



ISSUER RATING
LongTerm

OUTLOOK
Stable

Initiation date 22/09/2022
Rating Date 08/08/2025

Contacts

Lead analyst

Miguel Castillo Clavarana
miguel.castillo@ethifinance.com

Committee chair

Antonio Madera Del Pozo
antonio.madera@ethifinance.com

Rating Action y Rationale

- EthiFinance Ratings sube la calificación de Feníe Energía, S.A., pasando de 'BB+' a 'BBB-', manteniendo la tendencia Estable.
- Feníe Energía, S.A y sus sociedades dependientes (en adelante Feníe) conforman un grupo energético que opera principalmente como comercializadora de energía, aunque también mantiene las actividades de producción de energía y servicios relacionados.
- La mejora de rating se fundamenta principalmente en la mejora del perfil financiero tras el avance del último ejercicio de 2024 en términos de generación de caja y evolución de la deuda, quedando atrás los niveles de 2022. Esto ha permitido compensar una menor valoración en la calificación del sector como consecuencia de la visibilidad de un menor peso de la actividad de generación de energía renovable en la actividad de la compañía.
- De esta forma, el rating de la sociedad se ve favorecido principalmente por un bajo nivel de endeudamiento que permite bajo ratios promedio una situación excelente respecto de la capitalización (PN/DFT > 100%) y el apalancamiento (DFN/EBITDA ~ 1x; FFO/DFN > 100%). De forma consecuente, y teniendo en cuenta igualmente el grado de cumplimiento de los objetivos estratégicos, destacamos en esta revisión una mejora en la valoración de la política financiera y la gestión como aspectos que contribuyen a la calificación.
- Como factores que limitan la calificación se destacan la escala o tamaño del grupo, tras verse reducida con la evolución del último ejercicio, así como la moderada diversificación (la generación de negocio se concentra en el mercado nacional y mayoritariamente en la actividad de comercialización) y unas ventajas competitivas modestas, siendo elementos que condicionan el posicionamiento competitivo de la compañía.
- En línea con nuestra metodología, el sector 'utilities' ajustado a la comercialización de energía presenta un impacto neutro respecto a los factores ESG ('sector heatmap' entre 2 y 2,9). Por su parte, la política de ESG de la compañía se mantiene favorable ('ESG score' entre 1 y 1,5), lo cual aporta un impacto positivo de medio escalón en la calificación del perfil financiero.

Descripción de la Compañía

Constituida en el año 2010 y con domicilio en Madrid, Feníe se posiciona como una comercializadora de electricidad y gas natural, así como de servicios energéticos como son: la representación de los productores renovables, la eficiencia energética, la movilidad, o el autoconsumo. Adicionalmente, la compañía cuenta con actividad de generación de energía renovable a través de la progresiva adquisición de proyectos de tecnología eólica y solar (18,9MW en operación durante 2024).

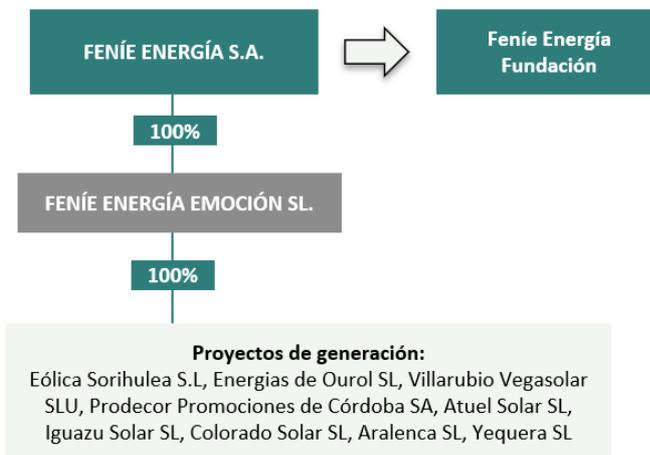
Feníe se define asimismo como la "comercializadora de los instaladores" por cuanto sus orígenes, accionariado, y modelo de negocio está vinculado a la mayor red de empresas instaladoras que contribuyeron a la creación del grupo de la mano de la Federación Nacional de Empresas de Instalaciones Eléctricas, Telecomunicaciones y Climatización de España (FENIE). Estas empresas, que suman en torno a 2.400 'Agentes Energéticos', conforman la red comercial para dar servicio a los clientes bajo un asesoramiento cercano, personalizado y experto.

