

2025
HR BBB- (G)
Perspectiva Estable



Jesús Pineda

Subdirector de Corporativos
Analista Responsable

jesus.pineda@hrratings.com



Regina González

Analista Sr.

regina.gonzalez@hrratings.com



Heinz Cederborg

Director Ejecutivo Sr. de Corporativos /
ABS

heinz.cederborg@hrratings.com

HR Ratings asignó la calificación de HR BBB- (G) con Perspectiva Estable a Cox ABG

La asignación de la calificación para Cox ABG Group, S.A (Cox ABG o la Empresa), se fundamenta en el incremento de la generación de Flujo Libre de Efectivo (FLE) durante el periodo proyectado en un promedio ponderado 2025-2027 de €167.2m, explicado por las adquisiciones de activos realizados durante los años 2023 y 2024 lo cual permitiría contrarrestar un servicio de la deuda promedio ponderado de €111.1m. Lo anterior resultaría en un fortalecimiento de las métricas DSCR y Años de Pago para alcanzar 2.5x y 4.8 años respectivamente en 2027 a diferencia de 1.0x y 5.8 años en 2024. En 2024 los ingresos alcanzaron €702.5m, impulsados por la operación de activos en proyectos adquiridos durante 2023 y la mitad de 2024. Esto resultó en un incremento por venta de activos del 32.9% en comparación con un crecimiento del 15.8% en ventas por EPC (*Engineering Procurement Construction*). Además, se observó un crecimiento en EBITDA y margen EBITDA a €118.7m y 16.9% respectivamente (vs. €95.8m y 16.5%). Sin embargo, los resultados de FLE en 2024 fueron €9.9m menores a los de 2023 explicados por una salida de efectivo por €21.0m relacionada a resultado cambiario y otros gastos financieros. En cuanto a deuda, la Empresa incrementó de €235.5m en 2023 a €309.1m en 2024 explicado por las adquisiciones realizadas. Nuestras proyecciones consideran un incremento en los ingresos a €2,590.3m en 2027 explicado por los contratos que se encuentran en backlog al cierre del 2024 además de nuevos contratos con un valor promedio de €1,366.3m al año. En cuanto al margen EBITDA estimamos una contracción a 14.1% en 2027 explicado por mayores gastos de arranque relacionados a los nuevos contratos y aquellos en backlog que estén por iniciar. Además, estimamos un crecimiento en deuda a €1,492.7m en relación con el financiamiento de proyectos para nuevos proyectos. Finalmente, consideramos el riesgo soberano de los países donde la Empresa tiene operaciones, lo que resultó en un promedio ponderado equivalente a HR BBB+ (G).



Cox ABG, Supuestos y resultados (cifras en millones de euros)

Ejercicio Fiscal	Reportado		Escenario Base			Escenario de Estrés			Prom. Ponderado		Grado de Estrés
	2023	2024	2025	2026	2027	2025	2026	2027	Base	Estrés	
Ventas Totales	580.7	702.5	1,545.3	2,266.4	2,590.3	1,425.1	1,950.5	2,320.8	1,975.3	1,767.2	-10.5%
EBITDA	95.8	118.7	197.7	263.0	365.0	164.3	211.9	234.2	252.2	192.9	-23.5%
Margen EBITDA	16.5%	16.9%	12.8%	11.6%	14.1%	11.5%	10.9%	10.1%	12.7%	11.0%	-170bps
Flujo Libre de Efectivo	30.9	20.9	143.1	167.4	223.0	116.2	83.1	144.2	167.2	112.7	-32.6%
Servicio de la Deuda	14.9	21.8	129.7	95.9	87.8	135.0	110.7	117.2	111.1	124.2	11.9%
Deuda Total	235.5	309.1	405.3	1,000.5	1,492.7	425.8	1,085.7	1,627.1	808.4	871.8	7.8%
Deuda Neta	137.7	122.2	217.0	734.9	1,073.2	269.4	949.7	1,442.9	548.4	715.3	30.4%
DSCR	2.1x	1.0x	1.1x	1.7x	2.5x	0.9x	0.8x	1.2x	1.6x	0.9x	n.a
DSCR con Caja	2.2x	5.4x	2.5x	3.7x	5.6x	2.2x	2.2x	2.4x	3.5x	2.3x	n.a
Deuda Neta a FLE	4.5	5.8	1.5	4.4	4.8	2.3	11.4	10.0	3.0	6.6	n.a
ACP	1.1x	1.3x	1.6x	2.3x	2.8x	1.6x	2.2x	2.5x	2.1x	2.0x	n.a

Fuente: HR Ratings con base en sus proyecciones e información histórica de la Empresa.

Desempeño Histórico

- **Crecimiento en ingresos.** Los ingresos alcanzaron €702.5m en 2024 comparado con €580.7m en el año anterior explicado en su mayoría por la consolidación de ventas por parte de los activos adquiridos durante 2023 además de otras adquisiciones en 2024. Lo anterior resultó en un crecimiento del 32.9% en venta por activos durante el 2024.
- **Menor generación de FLE.** Durante el 2024, Cox ABG generó un FLE de €20.9m lo cual representó una caída de €9.9m año contra año. Esto está principalmente relacionado con un aumento en la salida de efectivo de otros flujos de resultados por otros ingresos extraordinarios y resultado cambiario.
- **Incremento en deuda.** Cox ABG adquirió los activos de CA Infraestructuras y de Ibexia Cox Energy Development. Estas adquisiciones incluyen principalmente la planta de energía de Khi Solar One. Como consecuencia, la Empresa adquirió el financiamiento de proyecto ligado a dicho activo para cerrar con una deuda total de €309.1m en 2024 comparado con €235.5m en 2023.

