

ISSUER RATING
LongTermOUTLOOK
StableInitiation date 07/07/2017
Rating Date 26/06/2026

Contacts

Lead analyst

Miguel Castillo Clavarana
miguel.castillo@ethifinance.com

Committee chair

Thomas Dilasser
thomas.dilasser@ethifinance.com

Rating Action y Rationale

- EthiFinance Ratings afirma la calificación de Nexus Energía, S.A. en 'BBB-', cambiando la tendencia de 'Positiva' a 'Estable'.
- El cambio en la tendencia responde a la evolución que finalmente tuvo la compañía en el 2025 frente a las previsiones y a la situación esperada en este momento bajo el nuevo Plan 2026-30, el cual incorpora unas previsiones de inversión significativas que derivan en una estructura financiera más apalancada respecto a la situación anterior. En este sentido, EthiFinance Ratings señala que la tendencia Estable se basa en la expectativa de que Nexus ejecute su plan estratégico de forma ordenada y efectiva o, en su defecto, mantenga suficiente flexibilidad para ajustar sus compromisos de inversión en caso de que no se alcancen los objetivos de rentabilidad previstos. El mantenimiento de unas métricas financieras consistentes con una calificación de grado de inversión será, por tanto, clave para preservar el nivel de rating actual (véase "Análisis de sensibilidad"). Cualquier desviación relevante respecto a la ejecución esperada del plan, o cualquier deterioro de las métricas financieras por encima de nuestras hipótesis actuales, podría dar lugar a una revisión anticipada de la calificación.
- Nexus Energía, S.A y sus sociedades dependientes (en adelante Nexus) es un grupo energético que opera principalmente en las actividades de comercialización de energía (electricidad y gas) y en los servicios de representación para los productores de energía renovable.
- El rating de la sociedad se ve favorecido principalmente por una situación satisfactoria en el perfil financiero, aspecto soportado principalmente tanto por el nivel de capitalización como del apalancamiento medido bajo ratios promedio (PN/DFT > 85%; DFN/EBITDA ~ 2x; FFO/DFN > 30%). De igual forma, la escala o tamaño de la compañía es un factor que contribuye de forma positiva en el posicionamiento competitivo.
- Como factores que limitan la calificación seguimos señalando un perfil de negocio valorado como medio, donde los factores de la diversificación de la actividad dentro del posicionamiento competitivo (93,8% de las ventas se generaron en España en 2025), y el apoyo financiero de los socios dentro de la gobernanza, se destacan como elementos que aún cuentan con amplio recorrido de mejora. Igualmente, dentro del perfil financiero cabe señalar que el ratio de la cobertura de intereses continúa siendo un aspecto a mejorar (EBITDA/Intereses ~ 6x en promedio) respecto de otras métricas financieras.
- En línea con nuestra metodología, el sector 'utilities' ajustado a la comercialización y representación de energía se considera neutral en su alineación con los factores ESG ('sector heatmap' entre 2 y 2,9). Esta valoración tiene como resultado un análisis sectorial que no se ve afectado por este factor. Por su parte, la política de ESG de la compañía se considera favorable ('ESG score' entre 1 y 1,5), lo cual resulta suficiente para un impacto positivo de medio escalón en la calificación de su perfil financiero.