Sus actividades, exclusivamente desempeñadas a lo largo de la geografía española, se desglosan de forma resumida en:

- **Suministro de electricidad y gas.** La comercialización de electricidad y gas comenzó en 2011 y 2015 respectivamente. Es la actividad estratégica del grupo y se dirige a todo tipo de clientes (residencial, pymes y grandes consumidores) tanto a precio fijo como indexado. Con los últimos datos de 2024 Feníe suministró un total de 1,99 TWh de energía (+1% YoY), siendo la electricidad la energía que se mantienen como ampliamente mayoritaria con un promedio 2022-24 del 89,7% (90,1% en 2024).
- **Representación de Renovables.** Servicio de representación de productores de energía renovable (fotovoltaico y eólico principalmente) frente a los distintos organismos regulatorios (REE, OMIE, CNMC). La representación comenzó en 2012 y mantuvo en 2024 una cartera de más de 3.000 productores con una capacidad de 339 MW (220 MW en 2023). La energía gestionada, principalmente de solar fotovoltaica, alcanzó los 359 GWh (356 GWh en 2023), siendo por tanto un segmento con menor posicionamiento.
- **Servicios energéticos.** Incluye desde 2023 los servicios de apoyo al instalador (SAI) destinados a reforzar el negocio de las empresas delegadas asumiendo las tareas administrativas y el riesgo de crédito.
- **Generación de energía.** La actividad de producción de energía (IPP) comenzó con la adquisición de dos proyectos eólicos en 2016 y 2017 con una capacidad conjunta de 18,9 MW. En este momento la capacidad instalada alcanza 31,7 MW tras la suma en 2025 de nueva potencia a través de la adquisición de varios proyectos de solar fotovoltaica en operación, contando adicionalmente con un 'pipeline' de 12,7 MW que incluye tanto activos en construcción fotovoltaicos (6,2 MW) como un proyecto recientemente adquirido de eólica (6,4 MW) en situación de 'ready to build'.

Con relación a la estructura del grupo señalamos que bajo la sociedad matriz las principales filiales son las relacionadas con los proyectos de generación y cuya cabecera es Feníe Energía Emoción. La Fundación Feníe Energía

se constituyó en 2017 y surgió como el 'brazo' social de la compañía para articular todas las acciones que definen lo que el grupo quiere aportar a la sociedad en materia de sostenibilidad y transición energética.



Fundamentos

Perfil de Negocio

Análisis del Sector

- **Sector con limitada rentabilidad favorecido por una situación media en la estabilidad de los resultados, las barreras de entrada y la perspectiva de la demanda.**

Fenie enmarca su actividad dentro del sector 'utility', el cual se ajusta en base a una dedicación estratégica especialmente dirigida al segmento de comercialización de energía, y donde recibe de forma conjunta una valoración media.

El subsector de comercialización presenta unos limitados niveles de rentabilidad (margen EBIT entre 1% - 4%), aspecto que aún es menor en la actividad de representación (EBIT < 1%). Esto es consecuente con la operativa en 'commodities' como es la energía, y que a cambio ofrece una amplia base de demanda que permite bajo una adecuada operatividad y situación competitiva mantener una superior situación en la estabilidad en los márgenes de rentabilidad.

La estabilidad en los resultados y rentabilidad es consecuencia principal tanto del uso de mecanismos de cobertura financiera (derivados) como de las herramientas naturales de la actividad como son por ejemplo; el uso de acuerdos de compraventa de energía, la operativa con producto indexado, o la integración en los segmentos de representación o generación de energía. Bajo esta dinámica las compañías han podido en general afrontar periodos de mayor volatilidad en los precios del mercado eléctrico (pool).