Expectativa para Periodos

- **Aumento en ingresos.** Esperamos que los ingresos incrementen en una TMAC₂₄₋₂₇ de 54.5% para alcanzar €2,590.3m explicado principalmente por la consolidación de los activos adquiridos durante 2024 tras cumplir un año de operaciones. Además, estimamos que la Empresa sea capaz de incorporar nuevos contratos y proyectos para alcanzar los supuestos esperados.
- **EBITDA y margen EBITDA.** Proyectamos un EBITDA de €365.0m con un margen de 14.1% en 2027 en comparación con €118.7m y 16.9% respectivamente al 2024. El incremento en EBITDA está explicado por el aumento en ventas mientras que la contracción en margen sería el resultado de mayores costos por inicio de proyectos en 2025 y parcialmente en 2026.
- **Mayor generación de FLE.** Nuestro escenario base considera que, durante 2027, la Empresa genere un FLE por €223.0m a diferencia de €20.9m en 2024. El aumento en la generación de FLE se explicaría por un mayor EBITDA proyectado lo cual contrarrestaría un requerimiento de capital promedio 2025-2027 de €41.8m.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

- **Crecimiento en deuda.** Esperamos que, para el cierre del 2027, la Empresa cuente con una deuda total de €1,492.7m en comparación con €309.1m en 2024. El incremento se está relacionado con las inversiones en proyectos durante el periodo. Sin embargo, estimamos que la mayor generación de FLE contrarreste el incremento en deuda lo que resultaría en un DSCR promedio ponderado 2025-2027 de 1.8x, a diferencia de 1.0x en 2024.

Factores Adicionales

- **Riesgo Soberano.** La calificación asignada, considera el riesgo soberano de los países donde la Empresa tiene operaciones, lo que resultó en un promedio ponderado equivalente a HR BBB+ (G).

Factores que podrían subir la calificación

- **Incremento en FLE.** En caso de que la Empresa muestre una mayor generación de FLE que resulte en un nivel promedio de DSCR de 2.6x de 2025 a 2027 en comparación con 1.8x en el escenario base, la calificación podría tener un impacto positivo.
- **Movimientos en la calificación soberana.** En caso de que se revisen al alza alguna de las calificaciones soberanas dentro de los países donde la Empresa opera, la calificación podría tener un impacto positivo.

Factores que podrían bajar la calificación

- **Contracción en el margen EBTIDA.** En un escenario donde el promedio ponderado 2025-2027 del margen EBITDA se contraiga a 11.0% como resultado de presiones macroeconómicas comparado con 12.7% en el escenario base, la calificación podrá tener un impacto negativo.
- **Menor generación de FLE.** Si la generación de FLE de la Empresa disminuye en una diferencia ponderada de 32.6% contra el escenario base, como resultado de mayores requerimientos de capital, la calificación podrá tener un impacto negativo. Lo anterior se traduce en un FLE de €144.2m en 2027 a diferencia de €223.0m en el escenario base.
- **Movimientos en la calificación soberana.** En caso de que se revisen a la baja alguna de las calificaciones soberanas dentro de los países donde la Empresa opera, la calificación podría tener un impacto negativo.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Anexos – Glosario

Escenario Base: Balance General (Cifras en millones de euros)

	Año Calendario					
	2022*	2023*	2024*	2025P	2026P	2027P
ACTIVOS TOTALES	82.3	994.6	1,388.5	1,560.5	2,325.4	2,942.8
Activo Circulante	24.6	472.8	656.2	638.3	795.8	1,030.0
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	1.9	97.9	186.8	188.2	265.6	419.5
Cuentas por Cobrar a Clientes	11.6	230.1	279.5	271.4	330.0	403.1
Otras Cuentas por Cobrar Neto	10.8	102.0	134.4	134.4	134.4	134.4
Inventarios	0.3	42.7	55.6	44.3	65.8	73.1
Activos No Circulantes	57.7	521.9	732.3	922.3	1,529.6	1,912.8
Inversiones en Asociadas	25.4	39.8	36.6	36.8	37.1	37.4
Planta, Propiedad y Equipo	0.8	33.6	36.1	36.1	36.1	36.1
Activos Intangibles	0.1	18.1	41.6	37.4	33.2	29.1
Impuestos Diferidos	0.0	17.4	51.0	52.8	77.4	88.5
Activos en Proyectos	31.4	372.1	531.0	723.2	1,309.7	1,685.7
Activos por Derecho de Uso	0.0	41.0	36.0	36.0	36.0	36.0
PASIVOS TOTALES	49.2	886.0	1,056.2	1,123.8	1,783.2	2,293.1
Pasivo Circulante	38.7	419.8	504.3	425.7	437.6	455.9
Pasivo con Costo	0.0	2.8	18.7	0.0	0.0	0.5
Financiación de Proyectos	0.0	55.5	83.6	52.3	0.0	0.0
Proveedores	19.9	260.1	321.4	296.6	360.8	378.5
Impuestos por Pagar	2.0	93.4	69.5	69.5	69.5	69.5
Provisiones	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Pasivo por Arrendamiento	16.8	7.6	7.0	7.0	7.0	7.0
Otros a corto plazo	0.0	0.0	3.8	0.0	0.0	0.0
Pasivos no Circulantes	10.5	466.3	551.9	698.1	1,345.6	1,837.2
Pasivo con Costo	2.1	14.1	0.8	1.0	1.0	0.5
Financiación de Proyectos	0.0	163.0	206.0	352.0	999.5	1,491.7
Impuestos Diferidos	8.4	13.3	38.7	38.7	38.7	38.7
Pasivo por Arrendamiento	0.0	36.9	33.4	33.4	33.4	33.4
Obligaciones por prestaciones al personal	0.0	1.2	0.0	0.0	0.0	0.0
Provisiones	0.0	90.9	93.6	93.6	93.6	93.6
CAPITAL CONTABLE	33.0	108.6	332.3	436.7	542.2	649.7
Minoritario	7.3	58.8	82.1	112.0	142.1	172.9
Capital Contribuido, Util. Acum. & Otros	8.4	54.0	65.2	65.2	65.2	65.2
Utilidad del Ejercicio	-1.1	4.7	16.9	46.8	76.9	107.7
Mayoritario	25.8	49.8	250.2	324.8	400.1	476.8
Capital Contribuido	6.1	6.1	182.0	182.0	182.0	182.0
Utilidades Acumuladas y Otros	24.6	12.0	26.0	68.2	142.7	218.0
Utilidad del Ejercicio	-4.9	31.7	42.2	74.5	75.3	76.8
Deuda Total	2.1	235.5	309.1	405.3	1,000.5	1,492.7
Deuda Neta	0.2	137.7	122.2	217.0	734.9	1,073.2
Días Cuentas por Cobrar	25	36	125	68	53	51
Días Inventario	0	8	25	10	10	11
Días Proveedores	37	48	171	84	63	61

