


ISSUER RATING  
LongTerm

OUTLOOK  
Positive

Initiation date	26/01/2022
Rating Date	19/05/2026

## Contacts

### Lead analyst

Luis Mesa García  
luis.mesa@ethifinance.com

### Committee chair

Antonio Madera Del Pozo  
antonio.madera@ethifinance.com

## Rating Action y Rationale

- EthiFinance Ratings afirma la calificación de Avatel Telecom, S.A., en "BB-", cambiando la tendencia de Evolving a Positiva.
- La mejora en la tendencia otorgada se sustenta en la positiva evolución experimentada en los principales ratios financieros en el último ejercicio y que se espera se consolide en el corto-medio plazo, gracias a las medidas estratégicas establecidas desde la gestión del grupo. Adicionalmente, la reciente operación de cambio de control, llevada a cabo en 2025, ha contribuido positivamente a la mejora del perfil financiero de Avatel y, por tanto, a la calidad crediticia de la compañía.
- El rating asignado se ve favorecido por una operativa en un sector con sólidos fundamentos, destacando las barreras de entrada derivadas de las fuertes inversiones en capital y la exigente regulación asociada, así como unas elevadas y estables rentabilidades operativas, en términos generales. A nivel financiero, destaca un apalancamiento en niveles controlados (DFN ajustada/EBITDA ajustado: 3,3x en 2025NA) y el fortalecimiento de su estructura financiera, tras la operación de cambio de control mencionada, y considerando el efecto de la obtención de subvenciones de capital no reintegrables recibidas por los Planes ÚNICO Banda Ancha y 5G, situándose el ratio de capitalización ajustado (Patrimonio neto ajustado/Deuda financiera total ajustada) en niveles adecuados (83%, aproximadamente, en 2025NA).
- Por otra parte, el rating se ve constreñido por una débil estructura de fondos propios, si excluimos el ajuste derivado de las subvenciones de capital, pese al retorno del patrimonio neto a valores positivos en 2025, tras dos ejercicios en negativo (-€3,4m en 2023, -€54,3m en 2024). Asimismo, el grupo muestra una limitada capacidad para generar resultados finales positivos (pérdidas en 2023, 2024 y 2025NA), penalizada por un elevado coste asociado a su deuda, derivando, a su vez, en un reducido ratio de cobertura de intereses (EBITDA ajustado/Intereses: 2,3x en 2025NA). Respecto al perfil de negocio, se ve condicionado por un tamaño limitado dentro del sector en general.
- En línea con nuestra metodología, el sector de las telecomunicaciones presenta un riesgo medio-bajo en términos de ESG (sector heatmap entre 2,0 y 2,9) dado su impacto en el medio ambiente. Esta valoración tiene como resultado un análisis sectorial que no se ve afectado por este factor.

## Descripción de la Compañía

Grupo Avatel desarrolla su actividad en el sector de las telecomunicaciones, posicionado como el quinto operador en España, especializado en llevar cobertura de banda ancha a zonas situadas en pequeñas y medianas poblaciones, mediante el despliegue de fibra óptica propia (FTTH o Fibra hasta el hogar). El grupo concentra su generación de negocio en España, ofreciendo, adicionalmente, servicios de televisión de pago y de telefonía móvil como operador virtual de MásOrange. En el ejercicio 2025 (no auditado), Avatel registró una cifra de negocio consolidada de €267,0m (-4,7% YoY) y un EBITDA ajustado de €114,9m, con un ratio DFN ajustada/EBITDA ajustado que se situó en 3,3x (4,5x en 2024).

## Fundamentos

### Perfil de Negocio

#### Análisis del Sector

- Sector con elevada concentración y fuerte competencia.**

Sector caracterizado por los siguientes factores: i) elevadas barreras de entrada, dado el elevado grado de regulación y altos requerimientos de inversión en infraestructura para desarrollar la actividad; ii) altas rentabilidades operativas por parte de los players de referencia y limitada volatilidad de los márgenes, considerando su condición de servicio esencial, no obstante, condicionada por factores, como la fuerte competencia y tasas de inflación, entre otros.