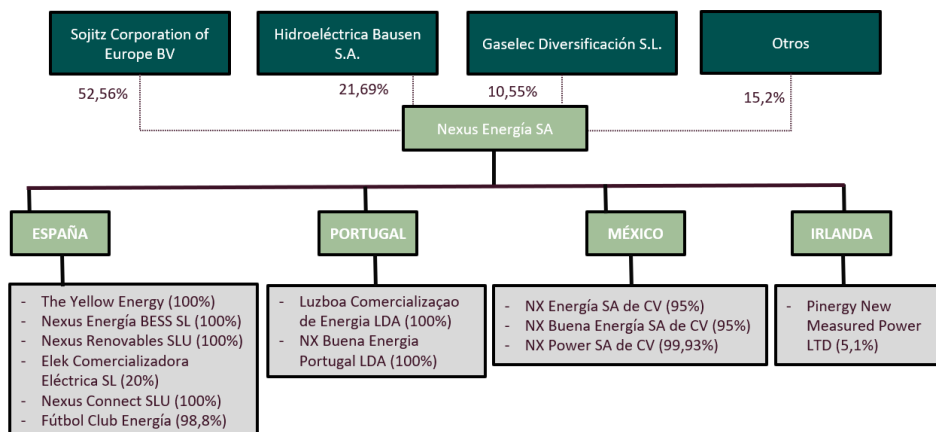
Descripción de la Compañía

Constituida en el año 2000 y domiciliada en Barcelona, Nexus se posiciona como una comercializadora de electricidad, gas natural y servicios relacionados. Su actividad se dirige a: hogares, pymes, grandes empresas, administraciones públicas, y otras comercializadoras. En este momento España es el mercado principal y destacado del grupo, siendo Portugal y México países donde suma presencia aún con limitado desarrollo.

Sus actividades se desglosan de forma resumida en:

- Comercialización de energía.** Operador autorizado desde 2001 y 2004 para comercializar electricidad y gas natural respectivamente en España. Desde 2021 su marca Nexus es 100% proveedora de energía renovable, siendo su filial y principal cliente, The Yellow Energy (100%), la dedicada a comercializar energía no renovable.
- Servicios.** Destaca en su actividad como representante de los productores de energía renovable frente a distintos organismos reguladores (REE, OMIE, CNMC), donde intermedia en la comercialización de energía y ofrece servicios añadidos. Otros servicios de menor aporte en resultados, pero con importantes expectativas de crecimiento, incluyen los relacionados con la eficiencia energética, los relacionados con la gestión y venta de energía y autoconsumo, así como de manera más reciente los asociados a la gestión y optimización de baterías (utility scale), mediante la alianza estratégica con el especialista austriaco enspired.
- Producción de energía.** La compañía mantiene en propiedad plantas de tecnología fotovoltaica con una potencia total instalada de 1,8MW, área de negocio sobre la que en este momento se plantean perspectivas de crecimiento de forma limitada y bajo criterios muy conservadores en el riesgo.

Estructura mercantil



Fundamentos

Perfil de Negocio

Análisis del Sector

- **Industria 'commodity' regulada, alineada con el ciclo económico, y con barreras de entrada elevadas para ser competitivo. Estabilidad de los resultados, aunque con márgenes muy reducidos.**

Nexus enmarca su actividad dentro del sector 'utility' con una dedicación específica en los segmentos de comercialización y representación de energía. De forma conjunta ambas actividades conforman un marco sectorial regulado y con buenos fundamentos, donde la estabilidad de la rentabilidad y las barreras de entrada compensan una menor valoración respecto al nivel de rentabilidad. Por su parte, las perspectivas de crecimiento son adecuadas, estando ligadas al desarrollo económico y el crecimiento demográfico.

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

En el último periodo en términos generales el mercado eléctrico sigue condicionado por una tendencia de minoración gradual del precio medio anual (pool) patente desde la situación extraordinaria de 2022 (167,7 €/MWh) y que en 2025 alcanzó los 65,5 €/MWh. Esta tendencia, consecuente con el significativo incremento de las energías renovables en el 'mix' energético nacional y cierta normalización del precio de los combustibles, continua no obstante siendo limitada y no exenta de una destacada volatilidad por los conflictos internacionales que marcan las dinámicas de precios del gas.

De esta forma, la estabilidad en los resultados para esta industria procede tanto del mantenimiento de una adecuada liquidez para mantener su capacidad de compra de energía, como de la operativa mayoritaria bajo precios indexados junto al uso adecuado de instrumentos de coberturas de precios (acuerdos de compra privados (PPA) o derivados), como mecanismos que limitan el riesgo de volatilidad de los precios del mercado. De igual forma la integración de las comercializadoras en actividades como la representación o la generación de energía aportan mayor estabilidad.

