GREENALIA SA

A70394903 CORPORATE

BB ISSUER RATING
LongTerm

OUTLOOK
Evolving

BBB- INSTRUMENT RATING
Senior Secured 70 M €

Initiation date	
LongTerm	01/04/2025
Senior Secured 70 M €	15/10/2025
Rating Date	03/11/2026

Contacts

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

Committee chair
Thomas Dilasser
thomas.dilasser@ethifinance.com

Rating Action y Rationale

- EthiFinance Ratings afirma la calificación de Greenalia, S.A. en 'BB', cambiando la tendencia de 'Estable' a 'Evolving'.
- El cambio en la tendencia responde principalmente a la menor valoración del perfil financiero tras los resultados del último ejercicio y la actualización de las previsiones a medio plazo, así como a la persistencia de una elevada dependencia de la materialización de hitos relevantes relacionados con la venta de proyectos y la refinanciación de deuda. Asimismo, la menor valoración obtenida al cierre de 2025 en la calificación ESG de la compañía ha tenido un impacto neutro sobre el perfil financiero, frente al impacto positivo de medio escalón considerado anteriormente. En este contexto, la menor valoración del perfil financiero (B+ vs. BB-) incrementa la presión sobre la capacidad de refinanciación y, por tanto, sobre la posición de liquidez de la compañía. Si bien los avances logrados en el último periodo permiten que la liquidez no se aplique como modificador, consideramos que sí justifica el cambio en la tendencia y requiere un especial seguimiento en adelante. Cabe señalar que la no materialización de las operaciones corporativas previstas (venta de ciertos proyectos y refinanciación de deudas con vencimiento en el corto plazo) derivaría en una acción de rating a la baja, salvo que se tomen otras acciones o se den situaciones equivalentes en términos de impacto financiero.
- Greenalia S.A. y sus sociedades dependientes (en adelante Greenalia) es un productor de energía independiente en el ámbito de las tecnologías renovables. Desde mediados de 2025 el grupo cuenta con una capacidad operativa de 560 MW bajo tecnología eólica, biomasa y solar, contando con 601 MW en situación de construcción dentro de un 'pipeline' total de 4,1 GW en sus mercados estratégicos de España y EE.UU.
- El rating sigue favorecido por la calificación del sector 'utility' ajustado a las características de la producción de energía renovable (elevadas rentabilidades, controlada volatilidad, altas barreras de entrada y favorables perspectivas de crecimiento), lo que permite mantener un positivo perfil de negocio.
- Como factores limitantes del rating señalamos la escala o el tamaño del grupo que aún sigue condicionando el posicionamiento competitivo, así como la valoración de la gobernanza tras la evolución en el último periodo en materia de estructura de la gestión y política financiera. De igual forma, y de acuerdo con lo señalado, el perfil financiero a nivel general refleja ciertas presiones en términos del promedio ponderado, especialmente por la situación del apalancamiento (DFN/EBITDA > 7x; FFO/DFN < 10%) y la capitalización (Patrimonio Neto/TDF < 25%).
- Cabe señalar que para la evaluación de los ratios financieros se han utilizado diferentes tablas de volatilidad como son la de 'infraestructuras' para la actividad de venta de energía sujeta a precios contratados (PPA) o regulados, y la 'estándar' para el resto del negocio asociado principalmente tanto a la venta de energía al mercado como a la de proyectos.
- En línea con nuestra metodología, el sector de 'utilities' ajustado al ámbito de las renovables se encuentra adecuadamente alineado con los factores ESG (heatmap score 1-1,9), lo que supone una mejora de tres escalones en el factor sectorial. Por su parte, la política de ESG de la compañía se considera media (score 1,5-3,5), lo que de acuerdo con lo indicado supone un impacto neutro en el perfil financiero y global del rating.
- La calificación de la emisión de bonos por parte de Greenalia se mantiene en dos escalones por encima del rating corporativo en base a su carácter garantizado (acciones de Greenalia Midco, S.L.U. y préstamos 'intercompany') con una valoración mínima esperada de 84% sobre el valor máximo esperado de la emisión (€70m).

Descripción de la Compañía

Con sede en La Coruña (España), la empresa nació en 1997 dedicada a los productos forestales y biocombustibles, además de actividades de logística y transporte marítimo. Entre 2022 y 2023 vendió sus negocios tradicionales para dedicarse exclusivamente al desarrollo y generación de energía renovable. A cierre de 2025, el grupo alcanzó unas ventas ajustadas de €68,1m (+32,3% YoY) con un EBITDA de €34,5m (+48% YoY) que supone un margen del 50,6%. El ratio de apalancamiento bajo metodología EthiFinance Ratings se situó en 26,4x (28,0x en 2024) como reflejo de una situación aún condicionada por la construcción del proyecto Misae II y la falta de ingresos por venta de activos.