Adicionalmente, la industria muestra un alto grado de concentración, representando el Top 3 de grupos con mayor cuota de mercado en España (Telefónica, MásOrange y Vodafone) más de un 80%, en lo relativo a banda ancha; existiendo otros operadores, como Digi o Avatel, ente otros, que están mostrando un crecimiento significativo y un incremento de los niveles de competencia, a través de políticas de precios más agresivas. En los últimos años, la industria está experimentando una tendencia creciente hacia una mayor concentración, debido a las fusiones realizadas y que podrían llegar entre los distintos operadores. En este ámbito, es destacable la adquisición de MásMóvil por parte de Orange, lo que le coloca como primer operador del sector, con una cuota del 38%, aproximadamente, bajo su nueva denominación MásOrange.

A su vez, el sector se encuentra inmerso en un proceso de modernización y mejora del servicio, siendo uno de los retos principales el desarrollo y despliegue de las redes 5G por todo el territorio nacional.

Desde EthiFinance Ratings consideramos que, en términos generales, la evolución del sector presenta perspectivas estables para los próximos años, apoyadas en el avance de la digitalización y la creciente demanda de conectividad. No obstante, el sector continuará condicionado por la elevada competencia, la presión comercial sobre precios y márgenes, las necesidades recurrentes de inversión en infraestructuras y el potencial desarrollo de nuevas operaciones de consolidación y M&A.

- **En línea con nuestra metodología, la industria ‘Media and Telecommunication’ presenta un riesgo medio-bajo en términos ESG (sector heatmap entre 2,0 y 2,9). Esta valoración tiene como resultado un análisis sectorial que no se ve afectado por este factor.**

El sector tiene un impacto bajo relacionado con el clima, la biodiversidad y el uso de recursos. Además, proporciona infraestructura importante para las comunidades, lo cual se considera positivo. Sin embargo, el sector podría tener un impacto negativo en los consumidores debido al amplio público al que alcanza, lo que hace especialmente importante la responsabilidad de las empresas hacia el público, la calidad de la información y los problemas éticos relacionados.

### Posicionamiento Competitivo

- **Quinto operador del sector, líder en fibra óptica en zonas rurales.**

Avatel muestra un pequeño tamaño en relación con los principales players de la industria, lo que limita su posición competitiva. No obstante, la compañía se sitúa como el quinto operador de telecomunicaciones en España, especializado en servicios de fibra óptica (FTTH), principalmente, en zonas rurales con una población inferior a los 25.000 habitantes o de entre 25.000 y 100.000 habitantes. Cabe mencionar, que en 2021, 2022 y 2023 Avatel fue elegido como uno de los principales adjudicatarios del Plan Único del Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital para la extensión de la banda ancha ultra rápida (más de 100 Mbps) en España. Adicionalmente, en 2023, recibió la adjudicación de casi el 30% de las ayudas para el Plan Único-5G Redes Backhaul para impulsar la conexión 5G en zonas rurales.

Adicionalmente, cabe destacar el acuerdo mayorista firmado con MásOrange, en marzo de 2026, que le da acceso a una red de fibra de más de nueve millones de hogares adicionales, ampliando, así, su mercado objetivo a más de 17 millones de hogares.

- **Actividad enfocada en el mercado doméstico, con una diversificación operativa aún limitada aunque en proceso de expansión, gracias a la estrategia de crecimiento inorgánico y la ampliación progresiva de la gama de servicios ofrecidos.**

El grupo se posiciona como proveedor de servicios de banda ancha fija, principalmente, no obstante, ofreciendo, a su vez, servicios de banda ancha vía Wimax. En los últimos ejercicios, Avatel ha ido ampliando su offering, integrando servicios de telefonía móvil como operador móvil virtual completo (OMV Full), lo que le permite ofrecer tarifas más competitivas, gracias al ahorro de costes y gestión directa con sus clientes. Además, desde 2022, completa su oferta, incluyendo el servicio de televisión, a través de la plataforma CLICTv y, desde 2023, Amazon Prime. Si bien el grupo opera únicamente en España, el hecho de estar enfocado en zonas rurales y de baja densidad de población mitiga, en cierta medida, el riesgo de competencia frente a otros operadores.

