



INSTRUMENT RATING
ENERGYA VM, FT

Initiation date 13/12/2024
Rating Date 25/11/2025

Contacts

Lead analyst

Brianda Torres
brianda.torres@ethifinance.com

Secondary analyst

Ana Hurtado
ana.hurtado@ethifinance.com

Committee chair

Antonio Madera Del Pozo
antonio.madera@ethifinance.com

Rating Action y Rationale

EthiFinance Ratings afirma la calificación de la emisión de bonos de Energya VM, FT en “A-”.

El rating ha sido asignado considerando su principal fortaleza que es la presencia del seguro de impago de los deudores finales contratado con COFACE, sin embargo, el rating del Fondo está limitado por el riesgo operativo y la dependencia al Cedente.

Resumen Ejecutivo

Enérgya VM, FT (“el Fondo” o “FT”), es un vehículo que se ha constituido bajo la legislación española, con un patrimonio separado, de carácter abierto por el activo (de carácter renovable y ampliable) y por el pasivo (previéndose la emisión sucesiva de valores) y carente de personalidad jurídica. Los Bonos emitidos podrán ser de distintas series, cada una con sus propias características, pero con una misma prelación. Todos los Bonos estarán respaldados por la totalidad de los activos del Fondo. Los Bonos serán destinados a la compra de Derechos de Crédito derivados del suministro de energía o gas ya efectuado, que haya sido facturado o esté pendiente de facturar, asegurados a su vez por Compagnie Française D’Assurance pour le Commerce Extérieur (COFACE) (la “Compañía Aseguradora”) que cuenta con un rating de “A+” por EthiFinance Ratings.

Clase	Importe Máximo del Fondo	Perfil de Amortización	Cupón	Subyacente
Programa de Bonos	35.000.000 €	Parcial o Total	Fijo o Variable	Derechos de Crédito derivados del suministro de energía o gas

Fundamentos

- **El total del nominal de los Derechos de Crédito cedidos al Fondo estará asegurado por una póliza de seguro.** El Cedente solo puede ceder al Fondo el porcentaje asegurado de los derechos de cobro. La póliza de seguro cubre el 90% o el 95% del nominal de los derechos de cobro dependiendo de la clasificación interna realizada por la Aseguradora. El nominal de los Derechos de Crédito cedidos al Fondo corresponde con el porcentaje asegurado.
- **El Fondo a la fecha ha emitido bonos únicamente por 200 mil euros, esperando nuevas emisiones en los próximos periodos.**
- **La Compañía Aseguradora, COFACE, tiene un rating de A+ afirmada por EthiFinance Ratings el 24 de junio de 2025.** La calificación de crédito se fundamenta en su posición de liderazgo en el mercado del seguro de crédito, su creciente rentabilidad, una eficiencia y capitalización en niveles de fortaleza, que en conjunto han evolucionado positivamente. Por el contrario, la calificación se encuentra limitada por el elevado peso en los ingresos del grupo de su negocio principal cuyo componente cíclico es elevado, la mayor exposición a los mercados emergentes y el creciente endeudamiento financiero. Cabe destacar que las indemnizaciones se realizarán directamente por la Aseguradora a las cuentas del FT.
- **Concentración en los principales deudores mitigada por los criterios de elegibilidad definidos.** De acuerdo con la muestra proporcionada de los deudores cuyos Derechos de Crédito podrían ser cedidos al Fondo, se observa que los principales 20 deudores representan aproximadamente el 38% de la facturación mensual promedio. Sin embargo, esta concentración se mitigará gracias a los criterios de elegibilidad donde el deudor principal no podrá representar más del 30% de la IMA (4.230.000€), mientras que los siete deudores principales (incluido el deudor principal) tendrán una concentración máxima del 50% de la IMA (7.050.000€). La IMA total actual es de 14.100.000€, que es 60 veces la prima pagada de 235.000€ anuales
- **Riesgo operativo.** A pesar de que todos los DC estarán asegurados, el FT presenta riesgo operativo y dependencia al Cedente principalmente por su rol como administrador. Adicionalmente, la situación financiera y las pérdidas en el estado de resultados mostradas en las cuentas anuales del Cedente en 2022 y 2023 son un factor limitante, sin embargo, de 2023 a 2024 se pasó de un resultado negativo a un beneficio neto de 3,16 M€.
- **Los Derechos de Crédito son comprados por el Fondo a descuento.** El Periodo de Compra de los Derechos de Crédito adquiridos por el Fondo se calcula aplicando la Tasa de Descuento Total (TDT) la cual está compuesta por: la Tasa de Descuento de Intereses (TDI); la Tasa de Descuento de Gastos (TDG); y la Tasa de Descuento de Liquidez (TDL). El descuento aplicado a los Derechos de Crédito puede ser mayor a la TDT, si así lo acuerdan la

Sociedad Gestora y el Cedente.

