



ISSUER RATING
LongTerm

OUTLOOK
Stable



ISSUER RATING
ShortTerm

Initiation date 24/09/2026
Rating Date 24/09/2026

Contacts

Lead analyst

Ana Vico Gutiérrez
ana.vico@ethifinance.com

Committee chair

Antonio Madera Del Pozo
antonio.madera@ethifinance.com

Rating Action y Rationale

- EthiFinance Ratings sube la calificación a largo plazo de Grupo de Empresas Azvi, pasando de "BB+" a "BBB-", cambiando la tendencia de Positiva a Estable.
- La mejora de la calificación refleja la materialización de los factores que sustentaban la anterior tendencia Positiva, apoyada en el mantenimiento de un sólido desempeño operativo pese a la finalización de importantes proyectos en México, la adecuada reposición de la cartera y un perfil financiero que se mantiene compatible con una calificación de grado de inversión.
- Grupo Azvi es un grupo familiar español con más de cien años de trayectoria, especializado en construcción civil (especialmente ferroviaria) y en concesiones, con presencia destacada en España y Latinoamérica.
- La calificación de Grupo Azvi se basa en: (i) un adecuado posicionamiento competitivo dentro del sector, fundamentado en su elevado *track-record*, *expertise* y enfoque internacional, (ii) una elevada cartera de proyectos que da visibilidad a la continuidad de la actividad en el medio plazo, (iii) el mantenimiento de un sólido nivel de actividad, a pesar de la fase de cierre de grandes proyectos en México, con una mejora de sus márgenes de rentabilidad, (iv) ratios de endeudamiento controlados, con un DFN/EBITDA de 1,4x y FFO/DFN de 62,0%, (v) favorables fundamentos de liquidez, y (vi) un impacto positivo de sus políticas ESG.
- Sin embargo, el rating se ve penalizado por: (i) elevada concentración por actividad, geografía y principales proyectos/clientes, (ii) la aún intermedia cobertura de intereses (EBITDA/intereses de 4,4x), a pesar de su mejora respecto al ejercicio anterior, (iii) una capitalización ajustada (PN/DFT de 61,4%).
- En línea con nuestra metodología, el sector de la construcción e ingeniería presenta un riesgo medio en términos de ESG (sector *heatmap score* entre 3 y 3,5) dado su impacto en el medio ambiente. Esta valoración tiene como resultado un análisis sectorial que no se ve afectado por este factor.
- Por otro lado, las políticas ESG de Azvi son valoradas positivamente (ESG score de la compañía de 76/100), con un impacto positivo sobre la calificación (+1/2 notch sobre el *Financial Risk Profile*).

Descripción de la Compañía

Grupo de Empresas Azvi, S.L., junto con sus sociedades dependientes (Grupo Azvi), conforma un grupo empresarial de carácter familiar con más de 100 años de trayectoria, especializado principalmente en construcción de obra civil y concesiones. La actividad de construcción se desarrolla fundamentalmente a través de Azvi, S.A., con especialización en proyectos ferroviarios y de carreteras, mientras que Cointer Concesiones, S.L. concentra la actividad concesional del grupo. En 2025, Grupo Azvi alcanzó una facturación de €1.001,2m y un EBITDA de €71,4m (margen del 7,1%), con un ratio DFN/EBITDA de 1,4x.

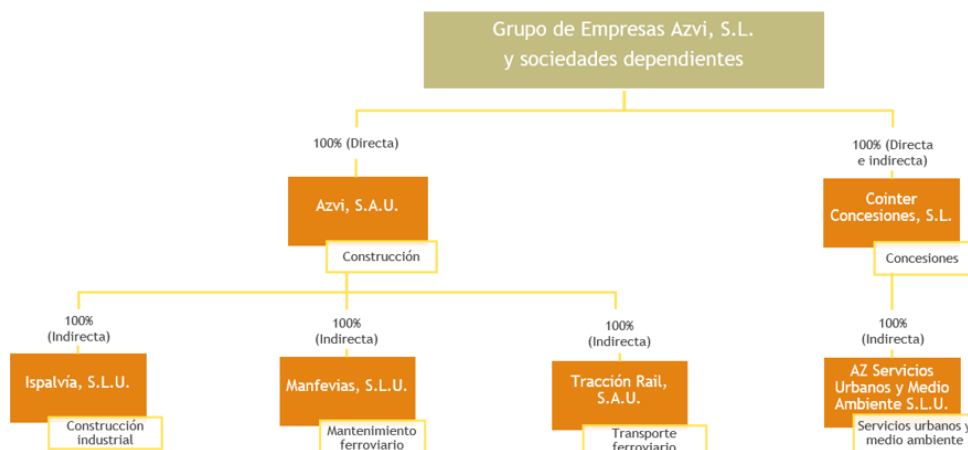
Principales hitos Grupo Azvi

1901	1925	1963	1970	1988	1990	2002	Actualidad
Francisco Graciani Martín firma con la Compañía de Ferrocarriles Andaluza la construcción de la estación de S. Bernardo (línea Sevilla-Cádiz).	Manuel Contreras Graciani funda "Manuel Contreras Graciani, S.A." Actividad ferroviaria e hidráulica.	Cambio de denominación "Viuda de Manuel Contreras Graciani, S.A."	Aumenta la actividad de construcción de carreteras, manteniendo la actividad ferroviaria.	La compañía cambia su denominación social a "Azvi, S.A."	Incremento del volumen de negocio. Azvi trabaja en la primera línea de alta velocidad de España: Madrid-Sevilla.	Creación del Grupo Azvi. Diversificación e internacionalización de la actividad de la compañía.	Actualmente Azvi cuenta con distintas áreas de negocio donde presenta especialización, así como con una notable presencia internacional.

El grupo desarrolla parte de su actividad en territorio nacional, mostrando, asimismo, un elevado volumen de negocio internacional, donde destaca LATAM, con especial concentración en México. Su presencia en varios países repartidos entre el continente europeo (España, Portugal y Noruega) y el americano (México, Chile, Uruguay y EE.UU.), dota de presencia internacional al grupo, no limitando exclusivamente su operativa a estos países dada la participación activa en licitaciones de otros mercados.

Grupo Azvi desarrolla sus distintas actividades a través de cada una de las filiales que actúan especializadas en los distintos segmentos operativos, y sus sociedades dependientes. En el esquema siguiente se exponen las sociedades cabecera de las distintas líneas de negocio de Grupo Azvi.