### Estructura Accionarial y Gobernanza

- **Cambios recientes en el accionariado, que han supuesto un refuerzo en la estructura de fondos propios, entre otros.**

Hasta junio de 2025, la sociedad matriz y accionista único de Avatel Telecom, S.A. era Avant Telecom, S.L., cuyo capital social estaba compuesto, al 50%, por D. Jorge Gómez Jiménez (Drako, S.L.) y, al restante 50%, por D. José Ignacio Aguirre Álvarez (Retama Telecom, S.L.) y la familia Rodríguez Filgueira (Vaiia Kapital, S.L.U.), socios fundadores, en proporciones iguales. En este sentido, cabe destacar la operación de cambio de control, mediante la cual y tras la aprobación por parte de las autoridades competentes, el grupo ha pasado a estar controlado, desde junio de 2025, por la familia Rodríguez Filgueira (Vaiia Kapital, S.á.r.l.), que ostenta el 50,07%, y por fondos gestionados por el grupo inversor Inveready, en un 49,93%, a través de la sociedad Pangea Telecom, S.L.,

Dicha operación ha supuesto una inyección de capital de €99m, lo que ha permitido fortalecer la estructura patrimonial del grupo y apoyar la estrategia de crecimiento del grupo, cuestión que valoramos positivamente.

- **Política financiera condicionada, en gran medida, por la estrategia de crecimiento inorgánico implementada.**

En su trayectoria reciente, Avatel ha llevado a cabo una política expansiva, mediante la adquisición de operadores locales (más de 180 adquisiciones hasta diciembre de 2025). En este sentido, cabe destacar el desafío inherente a estas operaciones, dado el elevado volumen de operadores y la complejidad de integrar todas las operaciones, sistemas, personas y gestión de las mismas en un corto periodo de tiempo. No obstante, la amplia experiencia adquirida en los procesos de negociación e integración por parte de los gestores del grupo, así como la estrategia de integración y equipos de trabajo dentro de Avatel, posibilita la minimización gradual de este riesgo.

Dicha estrategia de crecimiento inorgánico explica, en gran medida, los niveles de apalancamiento registrados por el grupo en su trayectoria reciente. No obstante, la reciente operación de cambio de control ha supuesto un impacto positivo, en este sentido, situándose el ratio de apalancamiento ajustado en valores controlados en el último ejercicio (3,3x).

- **Neutra política ESG.**

Atendiendo a los datos ESG analizados, desde EthiFinance Ratings se valoran las políticas ESG de Avatel Telecom como neutras (ESG score del grupo entre 1,5 y 3,5). Como resultado, el rating del grupo no se ve afectado por este driver.

## Perfil Financiero

### Ventas y Rentabilidad

- **Mejora de las rentabilidades, fruto de las medidas de eficiencia implementadas, no obstante, bajo un contexto de intensificación de la competencia dentro del sector.**

### Resultados y rentabilidad. Principales magnitudes <sup>(1)</sup>. Miles de €

	2023	2024	2025HA	25vs24
Cifra de negocio	259.688	280.287	267.011	-4,7%
EBITDA recurrente reportado	129.695	150.460	121.180	-19,5%
Margen EBITDA reportado	49,9%	53,7%	45,4%	-8,3pp
EBITDA ajustado <sup>(2)</sup>	94.212	97.139	114.950	18,3%
Margen EBITDA ajustado	36,3%	34,7%	43,1%	8,4pp
EBIT	20.340	-2.630	24.498	-1031,5%
Mg EBIT	7,8%	-0,9%	9,2%	10,1pp
Gastos financieros	-46.856	-51.779	-50.018	3,4%
EBT	-26.902	-61.929	-24.142	-61,0%

<sup>(1)</sup> Magnitudes basadas en los EEFf auditados bajo normativa IFRS. <sup>(2)</sup> No incluye indemnizaciones por despido y otras provisiones, de acuerdo con nuestra metodología.

