



ISSUER RATING
LongTerm

OUTLOOK
Stable

Initiation date 16/10/2019
Rating Date 13/07/2026

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 Greenergy Energías Renovables, S.A. en 'BBB-', manteniendo la tendencia en Estable.
- Greenergy Energías Renovables, S.A. y sus sociedades dependientes (en adelante, Greenergy) es un productor independiente de energía renovable (IPP, por sus siglas en inglés). Actualmente cuenta con 2,4 GW de capacidad en operación (solar + baterías) y un destacado pipeline de proyectos que sustenta sus planes de crecimiento.
- El mantenimiento del rating y la tendencia se produce en un contexto de mejora del perfil de negocio de la compañía, aspecto que compensa la menor valoración del perfil financiero tras la evolución de los resultados del último ejercicio y la previsión en la ejecución asociada al Plan 2026-28 recientemente actualizado para unos mayores objetivos de inversión. Así, en el ámbito cualitativo señalamos que la compañía ha consolidado un modelo de negocio que en este momento se valora como plenamente asimilable al de una 'IPP' integrada, por cuanto el 'EPC' propio y para terceros se encuentra ligado a proyectos previamente desarrollados, financiados y dotados de los correspondientes acuerdos de venta de energía ('PPA'). Esta consideración supone una mejor calificación del sector. Igualmente, la mejora del posicionamiento competitivo, dada la mayor escala alcanzada y el reforzamiento de las ventajas competitivas, así como la mejora en la valoración del accionariado, tras la significativa revalorización bursátil y el mejor acceso al mercado de capitales, contribuyen a una mejor valoración cualitativa de la compañía.
- De esta forma, el rating se apoya en un excelente perfil de negocio, el cual se ve favorecido por la calificación óptima del sector 'utility' ajustado al ámbito de las renovables, la positiva situación de la gobernanza y el posicionamiento competitivo.
- Como factores limitantes del rating seguimos señalando la situación del perfil financiero, que, a pesar de mantenerse en niveles medios, se ha visto deteriorado tras los resultados de 2025 y la actualización de los planes de inversión. Así, una evolución hacia una capitalización débil (promedio ajustado PN/DFT < 35%), y una situación de mayor riesgo en el promedio ajustado del apalancamiento (DFN/EBITDA > 5x) y la cobertura de intereses (EBITDA/Intereses < 4x), se destacan como elementos que condicionan la calificación.
- 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, dado su grado de contratación superior al 80% en la capacidad instalada ('PPA'/regulado), y la 'estándar' para el resto de los negocios, incluyendo la rotación de activos (ventas de proyectos en fase de desarrollo).

Descripción de la Compañía

Con sede en Madrid, Greenergy es una multinacional española presente en el sector de las energías renovables. Desde su fundación en 2005 el modelo de negocio ha evolucionado en su internacionalización e integración, siendo en 2018 cuando se impulsó la estrategia hacia la conformación de una plataforma propia de generación de energía en los mercados de Europa y América.

Desde 2019 la empresa cotiza en el Mercado Continuo de la Bolsa española con una capitalización de €3.336m (cierre: 30/06/2026).

Sus líneas de negocio se dividen en:

- Desarrollo y Construcción:** incluye los ingresos asociados tanto a la ejecución de proyectos (desarrollo y EPC) como los generados en la venta de los mismos.
- Generación y venta de energía:** se corresponde con la venta de energía generada en los proyectos que no vende, ya sea bajo acuerdos privados (PPA), régimen regulado (PMGD's en Chile) o directamente al mercado.
- Comercialización de electricidad:** genera ventas a través de la comercialización de energía, siendo actualmente una actividad realizada únicamente en el mercado chileno.
- Servicios:** incluye los servicios asociados a la gestión de proyectos (Asset Management) y de operación y mantenimiento (O&M).

Dentro de este ámbito de negocio, destacamos el avance en el último periodo en la tecnología de baterías o sistemas de almacenamiento (BESS), tanto en la hibridación de sus principales activos solares como a través de su plataforma 'stand-alone' en España. De igual forma, en el mes de mayo presentó los avances de sus primeros desarrollos para infraestructura de centros de datos en Chile.

