



ISSUER RATING
LongTerm

OUTLOOK
Negative



INSTRUMENT RATING
Senior Secured 30 M €

Initiation date

LongTerm 03/10/2023

Senior Secured 03/12/2024
30 M €

Rating Date

20/10/2026

Contacts

Lead analyst

Daniel Panizo
daniel.rivas@ethifinance.com

Committee chair

Antonio Madera Del Pozo
antonio.madera@ethifinance.com

Rating Action y Rationale

- EthiFinance Ratings rebaja la calificación a largo plazo de Greening Group Global S.A. pasando de 'B+' a 'CCC', manteniendo la tendencia Negativa. Adicionalmente, rebaja la calificación de la emisión de bonos pasando de 'BB-' a 'CCC+'.
- El cambio en el rating corporativo se produce tras situar el rating en 'Under Review' con implicaciones negativas a fecha 03/08/2026, en base a dos factores:
 - el deterioro en el perfil financiero como resultado del incumplimiento de las proyecciones consideradas en nuestro anterior informe, estando los datos reportados para el ejercicio 2025 significativamente alejados de los proyectados (2025e vs 2025: DFN/EBITDA de 13x a 21,5x; EBITDA/Intereses de 1,3x a 0,4x; Equity/TFD de 13,1% a 4,8%). Este deterioro ha resultado en un perfil financiero que ha pasado de 'B' a 'CCC'.
 - el segundo factor corresponde al análisis de la situación de liquidez. En este sentido, y una vez que desde EthiFinance Ratings hemos tenido acceso a mayor información con respecto a nuestra última acción de rating, identificamos una posición muy débil de liquidez para cumplir sus compromisos en el corto plazo. Como resultado, el rating se rebaja a 'CCC' en base al modificador de liquidez.
- Esta acción de rating se explica tras la comunicación por parte de la compañía de los hechos relevantes sobre el inicio de un proceso de reorganización bancaria en el que se encuentra trabajando activamente, pero del que carecemos de visibilidad de consecución. En este contexto, y aun valorando favorablemente la ampliación de capital formalizada y ya utilizada (€12m por conversión de préstamos y €18m por dinero nuevo), cabe señalar un calendario de vencimientos de pagarés muy exigente: €15,9m concentrados en dos meses (€4,3m el 22/10/2026, €3,2m el 19/11/2026 y €8,4m el 17/12/2026), cuyo repago previsiblemente dependerá de su renovación o de la aportación de recursos nuevos en un entorno de difícil acceso a financiación adicional.
- La tendencia Negativa se explica por la tensión que el proceso ejerce sobre la gestión de la tesorería, en un contexto de liquidez ya muy ajustada y de vencimientos de corto plazo cuya cobertura no está asegurada y pudiera derivar en un riesgo de impago.
- Respecto al rating del instrumento, la recuperación estimada del programa de bonos verdes 'senior secured' de €30m se apoya en un paquete de garantías sobre el 100% de las participaciones de Greening Investments Energía Renovable S.L.U. (GIER), subholding titular de los activos renovables del grupo. Aplicando un escenario estresado sobre la valoración independiente de dichos activos, el análisis arroja una tasa de recuperación estimada del 61%. Esto se traduce en una evaluación de recuperación "buena", con un impacto de una mejora de un notch sobre el rating corporativo, resultando en una calificación de 'CCC+' para el instrumento.
- Greening Group Global S.A. y sus sociedades dependientes (en adelante Greening) es un grupo energético e industrial integrado en el sector de las energías renovables. La compañía avanza en su transición hacia un productor independiente de energía, con una cartera de 255 MW en operación y construcción, actividad que surge como extensión de sus otros negocios principales: la ingeniería y construcción de proyectos, la comercialización de energía, y la fabricación y distribución de productos.
- Nuestro rating tiene en cuenta las proyecciones financieras elaboradas por la compañía, si bien no se muestran en el informe al estar las mismas significativamente condicionadas a la favorable ejecución del proceso de reorganización del pasivo financiero.