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

Respecto a la evolución de la estructura señalamos cierta estabilidad con los últimos datos de junio de 2025 (fuente CNMC). Así, el 73% del total de los puntos de suministro eléctricos en España (30,6m) se suministraron desde un comercializador libre, siendo para el mercado gasista el 61%. Por su parte, en términos interanuales la tasa de cambio o 'switching' siguió aumentando con un 23,4% para el sector eléctrico y un 18% en el mercado del gas.

Dadas las características de ser un bien de primera necesidad, la demanda de energía se considera en términos estables y cuya evolución queda ligada estrechamente a la situación macroeconómica. En este sentido, señalamos que

desde la recuperación de la demanda en 2021 (+2,4%) como respuesta a la pandemia, la tendencia fue bajista en términos moderados hasta 2024, momento en el que la demanda repuntó (+0,9%) para avanzar una mejora que se confirmó en 2025 con un crecimiento del 2,8% (fuente REDEIA). Desde EthiFinance Ratings se proyectan unas perspectivas de crecimiento del PIB en los próximos años (+2,3% en 2026 y 1,9% en 2027).

- **Industria neutra a nivel ESG.**

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

Posicionamiento Competitivo

- **Destacada escala y adecuadas ventajas competitivas en el mercado nacional.**

Nexus cuenta en términos generales con un posicionamiento competitivo satisfactorio, donde una favorable escala o tamaño del grupo mejora la situación respecto a las ventajas competitivas y la diversificación de la actividad.

Con la cifra de ventas de 2025 (€1.672,8m) y la previsión esperada para el medio plazo, se espera que Nexus se mantenga en una facturación promedio superior a los €1.800m. Por tanto, y siendo su ámbito de negocio considerado 'Local', la escala es un factor que sigue favoreciendo el posicionamiento competitivo del grupo.

El Grupo Nexus, es fruto de la unión de 12 distribuidoras eléctricas de menor tamaño que unieron fuerzas (sinergias) con el fin de crear una comercializadora competitiva ante el proceso de liberalización del sector energético en España, iniciado en 1997. En consecuencia, se le valora una amplia trayectoria y experiencia en las operaciones. La compañía se mantiene como un referente del mercado libre de electricidad en España siendo este, no obstante, ampliamente dominado por un reducido número de compañías.

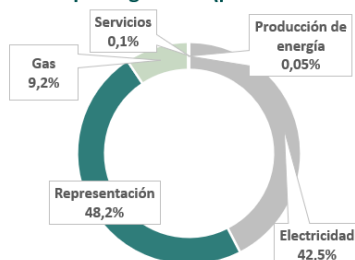
De forma consolidada el volumen total de energía gestionada por Nexus continuó creciendo durante 2025 para alcanzar los 18,8 TWh (+12% YoY). Así, por energía suministrada la compañía se mantiene como un referente en el mercado español de comercialización de electricidad (Top 10) y líder en representación energética del sector fotovoltaico.

La actividad de representación es un elemento clave por cuanto además de generar resultados, contribuye a disminuir la necesidad de aportación de garantías al mercado en la operatividad, así como de financiación del circulante al tener un comportamiento de cobros-pagos favorable.

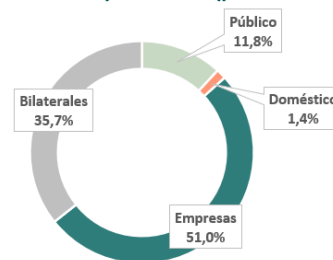
- **Modesta diversificación mitigada por la cartera de productos y clientes.**

La diversificación de las ventas por segmentos de actividad se mantuvo relativamente estable durante el periodo analizado. El negocio de representación continuó siendo la principal actividad por cifra de negocio con un 48,3% en 2025 y en línea con el promedio 2025-23. Por su parte, el segmento de comercialización de electricidad se mantuvo destacado como segunda actividad con un 43,3% e igualmente en línea con el promedio de los últimos años, mientras que el negocio de gas aportó un 8,2%. De forma conjunta estos segmentos completaron prácticamente la totalidad de la cifra de negocio, dado el carácter todavía residual de las actividades de generación y los servicios, negocios que aún están pendientes de tomar mayor peso conforme a la ejecución de los planes de crecimiento e inversión.