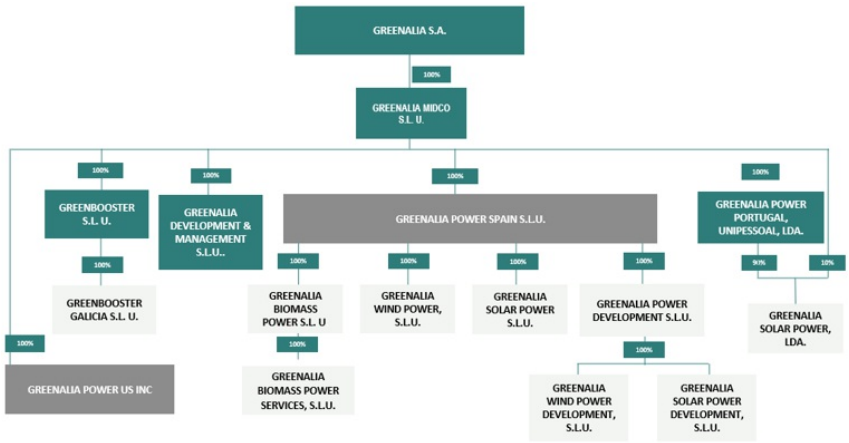
De forma resumida la compañía cuenta con las siguientes líneas de negocio:

- **Venta de energía renovable:** procedente de sus activos en operación tanto por mecanismos regulados, como vía acuerdos privados (PPA), o a precios del mercado.
- **Desarrollo y venta de proyectos:** ya sea en fase de desarrollo o en situación de explotación.
- **Otros servicios:** principalmente derivados de la actividad de la planta de biomasa, señalando que la operación y mantenimiento (O&M) de su planta se realiza de manera interna desde 2025.

La promoción de energías renovables comenzó en 2006, con Galicia como mercado estratégico, primero con biomasa y luego con energía eólica. La venta de energía comenzó a ser relevante en el año 2020, ejercicio en el que alcanzó una capacidad instalada de 96,5 MW repartidos entre los 50 MW de la planta de biomasa forestal de Curtis-Teixeiro (55 MW actualmente), y los correspondientes a dos proyectos eólicos también en Galicia. Posteriormente, en 2021 sumó 28

MW adicionales a través de tres proyectos eólicos en Galicia para un total de 124,5 MW. Es igualmente en 2021 cuando Greenalia inició su expansión internacional a través de la compra de proyectos en diferentes fases de desarrollo en el Estado de Texas (EE.UU.), donde ya cuenta desde julio de 2025 con su primer proyecto solar de 430 MW en operación (Misae II) que mantiene las negociaciones para su venta durante 2027.

De acuerdo con la estrategia actual la actividad se organiza en torno a las cabeceras de España y EE.UU. contando cada una con un CEO al frente, y en donde se sitúan a su vez sus correspondientes filiales en función de los proyectos operativos y en desarrollo. En el último periodo destacamos la constitución de Greenalia Midco S.L.U., dentro del marco de la emisión de bonos verdes en el mercado noruego en noviembre de 2025.



Fundamentos

Perfil de Negocio

Análisis del Sector

- **Sector 'utility' con favorables fundamentos y positivas perspectivas de crecimiento.**

Bajo nuestra metodología, la calificación sectorial de Greenalia se alcanza desde su condición de compañía de tipo 'utility' que se ajusta en base a las características propias de un productor de energía 100% renovable. Para este sector se reconocen unos sólidos fundamentos a largo plazo, impulsados por las políticas de descarbonización, los objetivos de seguridad energética y la creciente electrificación de la economía. Las energías renovables siguen siendo un sector intensivo en capital y con importantes barreras de entrada, entre las que se incluyen el acceso a conexiones a la red, la obtención de permisos, la capacidad de financiación, la experiencia técnica y la capacidad para asegurar contratos de compraventa de energía a largo plazo. Estas barreras son especialmente relevantes en el entorno actual de mercado, en el que la escala, la capacidad de ejecución y el acceso a capital diferencian cada vez más a los operadores consolidados frente a los promotores de menor tamaño.

El sector se beneficia de una generación de flujos de caja relativamente predecible cuando los activos cuentan con tarifas reguladas, contratos por diferencias, PPAs o estructuras de cobertura. No obstante, la valoración positiva del sector se ve moderada por los crecientes desafíos, especialmente en los mercados solares maduros. El rápido desarrollo de la energía solar fotovoltaica ha aumentado la frecuencia de horas con precios bajos o negativos, reducido los precios de captura de la energía solar y elevado el riesgo de restricciones de producción (curtailment) derivadas del mercado, especialmente en mercados con una elevada penetración de renovables, como España, y cada vez más en otros grandes mercados.

A pesar de estos factores adversos a corto plazo, las perspectivas del sector a medio y largo plazo siguen siendo favorables. Según los datos más recientes observados (Fuente: IRENA), la capacidad instalada de tecnologías renovables a nivel mundial continuó batiendo récords en 2025, con la incorporación de 692 GW, lo que representó el 85,6% de toda la nueva capacidad eléctrica añadida. Esta evolución incrementó la capacidad total global de energías renovables a 5.149 GW, lo que implica un crecimiento del 15,5% respecto al año anterior. En comparación con 2015, esta cifra supone prácticamente duplicar la capacidad instalada, manteniéndose los objetivos marcados a 2030 (COP28) de triplicar la capacidad renovable.