- **El Cedente podrá ceder al Fondo Derechos de Crédito Facturados y Derechos de Crédito Pendientes de Facturar.** Los primeros corresponden a facturas ya emitidas por el Cedente, mientras que los segundos se corresponden con estimaciones realizadas por el Cedente del consumo ya realizado por sus clientes.
- **A los Derechos de Crédito Pendientes de Facturar se le aplicará un descuento adicional del 10% sobre su valor nominal estimado.** Este descuento adicional se aplica a estos Derechos de Crédito Pendientes de Facturar (facturas proforma) para evitar que se sobreestime el consumo de los clientes y, por tanto, limitar la posibilidad de que los Derechos de Crédito Pendientes de Facturar no estén completamente asegurados, lo cual es una mitigante del riesgo que ha sido incluido en la Escritura.
- **No existe un histórico de originación de facturas proforma.** Sin embargo, durante los primeros meses de vida del Fondo no se harán compras de facturas proforma, y una vez que se comiencen a ceder facturas proforma se aplicará la reducción del 10% sobre la estimación. Adicionalmente, la Sociedad Gestora se compromete a hacer una revisión constante para evitar las desviaciones entre las estimaciones y el consumo real.
- **El Fondo cuenta con la Reserva de Intereses, Reserva de Gastos Operativos y Liquidación y Reserva de Liquidez.** Las reservas se han constituido principalmente para proteger a los acreedores del Fondo ante eventuales problemas de liquidez en las Fechas de Pago, que podrían surgir debido a un desfase temporal entre los cobros de los Derechos de Crédito y dichas fechas. En cada Fecha de Pago, se dotarán las reservas con los Recursos Disponibles, de acuerdo con el Orden de Prelación de Pagos.
- **La estructura es capaz de soportar un fuerte nivel de incumplimiento.** El análisis de flujo de caja estresado realizado por la Agencia determina que la estructura será capaz de soportar impagos en los DC del 40,3% sobre los DC Cobrados, principalmente gracias a la recuperación a través de la póliza de seguro.
- **Las cuentas de Energía en donde se reciben los cobros de los Derechos de Crédito se encuentran pignoradas a favor del Fondo, lo que reduce significativamente el Commingling.** Los deudores realizan los pagos de forma indistinta en las cuentas bancarias del Cedente, por lo cual existe riesgo de commingling. Sin embargo, existe un Contrato de Prenda donde se pignoran las cuentas del Cedente a favor del FT. Adicionalmente, cabe destacar que las indemnizaciones por parte del seguro serán depositadas directamente en las cuentas del Fondo, lo cual es considerado positivo por EthiFinance Ratings.
- **El Fondo cuenta con una Opinión Legal Independiente.** La opinión legal fue realizada por un despacho independiente, donde se indica que el Fondo es un patrimonio independiente separado del Cedente. Además, se menciona que la cesión es una venta verdadera y que ésta es legal, válida e incondicional por el plazo remanente hasta su vencimiento.

Análisis de Sensibilidad

Factores que pudieran (individual o colectivamente) impactar en el rating

- **Factores positivos**

Un alza en la calificación de la Aseguradora podría impactar positivamente el rating.

- **Factores negativos**

Un incremento en el nivel de mora de la cartera, una gestión deficiente en cuanto al reclamo de las indemnizaciones correspondientes que ocasionen deterioro en el patrimonio del Fondo, la imposibilidad de dotar adecuadamente los niveles de reservas establecidos. Un deterioro en la situación financiera del Cedente y una presencia de mayor riesgo operativo. Asimismo, una bajada en la calificación de la Aseguradora o una reducción en la IMA.