% Ventas por segmentos (promedio 2025-23)



% Energía suministrada por clientes (promedio 2025-23)



Si bien históricamente la comercialización de energía ha sido la principal fuente de generación de margen, en los últimos años la creciente contribución de los ingresos derivados de la venta de Garantías de Origen, incluidos dentro del negocio de representación, ha contribuido a reducir la diferencia entre ambos segmentos.

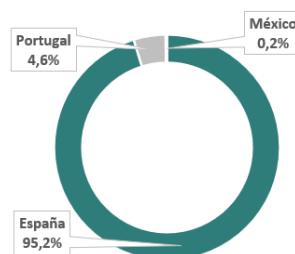
Aunque la actividad de comercialización de energía mantiene una presencia diversificada en términos de segmentos de clientes y productos, históricamente el foco principal del Grupo se ha centrado en el cliente empresarial o B2B (pymes y grandes compañías), segmento que concentró el 51% de la energía suministrada en promedio durante el periodo 2023-2025. No obstante, en 2025 el peso de este segmento continuó reduciéndose hasta situarse en el 41,6%, como

consecuencia de la disminución de su actividad (-66,4% YoY) y, especialmente, del fuerte crecimiento de los acuerdos bilaterales con otras comercializadoras, que pasaron a representar el 53,4% de la energía suministrada y se convirtieron en el principal segmento de actividad del Grupo. Este crecimiento en bilaterales (+121,6% YoY) responde a la adopción de una estrategia comercial más activa por parte de la compañía, la cual considera que continúe contribuyendo al crecimiento del Grupo en los próximos ejercicios.

Asimismo, y pese a representar todavía una parte limitada del volumen total de energía suministrada (1,5% del total en 2025), destacamos el crecimiento del segmento doméstico (+43,1% YoY), en línea con la intensificación de la actividad comercial anunciada por la compañía el pasado ejercicio para este segmento.

Por otro lado, en el último año destacamos la continuidad de la apuesta por la venta de energía indexada tanto en electricidad (87% incluyendo bilaterales) como en gas (72%). Además, la compañía aplica una estrategia de coberturas de precios tendente a alcanzar el 100% del volumen de energía gestionado mediante el uso adicional de acuerdos venta de energía privados (PPA) y uso de derivados.

% Ventas por mercados (promedio 2025-23)



Respecto a la diversificación geográfica hay que señalar una destacada concentración de la actividad en España, mercado que generó el 93,8% de la facturación en 2025 (95,1% en 2024). A su favor destacamos una positiva diversificación en términos de la cartera de clientes, siendo la política de riesgos la de cubrir con seguros de crédito los importes relevantes. Obviando su filial The Yellow Energy como principal cliente de comercialización de energía, no hay ningún cliente que a cierre de 2025 concentrara más del 5% de la facturación (Top 10 representa el 13%).

Estructura Accionarial y Gobernanza

- **Accionariado diversificado y una política financiera hasta ahora significativamente prudente.**

Nexus es una compañía de capital privado. En el último periodo destacamos el incremento de participación del accionista mayoritario Sojitz para alcanzar un 52,55% del capital mediante operaciones de compra-venta de acciones (socios y autocartera). Sojitz, conglomerado japonés de ámbito internacional con intereses en varios negocios (automoción, aeroespacial, infraestructuras, minería, etc.) y una facturación cercana a los €17bn en 2025, se incorporó a la compañía en 2021 con un 30% vía ampliación de capital para apoyar el plan de crecimiento de Nexus bajo una estrategia de permanencia a largo plazo. Además, la base accionarial incluye principalmente tanto al grupo de accionistas históricos y con presencia en el Consejo de Administración como un amplio grupo de minoritarios. En este momento la política de dividendos se espera que continúe en torno al 40-50% del resultado anual.

