



ISSUER RATING
LongTerm

OUTLOOK
Stable

Initiation date 22/09/2022
Rating Date 07/08/2026

Contacts

Lead analyst
Miguel Castillo Clavarana
miguel.castillo@ethifinance.com

Committee chair
Antonio Madera Del Pozo
antonio.madera@ethifinance.com

Rating Action y Rationale

- EthiFinance Ratings afirma la calificación de Fenie Energía, S.A. en 'BBB-', manteniendo la tendencia en Estable.
- Fenie Energía, S.A. y sus sociedades dependientes (en adelante Fenie) conforman un grupo energético a escala nacional y que opera principalmente como comercializadora de energía, aunque también mantiene, de forma minoritaria, las actividades de servicios relacionados y de producción de energía.
- El rating sigue favorecido por la calificación del perfil financiero, donde destacamos un bajo nivel de endeudamiento que se apoya principalmente en una situación excelente a nivel promedio respecto de la capitalización (PN/DFT > 110%) y el apalancamiento en un contexto de mayor caja que deuda financiera en los últimos años (DFN/EBITDA < 1x; FFO/DFN > 300%). Dentro del ámbito cualitativo se mantiene por tanto la valoración de la política y gestión financiera como elemento que igualmente contribuye de forma destacada a la calificación.
- Como factores que limitan la calificación señalamos el global del perfil de negocio, donde la compañía continúa con una valoración media que alcanza de forma conjunta al factor de la industria, al posicionamiento competitivo y a la gobernanza. Así, la situación más limitada de las características del accionariado, como la modesta valoración respecto a la escala, las ventajas competitivas y la diversificación, siguen siendo elementos que cuentan con mayor grado de mejora.
- En línea con nuestra metodología, el sector 'utilities' ajustado a la comercialización de energía presenta un impacto neutro respecto a los factores ESG ('sector heatmap' entre 2 y 2,9). Por su parte, la política de ESG de la compañía se mantiene favorable ('ESG score' entre 1 y 1,5), lo cual aporta un impacto positivo de medio escalón en la calificación del perfil financiero.

Descripción de la Compañía

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

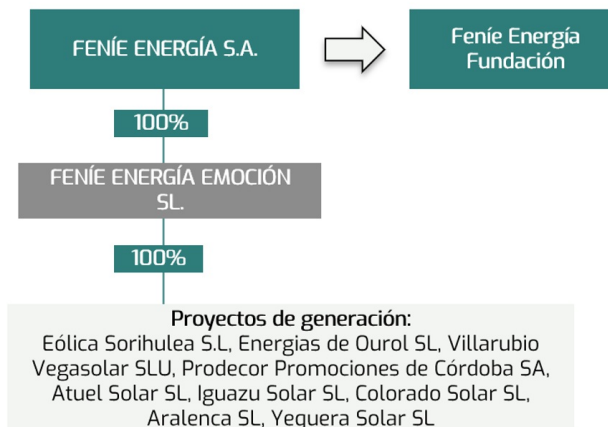
Fenie se define asimismo como la "comercializadora de los instaladores" por cuanto sus orígenes, accionariado, y modelo de negocio están vinculados a la mayor red de empresas instaladoras que contribuyeron a la creación del grupo de la mano de la Federación Nacional de Empresas de Instalaciones Eléctricas, Telecomunicaciones y Climatización de España (FENIE). Estas empresas, que suman en este momento 2.469 'Agentes Energéticos', conforman la red comercial para dar servicio a los clientes bajo un asesoramiento cercano, personalizado y experto.

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

- Suministro de electricidad y gas.** La comercialización de electricidad y gas comenzó en 2011 y 2015 respectivamente. Es la actividad estratégica del grupo y se dirige a todo tipo de clientes (residencial, pymes y grandes consumidores) tanto a precio fijo como indexado. Con los últimos datos de 2025 Fenie suministró un total de 2,05 TWh de energía (+3% YoY), siendo la electricidad la energía que se mantiene como ampliamente mayoritaria con un promedio 2023-25 del 89,7% (89,3% en 2025).
- Representación de Renovables.** Servicio de representación de productores de energía renovable (fotovoltaico y eólico principalmente) frente a los distintos organismos regulatorios (REE, OMIE, CNMC). La representación comenzó en 2012 y mantuvo en 2025 una cartera de más de 3.000 productores con una capacidad de 350 MW (339 MW en 2024).
- Servicios energéticos.** Incluye desde 2023 los servicios de apoyo al instalador (SAI) destinados a reforzar el negocio de las empresas delegadas asumiendo las tareas administrativas y el riesgo de crédito.
- Generación de energía.** La actividad de producción de energía (IPP) comenzó con la adquisición de dos proyectos eólicos en 2016 y 2017 con una capacidad conjunta de 18,9 MW. En este momento la capacidad operativa alcanza 32,5 MW tras la suma en 2025 de nuevos proyectos fotovoltaicos y eólicos, contando adicionalmente con un 'pipeline' de 11,9 MW de proyectos en construcción.