La volatilidad en los precios ha sido extraordinariamente alta en los últimos años como consecuencia de diferentes situaciones derivadas de un contexto general marcado por la pandemia y la posterior situación de inicio del conflicto en Ucrania, así como, de forma más reciente el incremento de las energías renovables en el 'mix' energético nacional. Sirva como dato que el precio medio de la electricidad en España (fuente OMIE) pasó de los 34 €/MWh en 2020 a 167,7 €/MWh en 2022. Posteriormente continuó con un precio de 87,7 €/MWh en 2023, para finalmente alcanzar 63,04 €/MWh en 2024. Durante 2025, la media anual se sitúa en torno a los 62,4 €/MWh con los últimos datos de junio (39 €/MWh en junio-23), siendo esperado que en todo caso la volatilidad retome unas oscilaciones más normalizadas en adelante.

La valoración de las barreras de entrada se ve mejorada en este momento de avance en la consolidación del sector tras este periodo de volatilidad que aún persiste, y que ha puesto a prueba al conjunto de las compañías. Así, se considera que el entorno sectorial tras estos años favorece las barreras de las empresas que ya se han posicionado en la parte alta del sector y cuentan con capacidad financiera y la experiencia para asegurar sus operaciones. Dentro de las barreras de entrada destacamos i) las elevadas necesidades operativas de financiación circulante (se paga a ~7 días y se cobra a >30 días), ii) el requerimiento de garantías/avales ante el regulador para operar; iii) el necesario know-how (gestión de coberturas, estimación de demanda/oferta, etc.) y iv) la alta regulación.

Respecto a la evolución de la demanda señalamos que con los últimos datos de junio de 2024 (fuente CNMC) el 71,8% de los puntos de suministro eléctricos (30,4 millones) se suministraron desde un comercializador libre, siendo para el mercado gasista el 61,1%. Por su parte, en términos interanuales la tasa de cambio o 'switching' siguió aumentando con un 23,2% para el sector eléctrico y un 19,9% en el mercado del gas.

Dadas las características de ser un bien de primera necesidad, la demanda de energía se considera estabilizada y cuya evolución queda ligada estrechamente a la situación macroeconómica. Otros factores que influirán en la demanda incluyen el crecimiento demográfico, las políticas energéticas implementadas por los gobiernos, el aumento de la eficiencia energética y el cambio en los hábitos de consumo, factores que junto a la cada vez mayor electrificación de la economía contribuirán al crecimiento futuro. En este sentido, desde EthiFinance Ratings se proyectan unas perspectivas de crecimiento adecuadas en el futuro en base a los factores destacado y al incremento del PIB en los próximos años (+2,5% en 2025 y 2% en 2026).

- **Industria neutra a nivel ESG.**

En línea con nuestra metodología, el sector presenta un riesgo medio-bajo en términos de ESG ('sector heatmap' entre 2 y 2,9) dado su impacto en el medio ambiente. Las tendencias ESG son estructurales y existen oportunidades comerciales asociadas que, sin embargo, aún requieren de una mayor adaptación para lograr beneficios financieros o sociales al respecto. Por el contrario, se esperan bajas dependencias o impactos negativos de los factores ESG en 'stakeholders'. Esta valoración tiene como resultado un análisis sectorial que no se ve afectado por este factor.