La gestión y política financiera continua en este momento con una favorable valoración, siendo necesario un mayor avance en la ejecución de los planes estratégicos para una mejora en este ámbito. Las vías establecidas para un mayor crecimiento y generación de rentabilidad siguen en desarrollo, contando a su favor con una política financiera prudente.

El Plan Estratégico 2026-2030 se valora como ambicioso en términos de inversión, al contemplar un CAPEX agregado de €96m durante el periodo 2026-2028. Las inversiones previstas estarán destinadas tanto al mantenimiento del esfuerzo inversor en digitalización y sistemas como al crecimiento orgánico del Grupo, mediante el desarrollo de servicios energéticos y la expansión de la actividad en México. Asimismo, una parte significativa del plan se orienta al crecimiento inorgánico, a través de la ampliación del perímetro corporativo y la realización de nuevas inversiones, con especial foco en la comercialización de energía y el incremento de la capacidad de generación renovable.

De esta forma, y en la medida en que este Plan no contempla aportación de capital de los socios ni restricciones al dividendo, esto supone a priori una tensión de las métricas crediticias del Grupo que deberá ser adecuadamente gestionada, especialmente en el caso de potenciales desviaciones negativas en la rentabilidad y liquidez esperadas.

- **Política ESG a nivel compañía con impacto positivo.**

El desempeño en materia de ESG, medido a través del análisis de nuestros factores específicos, permite con los datos más recientes de 2025 mantener una situación favorable (con una puntuación entre 1 y 1,5) que aplica de forma general al conjunto de los ámbitos de la gobernanza, el ámbito social y el medioambiental. Esto se traduce en una mejora directa de medio escalón en la calificación del perfil financiero de la compañía.

La valoración, de forma resumida se apoya en la separación entre las funciones de presidente y CEO, la existencia de un código ético y políticas anticorrupción, y la certificación de sus sistemas de gestión de calidad y medioambiente para la mayor parte del grupo. Así mismo, en el ámbito social destaca la diversidad de la plantilla, así como la mejora de las horas de formación por empleado. En términos medioambientales, la compañía mantiene una huella limitada, con un consumo energético total de 480 MWh y emisiones de alcance 1 y 2 de 94,6 tCO₂e. No obstante, la valoración se ve limitada por la ausencia de consejeros independientes, la concentración accionarial, la falta de criterios sociales en las compras, o la ausencia de certificación externa en salud y seguridad laboral.

Perfil Financiero

Ventas y Rentabilidad

- Continuidad de una rentabilidad ajustada y que no pudo mejorar en el último ejercicio.

La actividad de Nexus se encuentra en línea con el sector de comercialización de energía, donde una estructura intensiva en costes operativos (aprovisionamientos y explotación) y la alta dependencia de la financiación comercial (deuda y avales) explican una rentabilidad ajustada.

Resultados y Rentabilidad. €miles				
	FY23	FY24	FY25	25vs24
Facturación	1.893.663	1.676.202	1.672.843	-0,2%
Mg Bruto	4,3%	4,7%	4,0%	-0,7pp
EBITDA	24.886	22.091	19.887	-10,0%
Mg EBITDA	1,3%	1,3%	1,2%	-0,1pp
EBIT	21.413	17.730	15.119	-14,7%
Mg EBIT	1,1%	1,1%	0,9%	-0,2pp
Gastos Financieros	-6.922	-4.444	-3.609	18,8%
EBT	18.704	16.549	13.596	-17,8%

Pese a la continuidad de un mayor volumen de energía gestionada durante 2025, los ingresos del grupo se redujeron como consecuencia de unas menores ventas de €1.672,8m (-0,2% YoY), dentro de un contexto de continuidad en la reducción del 'pool' eléctrico y los precios efectivamente capturados en la solar fotovoltaica, así como la obtención de unos menores 'otros ingresos' por conceptos como la venta de garantías de origen, penalizaciones de contratos y servicios prestados. Por el contrario, la reducción de los costes por tributos fue destacada, aspecto derivado de la reversión de las provisiones existentes tras el cambio en el mecanismo de liquidación del Fondo Nacional de Eficiencia Energética.