- **Ajuste positivo por ESG a nivel sectorial.**

En línea con nuestra metodología, el sector de las energías renovables está bien alineado con los factores ESG con una calificación en el sector 'heatmap' entre 1 y 1,9, permitiendo mejorar en una categoría (tres escalones) la valoración del riesgo de la industria. Este sector contribuye a la reducción de la contaminación y a la protección de la

biodiversidad como sustituto de las fuentes de energía tradicionales altamente contaminantes, si bien durante la construcción relacionada se utilizan recursos significativos y se emiten gases de efecto invernadero. El impacto sobre los consumidores y las comunidades es positivo, ya que esta energía limpia favorece la salud y el desarrollo económico. El impacto en los proveedores es medio, ya que los proveedores con plantas fabriles en China tienen una participación significativa en la cadena de suministros y pueden existir problemas de ESG.

Posicionamiento Competitivo

- **Posicionamiento competitivo medio condicionado por el tamaño del grupo.**

En 2025 Greenalia facturó €68,1m dentro de un ámbito competitivo que se considera 'local' bajo nuestra metodología en tanto su actividad se circunscribe a un número limitado de mercados con sus particulares regulaciones y características propias. Bajo las previsiones para el medio plazo se espera que las ventas se mantengan en un rango modesto (promedio de €265m), y por lo tanto se determina que el tamaño del grupo aún se mantenga como limitado para condicionar el posicionamiento competitivo del grupo.

En el desempeño de Greenalia señalamos su perfil de compañía especialista, con un modelo de negocio centrado desde 2023 fundamentalmente en su actividad como 'IPP'. En este sentido destacamos un avance en los últimos años con la inclusión de los servicios de operación y mantenimiento en el negocio de biomasa y la incorporación de la venta de proyectos tanto en desarrollo como en operación a la estrategia.

La apuesta en términos amplios por desarrollar sus propios proyectos con un enfoque 'multitecnología', conservar la propiedad al 100% de los mismos y el posicionamiento en entornos clave como son Galicia, para el ámbito eólico y de biomasa, y el Estado de Texas, son elementos que destacan en su estrategia. Por otro lado, la cartera en operación, con amplia representación de ingresos regulados o bajo 'PPA', y el mantenimiento de un destacado 'pipeline' de proyectos son elementos que se mantienen como refuerzo de su actividad.

Cartera y pipeline (MW). 1S-2026

		Pipeline (1)				
Tecnología	Operación	Construcción	Desarrollo Avanzado	Desarrollo inicial	Total	% s/total
Eólica terrestre	75	71	1.075	413	**1.559**	**38%**
Solar	430	530	1.049	455	**2.034**	**50%**
Biomasa	55	0	0	0	**0**	**0%**
Eólica marina	0	0	50	0	**50**	**1%**
Baterías	0	0	0	500	**500**	**12%**
Total	**560**	**601**	**2.174**	**1.368**	**4.143**	
%s/total	-	15%	52%	33%		

(1) No incluye 'Oportunidades Identificadas'.

En este momento la compañía mantiene 560 MW en operación tras la conexión del proyecto solar Misae II en el Estado de Texas en julio de 2025. Misae II (430 MW) cuenta con acuerdos de venta de energía (PPA) formalizados con varias compañías para un total del 66% de la capacidad (medido en corriente continua), estando actualmente en proceso de ampliar esta cobertura con otro acuerdo. No obstante, el proceso de venta del proyecto sigue en curso con vistas a su efectiva ejecución en el corto plazo.

La cartera de proyectos operativos sigue contando desde 2020 con la planta de biomasa Curtis-Teixeiro (55 MW), que se beneficia de un esquema regulado (subasta 2016) que le proporciona una retribución mínima asegurada mediante un complemento por la operación. Desde finales de 2024 la operación y el mantenimiento del proyecto se realizan con personal propio. Señalamos igualmente que en el último mes de junio el proyecto formalizó la refinanciación de la deuda 'puente' que había sido formalizada en 2023 mediante un nuevo Project Finance de largo plazo que le ha permitido reducir el coste financiero a la vez que ampliar la caja del grupo.

Los cinco proyectos eólicos en Galicia (Eolo MOC; 74,5 MW) completan la cartera en operación. Estos venden su producción al mercado, salvo Miñón (24 MW) que es un proyecto regulado bajo subasta de 2017 y que se beneficia de un precio 'suelo'. Igualmente, y en el marco de la refinanciación de la planta de biomasa, en 2023 el proyecto obtuvo del mismo financiador nuevos fondos destinados en parte a refinanciar la deuda con vencimiento en 2028. Para estos activos en este momento sigue pendiente la formalización de un Project Finance de largo plazo que permita reducir el gasto financiero.

Los planes de crecimiento se sustentan en el avance en el desarrollo de un 'pipeline' que en este momento (sin contar oportunidades identificadas) alcanza los 4,1 GW. Dentro de este, son 601 MW (15% s/total) los que ya han iniciado en mayor o menor medida la fase de construcción. Dentro de estos destacamos el proyecto Misae III (220 MW) que ya cuenta con acuerdos de venta de energía (67%), así como con los acuerdos de financiación (Project Finance + Tax Equity) recientemente firmados.