Respecto al desempeño de la compañía en el último ejercicio, su generación de negocio se ha visto condicionada por un contexto sectorial marcado por una competencia creciente, que se ha reflejado en una política de precios más agresiva por parte de los principales competidores. Ello explica, en cierta medida, el ligero retroceso en la cifra de negocio consolidada mostrado, que se situó en €267,0m (-4,7% vs 2024).

Al mismo tiempo, y tras la entrada del nuevo accionista, la estrategia del grupo se orienta, fundamentalmente, hacia un incremento de la rentabilidad operativa, dado un modelo de negocio en el que el componente inorgánico adquiere una alta relevancia. De este modo, la compañía ha ido implementando medidas de eficiencia enfocadas, principalmente, en un aligeramiento de la estructura de personal y que han desembocado en una mejora del margen EBITDA ajustado, que ascendió a 43,1% en 2025NA, valores que consideramos adecuados dentro del sector. Por otra parte y pese a la vuelta a valores positivos del EBIT, el resultado antes de impuestos permaneció en valores negativos, penalizado por la carga financiera asociada a la deuda del grupo.

Desde la compañía se espera que la continuidad de la estrategia de reducción de la estructura de costes, junto con los efectos positivos de los nuevos acuerdos alcanzados (MásOrange) y la revisión de las tarifas, permitan una nueva mejora en los márgenes, así como un crecimiento de la cifra de negocio en el corto plazo.

### Endeudamiento y Cobertura

- **Reducción del apalancamiento, situándose en umbrales controlados.**

En su trayectoria reciente, Avatel ha mostrado unos niveles de apalancamiento relativamente elevados y que se explican por las numerosas adquisiciones de operadores locales realizadas. No obstante, destaca positivamente la reducción del ratio DFN ajustada/EBITDA ajustado en 2025NA (3,3x vs 4,5x en 2024), alcanzando niveles manejables. En este aspecto, se espera los fondos obtenidos (en torno a €82m), a raíz de la venta de activos no estratégicos, junto con el avance en la política de mejora de las rentabilidades operativas vigente, contribuyan positivamente a la evolución de este indicador en el corto plazo.

Desglose ratio DFN/EBITDA. Millones de €			
	2023	2024	2025HA
Deudas con EECC	157	137	141
Arrendamientos	38	39	33
Deuda Elanta	440	432	391
Otros pasivos financieros	32	15	13
<b>Deuda Financiera Total reportada</b>	<b>666</b>	<b>623</b>	<b>579</b>
Put Option pasivo Elanta (-)	164	168	179
Retenciones compra operadores y capex TV (-)	22	15	13
<b>Deuda Financiera Total ajustada</b>	<b>481</b>	<b>441</b>	<b>386</b>
Efectivo y equivalentes	69	4	11
<b>Deuda Financiera Neta reportada</b>	<b>597</b>	<b>619</b>	<b>567</b>
<b>Deuda Financiera Neta ajustada</b>	<b>411</b>	<b>436</b>	<b>375</b>
<b>EBITDA recurrente reportado</b>	<b>130</b>	<b>150</b>	<b>121</b>
<b>EBITDA ajustado</b>	<b>94</b>	<b>97</b>	<b>115</b>
<b>DFN reportada/EBITDA recurrente reportado</b>	<b>4,6x</b>	<b>4,1x</b>	<b>4,7x</b>
<b>DFN ajustada/EBITDA ajustado</b>	<b>4,4x</b>	<b>4,5x</b>	<b>3,3x</b>

Dentro de la composición de la deuda financiera de la compañía, cabe mencionar la existencia de un préstamo sindicado, recientemente novado (marzo 2025) por un importe de €144m (disponible: €107m, aproximadamente, a cierre de 2025), cuyo vencimiento ha sido extendido hasta 2028, dotando de mayor estabilidad en el corto plazo al calendario de vencimientos de deuda. En cualquier caso, desde Avatel se espera una refinanciación de dicho préstamo, llegado el vencimiento.

