

ISSUER RATING
LongTermOUTLOOK
StableInitiation date 21/10/2021
Rating Date 24/09/2025

Contacts

Lead analyst

Mario Toro Gago
mario.toro@ethifinance.com

Committee chair

Marc Pierron
marc.pierron@ethifinance.com

Rating Action y Rationale

- EthiFinance Ratings afirma la calificación de Corporación Cunext Industries en “BB+”, manteniendo la tendencia Estable.
- Cunext Group es un grupo empresarial especializado en la transformación de cobre y de aluminio, para diferentes industrias.
- El rating se ve apoyado en un sector caracterizado por elevadas barreras de entrada y altas perspectivas de crecimiento, considerando el amplio abanico de mercados y la demanda al alza esperada en próximos ejercicios. Asimismo, aunque la valoración del sector queda penalizada por criterios ESG, está matizada por la importancia del cobre como material estratégico en la transición hacia el desarrollo sostenible.
- El rating se sustenta también en un sólido perfil financiero. En 2024, se registró un incremento notable del apalancamiento (3,0x vs 1,3x en 2023), aunque permaneciendo en valores controlados, junto con un deterioro de los ratios de cobertura de intereses y capitalización, situándose en valores reducidos (4,2x, -1,6x YoY; 45,2%, -26,5pp YoY, respectivamente). No obstante, estos niveles se consideran coyunturales. El empeoramiento obedeció principalmente a un menor EBITDA, consecuencia de la corrección anual en la prima de transformación, y a la elevada inversión realizada bajo el plan estratégico.

Por otro lado, se espera que durante el periodo 2025-2027, el ratio de apalancamiento se reduzca (2-3x), y que los de cobertura y capitalización retornen a valores satisfactorios (> 5,0x y > 60,0%, respectivamente), sobre todo a partir de 2026, cuando el EBITDA se verá favorecido por la mayor eficiencia operativa generada por el avance del proceso de integración “aguas arriba”.

- En este sentido, la mejora gradual proyectada compensa los niveles actuales y permite situar los ratios en valores promedios que apoyan la tendencia Estable del rating.
- Por otra parte, el rating queda constreñido por un tamaño alejado de los principales *players*, como Aurubis, y por su concentración tanto a nivel operativo: 69% del VA se concentra en el proceso productivo del cobre y el 67% en los productos destinados al sector energético; como por clientes, representando el top-5 un 44% de la facturación.
- Igualmente, aunque se observa una mejora en los márgenes operativos del grupo, siendo el margen EBITDA promedio 2022-2024 de un 2,5% frente al 1,7% del periodo 2019-2024, continúa en valores inferiores a los identificados de sus principales pares (3,3% en promedio). La mejora del margen EBITDA se debe al cambio en el *mix* de negocio, enfocándose así Cunext hacia sectores de destino con mayor margen asociado. Este incremento en la rentabilidad se prevé que se consolide una vez el plan estratégico actual esté en su fase final.
- En línea con nuestra metodología, el sector de materiales presenta un riesgo alto en términos de ESG (sector *heatmap* entre 4 y 5), dado su impacto en el medio ambiente. Esta valoración tiene como resultado un análisis sectorial que se ve rebajado en una categoría. No obstante, siguiendo con lo apuntado anteriormente, el impacto en términos ESG sobre el análisis sectorial ha sido limitado, materializándose solo en una rebaja de un *notch*.
- A nivel de compañía, la calificación ESG de Corporación Cunext, según metodología EthiFinance, se sitúa entre los valores 1,0-1,5, favoreciendo la valoración de su perfil financiero.

Descripción de la Compañía

Corporación Cunext Industries, S.L., fundada en 1917, y sus sociedades dependientes, conforman un grupo internacional que enmarca su negocio en el sector metalúrgico. Sus principales centros productivos se sitúan en Córdoba, Vitoria, y Zaragoza en España, y Brescia en Italia. El grupo dispone de una capacidad productiva instalada de fundición anual de 200.000 tn de cobre y 60.000 tn de aluminio.

Adicionalmente, desde 2020 está desarrollando un acuerdo de *joint-venture* con Prime Materials Recovery, uno de los mayores *traders* mundiales de reciclados no férreos de Estados Unidos, creándose en agosto 2021 la sociedad Ames Copper Group, situada en Shelby (Carolina del Norte), con una capacidad productiva de 45.000 tn/año de fundición, enfocada principalmente al reciclado de cobre.

Dentro de la actividad principal de Cunext, se destaca:

- Transformación de cobre.** Tras la recepción de chatarra y cátodos de cobre, y mediante los procesos de fundición, colada y trefilería, se elaboran productos como alambrones, alambre, cobre estañado, cable encintado, conexiones flexibles, hilos, multihilos, cables, y pletinas encintadas y desnudas. Adicionalmente a productos estandarizados, fabrica productos a medida para el sector de energía, del automóvil, y esmaltador.
- Transformación de aluminio.** Fabricación de productos como alambrones (amplio portfolio según aleaciones, diámetros, peso, etc.), y productos semielaborados como conductores sólidos, desnudos y encintados, productos semielaborados para aplicaciones eléctricas y mecánicas.

- **Piezas y subconjuntos.** Segmento enfocado a la producción de una amplia variedad de productos desde pequeños lotes hasta grandes series de piezas y subconjuntos.