Respecto a los proyectos en avanzado desarrollo hay que señalar que, para el portfolio de eólica en Galicia, cuya tramitación quedó paralizada en gran parte junto con otros proyectos a instancias del Tribunal Superior de Justicia (TSXG), los avances en su desbloqueo judicial continuaron siendo positivos en las últimas sentencias de cara a retomar

próximamente las operaciones con vistas a 2028 (71 MW en construcción).

- **Valoración media-baja respecto a la diversificación de la actividad.**

La concentración de los ingresos en un número limitado de proyectos situados en Galicia y EE.UU. supone aún un hándicap en la diversificación del grupo, aspecto que aún se mantiene con amplia capacidad de mejora con los desarrollos en curso, y que suponen igualmente avanzar en la experiencia del grupo con la tecnología solar fotovoltaica. En este sentido, señalamos los primeros ingresos de fotovoltaica generados por el proyecto Misae 2 en EE.UU. en el último ejercicio (€6,6m).

Evolución de la cifra de negocio. Miles de €.

	2023	2024	2025	2025-24
Energía biomasa	37.855	39.378	43.372	10,1%
Energía eólica	18.201	11.966	14.697	22,8%
Energía fotovoltaica (1)	-	-	6.643	-
Venta de proyectos	-	-	3.374	-
Otros	26	156	46	-70,7%
Total	**56.081**	**51.500**	**68.131**	32,3%

(1) Ajuste de 'otros ingresos' del proyecto Misae 2 en EE.UU.

En 2025 las ventas de la actividad de biomasa crecieron en mayor medida tras un ejercicio anterior condicionado principalmente por las paradas técnicas dentro del proceso de ampliación de capacidad. Así, la mayor disponibilidad, en lo que ha sido el primer año de internalización de la operación y el mantenimiento de la planta, ha permitido esta mejora.

La venta de proyectos está presente en la estrategia de Greenalia desde 2023 a efectos de equilibrar los objetivos de capacidad instalada entre España y EE.UU., y dar continuidad a la inversión en nuevos proyectos. Así, tras la primera venta de un paquete de 184 MW del 'pipeline' en avanzado desarrollo, lo que permitió ingresar €39,8m en los resultados de 2023, la compañía sumó en las ventas de 2025 un importe de €3,4m correspondientes a proyectos en desarrollo en EE.UU.

De acuerdo con lo señalado, la compañía prevé incorporar más activos a la estrategia de rotación en el corto plazo con distintas ventas en España y EE.UU.

Estructura Accionarial y Gobernanza

- **Estructura accionarial estable con cambios en la administración.**

Greenalia es una compañía de capital privado desde que formalizó en agosto de 2022 su exclusión de BME Growth, mercado en el que cotizaba desde finales de 2017. Los máximos accionistas de Greenalia son el socio fundador D. Manuel García, a través de Smarttia, S.L.U., y la patrimonial Alazady España, S.L., que mantienen una participación del 94% y 6%, respectivamente.

En este momento, D. Manuel García continúa siendo el CEO y ha retomado la presidencia de la compañía. Además, en el último periodo señalamos igualmente la reducción del Consejo de Administración a tres miembros (dos dominicales y un ejecutivo) tras la salida de una consejera ejecutiva y un independiente.

Tras la ampliación de capital de 2021 (€15m), el apoyo financiero de los accionistas en los últimos años se corresponde principalmente con la política de no distribución de dividendos. En contra de lo señalado el año anterior, no se ha formalizado, ni está previsto en el corto plazo, la entrada de un nuevo socio o ampliación de capital. En este contexto, asignamos una valoración media-baja en el ámbito del accionariado.

- **Debilidad en la política financiera dada la evolución del último periodo.**

La gestión y la política financiera en este momento se enmarcan en una situación de debilidad como consecuencia del grado de consecución de los objetivos esperados y su impacto en el perfil financiero del grupo.

En este momento, y en el contexto de la ausencia de una ampliación de capital, la compañía ha revisado sus objetivos de crecimiento e inversión. Así, en lugar de perseguir una suma de 950 MW adicionales en el periodo 2025-27, la compañía se plantea la puesta en marcha de al menos 291 MW entre 2027 y 2028. Esta situación se alcanza tras decidir la venta de 310 MW solares en España que se encuentran en construcción, la reducción de capacidad de eólica en Galicia a 71 MW (vs 103 MW), así como en el proyecto solar fotovoltaico en EE.UU. de Misae III de 220 MW (vs 265 MW), y finalmente el aplazamiento del proyecto eólico de Blue Hills en los planes de EE.UU. (271 MW). Las negociaciones de venta de proyectos en España y EE.UU. se encuentran en curso avanzado con vistas a su formalización en 2026 y 2027 respectivamente.

De igual forma, otros aspectos clave de la estrategia, como la refinanciación tanto de los 130 MW operativos en España como de gran parte de la deuda corporativa del grupo, han avanzado de forma parcial. Así, tras la emisión de los bonos (€70m) y la refinanciación del Project Finance de la planta de Curtis a largo plazo, la compañía aún encara la refinanciación tanto de los proyectos eólicos en Galicia con vencimiento en 2028, como del crédito corporativo con Nomura ($125m a junio-26) con vencimiento en febrero de 2027. En este sentido, señalamos que el avance en las negociaciones para la venta de un proyecto en EE.UU. financiado por la misma entidad, y la correspondiente amortización de su deuda, debe favorecer la refinanciación del crédito.