Descripción de la Compañía

Fundada en 2011 y con domicilio en la ciudad de Granada, desde abril de 2023 el grupo se encuentra listado en el BME Growth, contando con una capitalización de €92,5m (cierre 29/09/2026).

Durante 2026, en ejecución de su Plan Estratégico 2026-2030, el grupo ha acometido dos operaciones corporativas relevantes que amplían su perímetro y capacidades: la adquisición de Energía, Innovación y Desarrollo Fotovoltaico, S.A. (EiDF), especializada en autoconsumo fotovoltaico, generación y comercialización de energía; y la de Energy Solar Tech, S.A., que aporta activos renovables en operación, capacidades de ingeniería y construcción y capacidad fabril (plantas industriales en A Coruña y León) orientada, entre otros, a centros de datos modulares. Ambas integraciones refuerzan el perfil industrial y la base de ingresos recurrentes del grupo, si bien incorporan también los retos de saneamiento y gestión asociados a dichas sociedades.

Sus principales líneas de negocio son:

- Soluciones de ingeniería:** comprende principalmente la construcción integral (EPC) de proyectos de generación propios y de terceros, con especial foco en la solar fotovoltaica tanto de autoconsumo industrial como de escala 'utility', así como la Operación y Mantenimiento (O&M) de los proyectos y otras actividades (eficiencia energética, cargadores, proyectos hidráulicos, etc.). Las capacidades de ingeniería, construcción y 'manufacturing' incorporadas con Energy Solar Tech y la integración de los negocios de ingeniería y

- construcción de España, Italia, México y Estados Unidos bajo la marca Greensol complementan este segmento.
- **Generación e inversión:** la actividad de productor independiente de energía (IPP por sus siglas en inglés) incluye el desarrollo de proyectos destinados tanto a su explotación para la venta de energía como a la venta de los propios proyectos. Los proyectos fotovoltaicos, su hibridación con baterías y una cartera en desarrollo de plantas de biometano comprenden los principales activos del grupo, a los que se suman los activos renovables en operación aportados por Energy Solar Tech. Dentro de este segmento la sociedad también cuenta con proyectos de autoconsumo industrial 'on-site' ligados a acuerdos de venta de energía de largo plazo (PPA) con sus clientes. Con los últimos datos, la compañía cuenta con una capacidad operativa y en construcción de 255 MW (91 MW operativos), gestionando adicionalmente un 'pipeline' de 8,7 GW en distintas fases de desarrollo.
 - **Comercialización:** a través de Greening Energy (antes Lidera Comercializadora), y reforzada con la actividad comercializadora incorporada de EiDF, el grupo ofrece la comercialización y suministro de electricidad 100% renovable, incluyendo la propia generada. En 2024 la energía suministrada se incrementó de forma destacada hasta los 144 GWh (+80% YoY), y a junio de 2025 el segmento continuó en la senda del crecimiento, con 152 GWh suministrados.

Perfil de la emisión

Con fecha 31/12/2024 Greening formalizó conforme a lo previsto el denominado 'Programa de Emisión de Bonos Verdes Greening Group 2024' por un importe máximo de €30m y emisiones con un plazo 'bullet' de hasta 5 años.

El instrumento 'senior secured' tiene como objetivo facilitar la transición de la compañía hacia un modelo de Productor Independiente de Energía (IPP) y está garantizado a través de un derecho real de prenda de primer rango otorgado sobre el 100% de las participaciones sociales de Greening Investments Energía Renovable S.L.U. (GIER), subholding que controla los activos renovables del grupo, y se exige mantener en todo momento una garantía de 2x de la deuda viva durante toda la vigencia del bono.

De acuerdo con lo comentado, durante el primer semestre de 2025 se realizaron dos emisiones por un importe conjunto de €14m.

Los 'covenants' establecen restricciones sobre el endeudamiento adicional (Deuda Financiera Neta Senior/EBITDA Relevante $\leq 3,5x$), la distribución de dividendos y venta de activos, así como limitación a modificaciones estructurales para proteger los intereses de los bonistas. En este sentido, hay que señalar que la compañía ha declarado que no está cumpliendo con el 'covenant' financiero exigido, de tal forma que no podrá realizar nuevas emisiones bajo este programa mientras tanto. De igual forma, señalamos que aún no se ha realizado una actualización del valor de los activos.