Descripción de la Transacción

El Fondo de Titulización es de carácter abierto y está compuesto por una parte activa y una parte pasiva. El Fondo cuenta en su activo con Derechos de Crédito derivados del suministro de energía o gas ya efectuado, haya sido facturado o esté pendiente de facturar, asegurados a su vez por una Compañía Aseguradora. En 2024 se realizó una emisión inicial de 200.000€. Estos Derechos de Crédito derivan de contratos de suministro formalizados por el Cedente a tenor de sus propios procedimientos habituales dentro del ámbito de su actividad normal. Los Derechos de Crédito están asegurados conforme a lo establecido en la Póliza de Seguro (de tal forma que el Derecho de Crédito cedido al Fondo corresponde en su totalidad con el porcentaje indemnizable del derecho de cobro conforme a la Póliza de Seguro y, por tanto, la totalidad de la indemnización es recibida por el Fondo).

Principales magnitudes

Principales Magnitudes	
Emisor	Enérgya VM, FT
Finalidad	Financiación y Liquidez
Tipología del Fondo	Abierto por activo y por el pasivo
Tipo de Activos	Derechos de Crédito
Administrador	Enérgya VM Gestión de Energía, S.L.U.
Emisión máxima	35.000.000 €
Emisión Inicial	200.000 €
Fecha de Vencimiento Final	Noviembre de 2035
Fecha de Vencimiento Legal	6 meses desde la Fecha de Vencimiento Final
Fin del Periodo de Cesión	Noviembre de 2034
Fin del Periodo de Emisión	Noviembre de 2034
Método de Amortización	Parcial o total
Frecuencia de Pago de Intereses	Según Documento Complementario de Emisión
Mercado de Cotización	MARF (también habrá emisiones privadas)

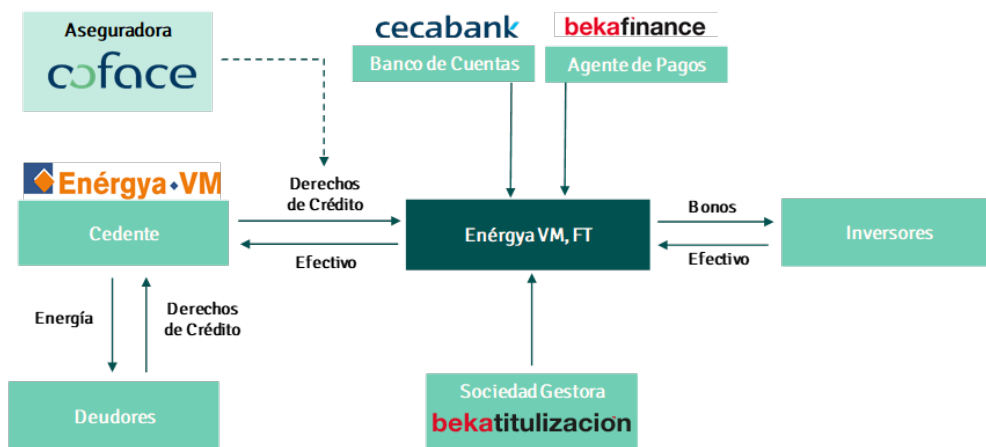
Fuente: Información proporcionada por Beka.

Participantes

Participantes	
Originador y Entidad Cedente	Enérava VM Gestión de Energía. S.L.U.
Administrador	Enérava VM Gestión de Energía. S.L.U.
Sociedad Gestora	Beka Titulización.. S.G.F.T.
Estructurador	Beka Finance. S.V.
Agente de Pagos	Beka Finance. S.V.
Banco de Cuentas	Cecabank
Aseguradora	Compagnie Française D'Assurance pour le Commerce Extérieur
Abogados	J & A Garriques. S.L.P.
Auditores	Deloitte Auditores S.L.

Fuentes: Documentación de la transacción.

Diagrama de la Operación



Fuente: Información proporcionada por Beka.

Descripción del Cedente

Enérgya-VM, fundada en 2002, es una comercializadora independiente de energía en España, distribuyen energía a hogares, comunidades y empresas. Proveen electricidad, gas, autoconsumo solar, puntos de recarga para movilidad eléctrica y servicios especializados. Además, representan a generadores independientes de electricidad renovable, gestionando la producción eléctrica con un amplio catálogo de servicios.

Descripción de la Compañía Aseguradora

Coface, S.A. ("Coface" la "Aseguradora") es una empresa internacional líder en seguros de crédito y servicios de gestión de riesgos comerciales, con presencia en más de 100 países y apoyando a clientes en casi 200 países. Con más de 75 años de experiencia, Coface se ha consolidado como una referencia mundial en el sector de los seguros de crédito y la gestión de riesgos. La empresa se caracteriza por su enfoque en la innovación y la diversificación de sus servicios, ofreciendo soluciones adaptadas a las necesidades específicas de cada cliente. Además de sus productos principales, como los seguros de crédito, Coface también proporciona servicios de información comercial y recobro de deudas, destacándose por su solidez financiera y su compromiso con la excelencia en el servicio al cliente.