- **Neutra política ESG a nivel compañía.**

El desempeño en ESG, medido a través del análisis de nuestros factores para este ámbito, permite con los últimos datos de 2025 una situación neutra (puntuación entre 1,5 y 3,5) sobre el rating del perfil financiero.

Esta evolución supone un retroceso sobre nuestra anterior valoración como consecuencia de una inferior calificación de la gobernanza tras la vuelta a una situación en la que el puesto de CEO y Presidente se concentran en la misma persona, y además, la pérdida de miembros independientes en el Consejo de Administración. Esta situación no pudo por tanto compensarse tras un avance positivo en el factor medioambiental y la continuidad en la valoración del ámbito social.

Perfil Financiero

Ventas y Rentabilidad

- **Crecimiento de los resultados bajo continuidad de una exigente carga financiera.**

Resultados y Rentabilidad. Miles de €				
	FY23	FY24	FY25	25vs24
Facturación (1)	56.081	51.500	68.131	32,3%
Mg Bruto	155,5%	100,1%	96,4%	-3,7pp
EBITDA	66.002	23.309	34.507	48,0%
Mg EBITDA	117,7%	45,3%	50,6%	5,4pp
EBIT	51.205	5.119	22.678	343,0%
Mg EBIT	91,3%	9,9%	33,3%	23,3pp
Gastos Financieros	-24.415	-23.938	-23.423	2,1%
EBT	36.296	-11.609	-4.743	59,1%

(1) Incluye 'otros ingresos' por ventas en proyectos antes de COD.

De acuerdo con lo esperado, el último ejercicio permitió retomar el crecimiento de la facturación (+32,3% YoY) principalmente conforme a la mayor producción del periodo. Las ventas de 2025 incluyen 'otros ingresos' por €6,6m derivados del inicio de las operaciones en el proyecto Misae II y la consecuente venta tanto de créditos fiscales como de energía durante la construcción y puesta en marcha.

En este contexto de mayores ingresos, la compañía pudo compensar la menor contribución de la variación de existencias (activación de gastos de inversión) y el incremento de los gastos operativos (personal y explotación), registrando una mejora destacada del EBITDA (+48% YoY). Así, el EBITDA alcanzó €34,5m, lo que permitió igualmente mejorar el margen sobre ventas hasta el 50,6% frente al 45,3% del año anterior.

La mejora del resultado operativo, que alcanzó en mayor medida al EBIT tras no repetirse las pérdidas extraordinarias de 2024 (€6,3m) por la potencial ejecución de las garantías en determinados proyectos eólicos, y el mantenimiento de la cifra de gastos financieros, permitieron reducir las pérdidas antes de impuestos. De igual forma, la suma de un nuevo resultado positivo en el impuesto de sociedades permitió retomar la generación de beneficios, aunque de forma limitada, con un resultado neto de €131 mil.

El avance de 2026 al primer semestre continuó reflejando la incorporación del proyecto Misae II al portfolio en operación, señalando que las ventas se incrementaron un 51,8% YoY para alcanzar los €47,8m. Por su parte, la reducción de otros gastos favoreció al EBITDA consolidado para registrar una fuerte mejora hasta los €29,9m (+60% YoY).

Por su parte, los gastos financieros a junio disminuyeron hasta €11,3m (vs. €13,1m), permitiendo generar un resultado neto de €11,2m. Para el segundo semestre se espera que los mayores ingresos por venta de energía y la suma de los correspondientes a la venta de proyectos en España permitan seguir impulsando los resultados y la rentabilidad, situándose los objetivos de ventas y EBITDA en €163,3m y €86,4m (margen: 52,9%) respectivamente.

Endeudamiento y Cobertura

- **Endeudamiento significativo en proceso de normalización conforme a los ingresos futuros previstos.**

En el último ejercicio Greenalia continuó afrontando una significativa inversión, aspecto que al cierre del ejercicio continuó presionando de manera sustancial el nivel de endeudamiento pese a la mejora de los resultados. Así, la deuda financiera neta siguió incrementándose hasta una cifra de €909,7m (+39% YoY), lo que situó el ratio sobre el EBITDA en un nivel de 26,4x que continuó siendo indicativo de una situación de destacado endeudamiento en proceso de resolución. De igual forma, señalamos la evolución de la cobertura de intereses con el EBITDA generado para obtener un limitado ratio de 1,5x.

Cálculo DFN/EBITDA. Miles de €.	FY23	FY24	FY25
Préstamos con entidades de crédito	46.642	50.796	770
Líneas de crédito	1.208	2.574	932
Bonos (1)	54.498	54.734	46.764
Pagarés (Programa MARF)	67.222	59.500	69.798
Arrendamiento financiero	10.570	10.691	34.510
Otros pasivos financieros (2)	233.970	488.776	792.001
DFT	**414.110**	**667.071**	**944.776**
Caja	62.583	13.625	35.098
DFN	**351.528**	**653.445**	**909.678**
EBITDA	66.002	23.309	34.507
DFN/EBITDA	**5,3x**	**28,0x**	**26,4x**

(1) Emisión 2025 con vencimiento 2030.