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral interna de la Empresa y cierres anuales dictaminados por PWC.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Escenario Base: Estado de Resultados (Cifras en millones de euros)

	Año Calendario					
	2022*	2023*	2024*	2025P	2026P	2027P
Ventas Totales	42.6	580.7	702.5	1,545.3	2,266.4	2,590.3
Gastos de Operación	48.3	484.9	583.7	1,347.6	2,003.4	2,225.3
EBITDA	-5.7	95.8	118.7	197.7	263.0	365.0
Depreciación y Amortización	0.3	53.2	77.6	34.6	82.7	137.7
Depreciación Propiedad Planta y Equipo	0.3	3.6	6.3	10.6	10.6	10.6
Amortización de Activos en Proyectos	0.0	38.8	60.3	12.8	61.0	116.0
Amortización de Intangibles	0.0	0.0	1.7	4.2	4.2	4.2
Amortización de Arrendamientos	0.0	10.8	9.4	7.0	7.0	7.0
Utilidad Operativa antes de Otros	-6.0	42.6	41.1	163.2	180.3	227.3
Otros Ingresos y Gastos Netos	0.0	18.4	74.0	0.0	0.0	0.0
Otros Ingresos	0.0	18.4	74.0	0.0	0.0	0.0
Utilidad Operativa después de Otros	-6.0	61.0	115.1	163.2	180.3	227.3
Ingresos por Intereses	0.2	6.1	2.8	4.9	5.5	5.2
Intereses Pagados por Pasivos Financieros	1.8	41.5	32.2	32.3	49.1	93.0
Otros Gastos Financieros	3.5	1.3	19.7	0.0	0.0	0.0
Ingreso Financiero Neto	-5.1	-36.7	-49.2	-27.4	-43.6	-87.8
Resultado Cambiario	1.1	9.3	12.1	-0.3	0.0	-0.2
Resultado Integral de Financiamiento	-4.0	-27.4	-37.1	-27.7	-43.6	-87.9
Utilidad Después del RIF	-10.0	33.7	78.0	135.4	136.7	139.3
Participación en Asociadas	3.3	1.0	-1.3	0.2	0.3	0.3
Utilidad antes de Impuestos	-6.7	34.6	76.7	135.6	137.0	139.6
Impuestos Causados	-0.6	-1.8	17.6	31.2	31.5	32.1
Utilidad Neta Consolidada	-6.1	36.5	59.1	104.4	105.5	107.5
Participación minoritaria en la utilidad	-1.1	4.7	16.9	29.9	30.2	30.8
Participación mayoritaria en la utilidad	-4.9	31.7	42.2	74.5	75.3	76.8
Cambio en Ventas	n.a	1264.2%	21.0%	120.0%	46.7%	14.3%
Margen EBITDA	-13.3%	16.5%	16.9%	12.8%	11.6%	14.1%
Tasa de Impuestos	8.6%	-5.3%	22.9%	23.0%	23.0%	23.0%
Ventas Netas a PP&E	54.7	17.3	19.4	42.8	62.7	71.7
ROCE	408.3%	545.9%	100.7%	325.1%	253.9%	255.8%
Tasa Pasiva	87.2%	244.4%	37.7%	8.3%	6.8%	7.5%
Tasa Activa	6.2%	9.0%	0.8%	0.9%	1.0%	0.7%

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral interna de la Empresa y cierres anuales dictaminados por PWC.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Escenario Base: Flujo de Efectivo (Cifras en millones de euros)