Sociedades cabecera de las líneas de negocio del grupo



Fundamentos

Perfil de Negocio

Análisis del Sector

- Sector cíclico y maduro, con un elevado número de *players* y presencia de elevadas barreras de entrada.

Grupo Azvi desarrolla su actividad en el sector de construcción e ingeniería, caracterizado por un marcado carácter cíclico, así como una elevada competencia y rentabilidades operativas limitadas. Cabe destacar que los sectores *core* del Grupo Azvi (construcción ferroviaria y sector de concesiones de infraestructuras de transporte, sociales y logísticas) presentan altas barreras de entrada puesto que se requiere de elevadas inversiones en equipos, materiales, mano de obra y capital.

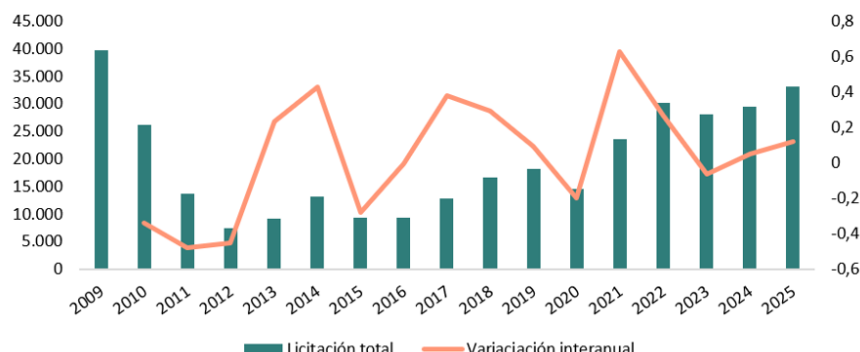
Tras la fuerte contracción registrada en 2020 por la pandemia, el sector de la construcción en España recuperó progresivamente su actividad en 2021 y 2022, con crecimientos del 4,5% y 5,5%, respectivamente, pese al aumento de los costes de materias primas y energía. En 2023, el crecimiento se moderó hasta el 2,4%, en línea con la desaceleración de la economía española, si bien la ingeniería civil mantuvo un comportamiento favorable, apoyada por los fondos europeos *Next Generation*. En 2024, la actividad mantuvo una evolución positiva, con un crecimiento del 2,8%, mostrando un comportamiento más favorable que el conjunto del mercado europeo.

En 2025, el sector de la construcción en España mantuvo una evolución favorable, con un crecimiento del 4,3%, situándose claramente por encima del conjunto del mercado europeo, que permaneció prácticamente estable (+0,2% YoY). De cara a 2026, las previsiones apuntan a que el crecimiento se modere hasta el 3,2%, condicionado, entre otros factores, por la finalización de los proyectos financiados con fondos europeos *Next Generation*. Asimismo, el impacto del conflicto con Irán podría introducir cierta presión adicional sobre los costes, ante el encarecimiento ya observado de determinados productos de construcción. Para 2027 y 2028 se espera una desaceleración adicional, estimándose un crecimiento del 2,4% y 1,8%, respectivamente. En particular, la ingeniería civil, de especial relevancia para Grupo Azvi, mantendría un crecimiento moderado en 2026 (+2,0%) apoyado en una cartera de trabajo todavía elevada. No obstante, el agotamiento de los fondos europeos y la previsible reducción de la obra pública tras las elecciones de 2027 llevarían a una reducción de la actividad ese ejercicio, pudiendo registrarse una contracción en 2028.

La elevada competencia del sector (más de 136.000 empresas a mayo de 2026 en España) condiciona la rentabilidad media de la industria. Sin embargo, la tendencia actual de los grupos constructores hacia una mayor diversificación geográfica y operativa, con el objetivo de controlar el ciclo completo de la infraestructura, aumentando así las sinergias y logrando obtener el mayor rendimiento posible a las ventajas competitivas, se traslada a una mejora de los márgenes. Asimismo, se espera que la digitalización del sector repercuta en un incremento de su rentabilidad en el medio-largo plazo.

La licitación pública de obras en España mantiene niveles elevados, favoreciendo las perspectivas del sector y, particularmente, de la obra civil. En 2025, el volumen licitado alcanzó €33.143m, un 12% más que en 2024 y su nivel más elevado desde 2009. La obra civil concentró el 57,4% del total (€19.017m), frente al 42,6% correspondiente a edificación. Durante el primer semestre de 2026, la licitación acumulada se situó en €17.953m, manteniéndose así un volumen significativo de contratación pública.

Evolución de las licitaciones en España



En México, por su parte, el sector de la construcción mostró una evolución más débil durante 2025, registrando el valor de producción de las empresas constructoras una caída interanual del 5,6% en diciembre. Durante los primeros meses de 2026, la actividad presentó una evolución más estable, con variaciones mensuales contenidas, apuntando a una cierta estabilización del sector.

En Chile, tras dos años de contracción, la inversión en construcción inició una recuperación gradual en 2025, estimándose una evolución más favorable para 2026, aunque todavía condicionada por la ejecución efectiva de los proyectos y la inversión pública. Asimismo, el reciente cambio de Gobierno ha introducido cierta incertidumbre respecto a las prioridades de inversión y al desarrollo de determinados proyectos de infraestructuras, especialmente bajo esquemas concesionales. En este contexto, el sector continúa expuesto a cambios en las prioridades presupuestarias y de política de infraestructuras, que podrían afectar al ritmo de ejecución de las inversiones previstas.

- **El sector de la construcción e infraestructuras presenta un riesgo medio en términos de ESG según nuestra metodología, con una calificación en el *sectorheat-map* entre 3 y 3,5. Dicha calificación refleja una evaluación sectorial que permanece neutra.**

En términos medioambientales, el sector presenta un impacto moderado sobre el clima: sus emisiones directas son limitadas, aunque las de alcance 3 pueden resultar relevantes. La materialidad financiera es actualmente baja, dado que la regulación aún no contempla todas las externalidades del sector, si bien se espera que aumente en el futuro. El impacto sobre la biodiversidad también es intermedio, ya que el uso del suelo puede ser intensivo y, en ocasiones, problemático. Por otra parte, la industria tiene un alto consumo de materias primas (arena, cemento, entre otras) y genera volúmenes significativos de residuos, cuya reciclabilidad sigue siendo limitada. El impacto en la cadena de suministro es reducido, debido a la fuerte competencia y a la baja dependencia financiera. Finalmente, conviene destacar que la mejora de infraestructuras públicas aporta beneficios sociales relevantes, ya que contribuye al desarrollo económico y constituye un importante generador de empleo.