Con relación a la estructura del grupo señalamos que en el último periodo no se han producido cambios. Junto a la sociedad matriz, las principales filiales son las relacionadas con los proyectos de generación y cuya cabecera es Fenie Energía Emoción. La Fundación Fenie Energía se constituyó en 2017 y surgió como el 'brazo' social de la compañía para articular todas las acciones que definen lo que el grupo quiere aportar a la sociedad en materia de sostenibilidad y transición energética.

Estructura empresarial



Fundamentos

Perfil de Negocio

Análisis del Sector

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

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

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

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

La volatilidad en los precios ha sido extraordinariamente alta en los últimos años como consecuencia de diferentes situaciones derivadas de un contexto general marcado por la pandemia y la posterior situación de inicio del conflicto en Ucrania, así como, de forma más reciente el incremento de las energías renovables en el 'mix' energético nacional. Sirva como dato que el precio medio de la electricidad en España (fuente OMIE) pasó de los 34 €/MWh en 2020 a 167,7 €/MWh en 2022. Posteriormente continuó con un precio de 87,7 €/MWh en 2023, para finalmente alcanzar 63,04 €/MWh en 2024. Finalmente en 2025 la media anual fue de 65,5 €/MWh aunque bajo una tendencia descendente desde finales del año que se continuó de forma destacada durante el primer trimestre de 2026. Esto se compensó parcialmente en el segundo trimestre para una media al mes de mayo de 45,3 €/MWh (-25% YoY).

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

Respecto a la evolución de la demanda en España señalamos un contexto general de crecimiento moderado desde 2023, siendo en 2025 del 2,8% (fuente: Redeia). Con los últimos datos de junio de 2025 (fuente CNMC) el 73% de los puntos de suministro eléctricos (30,6 millones) 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' alcanzó el 23,4% para el sector eléctrico y un 18% en el mercado del gas.

- **Industria neutra a nivel ESG.**

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

Posicionamiento Competitivo

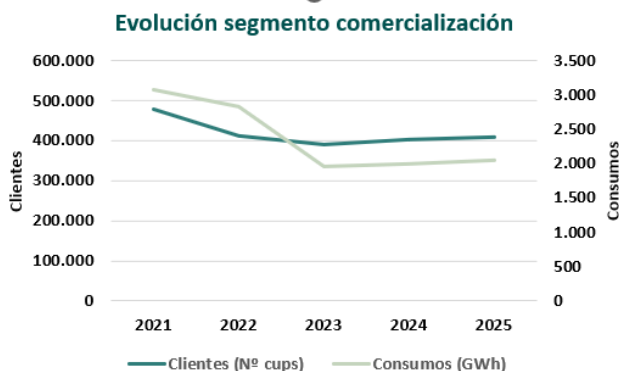
- **Situación modesta respecto a la escala y las ventajas competitivas.**

Fenie opera en un ámbito de negocio que se considera 'local' en base a la alta regulación y su ámbito de alcance y donde, incluyendo las previsiones para el medio plazo, se espera que se mantenga en un promedio de facturación superior a los 500m. En 2025 las ventas se incrementaron hasta los €491m (€470,7m en 2024).

En su desempeño se identifican unas modestas ventajas competitivas, aspecto consecuente con un sector con alto componente de 'commodity' y la necesidad de mayor avance por parte de la compañía hacia una mayor integración (generación propia) o acuerdos estratégicos (market access) que pudiera limitar la volatilidad y dependencia sobre unos precios cambiantes que afectan de forma relevante. A su favor, la compañía cuenta con una amplia experiencia, así como un modelo de negocio diferencial que nace desde sus orígenes ligados a la organización FENIE, entidad conformada por más de 70 asociaciones provinciales que representan a más de 15.000 empresas instaladoras de electricidad. De acuerdo a lo comentado, a través de estas compañías, que se capacitan para actuar como agentes energéticos, Fenie suma la mayor red comercial especializada del sector con 2.469 agentes que son a su vez accionistas.