	Año Calendario					
	2022*	2023*	2024*	2025P	2026P	2027P
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN						
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	-6.7	34.6	76.7	135.6	137.0	139.6
Depreciación Propiedad Planta y Equipo	0.3	3.6	6.3	10.6	10.6	10.6
Amortización de Activos en Proyectos	0.0	38.8	60.3	12.8	61.0	116.0
Amortización de Intangibles	0.0	0.0	1.7	4.2	4.2	4.2
Amortización de Arrendamientos	0.0	10.8	9.4	7.0	7.0	7.0
Participación en Asociados y Negocios Conjuntos	-3.3	-1.0	1.3	-0.2	-0.3	-0.3
Intereses a Favor	-0.2	-6.1	-2.8	-4.9	-5.5	-5.2
Partidas Relacionadas con Actividades de Inversión	-3.2	46.1	76.1	29.5	76.9	132.2
Intereses Devengados	1.8	41.5	32.2	32.3	49.1	93.0
Fluctuación Cambiaria	0.4	-19.6	-87.3	0.3	-0.0	0.2
Partidas Relac. con Activ. de Financ.	2.2	21.9	-55.1	32.6	49.1	93.1
Flujo Deri. a Result. antes de Impuestos a la Util.	-7.6	102.6	97.7	197.7	263.0	365.0
Decremento (Incremento) en Clientes	-5.2	-21.6	-45.8	8.1	-58.6	-73.1
Decremento (Incremento) en Inventarios	0.0	-1.9	3.3	11.3	-21.5	-7.3
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	0.0	0.0	0.0	-1.8	-24.6	-11.1
Incremento (Decremento) en Proveedores	-3.6	-7.3	-13.4	-24.7	64.2	17.7
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	0.0	0.0	31.1	-3.8	0.0	0.0
Capital de trabajo	-8.8	-30.8	-24.8	-11.0	-40.6	-73.7
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	0.0	-20.4	-24.6	-31.2	-31.5	-32.1
Flujos Generados o Utilizados en la Operación	-8.8	-51.2	-49.4	-42.2	-72.1	-105.8
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.	-16.5	51.4	48.3	155.5	190.9	259.2
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN						
Inversión en Prop., Planta y Equipo	-0.0	-9.7	-16.0	-10.6	-10.6	-10.6
Venta de Propiedades, Planta y Equipo	0.0	0.0	12.1	0.0	0.0	0.0
Inversiones Temporales	0.0	0.0	-41.2	0.0	0.0	0.0
Inversión en Activos en Proyectos	-0.1	124.7	-4.0	-205.0	-647.5	-492.0
Disposición de Negocios	2.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Intereses Cobrados	0.0	0.0	0.0	4.9	5.5	5.2
Otros Activos	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión	2.7	115.1	-49.1	-210.7	-652.5	-497.4
Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.	-13.8	166.5	-0.8	-55.2	-461.7	-238.2
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO						
Financiamientos Bancarios y de Proyectos	16.0	8.6	28.6	205.0	647.5	492.0
Amortización de Financiamientos Bancarios y de Proyectos	-0.3	-53.3	-65.3	-109.1	-52.3	0.0
Amortización de Arrendamientos	0.0	-10.8	-9.4	-7.0	-7.0	-7.0
Intereses Pagados	-0.7	-14.9	-19.0	-32.3	-49.1	-93.0
Financiamiento "Ajeno"	15.1	-70.5	-65.1	56.6	539.1	392.0
Incrementos (Decremento) en el Capital Social	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Prima en Venta de Acciones	0.0	0.0	163.2	0.0	0.0	0.0
Dividendos Pagados	0.0	0.0	-5.7	0.0	0.0	0.0
Financiamiento "Propio"	0.0	0.0	157.5	0.0	0.0	0.0
Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.	15.1	-70.5	92.5	56.6	539.1	392.0
Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.	1.3	96.0	91.6	1.4	77.4	153.8
Difer. en Cambios en el Efectivo y Equiv.	0.0	0.0	-2.7	0.0	0.0	0.0
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	0.6	1.9	97.9	186.8	188.2	265.6
Efectivo y equiv. al final del Periodo	1.9	97.9	186.8	188.2	265.6	419.5
CAPEX de Mantenimiento	-0.1	-9.7	-15.3	-5.4	-16.4	-29.1
Flujo Libre de Efectivo	-16.5	30.9	20.9	143.1	167.4	223.0
Amortización de Deuda	0.3	53.3	65.3	109.1	52.3	0.0
Refinanciamiento y Amortizaciones Voluntarias	-0.3	-53.3	-62.4	-6.8	0.0	0.0
Amortización Neta	0.0	0.0	2.8	102.3	52.3	0.0
Intereses Netos Pagados	0.7	14.9	19.0	27.4	43.6	87.8
Servicio de la Deuda	0.7	14.9	21.8	129.7	95.9	87.8
DSCR	-23.5	2.1	1.0	1.1	1.7	2.5
Caja Inicial Disponible	0.6	1.9	97.9	186.8	188.2	265.6
DSCR con Caja	-22.7	2.2	5.4	2.5	3.7	5.6
Deuda Neta a FLE	-0.0	4.5	5.8	1.5	4.4	4.8
Deuda Neta a EBITDA	-0.0	1.4	1.0	1.1	2.8	2.9

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral interna de la Empresa y cierres anuales dictaminados por PWC.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Escenario Estrés: Balance General (Cifras en millones de euros)