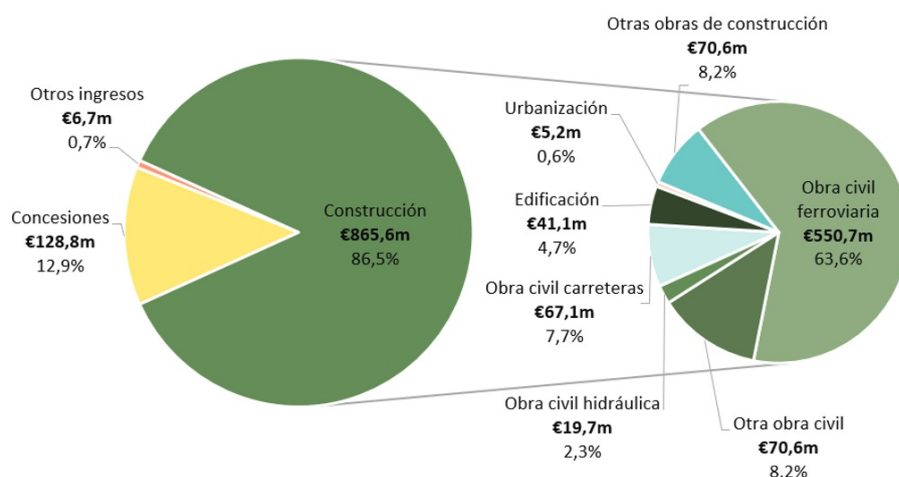
Posicionamiento Competitivo

- **Posicionamiento competitivo adecuado, respaldado por su elevada cartera de proyectos y amplia trayectoria en la industria.**

El posicionamiento competitivo de la compañía dentro del sector de construcción y concesiones se valora como adecuado, basado en su extensa experiencia y progresivo desarrollo y especialización en distintos segmentos que favorece sus fundamentos de diversificación y ventajas competitivas, situándose como un *player* de carácter internacional y uno de los principales contratistas para Adif. No obstante, el grupo mantiene una concentración relevante de su actividad en construcción y en determinados mercados geográficos. Asimismo, la consistente cartera del grupo refuerza la visibilidad de ingresos en el medio plazo, con un volumen de €2.089,1m a 30 de junio de 2026 en el segmento de construcción y €3.747,7m en concesiones a 30 de junio de 2026. Estas cifras excluyen los proyectos de las Rutas 150 y 160 en Chile, cuya materialización continúa sujeta a incertidumbre, y que suponían conjuntamente €306,4m de cartera de construcción y €1.006,1m de cartera concesional. En consecuencia, la valoración crediticia actual no incorpora ninguna contribución procedente de estos proyectos, adoptándose así un enfoque prudente ante la incertidumbre existente sobre su efectiva materialización. El elevado volumen de proyectos en su cartera adjudicada, la especialización en cada una de sus líneas de negocio y su creciente expansión internacional conforman la base de su posicionamiento competitivo.

Respecto a su diversificación operativa, el grupo se enfoca en el segmento de construcción, que supuso €865,6m en 2025 (-11,3% YoY) y el 86,5% de su facturación total. Dentro de este segmento, se muestra un claro enfoque en la construcción de obra civil (€748,7m; 86,5% sobre la facturación de este segmento en 2025), destacando la obra civil ferroviaria (€550,7m) que, no obstante, ha descendido un 33,3% en 2025 respecto al año anterior como consecuencia de la maduración de los grandes contratos ferroviarios en México.

Diversificación de ventas por segmento (2025)



Su actividad se completa con su área concesional, que representó el 12,9% de su facturación en 2025, con un volumen de €128,8m (€123,8m en 2024). Esta área se enfoca en el diseño, promoción y explotación de infraestructuras y servicios, desarrollando proyectos privados y bajo colaboración público-privado para las distintas administraciones públicas. Entre sus proyectos, destacan entre otros y por relevancia, los relacionados con colegios, carreteras, logística, ferrocarriles y estaciones de servicio. Esta área es de especial relevancia para Azvi en cuanto que dota de estabilidad y recurrencia a su generación de fondos.

En cuanto a la diversificación geográfica, México continúa siendo el principal mercado del grupo en 2025, aunque su peso se reduce significativamente hasta el 45,9% de las ventas (€459,8m; 62,2% en 2024), como consecuencia principalmente de la progresiva finalización de los grandes proyectos ferroviarios ejecutados en los últimos ejercicios. En paralelo, el mercado nacional incrementó notablemente su contribución, alcanzando €374,1m (+31,0% YoY) y el 37,4% de la facturación total, frente al 26,0% del ejercicio anterior. Asimismo, destaca el crecimiento de Chile, que elevó su peso hasta el 10,6% (€106,0m; 6,3% en 2024), mientras que EE.UU. representó un 3,0% y Uruguay un 1,8%. Esta evolución ha permitido reducir la elevada concentración geográfica observada en los dos ejercicios anteriores, si bien México y España continúan representando conjuntamente más del 80% de las ventas del grupo.

En lo que respecta a la diversificación de clientes, en 2025 se mantiene una elevada concentración en clientes vinculados a los principales proyectos ferroviarios desarrollados en México. En particular, los proyectos de la Línea K y del Tren Maya concentraron conjuntamente alrededor del 55% de la facturación del grupo, manteniéndose así un peso significativo pese a la progresiva finalización de algunas de estas obras. Por su parte, ADIF continúa posicionándose como uno de los principales clientes del grupo, representando alrededor del 14% de las ventas. En conjunto, los diez principales clientes concentraron el 76,8% de la cifra de negocio, reflejando una todavía limitada diversificación de la base de clientes y una elevada dependencia de grandes contratos, aspecto que continuará siendo objeto de seguimiento en los próximos ejercicios.

Respecto a sus comparables directos (Grupo Ortiz, COPASA y Lantania), Grupo Azvi presenta una mayor escala, con niveles de facturación y EBITDA superiores. Su rentabilidad se mantiene en un rango intermedio dentro del grupo de pares, por debajo de COPASA y Grupo Ortiz, aunque claramente por encima de Lantania. Desde una perspectiva financiera, el grupo mantiene un apalancamiento contenido y una cobertura de intereses más favorable que la de los comparables analizados. En conjunto, la comparativa refleja un perfil financiero adecuado, respaldado por su tamaño y capacidad de generación operativa, si bien con margen de mejora en rentabilidad y capitalización frente a los pares mejor posicionados.