En este contexto el EBITDA continuó reduciéndose hasta los €19,9m (-10% YoY), lo que redujo el margen sobre ventas hasta el 1,2% y no permitió por tanto cumplir con las previsiones de mejora para alcanzar el 1,4%.

Los menores gastos financieros generados no permitieron sin embargo mejorar el resultado financiero en el último ejercicio, lo que supuso una reducción del resultado neto hasta los €11,3m (-9,3% YoY) que se vio favorecida por los menores impuestos del ejercicio.

Para los próximos años se proyecta una mejora gradual de la rentabilidad conforme al avance en el Plan Estratégico, permitiendo que en 2028 el margen EBITDA se acerque al 2% sobre la base de que se formalicen las inversiones previstas. La mejora de rentabilidad se fundamenta principalmente tanto en la mayor escala de las operaciones, como por el crecimiento esperado en el cliente doméstico dentro de la comercialización de energía, y en los segmentos de servicios y generación que participen de unos márgenes de beneficio superiores.

Endeudamiento y Cobertura

- Excelente nivel de apalancamiento que mitiga la situación más limitada en la cobertura de intereses.

La ajustada rentabilidad del negocio se sostuvo nuevamente gracias al nivel favorable del apalancamiento financiero. Así, aunque en 2025 la deuda financiera neta (DFN) se incrementó, el endeudamiento continuó favorecido por un nivel excelente tanto del ratio DFN/EBITDA (0,9x) como respecto del FFO/DFN (76,5%).

De igual forma, los menores gastos financieros generados en el ejercicio permitieron mejorar la cobertura de intereses (EBITDA/Intereses) hasta un nivel de 5,5x que ya se puede considerar satisfactorio. En este sentido, señalamos que el gasto financiero medio de Nexus en 2025 se redujo de manera destacada para un nivel del 5,1% (7,7% en 2024), siendo su actividad demandante de garantías y avales que junto con la financiación 'fuera de balance' suponen un coste adicional.

Cálculo DFN/EBITDA. €miles			
	FY23	FY24	FY25
Préstamos	12.467	11.008	12.008
Crédito/Confirming	9.063	-	1.498
Pagarés	22.600	34.300	37.300
Derivados	5.403	1.418	11.496
Arrendamiento financiero	1.544	1.723	1.413
Otros pasivos financieros	1.808	13.837	16.309
DFT Reportada	52.885	62.286	80.024
(+) Factoring sin recurso dispuesto	16.159	13.866	3.821
(-) Derivados	-5.403	-1.418	-11.496
(-) Opción de compra Elekuz	0	-12.331	-14.923
DFT	63.641	62.403	57.426
Caja	29.626	75.822	39.093
DFN	34.015	-13.419	18.333
EBITDA	24.886	22.091	19.887
DFN/EBITDA	1,4x	-0,6x	0,9x

En el último ejercicio la estructura de la deuda continuó ampliamente concentrada en el corto plazo (89% s/total) conforme a una actividad intensiva en circulante y el aplazamiento en el grueso de las inversiones esperadas. Dentro de su deuda financiera, siguen siendo los préstamos bancarios, los pagarés emitidos en el MARF (programa de hasta €50m) y la utilización del 'factoring' sin recurso los principales instrumentos de financiación. En este sentido, señalamos que en 2026 la compañía ha formalizado nuevas líneas de financiación, incluyendo una de importe significativo con el banco japonés Mitsubishi UFJ Financial Group que supone un respaldo importante a los planes el grupo.