	Año Calendario					
	2022*	2023*	2024*	2025P	2026P	2027P
ACTIVOS TOTALES	82.3	994.6	1,388.5	1,531.2	2,311.6	2,890.4
Activo Circulante	24.6	472.8	656.2	593.8	714.9	871.3
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	1.9	97.9	186.8	156.3	136.0	184.2
Cuentas por Cobrar a Clientes	11.6	230.1	279.5	261.7	387.4	484.2
Otras Cuentas por Cobrar Neto	10.8	102.0	134.4	134.4	134.4	134.4
Inventarios	0.3	42.7	55.6	41.4	57.1	68.6
Activos No Circulantes	57.7	521.9	732.3	937.4	1,596.7	2,019.1
Inversiones en Asociadas	25.4	39.8	36.6	36.8	37.1	37.4
Planta, Propiedad y Equipo	0.8	33.6	36.1	36.1	36.1	36.1
Activos Intangibles	0.1	18.1	41.6	37.4	33.2	29.1
Impuestos Diferidos	0.0	17.4	51.0	48.7	66.6	79.3
Activos en Proyectos	31.4	372.1	531.0	742.4	1,387.6	1,801.2
Activos por Derecho de Uso	0.0	41.0	36.0	36.0	36.0	36.0
PASIVOS TOTALES	49.2	886.0	1,056.2	1,125.2	1,855.6	2,466.6
Pasivo Circulante	38.7	419.8	504.3	406.6	424.7	494.9
Pasivo con Costo	0.0	2.8	18.7	0.0	0.0	0.5
Financiación de Proyectos	0.0	55.5	83.6	52.3	0.0	0.0
Proveedores	19.9	260.1	321.4	277.5	347.9	417.6
Impuestos por Pagar	2.0	93.4	69.5	69.5	69.5	69.5
Provisiones	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Pasivo por Arrendamiento	16.8	7.6	7.0	7.0	7.0	7.0
Otros a corto plazo	0.0	0.0	3.8	0.0	0.0	0.0
Pasivos no Circulantes	10.5	466.3	551.9	718.6	1,430.9	1,971.7
Pasivo con Costo	2.1	14.1	0.8	1.0	1.0	0.5
Financiación de Proyectos	0.0	163.0	206.0	372.5	1,084.8	1,626.1
Impuestos Diferidos	8.4	13.3	38.7	38.7	38.7	38.7
Pasivo por Arrendamiento	0.0	36.9	33.4	33.4	33.4	33.4
Obligaciones por prestaciones al personal	0.0	1.2	0.0	0.0	0.0	0.0
Provisiones	0.0	90.9	93.6	93.6	93.6	93.6
CAPITAL CONTABLE	33.0	108.6	332.3	406.0	456.0	423.8
Minoritario	7.3	58.8	82.1	103.2	117.5	108.3
Capital Contribuido, Util. Acum. & Otros	8.4	54.0	65.2	65.2	65.2	65.2
Utilidad del Ejercicio	-1.1	4.7	16.9	38.0	52.3	43.1
Mayoritario	25.8	49.8	250.2	302.8	338.5	315.5
Capital Contribuido	6.1	6.1	182.0	182.0	182.0	182.0
Utilidades Acumuladas y Otros	24.6	12.0	26.0	68.2	120.8	156.5
Utilidad del Ejercicio	-4.9	31.7	42.2	52.6	35.7	-23.0
Deuda Total	2.1	235.5	309.1	425.8	1,085.7	1,627.1
Deuda Neta	0.2	137.7	122.2	269.4	949.7	1,442.9
Días Cuentas por Cobrar	25	36	125	71	61	68
Días Inventario	0	8	25	10	11	11
Días Proveedores	37	48	171	86	67	67

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral interna de la Empresa y cierres anuales dictaminados por PWC.



Escenario Estrés: Estado de Resultados (Cifras en millones de euros)

	Año Calendario					
	2022*	2023*	2024*	2025P	2026P	2027P
Ventas Totales	42.6	580.7	702.5	1,425.1	1,950.5	2,320.8
Gastos de Operación	48.3	484.9	583.7	1,260.8	1,738.6	2,086.6
EBITDA	-5.7	95.8	118.7	164.3	211.9	234.2
Depreciación y Amortización	0.3	53.2	77.6	35.8	88.8	149.3
Depreciación Propiedad Planta y Equipo	0.3	3.6	6.3	10.6	10.6	10.6
Amortización de Activos en Proyectos	0.0	38.8	60.3	14.1	67.1	127.6
Amortización de Intangibles	0.0	0.0	1.7	4.2	4.2	4.2
Amortización de Arrendamientos	0.0	10.8	9.4	7.0	7.0	7.0
Utilidad Operativa antes de Otros	-6.0	42.6	41.1	128.5	123.1	84.8
Otros Ingresos y Gastos Netos	0.0	18.4	74.0	0.0	0.0	0.0
Otros Ingresos	0.0	18.4	74.0	0.0	0.0	0.0
Utilidad Operativa después de Otros	-6.0	61.0	115.1	128.5	123.1	84.8
Ingresos por Intereses	0.2	6.1	2.8	4.8	4.9	4.4
Intereses Pagados por Pasivos Financieros	1.8	41.5	32.2	37.4	63.3	121.6
Otros Gastos Financieros	3.5	1.3	19.7	0.0	0.0	0.0
Ingreso Financiero Neto	-5.1	-36.7	-49.2	-32.7	-58.4	-117.2
Resultado Cambiario	1.1	9.3	12.1	-0.3	0.0	-0.2
Resultado Integral de Financiamiento	-4.0	-27.4	-37.1	-33.0	-58.4	-117.4
Utilidad Después del RIF	-10.0	33.7	78.0	95.5	64.6	-32.5
Participación en Asociadas	3.3	1.0	-1.3	0.2	0.3	0.3
Utilidad antes de Impuestos	-6.7	34.6	76.7	95.7	64.9	-32.2
Impuestos Causados	-0.6	-1.8	17.6	22.0	14.9	0.0
Utilidad Neta Consolidada	-6.1	36.5	59.1	73.7	50.0	-32.2
Participación minoritaria en la utilidad	-1.1	4.7	16.9	21.1	14.3	-9.2
Participación mayoritaria en la utilidad	-4.9	31.7	42.2	52.6	35.7	-23.0
Cambio en Ventas	n.a	1264.2%	21.0%	102.9%	36.9%	19.0%
Margen EBITDA	-13.3%	16.5%	16.9%	11.5%	10.9%	10.1%
Tasa de Impuestos	8.6%	-5.3%	22.9%	23.0%	23.0%	0.0%
Ventas Netas a PP&E	54.7	17.3	19.4	39.4	54.0	64.2
ROCE	408.3%	545.9%	100.7%	243.9%	140.7%	58.0%
Tasa Pasiva	87.2%	244.4%	37.7%	9.4%	8.2%	9.0%
Tasa Activa	6.2%	9.0%	0.8%	0.9%	1.0%	0.7%