Ethifinance Ratings afirmó, el 24 de junio de 2025, la calificación de Coface en A+ con tendencia Estable. La calificación de crédito se fundamenta en su posición de liderazgo en el mercado del seguro de crédito, su creciente rentabilidad y una eficiencia y capitalización en niveles fuertes, que en conjunto han evolucionado positivamente. Sin embargo, la calificación se encuentra limitada por el elevado peso en los ingresos del grupo de su negocio principal cuyo componente cíclico es elevado. También, se encuentra limitada por la exposición a los mercados emergentes y una creciente ratio de endeudamiento financiero a través de emisiones de obligaciones subordinadas, que, aunque ha disminuido anualmente, sigue siendo superior a sus niveles históricos promedios.

Descripción de la Póliza de Seguro

La póliza de seguro contratada con COFACE cubre los derechos de cobro relativos a la actividad comercial del Cedente derivados de su actividad de distribución de energía eléctrica y gas, que tienen origen por las entregas realizadas durante el periodo de vigencia de la póliza.

La garantía de la Aseguradora se aplicará a cualquier impago relacionado directa y exclusivamente con insolvencia de derecho e insolvencia de hecho de su comprador, hasta el importe cubierto establecido para cada comprador. La garantía no se aplicará a los créditos debidos por un comprador que sea i) particular, ii) una sociedad vinculada, iii) una entidad pública o iv) un comprador que se encuentre en situación de insolvencia de derecho en la fecha de entrega.

En 2025 se firmó el "Suplemento nº 5 Renovación 2025-2026", mediante el cual la póliza se renueva por un nuevo periodo de cobertura anual entre el 1 de julio de 2025 y el 30 de junio de 2026, manteniendo la renovación automática anual a menos de que se notifique una futura cancelación con al menos tres meses de anticipación por alguna de las partes.

A través de este suplemento se realizan varias modificaciones en diferentes apartados de las condiciones ofrecidas para el Asegurado. El primer cambio fue la reducción de la Cifra de Negocios Asegurable de 240.000.000 EUR a

200.000.000 EUR, seguido por la disminución de la Prima Mínima por período de seguro de 282.240€ a 235.000€. Al modificarse la prima mínima, cambia también el Límite de Indemnización, donde se establece que el nuevo límite es 60 veces la prima pagada por periodo de seguro (vs. 40 veces en la póliza anterior). Asimismo, se modifican algunos apartados que refieren a la cláusula de participación en resultados (bonus y malus).

El resto de las condiciones de cobertura permanecen sin cambios, incluyendo el plazo máximo para realizar la notificación de impago que podrá ser: en los 150 días desde la fecha de emisión de la factura o 30 días desde la insolvencia de derecho del comprador, o bien en el caso de prórroga de la fecha de vencimiento de conformidad a lo estipulado en las Disposiciones Generales, 30 días después de la notificación del rechazo a la extensión de prórroga por la Aseguradora. El plazo máximo de facturación son 60 días desde la Entrega. Respecto al período de carencia este se mantiene en 150 días después de que la Aseguradora reciba la notificación de impago, por lo cual los días de recuperación definidos en las fórmulas de reserva de la Escritura se mantienen sin cambios, que equivalen a 30 días desde el impago más 60 días que es el plazo máximo para devolver una factura y el periodo de carencia de 150 días, sumando en total 240 días.

Finalmente, continúa vigente la cláusula en la cual el Beneficiario de las indemnizaciones efectuadas por el seguro sobre los derechos de cobro cedidos al Fondo de Titulización es el propio Fondo, por lo que cualquier indemnización será abonada directamente en la cuenta de este, lo cual sigue siendo considerado un elemento positivo por EthiFinance Ratings.

Póliza de Seguro

Aseguradora	Compagnie Française D'Assurance pour le Commerce Extérieur
Tenedor	Enérgya VM Gestión de Energía SL
Asegurado	Enérgya VM, FT
Porcentaje Asegurado	90% o 95%
Días Notificación Impago	30 días
Periodo de Carencia	150 días
Importe Asegurado	60 veces x Prima pagada
IMA	14.100.000 €
Prima Mínima Periodo	235.000 €
Prima Máxima Periodo	294.000 €

Descripción del Subyacente

Los activos subyacentes del Fondo derivan de derechos de cobro de contratos de suministros de energía eléctrica o gas originados por el Cedente. Al Fondo se cede el porcentaje asegurado de dichos derechos de cobro, definiéndose como Derechos de Crédito.