(2) Incluye proveedores de inmovilizado y pagos por adquisición de proyectos.

En la evolución de la deuda destacamos la refinanciación de los Bonos 'verdes' y garantizados emitidos en el MARF en 2025 (€55m) mediante una nueva emisión de hasta un importe máximo de €70m y vencimiento en 2030 que se dispuso inicialmente por €50m (coste 7%). Hay que señalar que en el pasado mes de julio los bonos se ampliaron en otros €20m con el objetivo de refinanciar y amortizar parte de la deuda corporativa del grupo. De igual forma señalamos el incremento de los pagarés, que actualmente alcanzan los €75m (máximo de €100m), y de los 'otros pasivos financieros'. Los 'otros pasivos' se corresponden principalmente tanto por la financiación de los proyectos operativos (Project Finance y Tax Equity) como en construcción y desarrollo.

En el medio plazo se espera que la mejora de los resultados permita normalizar el nivel de deuda bajo una situación de destacado endeudamiento en términos del promedio ponderado (DFN/EBITDA > 7x; EBITDA/intereses > 3,5x).

Análisis de Flujo de Caja

- **Continuidad en la dependencia de la deuda como soporte de la exigente inversión.**

En 2025 Greenalia incrementó su posición de caja, alcanzando una cifra de €35,1m (+157,6% YoY), frente a los €13,6m registrados al cierre de 2024.

Flujo de Caja. Miles de €	FY23	FY24	FY25	25vs24
Funds From Operations	**45.994**	**-20.815**	**-37.818**	**-81,7%**
+/- variación WK	-90.944	-83.721	-296.603	-254,3%
Cash Flow Operativo	**-44.950**	**-104.536**	**-334.421**	**-219,9%**
Cash Flow Inversión	10.290	-28.491	-4.833	83,0%
Cash Flow Libre Aj.	**-34.660**	**-133.027**	**-339.254**	**-155,0%**
+/- variación patrimonio	0	959	2.066	115,4%
- Dividendos	0	0	0	-
Cash Flow interno	**-34.660**	**-132.067**	**-337.188**	**-155,3%**
+/- Nueva deuda neta	43.896	79.590	360.107	352,5%
Cash Flow Neto	**9.236**	**-52.478**	**22.919**	**143,7%**
+/- tipos de cambio	2.564	3.520	-1.446	-141,1%
Cash Flow neto	**11.799**	**-48.957**	**21.473**	**143,9%**
Caja	**62.583**	**13.625**	**35.098**	**157,6%**

En un contexto de menores resultados, reflejado en un FFO negativo de €37,8m, y de variaciones negativas del circulante especialmente significativas (€296,6m), principalmente por el fuerte incremento de las existencias asociado a la inversión en proyectos, el flujo de caja de las operaciones se vio también lastrado por un elevado gasto financiero

bruto, sin considerar el efecto de su activación. Como resultado, dicho flujo alcanzó una cifra negativa de €334,4m.

Por su parte, el saldo negativo en el flujo de caja de inversión se redujo significativamente hasta -€4,8m, frente a -€28,5m en 2024, si bien el elevado consumo de caja operativo llevó el Flujo de Caja Libre a -€339,3m. En este contexto, las elevadas necesidades de fondos fueron cubiertas principalmente mediante nueva financiación, con €360,1m de nueva deuda neta, permitiendo cerrar el ejercicio con un flujo de caja neto positivo de €21,5m y elevar la posición de caja hasta €35,1m.

A cierre de 2025, la liquidez del grupo se complementaba principalmente con el saldo no dispuesto en líneas de crédito (pólizas de crédito y líneas de comercio exterior) y de la financiación en dólares para desarrollos en EE.UU., así como el programa de pagarés que la compañía mantiene en el MARF.

A futuro, se espera que esta dinámica se mantenga, con un flujo de caja libre que permanecerá en valores negativos, atendiendo a las altas exigencias de inversión y por lo tanto un negocio que seguirá dependiendo de la entrada de financiación para su generación de caja.

Capitalización

- **Débil capitalización pese a las previsiones de mejora.**

La continuidad en el incremento de la deuda financiera y el mantenimiento de la cifra de Patrimonio Neto, el cual se ha ajustado para eliminar el impacto contable negativo de las variaciones en los swaps de precios de la energía, suponen mantener una situación de débil capitalización tras alcanzar un ajustado ratio del 6,8% en 2025. Bajo la previsión actual, si bien se espera una mejora destacada a partir de 2027 conforme al incremento de los resultados, la situación a nivel del promedio ponderado en las magnitudes sigue siendo de debilidad bajo un ratio inferior al 25%.

Liquidez

- **Liquidez altamente dependiente de los objetivos de venta de activos y refinanciación de deudas.**

En el corto plazo, la compañía afronta la necesidad de refinanciar tanto su principal fuente de financiación del circulante, los pagarés emitidos (€75m a cierre de junio), como el crédito corporativo dispuesto para el desarrollo de proyectos en EE.UU. (crédito Raven de $125m), con vencimiento en febrero de 2027.