Con esta base competitiva Fenie se mantiene entre las comercializadoras de referencia en España, situándose por puntos de suministro o clientes de electricidad y gas la sexta y la décima compañía respectivamente (fuente CNMC: cambio comercializador 2T-2025) con una cuota en términos de número de clientes del mercado libre del 1,7% y 0,6%. No obstante, en términos de suministro de energía se estima que estas cuotas son sensiblemente inferiores, aspecto consecuente con la mayor concentración del negocio de comercialización en el cliente doméstico.

Al cierre de 2025 la compañía declaró un total de 410.754 clientes (+1,8% YoY), cifra que permite continuar la tendencia de moderado crecimiento del periodo 2023-25 (TCAC: 2,6%).



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

La diversificación por segmentos de negocio define igualmente el posicionamiento del grupo. En este ámbito, destaca la evolución de la comercialización de electricidad, que continuó impulsando los resultados al incrementar su EBITDA un 23,8% en 2025 para representar el 86,0% del EBITDA de gestión (81,7% en 2024). De esta forma, el avance de esta actividad, junto con la mejora registrada en los segmentos de Servicios y Generación, permitió compensar la menor aportación de los negocios de Gas y Representación.

Diversificación por segmentos de negocio. Miles de €.				
EBITDA de gestión	2023	2024	2025	2025%
Electricidad	3.150	9.748	12.065	86,0%
Gas	1.400	425	351	2,5%
Representación	229	286	-189	-1,3%
Servicios	300	-96	90	0,6%
Generación (1)	8.000	1.566	1.707	12,2%
Total	13.079	11.929	14.024	

(1) Incluye en 2023 ingresos extraordinarios por 'derivados' e incentivos regulados.

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

A favor de la diversificación de la actividad señalamos una estrategia integral por productos (gas/electricidad: renovable o convencional), tarifas (fijo/indexado) y segmentos de clientes (doméstico/pyme/grandes consumidores). En este sentido, señalamos que la actividad en cliente residencial o doméstico y la tarifa indexada continuaron siendo el núcleo de Fenie con un 52,3% y 58,7% en términos del total de energía suministrada.

Estructura Accionarial y Gobernanza

- **Accionariado diversificado, aunque donde la toma de decisiones pudiera ser compleja y la capacidad financiera de los accionistas modesta.**

Fenie es una sociedad de capital privado y, de acuerdo con lo comentado, participada en su mayor parte por los propios 'agentes energéticos' que constituyen su red comercial. En su constitución contaba con 1.347 accionistas, número que ha ido cambiando y siendo desde 2023 ascendente para un total en 2025 de 3.217 (3.183 en 2024).

La compañía cuenta con dos clases de acciones (A y B) con el mismo valor nominal y mismos derechos de Gobierno, siendo las de 'categoría A' las correspondientes de forma exclusiva a miembros de FENIE, asociaciones y empresarios o autónomos asociados a Fenie, trabajadores de Fenie y de estas asociaciones, así como familiares de hasta segundo grado. Los que no cumplan con los estos requerimientos podrán poseer acciones de 'clase B', siendo el límite para este tipo de acciones del 30% del capital social.

A cierre de 2025, las acciones de la serie A representaban el 83,4% del total de acciones en circulación, frente al 84,8% registrado un año antes. Asimismo, ha de tenerse en cuenta que, con carácter general, ningún accionista puede ostentar una participación superior al 5% del capital social ni controlar, directa o indirectamente o a través de personas interpuestas, un porcentaje superior al 8%. En este sentido, a la fecha no consta la existencia de accionistas significativos.

De esta forma, la existencia de un accionariado altamente diversificado, y donde la toma de decisiones pudiera tender a ser compleja derivado del gran número de accionistas, y para el que se determina una mayor limitación en la capacidad de apoyo financiero, pero con una alta vocación de permanencia en el proyecto y aportación de sinergias continúa caracterizando la estructura de la gestión. En este sentido, señalamos que la última ampliación de capital se produjo en 2017 por un importe cercano a los €2m. La política de dividendos ha sido activa en los últimos años con un promedio de reparto ('pay-out') en el periodo 2023-25 del 18% sobre el beneficio del año anterior. En 2025 el dividendo fue de €1m, en línea con el promedio de €1,1m anuales previstos en el Plan 2025-26.