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral interna de la Empresa y cierres anuales dictaminados por PWC.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Escenario Estrés: Flujo de Efectivo (Cifras en millones de euros)

	Año Calendario					
	2022*	2023*	2024*	2025P	2026P	2027P
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN						
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	-6.7	34.6	76.7	95.7	64.9	-32.2
Depreciación Propiedad Planta y Equipo	0.3	3.6	6.3	10.6	10.6	10.6
Amortización de Activos en Proyectos	0.0	38.8	60.3	14.1	67.1	127.6
Amortización de Intangibles	0.0	0.0	1.7	4.2	4.2	4.2
Amortización de Arrendamientos	0.0	10.8	9.4	7.0	7.0	7.0
Participación en Asociados y Negocios Conjuntos	-3.3	-1.0	1.3	-0.2	-0.3	-0.3
Intereses a Favor	-0.2	-6.1	-2.8	-4.8	-4.9	-4.4
Partidas Relacionadas con Actividades de Inversion	-3.2	46.1	76.1	30.9	83.7	144.7
Intereses Devengados	1.8	41.5	32.2	37.4	63.3	121.6
Fluctuación Cambiaria	0.4	-19.6	-87.3	0.3	-0.0	0.2
Partidas Relac. con Activ. de Financ.	2.2	21.9	-55.1	37.7	63.3	121.7
Flujo Deri. a Resul. antes de Impuestos a la Util.	-7.6	102.6	97.7	164.3	211.9	234.2
Decremento (Incremento) en Clientes	-5.2	-21.6	-45.8	17.8	-125.7	-96.8
Decremento (Incremento) en Inventarios	0.0	-1.9	3.3	14.2	-15.7	-11.4
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	0.0	0.0	0.0	2.3	-17.9	-12.6
Incremento (Decremento) en Proveedores	-3.6	-7.3	-13.4	-43.8	70.4	69.6
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	0.0	0.0	31.1	-3.8	0.0	0.0
Capital de trabajo	-8.8	-30.8	-24.8	-13.4	-89.0	-51.2
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	0.0	-20.4	-24.6	-22.0	-14.9	0.0
Flujos Generados o Utilizados en la Operación	-8.8	-51.2	-49.4	-35.4	-103.9	-51.2
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.	-16.5	51.4	48.3	128.9	108.0	183.0
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN						
Inversión en Prop., Planta y Equipo	-0.0	-9.7	-16.0	-10.6	-10.6	-10.6
Venta de Propiedades, Planta y Equipo	0.0	0.0	12.1	0.0	0.0	0.0
Inversiones Temporales	0.0	0.0	-41.2	0.0	0.0	0.0
Inversión en Activos en Proyectos	-0.1	124.7	-4.0	-225.5	-712.3	-541.2
Disposición de Activos Intangibles	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Disposición de Negocios	2.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Intereses Cobrados	0.0	0.0	0.0	4.8	4.9	4.4
Otros Activos	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión	2.7	115.1	-49.1	-231.3	-717.9	-547.4
Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.	-13.8	166.5	-0.8	-102.4	-610.0	-364.4
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO						
Financiamientos Bancarios y de Proyectos	16.0	8.6	28.6	225.5	712.3	541.2
Amortización de Financiamientos Bancarios y de Proyectos	-0.3	-53.3	-65.3	-109.1	-52.3	0.0
Amortización de Arrendamientos	0.0	-10.8	-9.4	-7.0	-7.0	-7.0
Intereses Pagados	-0.7	-14.9	-19.0	-37.4	-63.3	-121.6
Financiamiento "Ajeno"	15.1	-70.5	-65.1	71.9	589.6	412.6
Incrementos (Decremento) en el Capital Social	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Prima en Venta de Acciones	0.0	0.0	163.2	0.0	0.0	0.0
Dividendos Pagados	0.0	0.0	-5.7	0.0	0.0	0.0
Financiamiento "Propio"	0.0	0.0	157.5	0.0	0.0	0.0
Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.	15.1	-70.5	92.5	71.9	589.6	412.6
Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.	1.3	96.0	91.6	-30.5	-20.3	48.2
Difer. en Cambios en el Efectivo y Equiv.	0.0	0.0	-2.7	0.0	0.0	0.0
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	0.6	1.9	97.9	186.8	156.3	136.0
Efectivo y equiv. al final del Periodo	1.9	97.9	186.8	156.3	136.0	184.2
CAPEX de Mantenimiento	-0.1	-9.7	-15.3	-5.7	-17.9	-31.8
Flujo Libre de Efectivo	-16.5	30.9	20.9	116.2	83.1	144.2
Amortización de Deuda	0.3	53.3	65.3	109.1	52.3	0.0
Refinanciamiento y Amortizaciones Voluntarias	-0.3	-53.3	-62.4	-6.8	0.0	0.0
Amortización Neta	0.0	0.0	2.8	102.3	52.3	0.0
Intereses Netos Pagados	0.7	14.9	19.0	32.7	58.4	117.2
Servicio de la Deuda	0.7	14.9	21.8	135.0	110.7	117.2
DSCR	-23.5	2.1	1.0	0.9	0.8	1.2
Caja Inicial Disponible	0.6	1.9	97.9	186.8	156.3	136.0
DSCR con Caja	-22.7	2.2	5.4	2.2	2.2	2.4
Deuda Neta a FLE	-0.0	4.5	5.8	2.3	11.4	10.0
Deuda Neta a EBITDA	-0.0	1.4	1.0	1.6	4.5	6.2