Posicionamiento Competitivo

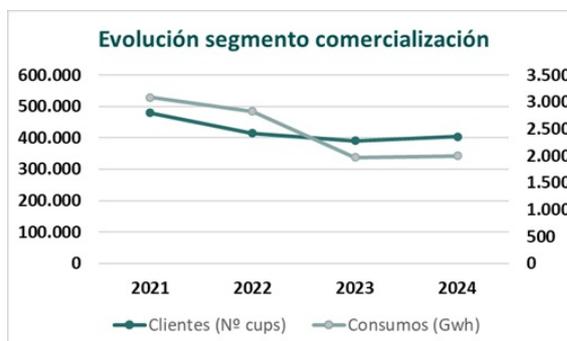
- **Situación modesta respecto a la escala y las ventajas competitivas.**

Fenie opera en un ámbito de negocio que se considera 'local' en base a la alta regulación y su ámbito de alcance y donde, bajo las previsiones para el medio plazo, se espera que se mantenga en un rango de facturación de entre €400 y 600m. En 2024 las ventas se redujeron hasta los €470,7m (544,6m en 2023).

En su desempeño se identifican unas modestas ventajas competitivas, aspecto consecuente con un sector con alto componente de 'commodity' y la necesidad de mayor avance por parte de la compañía hacia una mayor integración (generación propia) o acuerdos estratégicos (market access) que pudiera limitar la volatilidad y dependencia sobre unos precios cambiantes que afectan de forma relevante. A su favor, la compañía cuenta con una amplia experiencia, así como un modelo de negocio diferencial que nace desde sus orígenes ligados a la Federación Nacional de Empresarios de Instalaciones de España (FENIE), entidad conformada por más de 70 asociaciones provinciales que representan a más de 15.000 empresas instaladoras de electricidad. A través de estas compañías, que se capacitan para actuar como agentes energéticos, Fenie suma la mayor red comercial especializada del sector con alrededor de 2.400 agentes que son a su vez accionistas.

Con esta base competitiva Fenie se mantiene entre las comercializadoras de referencia en España, situándose por puntos de suministro o clientes de electricidad y gas la sexta y la décima compañía respectivamente (fuente CNMC: cambio comercializador 2T-2024). Así, dentro de un mercado altamente concentrado en torno a un pequeño grupo de compañías que dominan ampliamente tanto el mercado regulado como el libre, Fenie cuenta con una cuota en términos de número de clientes del 1,7% y 0,6% en electricidad y gas respectivamente. No obstante, en términos de suministro de energía se estima que estas cuotas son sensiblemente inferiores, aspecto consecuente con la mayor concentración del negocio de comercialización en cliente doméstico.

Al cierre de 2024 la compañía declaró un total de 403.637 clientes (+3,5% YoY), cifra que permite retomar una tendencia creciente frente a la caída de los años anteriores.



- **Limitada diversificación por segmentos y geografía aunque mitigada por una cartera de productos y clientes adecuada.**

La diversificación por segmentos de negocio define igualmente el posicionamiento del grupo. En este ámbito señalamos como la comercialización de electricidad destaca en los resultados con un 81,7% del EBITDA de gestión en 2024. Esto es consecuencia tanto de la mejora de su margen comercial como de la normalización de los resultados en la actividad de generación de energía, y que en años anteriores incluía el efecto positivo de los derivados que cubren la

bajada del 'pool' y los incentivos del mercado regulado.

Diversificación por segmentos de negocio. Miles de €.						
EBITDA de gestión	2021	2022	2023	2024	2024-23	2024%
Electricidad	3.100	4.000	3.150	9.748	209,5%	81,7%
Gas	1.100	1.100	1.400	425	-69,6%	3,6%
Representación	-200	200	229	286	24,8%	2,4%
Servicios	-100	300	300	-96	-132,1%	-0,8%
Generación	2.900	6.200	8.000	1.566	-80,4%	13,1%
Total	6.800	11.800	13.079	11.929	-8,8%	

La actividad continúa concentrada exclusivamente en España, donde opera a escala nacional con una adecuada distribución por regiones tanto en la venta de electricidad como en gas. De igual forma, la concentración del negocio de generación de energía en un número limitado de proyectos condiciona en este momento el ámbito de la diversificación.