- **Política financiera prudente.**

Con respecto a la gestión, Fenie cuenta con un Consejo de Administración en el que se encuentran representadas diferentes asociaciones provinciales. Durante el mes de julio de 2025 se produjo la incorporación de tres nuevos consejeros y, simultáneamente, la no renovación de dos de los miembros que formaban parte del Consejo, quedando su composición actual fijada en ocho consejeros. La Presidencia continúa a cargo de D. Jaume Fornés, Presidente de la Asociación de Instaladores de Mallorca, quien desempeña este cargo desde 2020, ejercicio en el que también se produjo el nombramiento de la actual CEO de la compañía

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

Los objetivos estratégicos para el medio plazo se encuentran en este momento en situación de definición y aprobación por parte del Consejo tras un avance en la capacidad de generación mediante proyectos propios como hito destacado

del anterior plan. Por tanto, estos aún no están disponibles y serán objeto de valoración en próximas revisiones.

- **Desempeño 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 sigue apoyada en una mejor situación de los factores sociales, destacando la diversidad de la plantilla y del equipo directivo, los datos de rotación laboral y de las horas de formación, así como la incorporación de criterios sociales y medioambientales en la actividad. Por su parte se mantienen las valoraciones tanto del ámbito de la gobernanza, limitada por la ausencia de miembros independientes en la administración, como del medioambiental, donde la compañía mantiene una huella ambiental limitada y dispone de un sistema de gestión ambiental certificado para un amplio alcance de la actividad del grupo.

Perfil Financiero

Ventas y Rentabilidad

- **Mejora de resultados bajo la ajustada rentabilidad propia de su actividad.**

Resultados y Rentabilidad. €miles				
	FY23	FY24	FY25	25vs24
Facturación	544.595	470.751	490.977	4,3%
Mg Bruto	9,7%	8,2%	9,9%	1,8pp
EBITDA (1)	13.356	12.265	14.350	17,0%
Mg EBITDA	2,5%	2,6%	2,9%	0,3pp
EBIT	8.026	7.095	8.278	16,7%
Mg EBIT	1,5%	1,5%	1,7%	0,2pp
Gastos Financieros	-2.064	-1.975	-1.746	11,6%
EBT	6.636	6.720	7.657	14,0%

(1) Ajustado por arrendamientos operativos.

La actividad de Fenie continuó caracterizada por una limitada rentabilidad, aspecto consecuente con el sector de la comercialización de energía. A su favor, señalamos el avance bajo unos mejores márgenes operativos.

En 2025 la facturación se incrementó para alcanzar una cifra de €491m (+4,3% YoY). Esta mejora, dentro de un contexto tanto de mayor número de clientes como de mayor generación y suministro de energía, permitió compensar los mayores costes de aprovisionamientos y explotación para lograr un crecimiento destacado del EBITDA hasta la cifra de €14,4m (+17% YoY). En este sentido, destacamos la coyuntura de unos mayores costes de los servicios de ajuste y demás servicios auxiliares con motivo del apagón total del mes de abril en España, aspecto negativo al incrementar unos gastos de aprovisionamientos que no han podido ser totalmente trasladados al cliente. Con esta evolución la compañía mejoró el EBITDA previsto para alcanzar el margen del 2,9% estimado en las proyecciones.

Con la mejora del resultado operativo y la continuidad de unos menores gastos financieros la compañía mantuvo su capacidad de generar beneficio en la actividad, cumpliendo con el objetivo estratégico del resultado neto por encima de €5m (€5,5m en 2025). No obstante, los menores ingresos financieros y la mayor carga fiscal no permitieron una mejora destacada en el resultado neto.

La estimación para el medio plazo asume en este momento un mantenimiento de la rentabilidad (margen EBITDA c.2,8%) bajo un crecimiento moderado de las ventas (promedio 2,1%), fijando un objetivo de resultado neto superior de en torno a los €6m anuales.

Endeudamiento y Cobertura

- Óptimo apalancamiento en un contexto de alta liquidez.