En el marco de la presente revisión, el análisis de recuperación en un escenario de estrés realizado por EthiFinance Ratings se fundamenta en la valoración independiente e inicial de los activos, sobre la que se aplica un descuento más severo del 65%, frente al 55% considerado en la revisión anterior, para simular un escenario de incumplimiento. Este endurecimiento responde a una asunción más conservadora ante el deterioro de la calidad crediticia del grupo y la menor valoración de los activos observada a nivel sectorial, siendo además la última valoración recibida por un experto independiente del 30 de septiembre de 2024. El análisis considera posibles déficits en el desempeño de los proyectos, liquidaciones rápidas de activos y riesgos asociados a proyectos en desarrollo, e incorpora asimismo costes administrativos, gastos legales y obligaciones de 'earn-out'. Como resultado, la tasa de recuperación estimada se revisa a la baja hasta aproximadamente el 61% (desde el 72% anterior). Con esta base, el programa de bonos mantiene una mejora de un escalón sobre el rating corporativo por su condición de deuda garantizada, situando la calificación de este instrumento en 'CCC+'.

Principales Magnitudes Financieras

Principales magnitudes. miles de EUR			
	FY24	FY25	25vs24
Facturación	95.513,5	136.900,2	43,3%
EBITDA (1)	-3.323,6	7.642,5	329,9%
Margen EBITDA	-3,5%	5,6%	9,1pp
EBIT	-10.179,4	-1.978,0	80,6%
Margen EBIT	-10,7%	-1,4%	9,2pp
EBT	-15.109,3	-9.310,4	38,4%
Total Activo	165.977,9	185.927,7	12,0%
Patrimonio Neto	19.460,1	8.100,9	-58,4%
Deuda Financiera Total (DFT) (2)	86.401,3	168.508,4	95,0%
Deuda Financiera Neta (DFN) (2)	82.592,8	164.039,8	98,6%
PN/DFT	22,5%	4,8%	-17,7pp
DFN/EBITDA	-24,9x	21,5x	46,3x
Funds From Operations (2)	-9.992,8	604,9	106,1%
FFO/DFN	-12,1%	0,4%	12,5pp
EBITDA/Intereses	-0,5x	0,4x	0,8x

(1) Incluye ajuste de gastos por arrendamientos operativos y los resultados por venta de sociedades.

(2) Incluye ajuste por arrendamientos operativos.

Credit Rating

Credit Rating	
Perfil Negocio	BB+
<i>Análisis Sectorial</i>	<i>A</i>
<i>Ajuste ESG</i>	<i>Positivo</i>
<i>Posicionamiento Competitivo</i>	<i>BB-</i>
<i>Gobierno corporativo</i>	<i>B+</i>
Perfil Financiero	CCC
<i>Cash flow y endeudamiento</i>	<i>CCC</i>
<i>Capitalización</i>	<i>CCC-</i>
<i>ESG Compañía</i>	<i>Neutro</i>
Anchor Rating	B
<i>Modificadores</i>	<i>Liquidez</i>
Rating	CCC
Rating Programa de Bonos	CCC+

Análisis Sensibilidad

• Factores positivos en el largo plazo (↑)

El principal catalizador para una mejora del rating sería el cierre ordenado y consensuado del proceso de reordenación de la deuda, que permitiera restablecer la sostenibilidad de la estructura de capital y despejar el riesgo de impago a corto plazo.

• Factores negativos en el largo plazo (↓)

Una rebaja adicional del rating se produciría ante cualquier evolución que confirme o acelere el escenario de impago. En concreto, se valorarían negativamente la declaración formal de un evento de incumplimiento ('event of default'), la ejecución de la reestructuración en términos que impliquen una pérdida económica para los acreedores (quitas, capitalización de intereses o reperfilamientos con las características de un 'distressed exchange'), circunstancia que podría conllevar la migración de la calificación a categorías de impago ('D'/'SD'), así como el fracaso o ruptura de las negociaciones o del eventual 'standstill'.

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