A favor de la diversificación de la actividad señalamos una estrategia integral por productos (gas/electricidad: renovable o convencional), tarifas (fijo/indexado) y segmentos de clientes (doméstico/pyme/grandes consumidores). En este sentido, señalamos como el segmento de cliente doméstico o residencial sigue siendo destacado con un 92,8% de los contratos y un 59% de las ventas de energía respectivamente en 2024.

Estructura Accionarial y Gobernanza

- **Accionariado ampliamente diversificado y una política financiera prudente.**

Fenie es una sociedad de capital privado y, de acuerdo con lo comentado, participada en su mayor parte por los propios 'agentes energéticos' que constituyen su red comercial. En su constitución contaba con 1.347 accionistas, número que ha ido creciendo hasta los 3.183 al cierre de 2024 (3.172 en 2023). La compañía cuenta con dos clases de acciones (A y B) con el mismo valor nominal y mismos derechos de Gobierno, siendo las de 'categoría A' las correspondientes de forma exclusiva a miembros de la Federación Nacional de Empresarios de Instalaciones Eléctricas y Telecomunicaciones (FENIE), asociaciones y empresarios o autónomos asociados a Fenie, trabajadores de Fenie y de estas asociaciones, así como familiares de hasta segundo grado. Los que no cumplan con los estos requerimientos podrán poseer acciones de 'clase B', siendo el límite para este tipo de acciones del 30% del capital social.

Los socios con participación de 'categoría A' a cierre de 2024 sumaron el 84,8% del capital. Además, ha de tenerse en cuenta que con carácter general, ningún accionista puede tener más del 5% del capital social ni controlar a través de personas interpuestas un porcentaje superior al 8%. En este sentido, a la fecha no consta la existencia de accionistas significativos.

De esta forma, la existencia de un accionariado altamente diversificado, y donde la toma de decisiones pudiera tender a ser compleja derivado del gran número de accionistas, y para el que se determina una mayor limitación en la capacidad de apoyo financiero, pero con una alta vocación de permanencia en el proyecto y aportación de sinergias continúa caracterizando la estructura de la gestión. En este sentido, señalamos que la última ampliación de capital se produjo en 2017 por un importe cercano a los €2m. La política de dividendos ha sido activa en los últimos años con un promedio de reparto ('pay-out') en el periodo 2022-24 del 22% sobre el beneficio del año anterior. En 2024 el dividendo fue de €924 miles, en línea con el promedio de €1,1m anuales previstos en el Plan 2024-26.

Con respecto a la gestión, señalamos que Fenie cuenta con un Consejo de Administración, que en febrero de 2024 se redujo a 7 miembros tras la dimisión de un consejero, y donde se encuentran representados diferentes asociaciones provinciales. La presidencia se mantiene a cargo de D. Jaume Fornés (Presidente de la Asociación de Instaladores de Mallorca) desde 2020, año en que se nombró igualmente a la actual CEO.

El desempeño de la gestión y la política financiera cuentan con una valoración satisfactoria donde se toma en consideración la capacidad para obtener los recursos requeridos para atender las necesidades financieras, así como el mantenimiento de un nivel de apalancamiento prudente. En este período reciente de alta volatilidad la compañía ha podido mantener sus márgenes, permitiendo alcanzar su objetivo financiero que gira en torno a la consecución de un resultado neto anual de al menos €5m.

Los objetivos estratégicos para el período 2024-26 han tenido un adecuado avance tras las adquisiciones de proyectos finalmente concentradas en el presente año y la consecución de una mejora del número de clientes, aspectos esperados y que sustentan la esperada contribución al crecimiento de los resultados y la rentabilidad al final del periodo. En este momento la finalización de la construcción de los proyectos de generación en curso y recientemente adquiridos, y que permitirán mejorar el 'know-how' de la compañía en este ámbito, es un aspecto de especial seguimiento.

Perfil Financiero

Ventas y Rentabilidad

- Generación de beneficio bajo una rentabilidad ajustada.