Cálculo DFN/EBITDA. €miles			
	FY23	FY24	FY25
Préstamos	11.163	12.116	16.096
Líneas de crédito	862	3.203	2.386
Confirming	5.600	5.500	2.500
Arrendamiento financiero	2.505	1.939	1.337
Derivados	1.141	158	2.459
Fianzas comerciales recibidas	4.002	4.117	4.126
Otros pasivos (1)	11.197	3.631	9.875
DFT Reportada	36.470	30.662	38.780
Derivados	-1.141	-158	-2.459
Financiación de socios	4.254	5.011	7.069
Arrendamientos operativos	2.782	2.328	2.316
Compromisos de inmovilizado			7.130
DFT	42.366	37.844	52.836
Caja	28.449	28.281	29.380
Activos financieros corrientes asimilables a caja	52	10.552	24.052
DFN	13.865	-989	-596
EBITDA	13.356	12.265	14.350
DFN/EBITDA	1,0x	-0,1x	-0,04x

(1) 2025: deuda con FNEE, subvenciones y otras entidades.

La ajustada rentabilidad del negocio se acompañó nuevamente en el último ejercicio de una situación óptima en el apalancamiento financiero. Así, la deuda financiera neta continuó en una cifra negativa (más caja que deuda) de -€0,6m (-€0,1m en 2024), permitiendo una situación óptima tanto del ratio DFN/EBITDA como del FFO/DFN. Bajo las previsiones actuales, y siempre sujeto a potenciales alzas controladas en los precios de la energía, el promedio del ratio DFN/EBITDA se espera no supere el nivel de 0,5x, lo que a nivel promedio se sitúa en un excelente nivel del 0,2x.

De igual forma, el crecimiento del EBITDA y la reducción de los gastos financieros mejoró el nivel de la cobertura de intereses hasta un ratio de 7,7x (5,8x en 2024), siendo este un aspecto que se espera se mantenga controlado bajo un promedio del 6,3x que se valora como medio.

En el último ejercicio los préstamos con entidades de crédito continuaron tomando el protagonismo de la financiación dentro de un contexto de avance en la inversión, facilidad que continuó complementándose principalmente con las deudas comerciales (crédito y confirming). Así, el peso de la deuda financiera de corto plazo siguió reduciéndose para alcanzar un 47% del total (54% en 2024). Junto a la deuda de entidades de crédito destacamos los fondos que a título particular ha recibido la compañía de los socios como mecanismo implementado para la financiación de los proyectos de generación, los cuales aportan igualmente una mayor cifra de deuda financiera ajustada a través de los compromisos de compras identificados.

Análisis de Flujo de Caja

- Sólida posición de caja, apoyada en la generación del flujo operativo y la contribución de la financiación.

Flujo de Caja. €miles				
	FY23	FY24	FY25	25vs24
Funds From Operations (1)	14.147	9.540	10.838	13,6%
+/- variación WK	15.721	10.384	3.968	-61,8%
Cash Flow Operativo (1)	29.868	19.925	14.806	-25,7%
Cash Flow Inversión	-5.597	-23.991	-14.063	41,4%
Cash Flow Libre	24.014	-4.285	498	111,6%
- Dividendos	-843	-924	-1.019	-10,3%
Cash Flow Interno	23.171	-5.208	-521	90,0%
+ Emisión de deuda	13.855	22.083	22.277	0,9%
- Devolución de deuda	-34.307	-17.042	-20.657	-21,2%
Cash Flow Financiación	-20.451	5.041	1.620	-67,9%
Cash Flow Neto	2.720	-167	1.099	756,3%
Caja	28.449	28.281	29.380	3,9%
+ Activos financieros	52	10.552	24.052	127,9%
Caja ajustada (2)	28.501	38.833	53.432	37,6%

(1) Ajustado con arrendamientos operativos.

2) Activos financieros corrientes asimilables a caja.

En 2025 Fenie incrementó ligeramente su posición de caja, alcanzando los €29,4m (+3,9% YoY). No obstante, los activos financieros considerados líquidos se incrementaron para un incremento destacado de la caja ajustada hasta los €53,4m (+37,6% YoY), siendo estos imposiciones bancarias de corto plazo y posiciones en carteras de gestión patrimonial (renta fija y variable) de rápida liquidación.

La generación de fondos siguió apoyándose en la actividad operativa, si bien la continuidad en el menor aporte del capital circulante respecto al ejercicio anterior derivó en una cifra inferior del Cash-flow Operativo (CFO) de €14,8m frente a los €19,9m registrados en 2024.

Con este nivel de generación operativa, la compañía fue capaz de financiar el incremento de las inversiones en el inmovilizado, cubriendo además los movimientos en activos financieros para generar un Flujo de Caja Libre positivo de €0,5m frente a los -€4,3m del ejercicio anterior.