Principales magnitudes. Comparativa de pares (2025). Miles de €.				
	Grupo Ortiz	Lantania	COPASA	Grupo Azvi
Facturación	706.433	453.499	433.252	1.001.166
EBITDA	61.320	13.665	47.171	71.417
Margen EBITDA	8,7%	3,0%	10,9%	7,1%
EBIT	47.291	11.987	34.573	56.487
Margen EBIT	6,7%	2,6%	8,0%	5,6%
EBT	66.133	2.137	32.738	47.706
Total Activo	959.001	334.890	772.561	1.246.695
Patrimonio Neto	314.510	20.990	222.642	164.427
Deuda Financiera Total	85.628	43.009	251.872	267.877
Deuda Financiera Neta	39.026	n/a	122.899	99.065
PN/DFT	367,3%	48,8%	88,4%	61,4%
DFN/EBITDA	0,6x	n/a	2,6x	1,4x
EBITDA/Intereses	3,7x	1,2x	2,3x	4,4x

Estructura Accionarial y Gobernanza

- Accionariado familiar. Gestión con un favorable *track-record* en la implantación de estrategias y control financiero.

La propiedad del Grupo Azvi se encuentra participada por diferentes sociedades, todas ellas propiedad de distintos miembros de la familia Contreras, mostrando de este modo el grupo una estructura familiar desde su fundación y de tercera/cuarta generación en el momento actual.

Composición del capital social de Grupo Azvi (2025) ⁽¹⁾	
Santiche, S.L.	17,98%
Selegan, S.L.	18,57%
Morajuis, S.L.	18,52%
Diconra, S.L.	18,60%
2JY3M, S.L.	18,60%
Participaciones minoritarias miembros de la familia Contreras	7,73%

⁽¹⁾ Todas las sociedades están participadas por miembros de la familia Contreras.

El presidente actual del grupo, Manuel Contreras Caro, presenta una amplia trayectoria dentro de la compañía. El presidente, miembro de la familia Contreras, ocupa el cargo desde 2020 tras retirarse su padre, D. Manuel Contreras Ramos, quien estuvo 58 años como presidente del grupo. El resto del equipo de gestión lo conforman profesionales independientes a la familia con amplia experiencia dentro del grupo que le ha permitido implantar estrategias que se valoran como adecuadas en tanto que ha aumentado progresivamente la diversificación y expansión de la compañía, haciendo que, en la actualidad, Grupo Azvi se consolide como un grupo de presencia internacional y reconocido en la industria.

El grupo proyecta en su *Business Plan* un crecimiento orgánico fundamentado en la cartera actual adjudicada. En construcción, la compañía prevé que aproximadamente dos tercios de los ingresos del periodo 2026-2030 procedan de México y España, mientras que en concesiones mantiene una estrategia de inversión centrada principalmente en España y Latinoamérica, junto con la exploración de oportunidades en EE.UU. El elevado volumen de su *backlog* aporta visibilidad a la consecución de sus proyecciones financieras en el medio plazo, requiriendo, en cualquier caso, de una adecuada ejecución que permita limitar posibles desviaciones, riesgo que valoramos como controlado dado el *track-record* de la compañía.

En lo relativo a su política financiera, la gestión de Grupo Azvi se hace de forma individualizada por proyecto, conformando distintas filiales que responden de la deuda asumida con su propia generación de caja, incluyendo igualmente deuda *Project Finance* para concesiones y proyectos a largo plazo. Igualmente, bajo escenarios donde la filial no puede responder de la deuda asociada, la gestión realiza procesos de análisis y riesgos individualizados para dotar de respaldo suficiente a la filial y/o buscar alternativas que no impacten en la gestión y desarrollo de los proyectos en ejecución. Cabe destacar igualmente que, si bien la trayectoria de la gestión y política financiera es adecuada, riesgos como las crecientes tensiones geopolíticas, con los riesgos macroeconómicos asociados, requieren de un adecuado control por el grupo que permita mantener sus fundamentos crediticios actuales.

- Política ESG positiva.

Grupo Azvi mantiene una valoración positiva de su política ESG, con una puntuación de 76/100 en 2025. En el ámbito medioambiental, el incremento de los consumos responde principalmente a una mayor actividad del grupo. Asimismo, el aumento de los residuos no peligrosos se explica en gran medida por la gestión de balasto procedente de obras de renovación ferroviaria (si se excluye este efecto, el volumen se habría mantenido en niveles similares a los del ejercicio anterior). En el ámbito social, destaca la amplia cobertura de los sistemas certificados de calidad y seguridad y salud, mientras que la gobernanza mantiene una valoración favorable, apoyada en sus políticas de control interno, ética y cumplimiento. En consecuencia, la política ESG de la compañía continúa generando un impacto positivo sobre el *Financial Risk Profile* de +1/2 notch.

Perfil Financiero

El presente análisis se basa en las cuentas anuales auditadas a cierre 31 de diciembre 2025 (Auditor: Ernst & Young, S.L., con opinión favorable).

Ventas y Rentabilidad

- Mantenimiento de un elevado nivel de actividad y mejora de los márgenes operativos.

Rentabilidad. Miles de €.					
	FY23	FY24	FY25	24vs23	25vs24
Facturación	995.094	1.099.102	1.001.166	10,5%	-8,9%
Mg Bruto	36,0%	41,1%	44,4%	5,1pp	3,3pp
EBITDA Aj.	62.813	75.828	71.417	20,7%	-5,8%
Mg EBITDA Aj.	6,3%	6,9%	7,1%	0,6pp	0,2pp
EBIT	47.278	56.428	56.487	19,4%	0,1%
Mg EBIT	4,8%	5,1%	5,6%	0,4pp	0,5pp
Gastos Financieros	-17.973	-21.839	-16.187	21,5%	-25,9%
EBT	41.323	46.051	47.706	11,4%	3,6%

Grupo Azvi alcanzó un volumen de facturación de €1.001,2m en 2025 (-8,9% YoY), situándose por segundo ejercicio consecutivo por encima de los €1.000m. El ligero descenso de la actividad registrado en 2025, ya contemplado en las estimaciones del ejercicio anterior, viene motivado principalmente por la menor contribución de las obras llevadas a cabo en México, especialmente por la progresiva finalización del Tren Maya y la Línea K.

La estabilidad y recurrencia que aporta su cartera de proyectos de construcción y concesiones favorece sus resultados y rentabilidades, con un EBITDA de €71,4m en 2025 (€75,8m en 2024), que supuso un margen del 7,1% (+0,2pp YoY), en línea con el promedio registrado en 2021-2025 (7,1%). La mejora del margen EBITDA consolidado en 2025 viene explicada principalmente por la evolución favorable del área de construcción, cuyo margen aumentó hasta el 5,9% (5,0% en 2024). No obstante, el margen EBITDA global continúa condicionado por el peso de esta actividad, dadas sus rentabilidades más ajustadas, con un margen inferior al del segmento concesional (en torno al 15%).