Resultados y Rentabilidad. Miles de €.				
	FY22	FY23	FY24	24vs23
Facturación	820.046	544.595	470.751	-13,6%
Mg Bruto	5,1%	9,7%	8,2%	-1,5pp
EBITDA Aj. (1)	12.493	13.363	12.273	-8,2%
Mg EBITDA Aj.	1,5%	2,5%	2,6%	0,2pp
EBIT	7.960	8.026	7.095	-11,6%
Mg EBIT	1,0%	1,5%	1,5%	0,0pp
Gastos Financieros	-1.266	-2.064	-1.975	4,4%
EBT	6.728	6.636	6.720	1,3%

(1) Excluye gastos de arrendamientos operativos que se consideran deuda.

La actividad de Fenie se caracteriza por una limitada rentabilidad, aspecto consecuente con un sector de comercialización intensivo en costes operativos (aprovisionamientos y explotación) y una alta dependencia de la financiación comercial.

Durante 2024 las ventas mantuvieron la tendencia negativa de acuerdo a la evolución de los precios del mercado eléctrico y al menor volumen de energía suministrado, alcanzando una cifra de €470,8m (-13,6% YoY). El menor gasto en aprovisionamientos no permitió mejorar el Margen Bruto, situando el margen sobre ventas en el 8,2% (-1,5pp YoY).

Sin embargo, señalamos como los menores gastos operativos relacionados tanto con los tributos (aportaciones al bono social), como los generados por el deterioro en las cuentas a cobrar, favorecieron una menor desviación en los resultados. Así, el EBITDA se redujo hasta la cifra de €12,3m (-8,2% YoY). Con esta evolución el margen sobre la cifra de negocio se situó en línea con el año anterior, alcanzando el 2,6%.

En este contexto, y unos menores gastos financieros que permitieron mejorar el resultado financiero, la compañía mantuvo su capacidad de generar beneficio en su actividad y en línea con los objetivos estratégicos (€5,1m).

La estimación para el medio plazo se basa en una evolución conservadora de los resultados de acuerdo a las hipótesis de generación de ingresos estimada por la compañía y la capacidad para situar el promedio del margen de EBITDA en el 2,9%.

Endeudamiento y Cobertura

- Óptimo endeudamiento bajo un escenario de menores necesidades financieras.

La ajustada rentabilidad del negocio se acompañó nuevamente en el último ejercicio de una situación muy favorable en el apalancamiento financiero. Así, la deuda financiera neta continuó reduciéndose para una cifra total negativa (más caja que deuda) de -€0,9m (€13,9m en 2023), permitiendo una situación óptima tanto del ratio DFN/EBITDA como del FFO/DFN. Bajo las previsiones actuales el promedio del ratio DFN/EBITDA se sitúa en el entorno del 1x.

Por su parte, el menor EBITDA redujo el nivel de la cobertura de intereses hasta un ratio de 5,8x (6,2x en 2023), siendo este un aspecto que se espera se mantenga controlado bajo un promedio en el entorno de 6,5x.

Cálculo DFN/EBITDA. Miles de €.

	FY22	FY23	FY24
Préstamos	25.457	11.163	12.116
Líneas de crédito	18.126	862	3.203
Confirming	9.800	5.600	5.500
Arrendamiento financiero	3.059	2.505	1.939
Derivados	10.288	1.141	158
DFT Reportada	66.730	21.271	22.915
Derivados	-10.288	-1.141	-158
Fianzas comerciales recibidas	3.940	4.002	4.117
Financiación de socios	3.152	4.254	5.011
Arrendamientos operativos	3.591	2.782	2.328
Otros pasivos (Factoring, pagarés, etc.)	18.359	11.197	3.631
DFT	85.484	42.366	37.844
Caja	25.729	28.449	28.281
Activos financieros corrientes (1)	753	52	10.552
DFN	59.002	13.865	-989
EBITDA	12.493	13.363	12.273
DFN/EBITDA	4,7x	1,0x	-0,1x

(1) Incluye depósitos de corto plazo no pignorados y considerados liquidables.