Los Derechos de Crédito pueden ser cedidos en forma de Derechos de Crédito Pendientes de Facturar y Derechos de Crédito Facturados.

1. Derechos de Crédito Pendientes de Facturar: el porcentaje asegurado de los derechos de cobro que en el momento de su cesión estén en el activo del Cedente, y estén reflejados en la correspondiente cuenta contable "Clientes, facturas pendientes de formalizar" y pendientes de documentar mediante la correspondiente factura.
2. Derechos de Crédito Facturados: el porcentaje asegurado de los derechos de cobro resultantes de las facturas emitidas por el Cedente o, el en caso de que se hayan cedido Derechos de Crédito Pendientes de Facturar relacionados con la factura emitida, el porcentaje asegurado de la factura que excede la suma nominal de los Derechos de Crédito Pendiente de Factura relativos a dicha factura.

Sources of information

The credit rating assigned in this report has been made solicited by the originator of the assets, taking part in the process. The credit rating is based in:

1. Public information from public access sources.
2. Information provided by the originator of assets assigned or that shall be assigned to the securitization fund.

From the time of the assignment of the credit rating, all information provided by the originator of the assets, by the servicer of the assets (other than the originator) or by a third participant in the transaction, shall be reviewed and analyzed with the aim to assess the following issues:

1. The performance of the credit quality of the assets comprising the collateral of the Fund.
2. The level of credit enhancement.
3. The evolution of the quantitative triggers of the Fund.
4. The evolution of the qualitative triggers (counterparty risks).

The information has been thoroughly reviewed to ensure that it is valid, coherent and consistent and it is considered as satisfactory. Nevertheless, EthiFinance Ratings assumes no responsibility for the accuracy of the information provided 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 :
 - Structured Finance Rating Methodology – Trade Receivables :
<https://files.qivalio.net/documents/methodologies/CRA 153 V1.Structured Finance Rating Methodology Trade Receivables.pdf>
- 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 considered to be its own opinion, so it is recommended that the User take it as a limited basis

for any purpose that it intends to use the information for. The analyses do not address the suitability of any value. The AGENCY does not act as a fiduciary or an investment advisor, so the content of the Document should not be used as a substitute for knowledge, criteria, judgement or experience of the User, its Management, employees, advisors and/or clients in order to make investment decisions. The AGENCY will devote every effort to ensure that the information delivered is both accurate and reliable. Nonetheless, as the information is elaborated based on data supplied by sources which may be beyond the control of the AGENCY, and whose verification and comparison is not always possible, the AGENCY, its subsidiaries, and its directors, shareholders, employees, analysts and agents will not bare any responsibility whatsoever (including, without any limitations, loss of revenue or income and opportunity costs, loss of business or reputational damage or any other costs) for any inaccuracies, mistakes, noncorresponding information, incompleteness or omission of data and information used in the elaboration of the Document or in relation to any use of its content even should it have been warned of potential damages. The AGENCY does not make audits nor assume the obligation of verifying independent sources of information upon which the ratings are elaborated. Information on natural persons that may appear in this document is solely and exclusively relevant to their business or business activities without reference to the sphere of their private life and should thus be considered. We would like to inform that the personal data that may appear in this document is treated in accordance with Regulation (EU) 679/2016, on the protection of natural persons with regard to the processing of personal data and the free movement of such data and other applicable legislation. Those interested parties who wish to exercise the rights that assist them can find more information in the link: <https://www.ethifinance.com/> in the Privacy Policy page or contact our Data Protection Officer in the mail dpo@ethifinance.com. Therefore the User agrees that information provided by the AGENCY may be another element to consider when making business decisions, but decisions will not be made based solely on it; that being the case the AGENCY will not be held responsible for the lack of suitability. In addition, the use of the information before courts and/or tribunals, public administrations, or any other public body or private third party for any reason shall be solely the User's responsibility and the AGENCY shall not be held responsible for any liabilities on the grounds of inappropriateness of the information's contents. Copyright © 2023 ETHIFINANCE RATINGS, S.L. All Rights Reserved. C/ Benjamín Franklin S/N, Edificio Camt, 1º Izquierda, 18100, Granada, España C/ Velázquez nº18, 3º derecha, 28001 - Madrid