Aunque el perfil financiero actual (B+) incrementa el riesgo asociado a estos procesos de refinanciación, se considera que la compañía mantiene capacidad suficiente para afrontarlos. Durante 2026 ha podido renovar e incluso incrementar el saldo dispuesto de pagarés, y los avances en las negociaciones para la venta de proyectos se valoran como adecuados. En particular, la venta de un proyecto en EE.UU. debería facilitar la refinanciación de la deuda Raven. Así, se espera que esto, junto con el normal desempeño de las operaciones, permita atender los compromisos de pago e inversión previstos.

En consecuencia, dados los avances en estos hitos, la liquidez no se aplica como modificador del rating. No obstante, su no materialización tendría un impacto negativo en la liquidez de la compañía.

Modificadores

Controversias

- **No aplica.**

Riesgo País

- **No aplica.**

Proyecciones Financieras

Desde EthiFinance Ratings se han elaborado las proyecciones financieras para el periodo 2026-28 siguiendo el ‘guidance’ de la compañía y las propias asunciones de la agencia. En este sentido se destacan las siguientes hipótesis:

- Las estimaciones reflejan un destacado crecimiento de los ingresos principalmente debido a la mayor aportación de la venta de energía generada por el proyecto Misae II en 2026 y 2027, además de la suma de Misae III desde mediados de 2027 y las ventas de proyectos previstas. Junto a la solar, hay que sumar mayor producción eólica desde 2028 con los dos nuevos proyectos en Galicia, permitiendo de forma conjunta una recurrencia en la facturación superior a los €100m durante el periodo proyectado. De igual forma, la venta de proyectos, especialmente la del proyecto en EE.UU. durante 2027, se espera que sostengan los mayores ingresos con un promedio anual de más de €200m en el periodo.
- Bajo estas previsiones de ingresos se espera que la rentabilidad mejore con un promedio en el margen del EBITDA del 51%, impulsado por una mejora en 2028 conforme al mayor peso de la venta de energía en la actividad.

- El apalancamiento tenderá a reducirse, con la mayor caída en 2027 (DFN/EBITDA: 3,8x) por el efecto de la rotación de proyectos. No obstante, la reducción de la deuda se ve limitada por las inversiones previstas en el periodo para la construcción tanto de Misae III como de los nuevos parques eólicos en Galicia. Así, en 2028 el ratio repuntaría hasta 6,8x, debido principalmente al menor EBITDA generado respecto al año anterior.
- Reducción del coste financiero medio (6,8% promedio proyectado) conforme a la refinanciación de los proyectos eólicos en operación y del mayor peso de la deuda de tipo Project Finance.

Principales Magnitudes Financieras

Principales magnitudes. Miles de €.	FY24	FY25	FY26e	FY27e	FY28e	25vs24
Facturación (1)	51.500	68.131	163.276	711.458	153.600	32,3%
EBITDA	23.309	34.507	86.446	204.418	109.928	48,0%
Margen EBITDA	45,3%	50,6%	52,9%	28,7%	71,6%	5,4pp
EBIT	5.119	22.678	75.865	183.695	92.458	343,0%
Margen EBIT	9,9%	33,3%	46,5%	25,8%	60,2%	23,3pp
EBT	-11.609	-4.743	40.315	143.959	40.048	59,1%
Total Activo	770.489	1.077.657	1.225.149	1.080.084	1.101.880	39,9%
Patrimonio Neto	63.131	64.081	103.216	243.642	279.642	1,5%
Deuda Financiera Total (DFT)	667.071	944.777	1.080.155	794.665	780.460	41,6%
Deuda Financiera Neta (DFN)	653.445	909.680	1.065.380	781.270	744.905	39,2%
Patrimonio Neto/ DF	9,5%	6,8%	9,6%	30,7%	35,8%	-2,7pp
DFN/EBITDA	28,0x	26,4x	12,3x	3,8x	6,8x	-1,7x
Funds From Operations	-20.815	-37.818	16.437	138.548	46.949	-81,7%
FFO/DFN	-3,2%	-4,2%	1,5%	17,7%	6,3%	-1,0pp
EBITDA/Intereses	1,0x	1,5x	2,5x	7,3x	4,3x	0,5x

(1) Incluye 'otros ingresos' por ventas en proyectos antes de COD.

Perfil de la emisión

El rating del instrumento se refiere a la emisión realizada por parte de Greenalia Midco, S.L.U. (Midco) de un 'Senior Secured Green Bond' por hasta un máximo de €70m con un vencimiento 'bullet' en 2030.

La emisión se ha completado en su totalidad mediante la colocación inicial de €50m en noviembre de 2025, así como una ampliación (tap issue) de €20m en julio de 2026.