Azvi presenta una moderada carga financiera derivada de su endeudamiento recurrente y una exposición al tipo de cambio propia de su elevada actividad internacional. En 2025, los gastos financieros se redujeron significativamente hasta €16,2m (-25,9% YoY). Asimismo, el impacto negativo de las diferencias de cambio disminuyó hasta €3,0m (€4,9m en 2024), mientras que los ingresos financieros se redujeron hasta €10,0m (€15,6m en 2024). En conjunto, el resultado financiero mejoró hasta -€9,1m (-€11,0m en 2024), favoreciendo un aumento del EBT hasta €47,7m (+3,6% YoY).

De cara a 2026, el Plan de Negocio remitido por la compañía contempla una estabilidad de la facturación en torno a €1.000m, junto con una mejora del margen EBITDA, apoyada principalmente en una mayor contribución del negocio concesional y en el potencial reconocimiento de resultados asociado al cierre de determinados proyectos ferroviarios en México.

Endeudamiento y Cobertura

- Apalancamiento contenido y mejora de la cobertura de intereses.

La deuda financiera de Grupo Azvi se encuentra adecuadamente diversificada y conformada, principalmente, por las distintas financiaciones *Project Finance* (€126,9m en 2025, +6,3% YoY), asociadas a sus concesiones y proyectos bajo ejecución. Esta deuda se encuentra aislada por proyecto y presenta una estructura mayoritariamente a largo plazo, favoreciendo su capacidad de repago con los *cash flows* generados por los propios proyectos.

Durante 2025, el grupo amortizó íntegramente el préstamo sindicado, que presentaba un saldo de €12,7m a cierre de 2024. Asimismo, durante 2025, el saldo del programa de pagarés MARF aumentó hasta €25,6m (€14,7m en 2024). Este

programa fue renovado en diciembre de 2025 por un año adicional, manteniendo un saldo vivo máximo de €50m.

El resto de su financiación se encuentra compuesto principalmente por leasing (€44,1m), préstamos ICO y personales (€35,0m) y pólizas de crédito (€14,2m), además de otros pasivos financieros.

Con posterioridad al cierre, en marzo de 2026, Grupo Azvi formalizó un nuevo préstamo sindicado por €30m, destinado a financiar inversiones en CAPEX, así como un nuevo marco de circulante por €215m, que sustituye al anterior y comprende €150m de avales, €45m de confirming y €20m de pólizas de crédito. Ambos acuerdos presentan un plazo de cinco años, reforzando la flexibilidad y estabilidad de las fuentes de financiación para acometer el Plan de Negocio.

Cálculo DFN/EBITDA. Miles de €.				
	2022	2023	2024	2025
Leasing	10.044	18.947	40.359	44.077
Otras deudas	132	14.467	1.321	1.311
Pólizas	2.748	4.855	89	14.198
Préstamo sindicado	33.616	24.497	12.738	-
Préstamos ICO y personales	56.947	51.300	45.247	34.984
Project Finance	105.430	119.186	119.406	126.948
Préstamos Hipotecarios	7.603	6.202	558	-
Programa pagarés verde MARF	-	-	14.727	25.623
Otros pasivos financieros	46.950	32.893	31.481	34.620
DFT	263.470	272.347	265.926	281.761
Deuda Zeal (-)	16.824	15.738	15.488	13.590
Fianzas y depósitos (-)	1.629	262	278	294
DFT Ajustada	235.209	256.347	250.160	267.877
Cash	254.078	218.154	216.724	171.113
IFCP	1.267	525	1.380	12.343
Caja restringida (-)	10.570	9.571	12.751	14.644
Tesorería	244.776	209.108	205.353	168.812
DFN	-9.567	47.239	44.806	99.065
EBITDA	41.592	62.813	75.828	71.417
DFN/EBITDA	-0,2x	0,8x	0,6x	1,4x

La deuda financiera total ajustada de 2025 aumentó moderadamente hasta €267,9m (+7,1% YoY). Asimismo, la menor posición de tesorería respecto al ejercicio anterior se trasladó a un incremento de la deuda financiera neta, hasta €99,1m (€44,8m en 2024), si bien el grupo mantiene una elevada posición de tesorería, con €168,8m al cierre. El ratio DFN/EBITDA se situó así en 1,4x (0,6x en 2024, 1,9x con ajuste de caja realizado en dicho ejercicio), manteniéndose en niveles controlados. Por su parte, la reducción de los gastos financieros permitió una mejora de la cobertura de intereses, con un ratio EBITDA/intereses de 4,4x (3,5x en 2024).

De cara al periodo proyectado, se espera un moderado incremento del apalancamiento, si bien este se mantendría en niveles compatibles con la valoración actual del perfil financiero. Por su parte, la cobertura de intereses permanecería relativamente estable, en torno a 4x.

Análisis de Flujo de Caja

- Mejora del FFO, aunque con menor generación de caja por el mayor uso de circulante y CAPEX.

Cash flow. Miles de €.					
	FY23	FY24	FY25	24vs23	25vs24
Funds From Operations	31.114	50.640	61.427	62,8%	21,3%
+/- variación WK	-33.637	28.185	-42.067	183,8%	-249,3%
Cash Flow Operativo Aj.	-2.523	78.825	19.360	3224,3%	-75,4%
Capex	-58.097	-53.911	-69.793	7,2%	-29,5%
M&A	659	-284	-7.958	-143,1%	-2702,1%
Otras	419	3.573	14.115	752,7%	295,0%
Cash Flow Inversión	-57.019	-50.622	-63.636	11,2%	-25,7%
Cash Flow Libre Aj.	-59.542	28.203	-44.276	147,4%	-257,0%
+/- variación patrimonio	24	307	2	1179,2%	-99,3%
- Dividendos	-750	-7.000	0	-833,3%	100,0%
Cash Flow Final Generado Internamente	-60.268	21.510	-44.274	135,7%	-305,8%

El grupo incrementó su generación de FFO en 2025 hasta €61,4m (+21,3% YoY), favorecido principalmente por la reducción de los pagos por intereses, con un ratio FFO/DFN del 62,0%. No obstante, el mayor uso de circulante supuso una salida de caja de €42,1m, frente a una entrada de €28,2m en 2024, principalmente por el incremento de clientes y, en particular, de la obra ejecutada pendiente de certificar, que alcanzó €216,5m (€109,2m en 2024). De acuerdo con la información facilitada por la compañía, este incremento responde principalmente al calendario de certificación de determinados proyectos de elevada dimensión (Línea K y Talleres y Cocheras), sin que existan disputas relevantes con los clientes asociadas a dichos importes.

