%
Patrimonio Neto	342.244	308.791	280.275	-9,2%
Deuda Financiera Total	479.680	424.793	429.983	1,2%
Deuda Financiera Neta	423.250	350.841	386.962	10,3%
PN/DFT	71,3%	72,7%	65,2%	-10,3%
DFN/EBITDA	6,8x	5,0x	6,3x	1,3x
EBITDA/Intereses ajustados ⁽³⁾	2,0x	2,2x	2,0x	-0,2x

⁽¹⁾ No incluyen ajuste por arrendamientos operativos, dado el carácter asociado en el caso de ENE. ⁽²⁾ Existencias + Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar - Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar. ⁽³⁾ No incluyen los gastos financieros asociados a deudas con empresas del grupo y asociadas.

A cierre de 2025, el activo total del grupo se situó en \$872m, activo que muestra un relativo equilibrio entre la inversión no corriente, determinada por la flota en propiedad y en arrendamiento financiero, contabilizada dentro del inmovilizado material (saldo, a cierre de 2025: \$459,0m vs 2024: \$464,1m); y la inversión corriente, en la que destaca la presencia de los saldos pendientes de cobro (Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar: \$153,2m vs \$247,1m en 2024). La notable reducción de los derechos de cobro (-38% vs 2024), asociada al menor volumen de actividad registrado, así como el descenso en el saldo de caja (-52% vs 2024), explican la reducción en el activo total recogida en 2025 (-12% YoY).

ENE opera con una estructura financiera, caracterizada por unos adecuados niveles de capitalización, representando el patrimonio neto un 65,2% sobre la deuda financiera total, a diciembre de 2025. No obstante, este indicador se ha visto penalizado en los últimos ejercicios por las pérdidas registradas, que han desembocado en un debilitamiento progresivo de la estructura de fondos propios. Por tanto, se advierte la conveniencia de una vuelta a resultados positivos, al objeto de evitar nuevos deterioros de este indicador, el cual se constituye como uno de principales factores que favorecen el perfil financiero de ENE.

Liquidez

- Buena liquidez

Elcano reporta unos orígenes de fondos (caja, activos líquidos, importes no dispuestos en pólizas de crédito y flujo de caja libre esperado a corto-medio plazo), que le permite hacer frente a sus compromisos de pago (deuda, principalmente) durante un periodo superior a los dos años, derivando en una liquidez del grupo calificada como Elevada. Este aspecto, unido a un perfil de refinanciación que se entiende como Satisfactorio, desemboca en una calificación de la liquidez evaluada como Buena.

Modificadores

Controversias

- El grupo no presenta ninguna controversia.

Riesgo País

- No se ha determinado que exista un riesgo país condicionante.

No obstante, debe destacarse que el 57% de las ventas netas en 2025 provinieron de Brasil y Argentina (56% en 2024). Dada la naturaleza de los productos transportados (gas, crudo, minerales, productos químicos...), se trata de una actividad clave en la que ENE realiza operaciones únicamente con grupos internacionales de primer nivel y elevada solvencia, aspecto que mitiga en alto grado un potencial riesgo país.

Proyecciones Financieras

Las siguientes proyecciones están basadas en nuestras valoraciones y los datos facilitados por el cliente. El caso base presentado por ENE ha sido sensibilizado por parte de EthiFinance Ratings para reflejar, no solo nuestra visión tanto de la compañía, como en comparación con sus pares, sino también nuestra visión macroeconómica y sectorial.

Dicha sensibilización ha ido orientada, fundamentalmente, hacia los márgenes operativos y, consecuentemente, sobre el FFO y magnitudes relacionadas, sobre la base de la mejora estimada, de acuerdo con la recuperación del mercado el gas esperada, la conclusión del proceso de reconversión a FSU/FSRU del buque Castillo de Villalba, estimada en el corto-medio plazo y la resolución, de las incidencias surgidas en determinadas terminales de carga, en noviembre de 2025, y que afectaron a las rentabilidades de la compañía en el último ejercicio. No obstante, dado del número de varadas esperadas, sobre todo en 2026, hemos mantenido una visión más prudente respecto a la evolución de los márgenes esperada.

Principales magnitudes financieras proyectadas ⁽¹⁾. Miles de USD.