La estrategia actual del grupo se enmarca en el Plan de Inversión 2023-2026, centrado en mejorar la integración 'aguas arriba'. El objetivo es la obtención de cátodos de cobre a través de chatarra, lo que mejorará la eficiencia operativa mediante el autoconsumo.

El plan de inversión se divide en dos fases: Afino centrado en obtener el ánodo de cobre mediante el procesamiento de chatarra, realizándose en su planta actual de Córdoba, y, la fase de Electrolisis, necesaria para conseguir el cátodo de cobre, la cual se realizará en una planta nueva en Córdoba. Estas inversiones no irán destinadas a ampliar la capacidad productiva del grupo. Será a partir de 2026 cuando sus resultados operativos recogerán el impacto positivo de lo acometido. Adicionalmente, supondrá una inferior dependencia de sus proveedores.

Asimismo, dicho plan va alineado con las prioridades estratégicas europeas de sostenibilidad, reflejadas en la transición hacia la economía circular y la generación de energía verde a través de fuentes renovables. Se daría lugar a una inferior huella de carbono, en torno a 5,5 veces.

Cadena de valor del cobre. Posicionamiento Grupo Cunext.



A cierre del ejercicio 2024, el grupo reportó una facturación de €1.880,1m (+7% YoY), un EBITDA ajustado de €51,4m (-13% YoY) y un ratio ajustado DFN/EBITDA de 3,0x, siguiendo la metodología de EthiFinance Ratings.

Organigrama societario, simplificado, julio 2025.



Dentro de la estructura organizativa del grupo, Corporación Cunext Industries, se sitúa como *holding* del grupo, sobresaliendo las siguientes compañías subsidiarias:

- **Cunext Copper Industries** se posiciona como la sociedad cabecera de las filiales que integran el negocio del metal, tanto del aluminio como del cobre.
- **Next Logistics** presta servicios de transporte mediante vehículos electrificados.
- **Next Industrial** ostenta la participación adquirida en 2025 en la sociedad mexicana Cuprosa, SAPI (70%), enfocada a la producción de sulfato de cobre para la industria agrícola.
- **Industria Primaria** participa al 100% en la empresa Metales Latorre, S.L. adquirida en 2025. Esta sociedad enfoca su actividad en el reciclaje, nutriendo de chatarra al grupo.
- **ECN Recycling** participa en Ames Copper al 50%.
- **ECN All Wind** y **ECN Equipos Eléctricos** concentran, respectivamente, las inversiones en Haizea (13,38%) y Arteché (20,21%), siendo esta última cotizada en el BME Growth. Haizea centra su actividad en la fabricación y montaje de estructuras metálicas y de componentes fundidos para aerogeneradores, destinados al sector de la energía eólica marina; mientras que Arteché se especializa en la fabricación de equipos y componentes para el sector eléctrico.
- **Cartera Industrial Rack** participa al 50% en Esnova Racks, S.A. y Noega System, S.L., centradas en la fabricación y distribución de estanterías industriales.
- **Amaren Gestión** ostenta el 48,7% de Grupo Gámiz y el 49,4% de Serrería Larrañaga, S.L., centradas en la fabricación de productos de roble laminado; y el 32,3% de Green Crops, S.L. compañía enfocada en la producción de aceites para la industria cosmética.
- **Cox ABG Group** es una empresa cotizada, participando Cunext en un 2,77%, a cierre de 2024, ampliándose a 5,34% durante 2025. Esta sociedad está especializada tanto en el sector de la energía como del agua.

Adicionalmente, el grupo se integra por otras sociedades, con una relevancia menos significativa.

Fundamentos

Perfil de Negocio

Análisis del Sector

- Sector caracterizado por elevadas barreras de entrada, volatilidad de precios y perspectivas de crecimiento.

El sector metalúrgico, concretamente en los segmentos de cobre y aluminio, se caracteriza por ser una industria madura donde el tamaño se constituye como un *driver* fundamental con el fin de obtener economías de escala y mayor capacidad de negociación.

A pesar de contar con significativas barreras de entrada, en términos de inversión, *know-how* y relaciones con clientes, el sector se caracteriza por unas rentabilidades reducidas, consecuencia del carácter *commodity* de ambos metales. En este sentido el margen EBIT de los pares analizados se sitúa en torno al 3%. No obstante, destacamos las propiedades del cobre y del aluminio, que hacen de estos materiales elementos clave para diversos sectores, lo que matiza la dependencia al ciclo económico.

Por otro lado, se destaca la volatilidad asociada a los precios. Respecto al cobre, principal material comercializado por el grupo, tras la reducción del precio en 2023 (~8.500\$/tn vs ~8.800\$/tn en 2022), 2024 se caracterizó por unos precios superiores, alcanzando ~9.100\$/tn. Este auge vino derivado de la mayor demanda global asociada a la transición energética y a la expansión de las redes eléctricas en economías desarrolladas, al igual que por la escasez de oferta primaria, tras retrasos y declives en diferentes yacimientos mineros a nivel internacional.

Las perspectivas sobre el precio continúan siendo alcistas, como se viene reflejando en la evolución durante el presente ejercicio, con un precio promedio de ~9.600\$/tn hasta mediados de septiembre de 2025. No obstante, pudiera darse cierta contención en los últimos meses de 2025 consecuencia de la sobredemanda en la primera mitad del ejercicio generada por el contexto arancelario.