Como consecuencia, el Cash Flow Operativo se redujo hasta €19,4m (€78,8m en 2024). Asimismo, el mayor CAPEX del ejercicio, de €69,8m (+29,5% YoY), situó el Cash Flow Libre en -€44,3m (€28,2m en 2024). En ausencia de reparto de dividendos, el Cash Flow Generado Internamente se situó igualmente en -€44,3m, derivando en una reducción de la posición de caja hasta €171,1m a cierre de 2025 (€216,7m en 2024).

Capitalización

- Mejora de la capitalización del grupo, aunque manteniéndose en niveles ajustados.

Estructura de activo y financiación. Miles de €. ⁽¹⁾ ⁽²⁾					
	FY23	FY24	FY25	24vs23	25vs24
Total Activo	1.069.234	1.060.616	1.246.695	-0,8%	17,5%
Activo No Corriente	305.177	332.929	465.657	9,1%	39,9%
Activo Corriente	764.057	727.687	781.038	-4,8%	7,3%
NOF	116.739	-7.315	12.219	-106,3%	267,0%
Patrimonio Neto	124.875	128.636	164.427	3,0%	27,8%
Deuda Financiera Total Aj. (DFTa)	256.347	250.159	267.877	-2,4%	7,1%
Deuda Financiera Neta Aj. (DFNa)	47.239	44.806	99.065	-5,2%	121,1%
PN/DFTa	48,7%	51,4%	61,4%	2,7pp	10,0pp
DFNa/EBITDA Aj.	0,8x	0,6x	1,4x	-0,2x	0,8x
EBITDA Aj./Intereses Aj	3,5x	3,5x	4,4x	0,0x	0,9x

⁽¹⁾ El cálculo de la deuda tiene en cuenta "otros pasivos financieros" a excepción de la deuda de Zeal. Asimismo, la deuda financiera incluye financiación Project Finance; sin incluir esta financiación, la deuda financiera total sería de €130,8m en 2024 y €140,9 en 2025, generando un ratio PN/DFT de 98,4% en 2024 y 116,7% en 2025. ⁽²⁾ En caso de aplicar en 2024 un ajuste del 50% sobre la caja, el ratio DFN/EBITDA sería de 1,9x y el ratio FFO/DFN de 34,3%. Este ajuste no se aplica a partir de 2025.

Como grupo especializado en el sector de construcción e ingeniería, su estructura de activo se caracteriza por la presencia relevante de concesiones en su inmovilizado intangible, por €101,8m (€65,2m en 2024), así como de inmovilizado material, por €154,5m (€132,7m en 2024). El activo no corriente aumentó significativamente durante el ejercicio, si bien el grupo mantiene un mayor peso del corto plazo, que representó el 62,6% del activo total en 2025 (68,6% en 2024).

La estructura de financiación de Azvi continúa formada principalmente por deuda financiera y saldos con acreedores comerciales. No obstante, el patrimonio neto aumentó hasta €164,4m (+27,8% YoY), favorecido por los resultados

positivos del ejercicio y la ausencia de reparto de dividendos, frente a un crecimiento más moderado de la deuda financiera total ajustada (+7,1% YoY). Como consecuencia, el ratio de capitalización (PN/DFT) mejoró significativamente hasta el 61,4% (51,4% en 2024), aunque continúa situándose en niveles algo ajustados.

De cara a los próximos ejercicios, se espera una mejora paulatina de la capitalización, apoyada principalmente en el crecimiento previsto del patrimonio neto, pese a las previsibles necesidades de inversión del grupo.

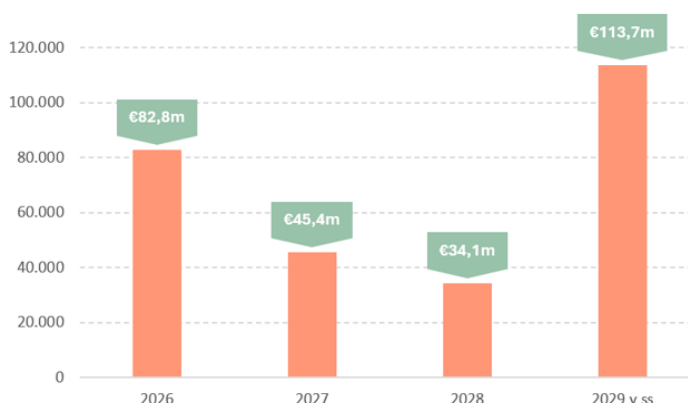
Liquidez

- **Ratio de liquidez superior.**

El grupo presenta, a cierre de 2025, un elevado perfil de liquidez (>2x) fundamentado especialmente en el elevado volumen de caja disponible (€168,8m) y la sostenida generación de Cash Flow Operativo estimada. Estas fuentes de liquidez se consideran suficientes para acometer los compromisos de deuda a corto plazo, el capex estimado y el reparto de dividendos proyectado. Además, su perfil de liquidez se ve reforzado por un perfil de refinanciación fuerte, lo que facilita el acceso a fuentes de financiación externas, estando además respaldado por la nueva financiación formalizada en marzo de 2026.

Por otro lado, el grupo presenta un calendario de vencimientos adecuado (actualizado a abril de 2026), con cierta concentración en 2026 (€82,8m, 30% sobre el total de vencimientos), importe que incluye el vencimiento del saldo vivo del programa de pagarés MARF (€25,6m). A partir de entonces, los vencimientos se reducen a €45,4m en 2027 (16,4%) y €34,1m en 2028 (12,4%), estando el 41,2% de vencimientos restantes concentrados a partir de 2029.

Calendario de vencimientos. Miles de €. (30/04/2026) ⁽¹⁾



⁽¹⁾ Incluye vencimientos de la financiación circulante y del programa de Pagarés emitido en el MARF.

Modificadores

Controversias

- **Controversias sin impacto en la calificación crediticia.**

Desde 2024 y hasta la fecha han aparecido diversas informaciones en medios que vinculan a Grupo Azvi con el denominado Caso Koldo. El pasado ejercicio, la compañía nos remitió un informe de *compliance* en el que se señala la no veracidad de dichas informaciones. Durante 2026 se han producido nuevas informaciones y actuaciones judiciales relacionadas con el caso. No obstante, de acuerdo con la información pública disponible, ni Grupo Azvi ni sus administradores, directivos o empleados ostentan actualmente la condición de investigados. Consideramos que, con la información disponible, esta controversia no tiene un impacto material en la valoración crediticia, si bien se mantendrá un seguimiento de su evolución.