Su actividad se dirige a los mercados estratégicos de Latinoamérica, Europa y EE.UU, donde continuó creciendo en la capacidad operativa tanto en fotovoltaica (1,4 GW) como con sus primeros BESS (4,1 GWh), ámbito donde se sigue apoyando en un destacado 'pipeline' (10,8 GW solar + 66,3 GWh de baterías) que incluye proyectos destinados tanto para la generación como para venta a terceros.

Los planes en curso se agrupan de forma principal a través de varias plataformas o agrupación de proyectos, donde

destacan las de mayor avance en Chile y que ya han logrado de forma conjunta cerca de \$2.000m en financiación. Estas plataformas se resumen a continuación:

- **Iberian-Oasis (España).** Con una inversión cercana a los €1.000m, Iberian es la renovada apuesta estratégica por España mediante el desarrollo de proyectos híbridos de solar con baterías. Liderada por la ampliación del proyecto solar Escuderos (200 MW), con hasta 170 MW de almacenamiento, incorpora igualmente nuevos desarrollos en curso y potenciales adquisiciones con el objetivo de alcanzar una capacidad conjunta de 1,8 GW en 2028. El avance de Iberian aún se encuentra en fase temprana con un total del 11% en fase de operación y un 20% de la capacidad con 'PPA' ya formalizada, así como capacidad aún no adquirida por el 70% del total.
- **Oasis Atacama.** Localizado en el norte de Chile, Oasis Atacama es un referente mundial al agregar una capacidad recientemente ampliada hasta un total de 2,5 GW fotovoltaicos y 2,1 GW de baterías (14,1 GWh) para un total de 4,6 GW. Tras su actualización, Atacama consta de 8 fases, siendo la inversión prevista de un importe cercano a los \$2.500m. Las previsiones estiman que en 2028 el proyecto alcance en operación hasta la fase 7 (79% s/total), siendo para la fase 8 y última planificada su conexión en 2029. Con los últimos datos el avance es en este momento del 40% en términos de capacidad ejecutada (1,8 GW) tras finalizarse las fases 1-4 y la subfase 6.1. Además, las fases 1-4 ya han sido traspasadas (29% s/total) para cumplir con los acuerdos previos de venta con múltiplo declarado de 1,6x EV/IC. En construcción se encuentra la fase 5 de 442 MW (16% s/total pendiente), estando esta pendiente de formalizar la financiación tras lograr su 'PPA'. De esta forma el avance para el medio plazo se corresponde principalmente con llevar a la operación el 60% de la capacidad restante, donde aún una parte importante requiere de completar el desarrollo, así como finalizar los acuerdos de venta de energía y la financiación.
- **Oasis Central.** Ubicado también en Chile (regiones de Biobío, Maule y Aysén), la plataforma ha sido ampliada recientemente para una capacidad de 1,4 GW fotovoltaicos y 1,1 GW (5,01 GWh) de BESS para un total de algo más de 2,5 GW y cerca de \$1.200m de inversión. Comprende 7 fases con una entrada en operación prevista en su mayor parte entre 2026 y 2027, y el resto en 2029. En este momento la capacidad en operación alcanza el 11% del total (fotovoltaica: fases 1-2), siendo mayor el avance en términos de 'PPAs' (63% s/total) y financiación (50% s/total) formalizados.
- **Greenbox.** De ámbito europeo, Greenbox es la filial de baterías 'stand-alone' y se encuentra construyendo en España sus primeros 660 MWh (150 MW equivalentes) respaldados por un 'Tolling Agreement' a 10 años con una utility internacional (proyecto Oviedo). Además, cuenta con un 'pipeline' adicional de 29,9 GWh, es decir, aproximadamente el 92% del total del 'pipeline' bajo gestión en baterías 'stand-alone'.
- **GR Data.** En Chile trabaja en este momento en el desarrollo de la infraestructura de conexión de dos 'campus cloud' con un consumo de 300 MW IT cada uno, así como el Atacama Data, un proyecto que está orientado al entrenamiento de modelos de inteligencia artificial que parte con 400 MW IT escalables a 1 GW IT. Del total de 1 GW IT de capacidad actuales, previstos para finalizarse entre 2027 y 2029, señalamos que el 100% cuenta con el punto de conexión asegurado y un 70% respecto al suelo asegurado.