Evolución precio promedio cobre y aluminio. \$/tn. ⁽¹⁾

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Cobre	6.026	6.144	9.404	8.814	8.501	9.147	9.583
Aluminio	1.795	1.703	2.497	2.707	2.277	2.453	2.568

⁽¹⁾ Fuente: London Metal Exchange. Todos los años incluyen ejercicio completo a excepción de 2025, que recoge datos hasta mediados de septiembre.

- Alto riesgo en términos de ESG, dado su impacto en el medio ambiente, no obstante con matices positivos en lo relativo al cobre.

En términos ESG, la industria de materiales presenta altos riesgos, según nuestra metodología (puntuación *sector heatmap* entre 4 y 5), debido a su impacto en el medio ambiente. Esto resulta en una rebaja de una categoría en la calificación del sector. En cuanto a los factores ambientales, la industria tiene un alto impacto en el clima y la contaminación con altos niveles de emisiones de GEI y otros factores (aire, agua, residuos peligrosos, etc.). Asimismo, el sector es un gran consumidor de materias primas, lo que crea un impacto significativo en la biodiversidad a través del uso del suelo, la minería, la contaminación, etc. Adicionalmente, el sector tiene un impacto negativo en los proveedores, ya que la dependencia es importante. Los procesos de extracción se ubican principalmente en países emergentes, lo que puede significar vínculos tanto con riesgos de derechos humanos como de corrupción. El impacto en los consumidores es medio, ya que dependen en gran medida de los productos de estas industrias, aunque las preferencias de estos pueden verse modificadas por controversias relacionadas con las operativas llevadas a cabo dentro del sector.

No obstante, en lo referente al cobre, su elevado grado de reciclabilidad le otorga un importante papel para el desarrollo sostenible global junto con su papel clave en la transición hacia energías más renovables. Por ejemplo, en la generación de energía eólica marítima, el cobre representa el 52% del material usado, en la eólica terrestre el 29% y en la solar el 42%, según la IEA, *International Energy Agency*. De este modo, el impacto en términos ESG sobre el análisis del sector ha sido limitado, materializándose solo en una rebaja de un *notch* en la calificación del sector.

Posicionamiento Competitivo

- Posicionamiento competitivo consolidado, aunque constreñido por una limitada integración vertical, la cual se espera mejorar tras la finalización de su plan de inversión actual.

Cunext Group se posiciona como una compañía de referencia en la transformación de cobre en el sur de Europa y Noroeste de África, mientras que, su posición es más limitada como transformador de aluminio (inicio actividad 2015), aunque ubica al grupo en una posición relevante para aprovechar las oportunidades generadas por la transición energética.

Su sólida posición competitiva se fundamenta en una amplia experiencia y *know-how*, al igual que en su tamaño, con una capacidad instalada de cobre en colada de 210.000 tn/año de cobre y una facturación que alcanzó €1.880,1m, en 2024. Esto le permite establecerse como un proveedor de relevancia. No obstante, se encuentra en valores inferiores a los líderes mundiales del sector, como Aurubis, cuya capacidad instalada de cobre en colada es de 900.000 toneladas y su facturación anual en 2024 (cierre del ejercicio en septiembre), se situó en €17.138,0m.

Capacidad Cunext Group, productos elaborados. Tm/año.

	Alambrón	Trefilería	Cables	Alambrón Aleación	Productos Ferroviarios	Planos y perfiles	Embarrados
Cobre	200.000	60.000	-	15.000	5.000	3.000	150
Aluminio	60.000	-	20.000	-	-	800	11

Además, la rentabilidad operativa se sitúa por debajo de los valores identificados, consecuencia de su aun limitada integración vertical. En este sentido, el margen EBITDA de Cunext Group promedio 2019-2024 se sitúa en 1,7%, frente al 3,3%, teniendo en cuenta los pares analizados (La Farga, Sarkuysan y Aurubis).

No obstante, se identifica una mejora en los últimos ejercicios, alcanzando un valor promedio 2022-2024 de 2,5%, favorecida por el cambio en el *mix* de negocio, enfocándose así Cunext hacia sectores de destino con mayor margen asociado. Este incremento en la rentabilidad se prevé que se consolide una vez el plan estratégico actual esté en su fase final.

Adicionalmente, cabe mencionar las diferentes participaciones de Corporación Cunext Industries, SL, en sociedades cuyas actividades son, mayoritariamente, complementarias al negocio principal del grupo, pudiendo aportar ventajas competitivas al proceso productivo de transformación de cobre y aluminio.

- **Concentración en la cadena de valor del cobre al igual que por sectores de destino, aunque matizada por la amplia variedad de aplicaciones. La diversificación geográfica se valora de forma positiva.**

El grupo presenta una concentración operativa, representando el proceso productivo del cobre un 69% (72% en 2023) del valor añadido (VA), a cierre de 2024, y por mercado, aglutinando los productos destinados al sector energético el 67% (62%). No obstante, esta concentración se matiza por la variedad de aplicaciones que tiene el cobre, y el hecho de que dicho mercado demande productos con mayor valor añadido.