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral interna de la Empresa y cierres anuales dictaminados por PWC.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Anexo. Calificaciones Soberanas

País	Desglose de Ingresos por país				
	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Brasil	18.0%	23.6%	24.1%	21.8%	23.3%
Chile	29.4%	20.1%	14.2%	19.7%	22.9%
Marruecos	9.7%	12.8%	15.9%	13.5%	12.5%
España	12.0%	9.6%	13.9%	11.4%	9.0%
México	5.7%	7.3%	2.8%	4.9%	7.1%
Emiratos Arabes	7.0%	6.7%	4.0%	4.5%	5.1%
Francia	4.9%	6.5%	2.5%	4.4%	5.0%
Ghana	2.7%	3.6%	2.6%	3.3%	3.5%
Sudáfrica	1.1%	3.2%	7.4%	5.0%	3.1%
Lituania	5.7%	2.9%	1.7%	1.9%	2.2%
Arabia Saudi	0.4%	2.9%	6.0%	3.5%	2.2%
Argentina	3.4%	1.0%	0.7%	3.0%	1.4%
Guatemala	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.6%
Rumania	0.0%	0.0%	2.5%	1.9%	0.0%
Taiwán	0.0%	0.0%	1.5%	1.0%	0.3%

Fuente: HR Ratings con base en sus proyecciones e información histórica de la Empresa.

Calificaciones Soberanas Equivalentes a HR Ratings

País	S&P	Fitch	HR Ratings
Brasil	BB	BB	
Chile			HR AA-
Marruecos	BB+	BB+	
España	A	A-	
México			HR BBB+
Emiratos Arabes		AA-	
Francia	AA-	AA-	
Ghana	SD	RD	
Sudáfrica	BB-	BB-	
Lituania	A	A	
Arabia Saudi	A+	A+	
Argentina	CCC	CCC	
Guatemala	BB	BB	
Rumania	BBB-	BBB-	
Taiwán	AA+	AA	

Fuente: HR Ratings con base en la última calificación soberana pública por país.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Glosario

El **Flujo de Libre de Efectivo (FLE)** se define como el flujo de caja de las actividades de operación más las necesidades de capital circulante menos una provisión para CAPEX de mantenimiento más los dividendos recibidos, si los hubiera, menos los impuestos pagados y menos los gastos por contratos de arrendamiento financiero, incluidos tanto la amortización como los intereses. El cálculo puede incluir una consideración de Ajuste Especial si se considera que determinados componentes de las cuentas enumeradas no son apropiados para la medida (por ejemplo, no recurrentes, de naturaleza no operativa.). La medida se basa en años calendario.

El **Ratio de Cobertura del Servicio de la Deuda (DSCR, por sus siglas en inglés)** se define como el FLE dividido por el servicio de la deuda. A efectos de este indicador, el servicio de la deuda se define como el gasto financiero neto (gastos financieros menos ingresos financieros) más la amortización obligatoria de la deuda. Se excluyen los pagos anticipados, así como los pagos derivados de *Excess Cash Flow Sweep* (ECFS por sus siglas en inglés). Algunas refinanciaciones de deuda también pueden excluirse del cálculo del servicio de la deuda. También se excluyen los intereses capitalizados de los contratos de crédito que originalmente contemplaban tales intereses. No se excluirán los intereses capitalizados procedentes de reestructuraciones forzosas de deuda. El servicio de la deuda se mide sobre una base de años calendario.

DSCR con Caja. Se trata de la misma métrica que la anterior, con la excepción de que el efectivo al final del período anterior de cuatro trimestres se añade al FLE, al igual que cualquier efectivo reservado exclusivamente para la deuda que se está calificando.

Los **Años de Pago** se definen como la deuda neta dividida por el FLE.

Coefficiente entre Activos Comercializables y Pasivos (ACP). Mide la estimación de HR Ratings del valor de mercado de los activos de la entidad calificada con respecto al valor contable de sus pasivos.