La evolución esperada supone que el apalancamiento aumente conforme al desarrollo de las inversiones previstas, si bien se espera que permanezca bajo control, con un ratio DFN/EBITDA promedio en torno a 2x. Asimismo, la cobertura de intereses mantendría una valoración media, con un EBITDA/intereses promedio cercano a 6x.

Análisis de Flujo de Caja

- Reducción de la caja bajo una fuerte reducción de la caja interna no compensada con nueva deuda.

Flujo de Caja. €miles				
	FY23	FY24	FY25	25vs24
Funds From Operations	8.260	28.651	14.017	-51,1%
+/- variación WK	-28.064	29.444	-30.350	-203,1%
Cash Flow Operativo	-19.804	58.095	-16.333	-128,1%
Cash Flow Inversión	1.371	-7.681	-21.024	-173,7%
Cash Flow Libre	-18.433	50.414	-37.357	-174,1%
+/- variación patrimonio	0	0	-53	-
- Dividendos	-3.034	-5.396	-4.817	10,7%
Cash Flow Interno	-21.467	45.018	-42.227	-193,8%
Nueva deuda	7.331	1.178	5.498	366,7%
Cash Flow neto	-14.136	46.196	-36.729	-179,5%
Caja en balance	29.626	75.822	39.093	-48,4%

En 2025 la posición de caja se redujo hasta los €39m tras una disminución en la caja neta generada de -€36,7m. A nivel operativo esta evolución se produjo como consecuencia de los menores resultados y unas variaciones del circulante que se tornaron negativas por la menor financiación obtenida en los pagos frente a la generada en los movimientos de cobros y en las existencias. De igual forma, el mayor pago de impuestos destacó para la menor generación de fondos. No obstante, pese a los menores fondos operativos generados, la relación del FFO respecto a la deuda financiera neta se mantuvo en una situación excelente (76,5%).

Con un CFO negativo de -€16,3m la compañía no pudo cubrir su inversión neta para generar un Flujo de Caja Libre negativo de -€37,4m.

La continuidad en el reparto de dividendos (-€4,8m) igualmente contribuyó a una destrucción de la caja interna generada, la cual sólo se compensó parcialmente con la emisión neta de nueva deuda.

Capitalización

- **Excelente capitalización en situación de moderamiento conforme a la estimaciones a medio plazo.**

La reducción de la deuda financiera bruta permitió mantener una excelente capitalización al cierre de 2025, situación medida a través de la relación de esta con el Patrimonio Neto que alcanzó el 143,5%. Si bien se espera que las exigencias del plan de negocio, el cual se financiará principalmente a través de los propios resultados y la potencial deuda, supongan una reducción del nivel de capitalización, se considera que este se mantenga dentro de un nivel considerado como bueno (promedio > 85%).

En términos de estructura patrimonial, el Activo Corriente, pese a reducir su peso durante el ejercicio, continuó siendo el principal componente del balance, representando el 74% del activo total (84% en 2024). Dentro de esta partida, los deudores comerciales y el efectivo siguieron concentrando la mayor parte del saldo.

Liquidez

- **Buena situación de liquidez.**

La valoración se basa tanto en un nivel razonable de liquidez para atender sus obligaciones financieras, como de una capacidad satisfactoria de acceso al mercado de capitales. Así, se estima que con la caja disponible al cierre del 2025 y la potencial estimada para el medio plazo, la compañía es capaz de atender sus compromisos financieros, además de su Capex de mantenimiento y los dividendos bajo la política actual. Por tanto, la liquidez no afecta como modificador en el rating.