Respecto a la diversificación geográfica, se destaca la relevante vocación internacional del grupo, exportando a más de treinta mercados (47% del VA en 2024). La actividad nacional, junto con la de otros países europeos, refleja una concentración en esta área geográfica (87%); sin embargo, se ve equilibrada por el amplio abanico de países en los que opera, sobresaliendo Italia (15%), Portugal (9%) o Francia (7%), consecuencia de la localización geográfica de sus principales centros productivos.

Teniendo en cuenta la actual presión arancelaria por parte de la Administración Pública estadounidense, puntualizamos que EEUU representa escasamente el 1% del VA. En este sentido, desde la compañía señalan que no se ha experimentado impacto negativo por este hecho, ni prevén que ocurra en próximos meses.

En relación a su cartera de clientes, sus dos principales representaron ~14%, cada uno, sobre la facturación total del grupo en 2024, siendo la participación del top-5 y top-10 un 44% (46% en 2023) y 56% (58%), respectivamente. Se considera que Cunext mantiene una concentración notoria por cliente, aunque se atenúa por la recurrencia mostrada con la mayoría de ellos, consecuencia de sus sólidas relaciones comerciales.

Estructura Accionarial y Gobernanza

- **Accionariado diversificado que destaca por su carácter industrial y experiencia.**

La estructura de propiedad de Cunext Group se caracteriza por la estabilidad de su capital social, principalmente controlado desde 2014 por Dámaso Quintana Pradera y por Ignacio Gracia Pérez.

Ambos están involucrados en el *management* del grupo mediante las posiciones de presidente ejecutivo (desde 2014) y consejero, respectivamente. Si bien ello conlleva un importante riesgo asociado a la concentración en la toma de decisiones, se considera positiva la implicación estratégica y el vínculo con el negocio, al igual que la amplia experiencia de ambos en el sector metalúrgico y energético. Se destaca la sólida capacidad financiera de los accionistas, aspecto fundamental de cara a apoyar al grupo en una hipotética situación de estrés.

Estructura accionarial. ⁽¹⁾

Sociedad	% Part.
Cartera Industrial del Cobre, S.L.	40,10%
Proyectos Industriales Gracia, S.L.	33,00%
Invergesa, S.L.	11,40%
Creva Proyects, S.L.	10,60%
Lusove Mavi, S.L.	3,50%
Carlos del Castillo-Olivares Ruiz	1,40%

⁽¹⁾ Titularidad real: Dámaso Quintada Pradera participa en un 43,5% mediante Cartera Industrial del Cobre, S.L. y Lusove Mavi, S.L.; Ignacio Gracia Pérez participa un 29,6% mediante Proyectos Industriales Gracia, S.L.; Gerardo Ruiz Rubio participa un 11,4% mediante Invergesa, S.L.; Aurora Gracia de los Ríos participa un 7,0% mediante Proyectos Industriales Gracia, S.L. y Creva Proyects, S.L., Pablo Jacinto Ramallo Taboada e Ignacio Gracia de los Ríos, participan un 5,3% y 1,7%, respectivamente mediante Creva Proyects, S.L.

- **Amplia experiencia del *management* y del consejo de administración, los cuales actúan bajo una política financiera valorada como prudente.**

Management profesionalizado caracterizado por un elevado *know-how* y *expertise* en la industria metalúrgica. Respecto a la política financiera, se valora como prudente. Si bien el ratio DFN/EBITDA se incrementó en 2024, consecuencia de las inversiones requeridas para llevar a cabo el plan estratégico, se mantuvo en valores controlados. Se estima que una vez se materialice el retorno de dichas inversiones a partir de 2026 se produzca un desapalancamiento progresivo, considerándose los valores actuales como coyunturales.

- **Positiva política en términos de ESG.**

El grupo sitúa el score relativo a ESG, según metodología EthiFinance Ratings entre 1,0-1,5, favoreciendo la valoración de su perfil financiero. Los indicadores de los aspectos sociales y medioambientales tienen una valoración favorable, apoyados en certificaciones en todo el grupo. No obstante, el principal factor limitante en la gestión del grupo es la no separación de poderes, al desempeñar el accionista mayoritario como CEO del grupo.

Perfil Financiero

El presente análisis se basa en las Cuentas Anuales Consolidadas correspondientes a los ejercicios 2022, 2023 y 2024, auditadas por la firma Deloitte. Se han elaborado en conformidad con las Normas Internacionales de Información Financiera, adoptadas por la Unión Europea (NIIF-UE).

Ventas y Rentabilidad

- **Incremento de la facturación en 2024 gracias a la coyuntura sectorial de alza de precios, aunque dicho escenario condicionó la reducción de los márgenes.**

Grupo Cunext cerró 2024 con una facturación de €1.880,1m, lo que representa un crecimiento del 7% YoY, impulsado principalmente por el incremento de precios en el sector. Adicionalmente, las mayores toneladas comercializadas (+2% YoY), contribuyeron de forma positiva.

La corrección anual en la prima de transformación redujo el margen bruto, que descendió 0,6pp YoY, hasta el 6,0%, a cierre del ejercicio. No obstante, continuó en valores superiores a 2022, gracias al cambio de *mix* de negocio hacia sectores con mayor margen al igual que por la política de incremento de precios finales ocurrida en 2023, y que se mantuvo en 2024.

La reducción del margen bruto se trasladó tanto al margen EBITDA como al margen EBIT, situándose en valores reducidos: 2,7%, -0,6pp; y 2,1%, -0,7pp; respectivamente.