Estas métricas tienen las siguientes ponderaciones en la determinación de nuestra calificación cuantitativa preliminar:

Ponderación de Métricas

DSCR	20%
DSCR con Caja	20%
Años de Pago	40%
ACP	20%

El periodo de calificación de este informe consta de cinco periodos calendario, que comprenden dos periodos históricos con información reportada y tres periodos proyectados. El primer periodo proyectado es el trimestre inmediatamente posterior al último periodo con información reportada. Los periodos se definen como sigue con sus respectivas ponderaciones.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Ponderación de Periodos

t-1: 2023	13%
t0: 2024	17%
t1: 2025	35%
t2: 2026	20%
t3: 2027	15%

HR Ratings crea dos escenarios de proyección: Base y Estrés. A efectos de calificación, cada escenario completo incluye los mismos dos periodos históricos, así como sus respectivos escenarios de proyección. El escenario Base tiene una ponderación del 65% y el Estrés del 35%.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Calificaciones otorgadas por otras agencias calificadoras a los presentes valores (en su caso) | n.a.

*Para más información con respecto a esta(s) metodología(s), favor de consultar www.hrratings.com/methodology/

** HR Ratings de México, S.A. de C.V. ("HR Ratings"), es una institución calificadora de valores autorizada por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) y registrada ante la Securities and Exchange Commission de los Estados Unidos de Norteamérica (SEC) como una NRSRO para los activos de finanzas públicas, corporativos e instituciones financieras, según lo descrito en la cláusula (v) de la sección 3(a)(62)(A) de la U.S. Securities Exchange Act de 1934 y certificada como una Credit Rating Agency (CRA) por la European Securities and Markets Authority (ESMA) y por el Financial Conduct Authority (FCA).

La calificación antes señalada fue solicitada por la entidad, emisor o tercero distinto a la entidad o emisor y, por lo tanto, HR Ratings ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación. En nuestra página de internet www.hrratings.com se puede consultar la siguiente información: (i) El procedimiento interno para el seguimiento a nuestras calificaciones y la periodicidad de las revisiones; (ii) los criterios de esta institución calificadora para el retiro o suspensión del mantenimiento de una calificación, y (iii) la estructura y proceso de votación de nuestro Comité de Análisis y (iv) las escalas de calificación y sus definiciones.

Las calificaciones y/u opiniones de HR Ratings son opiniones con respecto a la calidad crediticia y/o a la capacidad de administración de activos, o relativas al desempeño de las labores encaminadas al cumplimiento del objeto social, por parte de sociedades emisoras y demás entidades o sectores, y se basan exclusivamente en las características de la entidad, emisión y/u operación, con independencia de cualquier actividad de negocio entre HR Ratings y la entidad o emisora. Las calificaciones y/u opiniones otorgadas se emiten en nombre de HR Ratings y no de su personal directivo o técnico y no constituyen recomendaciones para comprar, vender o mantener algún instrumento, ni para llevar a cabo algún tipo de negocio, inversión u operación, y pueden estar sujetas a actualizaciones en cualquier momento, de conformidad con las metodologías de calificación de HR Ratings.

HR Ratings basa sus calificaciones y/u opiniones en información obtenida de fuentes que son consideradas como precisas y confiables, sin embargo, no valida, garantiza, ni certifica la precisión, exactitud o totalidad de cualquier información. Derivado de lo anterior, HR Ratings no es responsable de cualquier error u omisión en dicha información o, en caso de que esta sea incorrecta o inexacta, por los resultados obtenidos por el uso de la misma. La mayoría de las emisoras de instrumentos de deuda calificadas por HR Ratings de México, o un tercero, han pagado una cuota de calificación crediticia basada en el monto y tipo de emisión. La bondad del instrumento o solvencia de la emisora y, en su caso, la opinión sobre la capacidad de una entidad con respecto a la administración de activos y desempeño de su objeto social podrán verse modificadas, lo cual afectará, en su caso, al alza o a la baja la calificación, sin que ello implique responsabilidad alguna a cargo de HR Ratings. HR Ratings emite sus calificaciones y/u opiniones de manera ética y con apego a las sanas prácticas de mercado y a la normativa aplicable que se encuentra contenida en la página de la propia calificadora www.hrratings.com, donde se pueden consultar documentos como el Código de Conducta, las metodologías o criterios de calificación y las calificaciones vigentes.

Las calificaciones y/u opiniones que emite HR Ratings consideran un análisis de la calidad crediticia relativa de una entidad, emisora y/o emisión, por lo que no necesariamente reflejan una probabilidad estadística de incumplimiento de pago, entendiéndose como tal, la imposibilidad o falta de voluntad de una entidad o emisora para cumplir con sus obligaciones contractuales de pago, con lo cual los acreedores y/o tenedores se ven forzados a tomar medidas para recuperar su inversión, incluso, a reestructurar la deuda debido a una situación de estrés enfrentada por el deudor. No obstante, para darle mayor validez a nuestras opiniones de calidad crediticia, nuestra metodología considera escenarios de estrés como complemento del análisis elaborado sobre un escenario base. Los honorarios que HR Ratings recibe por parte de los emisores generalmente varían desde US\$1,000 a US\$1,000,000 (mil a un millón dólares, moneda de curso legal en los Estados Unidos de América) (o el equivalente en otra moneda) por emisión. En algunos casos, HR Ratings calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular por una cuota anual. Se estima que las cuotas anuales varíen entre US\$5,000 y US\$2,000,000 (cinco mil a dos millones de dólares, moneda de curso legal en los Estados Unidos de América) (o el equivalente en otra moneda).

Contacto con Medios
comunicaciones@hrratings.com