## Análisis de Flujo de Caja

- Generación de flujo de caja libre penalizada por los elevados requerimientos de inversión anuales.

Generación de caja. Principales magnitudes <sup>(1)</sup> . Miles de €			
	2023	2024	2025HA
<b>Funds from Operations (FFO)</b>	<b>46.258</b>	<b>32.699</b>	<b>62.772</b>
Variaciones working capital (+/-)	35.027	-6.999	-11.432
<b>Cash flow operativo</b>	<b>81.285</b>	<b>25.700</b>	<b>51.340</b>
Pagos por inversiones (-)	-221.515	-77.118	-73.072
Cobros por desinversiones (+)	77.176	8.226	0
<b>Flujo de caja libre</b>	<b>-63.054</b>	<b>-43.192</b>	<b>-21.733</b>
Cobros/Pagos instrumentos de patrimonio	205.126	61.839	99.200
Dividendos y remuneraciones de otros instrumentos de patrimonio	0	0	0
<b>Cash flow generado internamente</b>	<b>142.072</b>	<b>18.647</b>	<b>77.467</b>
Amortización de deuda	-222.763	-202.379	-185.394
Emisión nueva deuda	127.927	118.709	114.950
Efecto variaciones tipo de cambio	4	4	0
<b>Variación del saldo de caja</b>	<b>47.240</b>	<b>-65.019</b>	<b>7.023</b>

<sup>(1)</sup> Magnitudes en base a EEFF bajo IFRS.

Si bien la compañía ha generado flujos de caja procedentes de sus operaciones positivos en los últimos ejercicios, los altos niveles de inversión relativos a la compra de sociedades y el despliegue de redes de fibra, principalmente, han condicionado la generación de flujo de caja libre, que continúa registrando valores negativos, a cierre de 2025NA (-€21,7m vs -€43,2m en 2024).

Pese a los fondos obtenidos con la operación de cambio de control efectuada (€99,2m), los elevados compromisos financieros anuales exigen el acceso a fuentes de financiación ajena para mantener los niveles de caja del grupo, que, a diciembre de 2025, se situó en €11,3m.

Teniendo en cuenta las elevadas inversiones previstas, asociadas al despliegue de redes (Plan ÚNICO), que estaban inicialmente previstas para 2025, los fondos esperados procedentes de la venta de activos, entre otros, se espera que permitan un sustancial fortalecimiento de la posición de caja del grupo en el corto plazo.

## Capitalización

- **Limitado nivel de capitalización, aun viéndose reforzado en 2025, que, por otra parte, se ve favorecido por la obtención de subvenciones públicas no reintegrables.**

### Activo y estructura de financiación. Principales magnitudes <sup>(1)</sup>. Miles de €

	2023	2024	2025IIA	25vs24
Activo total	1.264.192	1.168.622	1.221.106	4,5%
Activo no corriente	1.000.429	1.087.467	1.139.166	4,8%
Activo corriente	263.763	81.155	81.940	1,0%
NOF	-15.171	-25.852	-64.507	149,5%
Patrimonio neto contable	-3.430	-54.258	28.496	-152,5%
Patrimonio neto ajustado <sup>(2)</sup>	288.081	238.604	321.114	34,6%
Deuda Financiera Total ajustada <sup>(3)</sup>	480.505	440.522	386.281	-12,3%
Deuda Financiera Neta ajustada <sup>(3)</sup>	411.284	436.249	374.981	-14,0%
DFN reportada <sup>(3)</sup>	596.824	618.857	567.481	-8,3%
PN ajustado/DFT ajustada	60,0%	54,2%	83,1%	29,0pp
DFN ajustada/EBITDA ajustado <sup>(4)</sup>	4,4x	4,5x	3,3x	-1,2x
DFN reportada/EBITDA recurrente reportado	4,6x	4,1x	4,7x	0,6x
EBITDA ajustado/Intereses	2,0x	1,9x	2,3x	0,4x