Riesgo País

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

En 2025, la actividad de la compañía se concentraba principalmente en México (46%, riesgo medio/bajo), España (37%, riesgo bajo) y Chile (10%, riesgo bajo).

Proyecciones Financieras

Estas estimaciones se basan en las proyecciones proporcionadas por la compañía, que no contemplan actualmente las inversiones asociadas a los proyectos de las Rutas 150 y 160 en Chile, cuya materialización continúa sujeta a incertidumbre. Sobre este escenario, EthiFinance Ratings ha aplicado ligeros ajustes bajo criterios prudenciales, principalmente sobre el CAPEX previsto y las necesidades de financiación asociadas, con el objetivo de reflejar una visión prudente y realista del horizonte operativo y financiero.

Proyecciones financieras. Miles de €. ⁽¹⁾		
	FY26e	FY27e
Facturación	1.017.800	1.024.491
Adj EBITDA	75.631	78.031
Adj Margen EBITDA	7,4%	7,6%
EBIT	58.130	55.029
Margen EBIT	5,7%	5,4%
EBT	56.204	43.724
Total Activo	1.252.537	1.241.661
Patrimonio Neto	189.616	203.424
Adj Deuda Financiera Total	283.867	293.087
Deuda Financiera Neta	110.588	166.491
PN/DFT	66,8%	69,4%
Adj DFN/Adj EBITDA	1,5x	2,1x
Adj Funds From Operations	48.652	55.594
Adj FFO/Adj DFN	44,0%	33,4%
Adj EBITDA/Adj Intereses	4,2x	4,1x

⁽¹⁾ El cálculo de la deuda tiene en cuenta "otros pasivos financieros" a excepción de la deuda de Zeal. Asimismo, la deuda financiera incluye financiación Project Finance.

Grupo Azvi presenta unas proyecciones financieras que contemplan una estabilidad de la actividad en torno a €1.000m durante 2026-2027, apoyada en el elevado volumen de cartera y en su progresiva renovación. En México, la finalización progresiva de los proyectos vinculados al Tren Maya y Línea K se vería compensada por la entrada de nuevos proyectos adjudicados y por el desarrollo de la cartera existente. A ello se suma la evolución favorable prevista de la actividad en España, especialmente en los segmentos ferroviario, de mantenimiento y electrificación, así como el avance del proyecto de Uppsala en Suecia. En este contexto, las proyecciones contemplan una evolución favorable de la rentabilidad, apoyada, entre otros factores, por el reconocimiento de resultados pendientes asociado al cierre de determinados proyectos en México.

En el plano financiero, las proyecciones contemplan una mejora gradual de la capitalización apoyada en el crecimiento del patrimonio neto. No obstante, el mayor esfuerzo inversor previsto se trasladaría a una reducción de la posición de caja y a un incremento de la deuda financiera neta, situando el DFN/EBITDA en 1,5x en 2026 y 2,1x en 2027, aunque manteniéndose en niveles controlados. Asimismo, el FFO/DFN se situaría en el 44,0% y 33,4%, respectivamente, mientras que la cobertura EBITDA/intereses permanecería relativamente estable, en torno a 4,0x.

Principales Magnitudes Financieras

Principales magnitudes. Miles de €. ⁽¹⁾ ⁽²⁾					
	FY24	FY25	FY26e	FY27e	25vs24
Facturación	1.099.102	1.001.166	1.017.800	1.024.491	-8,9%
Adj EBITDA	75.828	71.417	75.631	78.031	-5,8%
Adj Margen EBITDA	6,9%	7,1%	7,4%	7,6%	0,2pp
EBIT	56.428	56.487	58.130	55.029	0,1%
Margen EBIT	5,1%	5,6%	5,7%	5,4%	0,5pp
EBT	46.051	47.706	56.204	43.724	3,6%
Total Activo	1.060.616	1.246.695	1.252.537	1.241.661	17,5%
Patrimonio Neto	128.636	164.427	189.616	203.424	27,8%
Adj Deuda Financiera Total	250.159	267.877	283.867	293.087	7,1%
Deuda Financiera Neta	44.806	99.065	110.588	166.491	121,1%
PN/DFT	51,4%	61,4%	66,8%	69,4%	10,0pp
Adj DFN/Adj EBITDA	0,6x	1,4x	1,5x	2,1x	0,8x
Adj Funds From Operations	50.640	61.427	48.652	55.594	21,3%
Adj FFO/Adj DFN	113,0%	62,0%	44,0%	33,4%	-51,0pp
Adj EBITDA/Adj Intereses	3,5x	4,4x	4,2x	4,1x	0,9x

⁽¹⁾ El cálculo de la deuda tiene en cuenta "otros pasivos financieros" a excepción de la deuda de Zeal. Asimismo, la deuda financiera incluye financiación Project Finance; sin incluir esta financiación, la deuda financiera total sería de €130,8m en 2024 y €140,9 en 2025, generando un ratio PN/DFT de 98,4% en 2024 y 116,7% en 2025. ⁽²⁾ En caso de aplicar en 2024 un ajuste del 50% sobre la caja, el ratio DFN/EBITDA sería de 1,9x y el ratio FFO/DFN de 34,3%. Este ajuste no se aplica a partir de 2025.

Credit Rating

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

Análisis Sensibilidad

- Factores positivos en el largo plazo (↑)

Desde EthiFinance Ratings, no se prevé una mejora del rating en el corto plazo. Una revisión al alza requeriría principalmente un fortalecimiento sustancial y sostenido del perfil de negocio, actualmente el principal factor limitante de la calificación, apoyado en una mayor diversificación geográfica, por segmentos y clientes, reduciendo la dependencia de grandes contratos y concentraciones específicas. Además, esta evolución debería venir acompañada del mantenimiento de un perfil financiero sólido, con métricas promedio que reflejen un DFN/EBITDA ajustado inferior a 1,5x, un FFO/DFN superior al 50%, una cobertura EBITDA/intereses por encima de 7,0x y un PN/DFT superior al 80%.