Términos y condiciones de la emisión	
Emisor	Greenalia Midco, S.L.U.
Instrumento	Green Senior Secured Bond
Fecha	18/11/2025; 31/07/2026
Size	€70m
Vencimiento	2030
Amortización	Bullet
Garantías	Greenalia Midco, S.L.U. (20% acciones y préstamos intercompany)
Cupón	Semestral
Covenants	Endeudamiento, dividendos, venta de activos, información, etc.
Propósito	Refinanciación deuda + Inversión en proyectos verdes
Mercado/ Legislación	Nordic Trustee / Noruega

La emisión se garantizó con un derecho real de prenda de primer rango sobre el 20% de las acciones de Midco, sociedad interpuesta 100% participada por Greenalia y que actuará como cabecera del grupo en un rango previo a la deuda corporativa del grupo, así como de cualquier préstamo recibido de Greenalia S.A.

La emisión cuenta además con las obligaciones habituales en este tipo de transacciones, incluyendo entre otras, las relativas a: la liquidez (caja mínima en Midco del 5% s/total deuda con recurso grupo), restricciones del endeudamiento (Net Loan To Value (Deuda con recurso neta/Equity Value) a nivel grupo inferior al 50% (40% en situaciones de 'incurrence' test), reparto de dividendos (máximo del 25 % sujeto a Deuda neta con recurso/EBITDA < 5x), enajenación de activos, 'efecto material adverso', y de información.

Análisis del recobro. Miles de €.	
Min. Enterprise value (EV) del pipeline	**822.000**
Descuento (-)	40%
EV ajustado del pipeline	**493.200**
Min. EV de los proyectos en operación y construcción	789.000
Descuento (-)	15%
EV ajustado operación y construcción	**670.650**
Total EV ajustado del colateral (=)	**1.163.850**
Gastos administrativos (-)	10%
Valor ajustado neto (=)	**1.047.465**
Importe de deuda del garante (-)	754.000
Min. Equity Value (EqV) del colateral (=)	293.465
Importe del colateral para el bono (20%)	**58.693**
Importe máximo de la emisión	70.000
% de Recuperación	**84%**

El análisis de recuperación en un escenario de estrés realizado por EthiFinance Ratings se fundamenta en el valor más conservador de la última valoración independiente (julio 2026) y aplicando un descuento del 40% al 'pipeline' para simular un escenario de incumplimiento. En este caso, el 'pipeline' comprende la cartera de proyectos en desarrollo excluyendo Misae II y III de acuerdo a su avance actual. Este análisis considera posibles déficits en el desempeño de los proyectos, liquidaciones rápidas de activos y riesgos asociados a proyectos en desarrollo. Asimismo, incorpora costes administrativos (10%) de tal forma que la tasa de recuperación estimada sobre el valor de la emisión se sitúa actualmente en el 84%. Con base en este análisis, el programa de bonos mantiene una mejora de dos escalones sobre el rating corporativo, situando la calificación de este instrumento en 'BBB-'.

Credit Rating

Credit Rating	
Perfil Negocio	**BBB**
Análisis Sectorial	*AA*
Ajuste ESG	*Positivo*
Posicionamiento Competitivo	*BB-*
Gobierno corporativo	*B+*
Perfil Financiero	**B+**
Cash flow y endeudamiento	*B+*
Solvencia	*CCC+*
ESG Compañía	*Neutro*
Anchor Rating	**BB**
Modificadores	*n.a*
Rating	**BB**
Rating Bonos Senior Secured	**BBB-**

Análisis de Sensibilidad

- **Factores positivos en el largo plazo (↑)**

No se espera una mejora de rating en base a una situación financiera que se espera se mantenga apalancada en el medio plazo. No obstante, la alineación estratégica de la empresa con la transición energética global proporciona un fuerte impulso de crecimiento a largo plazo. Esto se ve reforzado por el 'pipeline' de proyectos, el avance de su internacionalización y la experiencia adquirida en transacciones de venta de activos. Desde un punto de vista cuantitativo, si estas características continúan favoreciendo al perfil financiero de la compañía, la calificación podría ser mejorada en caso de que el apalancamiento financiero se mantenga a nivel promedio por debajo de 5x y/o la cobertura de intereses se pueda sostener por encima de 6x.

- **Factores negativos en el largo plazo (↓)**

Los planes de la compañía continúan afrontando importantes desafíos en materia de consecución de ingresos orgánicos y de venta de proyectos, así como de refinanciación de deuda y reducción de costes financieros. Por tanto, la no consecución de los objetivos del plan, y que en todo caso supongan una desviación de los objetivos financieros previstos actualmente podría derivar en una revisión a la baja del rating, siendo además esta potencialmente severa si implicase una situación de debilidad en la liquidez.

Relacionado con lo anterior, señalamos que una reducción en el porcentaje promedio de negocio procedente de la

actividad de venta de energía a precios contratados (regulado/PPA) podría suponer igualmente una bajada en el rating bajo la misma situación cualitativa y financiera de la compañía.

- **Factores positivos en el largo plazo - rating instrumento (↑)**

Una mejora en el rating corporativo sería un indicador clave para una mejora del rating del instrumento.

- **Factores negativos en el largo plazo - rating instrumento (↓)**

Por el contrario, una bajada en el rating corporativo o la incapacidad del valor del 'colateral' de sostener una cobertura superior al 80% serían unos indicadores potenciales para una bajada del rating del instrumento.

Sources of information

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

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

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

Additional information

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

Conditions of Use for this document and its content:

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

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

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

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