Modificadores

Controversias

- **No aplica**

Riesgo País

- **No aplica**

Proyecciones Financieras

Desde EthiFinance Ratings se han elaborado las proyecciones financieras siguiendo el 'guidance' de la compañía y las propias asunciones de la agencia para el periodo 2026-2028. En este sentido se destacan las siguientes hipótesis:

- Bajo las estimaciones de inversión planificadas (€96m) se estima que las ventas crezcan bajo un promedio anual cercano al 9% como reflejo tanto de la dinámica del crecimiento orgánico como del inorgánico, así como el apoyo en el Capex previsto.
- El margen de EBITDA se estima que mejore con visión de acercarse al 2% en 2028 conforme al avance en una mayor escala de las operaciones y la mayor rentabilidad del 'mix' de negocio derivado del crecimiento en cliente doméstico, y los segmentos de servicios y generación.
- Incremento del apalancamiento más destacado en el corto plazo de acuerdo al plan de inversiones y una normalización posterior conforme a la generación de resultados. Las expectativas sitúan el promedio de la DFN/EBITDA en un nivel inferior al 2,5x.
- La ejecución del Capex será flexible de acuerdo a las oportunidades de crecimiento orgánico e inorgánico identificadas y, en todo caso, supeditada en su mayor parte (promedio anual 83%) a la captación de financiación de largo plazo.
- Tras la reducción en 2025, el coste financiero se proyecta controlado en un nivel promedio del 4,6%.
- No está previsto aportaciones de capital de los socios, siendo la política de dividendos continuista en torno al 40% sobre el resultado.

Principales Magnitudes Financieras

Principales magnitudes. €miles						
	FY24	FY25	FY26e	FY27e	FY28e	25vs24
Facturación	1.676.202	1.672.843	1.781.606	1.963.405	2.158.256	-0,2%
EBITDA	22.091	19.887	28.457	34.755	42.471	-10,0%
Margen EBITDA	1,3%	1,2%	1,6%	1,8%	2,0%	-0,1pp
EBIT	17.730	15.119	22.975	27.577	34.171	-14,7%
Margen EBIT	1,1%	0,9%	1,3%	1,4%	1,6%	-0,2pp
EBT	16.549	13.596	18.201	22.280	27.958	-17,8%
Total Activo	347.209	287.704	319.043	342.933	381.901	-17,1%
Patrimonio Neto	86.303	82.385	91.362	102.480	116.523	-4,5%
Deuda Financiera Total (DFT)	62.403	57.426	120.333	134.862	163.032	-8,0%
Deuda Financiera Neta (DFN)	-13.419	18.333	91.024	92.183	100.050	-
PN/DFT	138,3%	143,5%	75,9%	76,0%	71,5%	5,2pp
DFN/EBITDA	-0,6x	0,9x	3,2x	2,7x	2,4x	-
Funds From Operations (FFO)	28.651	14.017	18.976	23.694	28.950	-51,1%
FFO/DFN	-213,5%	76,5%	20,8%	25,7%	28,9%	-
EBITDA/Intereses	5,0x	5,5x	6,0x	6,6x	6,8x	0,5x

Credit Rating

Credit Rating	
Perfil Negocio	BB+
<i>Análisis Sectorial</i>	<i>BB+</i>
<i>Ajuste ESG</i>	<i>Neutral</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>BBB-</i>
<i>Capitalización</i>	<i>BBB-</i>
<i>ESG Compañía</i>	<i>Positive</i>
Anchor Rating	BBB-
<i>Modificadores</i>	<i>n.a</i>
Rating	BBB-

Análisis de Sensibilidad

- Factores positivos en el largo plazo (↑)

En la situación actual, marcada por un exigente plan de inversiones que asume un incremento del apalancamiento financiero, no se prevé una mejora del rating en el corto plazo bajo condiciones normales.

- Factores negativos en el largo plazo (↓)

Por el contrario, la situación actual supone un ajustado margen de desviación negativa en las métricas financieras frente a las previsiones. Por tanto, la visión futura de un mayor endeudamiento promedio a nivel individual (DFN/EBITDA > 2,4x; EBITDA/intereses < 5,3x) o conjunta, se valora como un escenario con potencial para una rebaja de la calificación bajo permanencia en las mismas circunstancias.

Sources of information

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

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

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

Additional information

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

Conditions of Use for this document and its content:

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

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

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

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