En el último ejercicio destacamos la reducción de la deuda asociada a otros pasivos (factoring, pagarés), como reflejo de la continuidad en un menor precio del 'pool'. De igual forma el aplazamiento de una buena parte del Capex previsto contribuyó a unas menores necesidades financieras. En este contexto, son los préstamos con entidades de crédito los que toman el protagonismo de la financiación, complementándose principalmente con las deudas comerciales (crédito y confirming). Junto a la deuda de entidades de crédito destacamos los fondos que a título particular ha recibido la compañía de los socios como mecanismo implementado para la financiación de los proyectos de generación, donde adicionalmente cuenta con un acuerdo marco con un banco para la captación de deuda corporativa.

Análisis de Flujo de Caja

- Mantenimiento del nivel de caja apoyado en un positivo Cash-flow Operativo y la emisión de nueva financiación.

Flujo de Caja. Miles de €.

	FY22	FY23	FY24	24vs23
Funds From Operations (1)	11.262	14.153	9.548	-32,5%
+/- variación WK	-36.263	15.721	10.384	-33,9%
Cash Flow Operativo	-25.002	29.875	19.932	-33,3%
- Cash Flow Inversión	7.437	-5.597	-23.991	-328,6%
Cash Flow Libre (1)	-17.856	24.014	-4.285	-117,8%
+/- variación patrimonio	0	0	0	-
- dividendos	-1.484	-843	-924	-9,5%
Cash Flow Final Generado	-19.341	23.171	-5.208	-122,5%
+ emisión de deuda	14.847	13.855	22.083	59,4%
- devolución de deuda	0	-34.307	-17.042	50,3%
Cash Flow Financiero	14.847	-20.451	5.041	124,6%
Cash Flow Neto	-4.494	2.720	-167	-106,2%
Caja	25.729	28.449	28.281	-0,6%

(1) Ajustado con arrendamientos operativos.

En 2024 Fenie prácticamente mantuvo la posición de caja, situándose en una cifra de €28,3m. A su favor, la continuidad en una variación positiva del capital circulante permitió compensar el menor resultado operativo reflejado en el FFO, y permitir una generación de caja destacada a nivel del Cash-flow Operativo (CFO).

Con este CFO (€19,9m) la compañía pudo cubrir de forma holgada la inversión neta en inmovilizado (-€2,8m), si bien

fueron los movimientos negativos en los activos financieros (incluyendo el traspaso de fondos a depósitos) los que resultaron en un Flujo de Caja Libre negativo de -€4,3m.

En este contexto, que incluye además el reparto de un dividendo en línea a lo previsto, la captación de deuda permitió compensar parcialmente las salidas de fondos y limitar la minoración de caja en €0,17m.

La liquidez del grupo se complementa con unos activos financieros corrientes no pignorados (€10,5m) y susceptibles de rescatarse si fueran necesarios, así como de las líneas de crédito no dispuestas (€6,9m en 2024).

Capitalización

- Excelente nivel de capitalización bajo el mantenimiento del nivel de deuda.

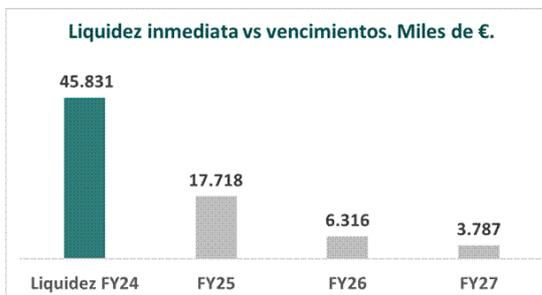
El mantenimiento de la deuda financiera y la mejora del Patrimonio Neto, aspecto este último favorecido por el resultado del ejercicio y la evolución de los instrumentos de cobertura, permitieron alcanzar al cierre de 2024 una situación excelente en la capitalización. Así, la relación del Patrimonio Neto /DFT se situó en un 122,3%, siendo este un nivel que se espera pueda mejorar conforme a la continuidad en la generación de beneficios bajo un nivel estable de la deuda.