<sup>(1)</sup> Magnitudes basadas en los EEEF auditados bajo normativa IFRS. <sup>(2)</sup> Incluye subvenciones de capital no reintegrables. <sup>(3)</sup> No incluye el valor de la PUT relativo al contrato con Elanta, ni otros pasivos financieros (retenciones compra de operadores y proveedores capex tv, principalmente). <sup>(4)</sup> No incluye indemnizaciones por despido y otras provisiones, de acuerdo con nuestra metodología.

La estructura de fondos propios del grupo ha estado penalizada desde que en 2019 salió el accionista de Andorra Telecom y se distribuyeron dividendos por €63m. Adicionalmente, las pérdidas registradas en ejercicios recientes (-€22,1m en 2023 y -€42,9m en 2024) derivaron en un patrimonio neto contable en valores negativos. Si bien las pérdidas continuaron en 2025NA (-€16,6m), la inyección de capital llevada a cabo por el nuevo accionariado permitió situar el patrimonio neto contable en valores positivos (€28,5m).

Dado el carácter no reintegrable de las subvenciones de capital recibidas, a raíz de la adjudicación del Plan Único Banda Ancha en 2021, 2022 y 2023 y del Plan Único 5G de 2023 (importes totales en subvenciones: €291,5m en 2023, €292,9m en 2024 y €292,6m, aproximadamente, en 2025), la estructura patrimonial de la compañía se ve notablemente reforzada, con un ratio de capitalización ajustado (PN ajustado/DFT ajustada) de 83,1%, a cierre de 2025NA, cuyos valores consideramos adecuados. Cabe señalar, que en la medida en que existan desviaciones a la baja respecto al grado de cumplimiento de los hitos asociados a los planes adjudicados, una vez se den las condiciones para ello (concesión de licencias, etc.), el saldo relativos a las correspondientes subvenciones se podría ver afectado y, consecuentemente, el ratio de capitalización ajustado.

Respecto al ratio de cobertura de intereses (EBITDA ajustado/Intereses), este registró valores reducidos (2,3x en 2025NA vs 1,9x en 2024), a pesar de la ligera mejora mostrada en el último ejercicio.

## Liquidez

- **Buena liquidez.**

Avatel reporta unos orígenes de fondos (caja, activos líquidos, líneas de crédito por disponer y FCF esperado a corto-medio plazo), que le permite hacer frente a sus compromisos de pago (principalmente, deuda) durante los próximos dos años, derivando en una calificación de la liquidez del grupo, como elevada. Este aspecto, a pesar de contar con un perfil de refinanciación que se entiende como débil, deriva en una calificación de la liquidez como Buena.

## Modificadores

### Controversias

- No se han detectado riesgos relevantes respecto a controversias ESG.

### Riesgo País

- No se ha determinado que exista un riesgo país condicionante al concentrar su operativa en España.