Los gastos financieros ajustados aumentaron en 2024 como consecuencia del mayor endeudamiento del grupo. No obstante, este impacto se ve atenuado al considerar el neteo con los ingresos financieros, que incluyen el traslado al cliente de la carga derivada del diferimiento en el cobro de facturas (mecanismo *pass-through*), reduciéndose así la carga financiera soportada.

El resultado antes de impuesto, a raíz de la reducción en el resultado de explotación se redujo un 24%, situándose en €28,0m, a cierre de 2024 (€37,7m en 2023).

En el primer semestre de 2025, la facturación alcanzó los €1.070,5m, lo que supone un aumento del 6% frente al mismo periodo de 2024, favorecido por la coyuntura sectorial. El margen EBITDA se mantuvo estable, situándose en 2,9% (mismo valor que en 1s2024), consecuencia de una más controlada corrección de la prima de transformación.

Se proyecta una tendencia positiva en la facturación en los próximos ejercicios, junto con un margen EBITDA que aumentará sobre todo a partir de 2026, impulsado por el avance de su integración 'aguas arriba'.

Rentabilidad y Resultados. Principales magnitudes. Miles de €.

	FY22	FY23	FY24	24vs23
Toneladas Comercializadas	238.667	226.232	230.254	1,8%
Facturación	1.886.286	1.754.048	1.880.056	7,2%
Mg Bruto	4,4%	6,6%	6,0%	-0,6pp
EBITDA Aj. ⁽¹⁾	24.764	59.271	51.423	-13,2%
<i>EBITDA Reportado</i>	<i>26.793</i>	<i>59.497</i>	<i>52.637</i>	<i>-11,5%</i>
Mg EBITDA Aj.	1,3%	3,4%	2,7%	-0,6pp
EBIT	16.541	49.542	39.395	-20,5%
Mg EBIT	0,9%	2,8%	2,1%	-0,7pp
Gastos Financieros	-8.329	-22.066	-25.810	-17,0%
Gastos Financieros Aj. ⁽³⁾	-3.791	-10.304	-12.244	-18,8%
EBT	13.026	36.671	28.016	-23,6%

⁽¹⁾ EBITDA ajustado en 2024, excluyendo gastos relativos a comisiones por apertura y estructuración de la financiación captada (€2,3m). Adicionalmente, en los ejercicios 2022-2024, se ajusta al incluir el dividendo recibido por asociadas consolidadas por puesta en equivalencia. ⁽²⁾ El EBITDA solo se ajusta incluyendo los resultados netos de entidades consolidadas por el método de la participación consideras como estratégicas por el *management*. ⁽³⁾ Gastos Financieros neteados por la operativa *pass-through*.

Endeudamiento y Cobertura

- **Apalancamiento financiero en umbrales controlados. Respecto al ratio de cobertura de intereses, los umbrales reducidos de 2024 previsiblemente mejoren en próximos ejercicios, situándose en valores satisfactorios.**

La deuda financiera neta ajustada se incrementó significativamente en 2024, alcanzando €155,8m (€78,6m en 2023), consecuencia del *free cash flow* negativo motivado por las inversiones acometidas en el marco de su plan estratégico, principalmente. Esto, unido al inferior EBITDA (-13% YoY), penalizó el ratio ajustado DFN/EBITDA, incrementándose hasta 3,0x (1,3x en 2023), aunque se mantuvo en valores controlados.

Se destaca que bajo las definiciones de los *covenants* de sus principales préstamos, el ratio DFN/EBITDA se sitúa por debajo del límite (2,75x).

Dentro de los principales préstamos firmados en 2024 destacan: un nuevo préstamo sindicado firmado por EBN, Caja Rural de Navarra e ICO con un límite de €22,8m (vencimiento a ocho años, carencia dos años), habiéndose dispuesto €10,0m; préstamo concedido por el Banco Europeo de Inversiones por €30,0m (vencimiento a diez años, dos de carencia), siendo €15,0m lo dispuesto en 2024; préstamo por €10,0m, con vencimiento en 2025, para financiar la adquisición de las participaciones de COX.

Adicionalmente, en 2024 se produjo un mayor uso del programa de pagarés (€63,3m vs €13,1m en 2023), al igual que del *factoring* sin recurso (€72,8m vs €25,7m en 2023), consecuencia de la coyuntura sectorial. El programa de pagarés se emite en el MARF, con vencimiento en octubre 2025 y límite de €75m.

La deuda financiera neta queda matizada por el elevado componente líquido del inventario, por ser consideradas palancas relevantes de cara a reforzar la capacidad de atender los compromisos financieros, bajo hipotéticas situaciones desfavorables. En este sentido, se considera como líquido el 50% de las materias primas incluidas en "existencias", al cotizar diariamente en la bolsa internacional de metales, la *London Metal Exchange*.

Se espera que el ratio DFN/EBITDA continúe en umbrales similares en 2025 y 2026, siendo a partir de 2027, cuando el ratio se sitúe en valores más reducidos (< 2,0x), favorecido por un menor ritmo inversor.

Respecto al ratio ajustado de cobertura de intereses, el incremento de los gastos financieros y el deterioro del EBITDA, situaron el ratio en valores reducidos, 4,2x, a cierre de 2024 (5,8x en 2023). La mejora proyectada del EBITDA mejorará el ratio durante el proyectado, volviendo a valores satisfactorios durante el periodo 2025-2027 (> 5,0x).