- Factores negativos en el largo plazo (↓)

Una pérdida, modificación o no materialización de proyectos relevantes de la cartera, así como una reposición insuficiente de los contratos en fase de finalización, podrían reducir la visibilidad de ingresos, debilitar la diversificación del grupo y presionar la generación de EBITDA y caja operativa. Este riesgo cobra especial relevancia ante la incertidumbre existente sobre determinados proyectos en Chile. Asimismo, desviaciones relevantes en la ejecución, sobrecostos o retrasos en certificaciones y cobros podrían limitar la conversión de resultados en caja y deteriorar el perfil financiero. En este contexto, un deterioro sostenido de las métricas financieras, con un DFN/EBITDA ajustado superior a 2,5x, un FFO/DFN inferior al 30%, una cobertura EBITDA/intereses por debajo de 4,0x y un PN/DFT inferior al 50%, junto con un debilitamiento material de la posición de liquidez, podría ejercer presión negativa sobre la calificación.

Sources of information

The credit rating assigned in this report has been requested by the rated entity, which has also taken part in the process. It is based on private information as well as public information. The main sources of information are:

1. Annual Audit Reports.
2. Corporate Website.
3. Information published in the Official Bulletins.
4. Rating book provided by the Company.

The information was thoroughly reviewed to ensure that it is valid and consistent, and is considered satisfactory. Nevertheless, EthiFinance Ratings assumes no responsibility for the accuracy of the information and the conclusions drawn from it.

Additional information

- The rating was carried out in accordance with Regulation (EC) N°1060/2009 of the European Parliament and the Council of 16 September 2009, on credit rating agencies. Principal methodology used in this research are :
 - Corporate Rating Methodology - General : <https://www.ethifinance.com/download/corporate-rating-methodology-general/?wpdmdl=35203>
 - Corporate Rating Methodology - General : <https://www.ethifinance.com/download/corporate-rating-methodology-general/?wpdmdl=35203>
- The rating scale used in this report is available at <https://www.ethifinance.com/en/ratings/ratingScale>.
- EthiFinance Ratings publishes data on the historical default rates of the rating categories, which are located in the central statistics repository CEREP, of the European Securities and Markets Authority (ESMA).
- In accordance with Article 6 (2), in conjunction with Annex I, section B (4) of the Regulation (EC) No 1060/2009 of the European Parliament and of the Council of 16 September 2009, it is reported that during the last 12 months EthiFinance Ratings has not provided ancillary services to the rated entity or its related third parties.
- The issued credit rating has been notified to the rated entity, and has not been modified since.

Conditions of Use for this document and its content:

For all types of Ratings that ETHIFINANCE RATINGS, S.L. (the "AGENCY") issues, the User may not, either by themselves or via third parties, transfer, sublease, sublicense, sell, extract, reuse, or dispose of in any other way the content of this Document to a third party, either for free or for consideration.

For the purpose of these Conditions of Use, any client who might have subscribed for a product and/or a service that allows him to be provided with the content of this Document as well as any privileged person who might access the content of this Document via www.ethifinance.com shall be considered as a User.

Nor may they alter, transform or distort the information provided in any way. In addition, the User will also not be permitted to copy and/or duplicate the information, nor create files which contain the information of the Document, either in its entirety or partially. The Document and its source code, regardless of the type, will be considered as the elaboration, creation, or work of the AGENCY and subject to the protection of intellectual property right regulation. For those uses of this Document which are permitted, the User is obliged to not allow the removal of the copyright of the AGENCY, the date of the Document's issuance, the business name as established by the AGENCY, as well as the logo, brands and any other distinctive symbol which is representative of the AGENCY and its rights over the Document. The User agrees to the conditions of Use of this Document and is subject to these provisions since the first time they are provided with this Document no matter how they are provided with the document. The Document and its content may not be used for any illicit purpose or any purpose other than those authorised by the AGENCY. The User will inform the AGENCY about any unauthorised use of the Document and/or its content that may become apparent. The User will be answerable to the AGENCY for itself and its employees and/or any other third party which has been given or has had access to the Document and/or its content in the case of damages which arise from the breach of obligations which the User declared to have read, accepted and understood upon receiving the Document, without prejudice to any other legal actions that the AGENCY may exercise in defence of its lawful rights and interests. The Document is provided on the acceptance that the AGENCY is not responsible for the interpretation that the User may make of the information contained. Credit analyses included in the Document, as well as the ratings and statements, are to be deemed as opinions valid on the date of issuance of the reports and not as statements of fact or recommendations to purchase, hold or sell any securities or to make any investment decision. The credit ratings and credit rating prospects issued by the AGENCY are consider to be its own opinion, so it is recommended that the User take it as a limited basis for any purpose that it intends to use the information for. The analyses do not address the suitability of any value. The AGENCY does not act as a fiduciary or an investment advisor, so the content of the Document should not be used as a substitute for knowledge, criteria, judgement or experience of the User, its Management, employees, advisors and/or clients in order to make investment decisions. The AGENCY will devote every effort to ensure that the information delivered is both accurate and reliable. Nonetheless, as the information is elaborated based on data supplied by sources which may be beyond the control of the AGENCY, and whose verification and comparison is not always possible, the AGENCY, its subsidiaries, and its directors, shareholders, employees, analysts and agents will not bare any responsibility whatsoever (including, without any limitations, loss of revenue or income and opportunity costs, loss of business or

reputational damage or any other costs) for any inaccuracies, mistakes, noncorresponding information, incompleteness or omission of data and information used in the elaboration of the Document or in relation to any use of its content even should it have been warned of potential damages. The AGENCY does not make audits nor assume the obligation of verifying independent sources of information upon which the ratings are elaborated. Information on natural persons that may appear in this document is solely and exclusively relevant to their business or business activities without reference to the sphere of their private life and should thus be considered. We would like to inform that the personal data that may appear in this document is treated in accordance with Regulation (EU) 679/2016, on the protection of natural persons with regard to the processing of personal data and the free movement of such data and other applicable legislation. Those interested parties who wish to exercise the rights that assist them can find more information in the link: <https://www.ethifinance.com/> in the Privacy Policy page or contact our Data Protection Officer in the mail dpo@ethifinance.com. Therefore the User agrees that information provided by the AGENCY may be another element to consider when making business decisions, but decisions will not be made based solely on it; that being the case the AGENCY will not be held responsible for the lack of suitability. In addition, the use of the information before courts and/or tribunals, public administrations, or any other public body or private third party for any reason shall be solely the User's responsibility and the AGENCY shall not be held responsible for any liabilities on the grounds of inappropriateness of the information's contents. Copyright © 2023 ETHIFINANCE RATINGS, S.L. All Rights Reserved. C/ Velázquez nº18, 3º derecha, 28001 - Madrid