## Principales Magnitudes Financieras

### Principales magnitudes financieras <sup>(1)</sup>. Miles de €.

	2023	2024	2025IIA	25vs24
Facturación	259.688	280.287	267.011	-4,7%
EBITDA ajustado <sup>(2)</sup>	94.212	97.139	114.950	18,3%
Margen EBITDA ajustado	36,3%	34,7%	43,1%	8,4pp
EBITDA recurrente reportado	129.695	150.460	121.180	-19,5%
Margen EBITDA recurrente reportado	49,9%	53,7%	45,4%	-8,3pp
EBIT	20.340	-2.630	24.498	1031,5%
Margen EBIT	7,8%	-0,9%	9,2%	10,1pp
EBT	-26.902	-61.929	-24.142	61,0%
Total Activo	1.264.192	1.168.262	1.221.106	4,5%
Patrimonio neto contable	-3.430	-54.258	28.496	152,5%
Patrimonio Neto ajustado <sup>(3)</sup>	288.081	238.604	321.114	34,6%
Deuda Financiera Total reportada	666.045	623.130	578.781	-7,1%
Deuda Financiera Neta reportada	596.824	618.857	567.481	-8,3%
Deuda Financiera Total ajustada <sup>(4)</sup>	480.505	440.522	386.281	-12,3%
Deuda Financiera Neta ajustada <sup>(4)</sup>	411.284	436.249	374.981	-14,0%
Patrimonio neto ajustado <sup>(3)</sup> /DFT reportada	43,3%	38,3%	55,5%	17,2pp
Patrimonio neto ajustado <sup>(3)</sup> /DFT ajustada <sup>(4)</sup>	60,0%	54,2%	83,1%	29,0pp
DFN ajustada <sup>(4)</sup> /EBITDA ajustado <sup>(2)</sup>	4,4x	4,5x	3,3x	-1,2x
DFN reportada/EBITDA recurrente reportado	4,6x	4,1x	4,7x	0,6x
FFO/DFN ajustada <sup>(4)</sup>	11,2%	7,5%	16,7%	9,2pp
EBITDA ajustado <sup>(2)</sup> /Intereses	2,0x	1,9x	2,3x	0,4x

<sup>(1)</sup> Magnitudes basadas en los EEFf auditados bajo normativa IFRS. <sup>(2)</sup> No incluye indemnizaciones por despido y otras provisiones, de acuerdo con nuestra metodología. <sup>(3)</sup> Incluye subvenciones de capital no reintegrables. <sup>(4)</sup> No incluye el valor de la PUT relativo al contrato con Elanta, ni otros pasivos financieros (retenciones compra de operadores y proveedores capex tv, principalmente).

## Credit Rating

Credit Rating	
<b>Perfil Negocio</b>	<b>BBB-</b>
<i>Análisis Sectorial</i>	<i>A</i>
<i>Ajuste ESG</i>	<i>Neutral</i>
<i>Posicionamiento Competitivo</i>	<i>B+</i>
<i>Gobernanza</i>	<i>BB-</i>
<b>Perfil Financiero</b>	<b>B+</b>
<i>Cash flow y endeudamiento</i>	<i>B+</i>
<i>Capitalización</i>	<i>BB</i>
<i>ESG Compañía</i>	<i>Neutro</i>
<b>Anchor Rating</b>	<b>BB-</b>
<i>Modificadores</i>	<i>No</i>
<b>Rating</b>	<b>BB-</b>

## Análisis Sensibilidad

Factores que pueden (individual o colectivamente) impactar en el rating:

- **Factores positivos (↑)**

Continuidad en la mejora de los márgenes, en línea con el sector (margen EBIT medio del sector: en torno al 17%) y en la reducción del apalancamiento (DFN ajustada/EBITDA ajustado promedio de referencia: < 2,5x). Adicionalmente, mejora de ratios financieros, como el FFO/DFN ajustada (valor de referencia promedio aproximado: > 20%) y el EBITDA ajustado/Intereses (valor de referencia promedio aproximado: > 4,0x). Retorno sostenido a resultados finales positivos. Asimismo, otros de los principales drivers sería una mejora de aspectos cualitativos, como una ganancia en tamaño respecto a los principales players del sector.

- **Factores negativos (↓)**

Deterioro de ratios principales ratios financieros, como el DFN ajustada/EBITDA ajustado (valor promedio de referencia del ratio: > 5,5x) y el ratio de capitalización ajustado (valor promedio de referencia: < 40%).

## 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](http://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](mailto: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