Cálculo DFI/EBITDA. Miles de €.

	FY22	FY23	FY24
Pagarés emitidos en el Mercado Alternativo de Renta Fija	12.300	13.100	63.251
Préstamos	29.718	42.391	94.667
Pólizas de crédito	1.505	11.246	20
Arrendamientos financieros	3.742	8.004	22.710
Arrendamientos operativos	11.263	10.991	3.387
Otros pasivos financieros	22.331	20.475	17.678
Deuda financiera total, atendiendo a Cuentas Anuales Consolidadas	80.859	106.207	201.713
Derivados (-)	10.183	0	2.482
Proveedores de Inmovilizado a corto plazo (-)	396	3.130	4.465
Factoring Sindicado (+) ⁽¹⁾	19.229	7.432	27.919
Dispuesto de otras líneas de factoring (+)	26.109	18.305	44.906 ⁽²⁾
Planes de pensiones (+)	0	640	1.340
Ajuste por Anticipos de clientes (+)	184	1.926	2.706
Deuda financiera total ajustada.	115.802	131.380	271.637
Caja	24.617	25.308	68.062
Readily-marketable inventories	31.624	27.494	41.756
Imposición bancaria corto plazo			6.000
DFII Ajustada	59.561	78.578	155.820
EBITDA ajustado	24.764	59.271	51.423
DFII/EBITDA Ajustado	2,4x	1,3x	3,0x

⁽¹⁾ Factoring sindicado con diversas entidades financieras, cuyo límite es €150m. Considerando la cobertura total de COFACE al 100% hasta un importe máximo de €48m, se reporta como deuda financiera solo el importe que excede de dicho límite asegurado. ⁽²⁾ Dentro de las otras líneas de factoring, destacamos la concedida por HSBC, cuyo límite se amplió a €137m (€17m en 2023). Una parte del importe dispuesto no se incluye como deuda financiera, ya que corresponde a la operativa con un cliente que anteriormente utilizaba *confirming* con Cunext. Por decisión interna, este cliente eliminó dicha herramienta para sus proveedores, lo que llevó al grupo a utilizar *factoring* sin recurso. No obstante, se acordó contractualmente que, si no fuera posible acceder a esta vía, el cliente restablecería la línea de *confirming*. Esto, junto al hecho de que se trata de la misma operativa, instrumentada de forma distinta, sin implicar financiación adicional para el grupo, son los motivos por los que no se ha considerado dicho dispuesto como deuda financiera.

Análisis de Flujo de Caja

- A pesar del negativo *free cash flow* anual, la posición de caja final se vio impulsada por las financiaciones captadas durante 2024.

El inferior EBITDA en 2024 redujo el FFO, que se situó en €34,2m, un -18% YoY. No obstante, la positiva variación de *working capital* (€29,6m), impulsó el *cash flow* operativo, que alcanzó €63,9m (€38,1m en 2023). La variación anual del circulante se vio favorecida por el aumento de acreedores comerciales, a raíz de unos mayores plazos de pago gracias al mayor poder negociador del grupo junto con el viraje hacia un aumento de proveedores de chatarra, cuyos plazos de pago son superiores a los de proveedores de cátodo de cobre. En este sentido, el *cash flow* operativo está condicionado por la volatilidad de sus necesidades de *working capital*.

Las inversiones anuales fueron superiores a la generación operativa de caja, siendo, de esta forma, el *free cash flow* negativo. Este consumo de caja junto al reparto de dividendos fue compensado con los instrumentos de financiación firmados durante el ejercicio, impulsando además la caja final en €42,7m. Así, la posición final de tesorería se situó en €68,1m, a cierre de 2024 (€25,3m en 2023).

Dentro de las inversiones realizadas en 2024 sobresalen las enmarcadas dentro del proyecto de Afino y Electrolisis (€50m), adquisición de terrenos (€15m), y la adquisición del porcentaje de participación en Cox ABG Group, S.A. (€23m).

Estado de Flujos de Efectivo. Principales magnitudes. Miles de €.				
	FY22	FY23	FY24	24vs23
Funds From Operations (FFO)	19.614	41.577	34.222	-17,7%
FFO recurrente⁽¹⁾	16.657	40.466	34.222	-15,4%
+/- variación WK	45.772	-3.492	29.647	949,0%
Cash Flow Operativo	65.386	38.085	63.869	67,7%
CFO recurrente⁽¹⁾	62.429	36.974	63.869	72,7%
Cash Flow Inversión	-22.654	-46.827	-108.462	-131,6%
Cash Flow Libre	42.732	-8.742	-44.593	-410,1%
+/- variación patrimonio	0	0	0	# DIV/0!
- Dividendos	-2.500	-2.000	-8.000	-300,0%
Cash Flow Generado Internamente	40.232	-10.742	-52.593	-389,6%
+/- variación de deuda	-40.923	11.797	93.546	693,0%
+/- variación por tipo de cambio	386	-364	1.801	-594,8%
Variación de caja final	-305	691	42.754	6087,3%
Caja inicial	24.922	24.617	25.308	2,8%
Caja final	24.617	25.308	68.062	168,9%

⁽¹⁾ FFO recurrente: FFO – variación de valor razonable de derivados.