	2025	2026e ⁽²⁾	2027e ⁽²⁾	2028e ⁽²⁾
Facturación	700.161	688.384	702.135	706.090
EBITDA	61.286	65.396	71.618	74.139
Margen EBITDA	8,8%	9,5%	10,2%	10,5%
EBIT	5.341	5.527	10.364	17.551
Margen EBIT	0,8%	0,8%	1,5%	2,5%
EBT	-43.314	-40.218	-26.060	-14.954
Total Activo	872.574	860.514	791.275	780.473
Patrimonio Neto	280.275	247.154	223.294	212.025
Deuda Financiera Total	429.983	451.756	406.378	406.845
Deuda Financiera Neta	386.962	399.080	324.346	340.633
PN/DFT	65,2%	54,7%	54,9%	52,1%
DFN/EBITDA	6,3x	6,1x	4,5x	4,6x
Funds From Operations	39.844	30.749	39.393	47.320
FFO/DFN	10,3%	7,7%	12,1%	13,9%
EBITDA/Intereses ajustados ⁽³⁾	2,0x	2,0x	2,0x	2,3x

⁽¹⁾ No incluyen ajuste por arrendamientos operativos, dado el carácter asociado en el caso de ENE. ⁽²⁾ Proyecciones elaboradas por EthiFinance Ratings, en base al plan de negocio de la compañía. ⁽³⁾ No incluyen los gastos financieros asociados a deudas con empresas del grupo y asociadas.

En términos de generación de caja, se asume la venta de EISA (astillero) en 2027, proceso en el que la compañía se encuentra inmersa actualmente y respecto al que la compañía ha recibido diferentes ofertas. Se espera que este hito permita un notable fortalecimiento de la posición de caja de la compañía y, consecuentemente, una mejora de indicadores, como el DFN/EBITDA.

Desde EthiFinance Ratings consideramos que el posicionamiento competitivo de ENE y la estabilidad asociada a la generación de negocio favorecen el cumplimiento de sus objetivos estratégicos, las estimaciones del grupo no dejan de encontrarse sujetas a la evolución del mercado global, dada su operativa, así como del contexto geopolítico actual, unido a aspecto intrínsecos a la propia compañía (varadas, venta de EISA, etc.).

Principales Magnitudes Financieras

Principales magnitudes financieras ⁽¹⁾ . Miles de USD.				
	2023	2024	2025	25vs24
Facturación	1.072.384	915.194	700.161	-23,5%
EBITDA	62.562	70.504	61.286	-13,1%
Margen EBITDA	5,8%	7,7%	8,8%	1,0pp
EBIT	-5.427	16.934	5.341	-68,5%
Margen EBIT	-	1,9%	0,8%	-1,1pp
EBT	-44.085	-14.830	-43.314	-192,1%
Total Activo	998.430	996.465	872.574	-12,4%
Patrimonio Neto	342.244	308.791	280.275	-9,2%
Deuda Financiera Total	479.680	424.793	429.983	1,2%
Deuda Financiera Neta	423.250	350.841	386.962	10,3%
PN/DFT	71,3%	72,7%	65,2%	-7,5pp
DFN/EBITDA	6,8x	5,0x	6,3x	1,3x
Funds From Operations	34.194	27.468	39.844	45,1%
FFO/DFN	8,1%	7,8%	10,3%	2,5pp
EBITDA/Intereses ajustados ⁽²⁾	2,0x	2,2x	2,0x	-0,2x

⁽¹⁾ No incluyen ajuste por arrendamientos operativos, dado el carácter asociado en el caso de ENE. ⁽²⁾ No incluyen los gastos financieros asociados a deudas con empresas del grupo y asociadas.

Credit Rating

Credit Rating	
Perfil Negocio	BB+
Análisis sectorial	BB
Ajuste ESG	Negativo
Posicionamiento competitivo	BB+
Gobernanza	BB+
Perfil Financiero	BB-
Cash flow y endeudamiento	B+
Capitalización	BB
ESG Compañía	Neutro
Anchor Rating	BB
Modificadores	No
Rating	BB

Análisis Sensibilidad

Factores positivos en el largo plazo (↑)

A pesar de que desde EthiFinance Ratings no se prevé en el corto plazo un upgrade de la calificación, la continuada consecución en los próximos años de los siguientes aspectos podría ayudar a una mejora del rating a futuro: (i) mejora de la cobertura de intereses (EBITDA/Intereses: > 4,5x en promedio), (ii) incremento del ratio FFO/DFN por encima del 20%, (iii) reducción del apalancamiento (DFN/EBITDA: < 3,5x en promedio).

Factores negativos en el largo plazo (↓)

Retraso en la consecución objetivos estratégicos planificados, con especial atención a la venta de EISA y la finalización del proceso de reconversión del buque Castillo de Villalba, que derive, entre otros aspectos, en nuevas desviaciones respecto a las estimaciones del grupo y, consecuentemente, en un deterioro de los principales ratios financieros, con especial mención al DFN/EBITDA (> 4,3x en promedio), FFO/NFD (< 12% en promedio) y PN/DFT (< 60% en promedio). Deterioro de las métricas ESG.

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