En términos de estructura señalamos que el Activo Corriente continuó liderando las inversiones y activos del grupo con un 82% sobre el total (76% en 2023). Dentro de este son los deudores y el efectivo (caja y activos equivalentes) las partidas que concentraron la mayor parte del activo.

Liquidez

- Buena situación de liquidez.

La valoración se basa tanto en un nivel alto de liquidez para atender sus obligaciones financieras, como de una capacidad satisfactoria de acceso al mercado de capitales. Así, se estima que con la caja disponible (efectivo + crédito no dispuesto) y la potencial estimada para el medio plazo, la compañía es de atender sus compromisos financieros, además de su Capex de mantenimiento y los dividendos bajo la política actual. De esta forma, la liquidez no afecta como modificador en el rating.



Modificadores

Controversias

- No aplica

Riesgo País

- No aplica

Proyecciones Financieras

Desde EthiFinance Ratings se han elaborado las proyecciones financieras siguiendo el 'guidance' de la compañía y las propias asunciones de la agencia. En este sentido se destacan las siguientes hipótesis para el periodo 2025-27:

- Se estima un crecimiento conservador de las ventas con un promedio del 2,5%.
- El margen de EBITDA se espera que mejore de forma muy limitada, siendo el promedio de 2,9%.
- Mantenimiento de una positiva situación en el apalancamiento bajo la previsión de un 'pool' más estable y un Capex principalmente concentrado en 2025 (€19m) que se financiará en una parte importante con caja propia.
- El coste financiero se proyecta ligeramente inferior y en torno al 4,7%.
- La política de dividendos se mantiene activa y bajo un estimado del 22% sobre el resultado del año y en línea con el promedio de los últimos años.

Principales Magnitudes Financieras

Principales magnitudes. Miles de €.					
	FY23	FY24	FY25e	FY26e	FY27e
Facturación	544.595	470.751	474.653	492.197	506.963
Adj EBITDA (1)	13.363	12.273	13.765	14.766	14.702
Adj Margen EBITDA	2,5%	2,6%	2,9%	3,0%	2,9%
EBIT	8.026	7.095	7.271	7.880	7.614
Margen EBIT	1,5%	1,5%	1,5%	1,6%	1,5%
EBT	6.636	6.720	5.956	6.442	6.182
Total Activo	139.481	160.219	159.901	170.677	176.030
Patrimonio Neto (PN)	28.960	46.279	49.623	53.472	57.045
Adj Deuda Financiera Total (DFT) (1)	42.366	37.844	41.070	40.728	40.777
Deuda Financiera Neta (DFN)	13.865	-989	21.302	11.597	7.261
PN/DFT	68,4%	122,3%	120,8%	131,3%	139,9%
Adj DFN/Adj EBITDA	1,0x	-0,1x	1,5x	0,8x	0,5x
Adj Funds From Operations (1)	14.153	9.548	10.321	11.074	11.079
Adj FFO/DFN	102,1%	-965,0%	48,5%	95,5%	152,6%
Adj EBITDA/Adj Intereses (1)	6,2x	5,8x	7,0x	7,1x	7,1x

(1) Ajustado por gastos de arrendamientos operativos que se consideran deuda.

Credit Rating

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

Análisis Sensibilidad

- Factores positivos en el largo plazo (↑)

Una mejora conjunta o individual de los ratios del endeudamiento promedio (DFN/EBITDA < 0,5x; EBITDA/Intereses > 7,7x) se señala como un escenario que potencialmente podría incidir en una mejora de la calificación bajo continuidad en el resto de las situaciones.

- Factores negativos en el largo plazo (↓)

Se considera que la compañía se encuentra en este momento adecuadamente protegida contra una bajada en el rating. Así, un empeoramiento en los ratios del endeudamiento promedio (DFN/EBITDA > 2,6x; EBITDA/intereses < 3,9x) podría ser un escenario de endeudamiento con potencial para una rebaja de 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