Capitalización

- **Ratio PN/DFT Aj. en valores reducidos en 2024, aunque se prevé una mejora en próximos ejercicios, retornando a valores adecuados.**

Cunext Group se caracteriza por un activo total equilibrado entre el largo y corto plazo, alcanzando €536,1m, a cierre de 2024, un +50% YoY. Consecuencia de las inversiones realizadas durante el ejercicio, el activo a largo plazo (€265,7m), creció un 63%, siendo el “inmovilizado material” la partida que más se incrementó, hasta alcanzar €157,8m, un +81% YoY. Adicionalmente, ponemos en relevancia el aumento de las “inversiones en empresas del grupo”, que se situaron en €74,2m, un +64% YoY, debido a la adquisición de las participaciones de Cox.

El activo a corto plazo (€270,4m), aumentó un 39% YoY, impulsado mayoritariamente por las “existencias” (€132,7m; +16% YoY) y “efectivo” (€68,1m; +169% YoY). El incremento de las “existencias” se debió al mayor precio del cobre y aluminio, a la política ejercida por el grupo de acopio y por la parada en el proceso productivo del aluminio, a raíz de la puesta en funcionamiento de nuevas instalaciones y maquinarias.

Respecto a la estructura de capitalización, si bien el Patrimonio Neto se incrementó un 30%, alcanzando €122,8m, consecuencia de la capitalización de beneficios, el significativo aumento de la deuda financiera total ajustada redujo de forma notoria el ratio PN/DFT Aj., situándose en valores reducidos (45,2% en 2024 vs 70,0% en 2023). Destacamos además que el crecimiento del Patrimonio Neto se vio limitado por el recurrente reparto de dividendos.

Por otro lado, se espera que durante el proyectado, el ratio de capitalización vuelva a situarse en valores satisfactorios (> 60%).

Liquidez

- **Buen perfil de liquidez.**

Cunext Group presenta un sólido perfil de refinanciación, respaldado por su controlado nivel de apalancamiento financiero, el cual faculta al grupo, entre otros aspectos, a la renovación de sus instrumentos de financiación de circulante. Este hecho flexibiliza los vencimientos de deuda a corto plazo del grupo. En este sentido, se han renovado recientemente tanto las líneas de crédito como los instrumentos de *factoring*. Asimismo, los recursos disponibles estimados para 2025 y 2026 se estiman como suficientes para atender tanto sus compromisos financieros como *capex* comprometido y dividendos esperados, valorándose la liquidez del grupo como buena.

Dentro de los recursos disponibles se incluyen en 2025 la parte pendiente a disponer a cierre de 2024 del préstamo sindicado y del préstamo concedido por el Banco Europeo de Inversiones, al igual que la subvención PERTE concedida y ya cobrada por €30m, asociada al proyecto de descarbonización de la industria manufacturera.

Igualmente en 2026 se incluye como recurso disponible el cobro por €13m referente a subvenciones regionales concedidas y contabilizadas en 2024 y 2025.

Modificadores

Controversias

- No se han identificado controversias a fecha de emisión del presente documento que pudiera afectar la calificación otorgada.

Riesgo país

- La mayor parte de la facturación del grupo se genera en España, y países dentro de Europa. Se considera que el grupo no presenta un riesgo-país relevante, por lo que no afecta el rating asignado.

Proyecciones Financieras

Las proyecciones financieras han sido elaboradas por EthiFinance Ratings, teniendo como base las proporcionadas por la compañía, no obstante, en términos de facturación y evolución del margen EBITDA, se ha optado por seguir un criterio más conservador.

Se estima una tendencia positiva en la facturación durante el periodo 2025-2027, impulsada por el crecimiento a nivel de precios. Las hipótesis seguidas han sido las siguientes:

- Para 2025, se ha tomado como base la facturación acumulada a junio. A partir de ella, se ha proyectado el cierre del ejercicio, resultando un porcentaje similar (junio25/dic.25), al que representaron los intermedios a misma fecha de ejercicios anteriores.
- Para 2026 y 2027, se ha aplicado una tasa de crecimiento (5%), equivalente al promedio del crecimiento observado en 2024 y 2025. Dicha tasa de crecimiento es similar a la estimada por Cunext.

Bajo este escenario, la facturación alcanzaría €2.145,3m en 2027, frente a la magnitud estimada por la compañía de €2.205,0m. La principal diferencia es el incremento estimado por el grupo en 2025, que se sitúa en un 6%, frente al 3,5% proyectado.

Respecto al margen EBITDA, se ha elaborado siguiendo dos premisas:

Margen EBITDA relativo al negocio del metal: siguiendo la hipótesis detallada respecto a la facturación, para 2025 se ha tomado como base el EBITDA acumulado a junio, proyectándose un EBITDA al final del ejercicio que resulte en un porcentaje similar (junio25/dic.25), al que representaron los intermedios a misma fecha de ejercicios anteriores.

En este sentido, se alcanzaría un margen EBITDA del 2,7%, mientras que, Cunext estima un margen del 2,9%, que sería similar al del 1s2025. Estimamos que el margen sea menor considerando las dos paradas técnicas habituales de las plantas productivas (verano y navidad), en la segunda mitad del año, pudiéndose generar un inferior EBITDA.