En este contexto, la distribución de dividendos (€1,0m) se compensó con la captación neta de nueva financiación para permitir una generación de caja neta de €1,1m.

Capitalización

- Positivo nivel de capitalización en un contexto de retroceso respecto al año anterior.

La evolución de 2025 en la capitalización, medida a través de la relación del patrimonio neto y la deuda financiera, se situó en el 82,8%, ratio inferior al 122,3% del año anterior y a las previsiones. Esta reducción fue principalmente consecuencia tanto del impacto negativo de los instrumentos de cobertura en el patrimonio como del mayor incremento de la deuda financiera bruta. No obstante, se valora una situación positiva y con recorrido de mejora para retomar un nivel excelente a futuro bajo las previsiones actuales a nivel promedio del 117%.

Liquidez

- Buena situación de liquidez.

Se mantiene una buena valoración de la liquidez que se fundamenta tanto en un nivel alto de liquidez para atender sus obligaciones, como de una capacidad satisfactoria de acceso al mercado de capitales de acuerdo a su perfil financiero. Así, se estima que con la caja disponible (efectivo + crédito no dispuesto), así como 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. De esta forma, la liquidez no actúa 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 para el 2026 y las propias asunciones de la agencia. En este sentido, se destacan las siguientes hipótesis para el periodo 2026-28:

- Se estima un crecimiento conservador de las ventas de un 2,4% en 2026 y del 2% en adelante (promedio 2,1% en el periodo).
- El margen de EBITDA se espera que pueda mantenerse en línea similar al nivel del último año con un 2,8%.
- Mantenimiento de una excelente situación en el apalancamiento bajo la previsión de unas necesidades de circulante e inversiones crecientes pero de forma controlada.
- El coste financiero se proyecta ligeramente superior y en torno al 6%.
- La política de dividendos se mantiene activa y bajo un estimado del 20% sobre el resultado del año.

Principales Magnitudes Financieras

Principales magnitudes (1). €miles	FY24	FY25	FY26e	FY27e	FY28e	25vs24
Facturación	470.751	490.977	503.000	513.060	523.321	4,3%
EBITDA	12.265	14.350	14.000	14.280	14.566	17,0%
Margen EBITDA	2,6%	2,9%	2,8%	2,8%	2,8%	0,3pp
EBIT	7.095	8.278	7.669	7.300	7.479	16,7%
Margen EBIT	1,5%	1,7%	1,5%	1,4%	1,4%	0,2pp
EBT	6.720	7.657	7.316	7.005	7.248	14,0%
Total Activo	160.219	163.915	167.853	170.452	176.758	2,3%
Patrimonio Neto (PN)	46.279	43.732	48.335	52.658	57.218	-5,5%
Deuda Financiera Total (DFT)	37.844	52.836	42.005	39.260	39.964	39,6%
Deuda Financiera Neta (DFN)	-989	-596	7.736	5.874	3.999	39,8%
PN/DFT	122,3%	82,8%	115,1%	134,1%	143,2%	-39,5pp
DFN/EBITDA	-0,1x	-0,04x	0,6x	0,4x	0,3x	0,0x
Funds From Operations (FFO)	9.540	10.838	9.919	10.323	10.617	13,6%
FFO/DFN	-964,3%	-1818,7%	128,2%	175,7%	265,5%	-854,5pp
EBITDA/Intereses	5,8x	7,7x	5,7x	5,9x	6,2x	1,9x

(1) Ajustado con arrendamientos operativos.

Credit Rating

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

Análisis Sensibilidad

Factores positivos en el largo plazo (↑)

En este momento la compañía mantiene un excelente perfil financiero bajo la actual coyuntura del mercado y unas previsiones conservadoras de inversión. La consolidación de un mercado bajista en términos de precios de la energía o una visibilidad de avance en los fundamentales de negocio del grupo para mejorar de forma sostenida el perfil financiero sería una potencial situación para la mejora del rating.

Factores negativos en el largo plazo (↓)

Por el contrario, una situación de mayor apalancamiento financiero sobrevenida por un nuevo ciclo de alta volatilidad al alza en los precios de la energía o una desviación sobre los resultados previstos podría ser un indicativo para una bajada del rating. Así, un empeoramiento en los ratios del endeudamiento promedio (DFN/EBITDA > 2,3x; EBITDA/intereses < 3x) se indica como un escenario de endeudamiento con potencial para una rebaja de la calificación.

Sources of information

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

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

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

Additional information

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

Conditions of Use for this document and its content:

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

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

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

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