Para los ejercicios 2026 y 2027, se proyecta un crecimiento similar del margen EBITDA relativo al negocio del metal al estimado por Cunext, ya que son los años donde se empezará a notar el impacto favorable a nivel de eficiencia operativa de su plan estratégico, alcanzándose un margen del 3,6% en 2027 (3,8% según Cunext).

Al EBITDA resultado de dicha hipótesis, se ha añadido el montante referente a los dividendos ciertos actualmente dotados por las sociedades asociadas, estimándose por EthiFinance un importe constante durante todos los años del proyectado. A septiembre de 2025 se habían dotado hacia Cunext €4,2m frente a los €2,1m durante 2024, incrementándose por la favorable evolución principalmente de sus asociadas Esnova Racks y Noega System.

De esta forma se alcanzarían un margen EBITDA del 2,9%, 3,5% y 3,8%, para los ejercicios estimados 2025, 2026 y 2027, respectivamente.

En relación con el endeudamiento financiero, se proyecta una renovación constante de los dispuestos del programa de pagarés, junto con la entrada en 2025 de varios instrumentos: el importe pendiente de disposición del préstamo del BEI y del préstamo sindicado a cierre de 2024; así como un nuevo préstamo a firmar en los próximos meses con una entidad bancaria, por €30 millones, cuyo desembolso está previsto en 2026. Estos instrumentos irán destinados a financiar las inversiones de los proyectos de Afino y Electrolisis en 2025 y 2026. Adicionalmente, en 2025 se incluye la entrada de un préstamo por €15m para financiar el incremento de la participación en COX.

A esta financiación, EthiFinance añade como ajuste una estimación del importe dispuesto del *factoring* sin recurso.

Desde el punto de vista de la deuda financiera neta, matizada por la estimación de la parte líquida de existencias en cada ejercicio, se proyecta un crecimiento en 2025 y 2026 consecuencia de las inversiones realizadas. No obstante, el incremento del EBITDA logrará situar el ratio DFN/EBITDA en valores controlados (~3,0x). Será en 2027, cuando el ratio de apalancamiento financiero se pudiera reducir a umbrales inferiores a 2,0x, favorecido por un ritmo inversor inferior a ejercicios anteriores.

Respecto a la cobertura de intereses, la mejora del EBITDA beneficiará el ratio, situándolo en valores entre 5-6x.

En relación al ratio de capitalización, la capitalización parcial de beneficios junto a las subvenciones estimadas, incrementarán el patrimonio neto del grupo, lo que favorecerá que el ratio se sitúe de nuevo en valores satisfactorios a partir de 2025.

Principales Magnitudes Financieras

Principales magnitudes financieras. Miles de €.						
	FY23	FY24	FY25e	FY26e	FY27e	24vs23
Facturación	1.754.048	1.880.056	1.945.858	2.043.151	2.145.308	7,2%
EBITDA Aj.	59.271	51.423	56.218	71.642	81.449	-13,2%
Margen EBITDA Aj.	3,4%	2,7%	2,9%	3,5%	3,8%	-0,6pp
EBIT	49.542	39.395	46.182	59.868	67.745	-20,5%
Margen EBIT	2,8%	2,1%	2,4%	2,9%	3,2%	-0,7pp
EBT	36.671	28.016	38.241	51.781	60.909	-23,6%
Activo Total	357.756	536.061	605.617	652.135	660.452	49,8%
Patrimonio Neto	94.185	122.794	181.564	215.500	257.150	30,4%
Deuda Financiera Total Aj.	131.380	271.636	279.723	285.533	245.092	106,8%
Deuda Financiera Neta Aj.	78.578	155.819	184.999	190.189	147.821	98,3%
PN/DFT Aj.	71,7%	45,2%	64,9%	75,5%	104,9%	-26,5pp
DFN Aj. / EBITDA Aj.	1,3x	3,0x	3,3x	2,7x	1,8x	1,7x
FFO Aj.	40.466	34.222	38.541	51.787	61.477	-15,4%
FFO Aj. / DFN Aj.	51,5%	22,0%	20,8%	27,2%	41,6%	-29,5pp
EBITDA Aj. / Gastos Financieros Aj.	5,8x	4,2x	4,7x	5,9x	7,5x	-1,6x

Credit Rating

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

Análisis Sensibilidad

- Factores positivos en el largo plazo (↑)

Continuo crecimiento de la cifra de negocio, acompañada de una mejora de los márgenes de rentabilidad. Consolidación de las inversiones y desarrollo del negocio en otros mercados que mejoren el posicionamiento competitivo del grupo. Optimización de los niveles de capitalización, con un ratio PN/DFT, en promedio superior a 85%, ratio de DFN/EBITDA por debajo de 1,5x y ratios de cobertura, EBITDA/Intereses y FFO/DFN por encima de 8,0x y 40,0%.

- **Factores negativos en el largo plazo (↓)**

Relevante pérdida de volúmenes de producción y venta. Reducción de los márgenes de rentabilidad de forma sostenida. Deterioro del ratio PN/DFT alcanzando valores, en promedio, inferiores a un 55,0%, junto con incremento de los niveles de apalancamiento por encima de 3,5x y reducción en los ratios de cobertura, siendo EBITDA/Intereses por debajo de 4,5x y el ratio FFO/DFN inferior a un 25,0%.

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