Fundamentos

Perfil de Negocio

Análisis del Sector

- **Sector caracterizado por unos positivos fundamentos.**

Bajo nuestra metodología la calificación sectorial de Greenergy 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. Si bien la compañía se mantiene activa en la construcción y venta de proyectos, la consolidación de una estrategia ligada fundamentalmente a la obtención previa de la puesta en operación (COD), previa financiación y formalización de acuerdos 'PPA', supone que en este momento predomine la consideración global de 'IPP' para el conjunto del sector.

Para este sector, de forma conjunta se reconocen unos sólidos fundamentos en el conjunto de factores. La estabilidad asociada a unos resultados con positiva rentabilidad (Margen EBIT sectorial: habitualmente superior al 22%) y unas perspectivas muy favorables en la demanda del sector a nivel global son elementos que impulsan la calificación. Asimismo, se valora la existencia de unas barreras de entrada significativas al sector (necesidades de capital y experiencia) en este momento de avance en su madurez.

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

El sector de las energías renovables está bien alineado con los factores ESG con una calificación en el sector 'heatmap' entre 1 y 2, 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 proveedores con plantas fabriles en China tienen una participación significativa en la cadena de

suministros y pueden existir problemas de ESG.

Posicionamiento Competitivo

- Avance en la escala y ventajas competitivas que impulsan un posicionamiento competitivo favorable.

En 2025 la compañía logró superar unos ingresos (ventas + trabajos) superior a los €1.000m. Esto, junto con las previsiones de crecimiento, le han permitido continuar mejorando su escala competitiva para un nivel que ya se considera positivo.

En su posicionamiento competitivo destacamos una amplia trayectoria, la integración alcanzada en sus actividades, y una estrategia dirigida a grandes proyectos que le permite en este momento unas excelentes ventajas competitivas para ser un jugador relevante en los mercados de Chile y España como base para su desarrollo a nivel europeo y americano. Dentro de estas ventajas destacamos la capacidad para desarrollar, construir y rotar sus propios proyectos, manteniendo una capacidad de formalizar 'PPA' que favorecen en gran medida la estabilidad y rentabilidad de los resultados en la generación y venta de energía. En este momento, la compañía declara un nivel de contratación en la producción de energía del 87%.

Cartera y pipeline		Pipeline					
Probabilidad de ejecución	Operación	Construcción	Backlog	Desarrollo avanzado	Desarrollo inicial	Oportunidades identificadas	Total
	100%	90%	70%	50%	20%-40%		
Solar (MW)	1.409	812	1.133	3.299	3.096	2.551	10.891
Solar+ BESS (MWh)	4.110	3.792	1.910	11.230	10.184	6.630	33.746
Baterías (MWh)	50	660	0	9.401	14.232	8.302	32.595

Con los últimos datos el segmento solar fotovoltaico alcanzó una cartera en operación de 1,4 GW (+530 MW) tras sumar nueva capacidad en Colombia, y en mayor medida en Chile. De acuerdo con lo comentado, los planes de crecimiento a medio plazo cuentan principalmente con la puesta en operación de las plataformas de Chile y España, proyectos que se engloban en un destacado 'pipeline' total de 10,8 GW. De estos, son 812 MW los que se encuentran ya en construcción y más de 4 GW los que están en fase avanzada de desarrollo.

En este momento, la actividad en BESS ya es una realidad para el grupo, segmento donde Greenergy sumó en el último periodo sus primeros proyectos en la hibridación de Oasis-Atacama (Elena 1 y Gabriela) para un total de 4,1 GWh, así como 50 MWh a través de dos proyectos en EE.UU de 'BESS stand-alone'. La planificación a medio plazo cuenta con un 'pipeline' muy significativo donde ya están en construcción más de 4,4 GWh.

- Concentración de resultados en Chile y España con potencial de mejora.

Pese a su condición de empresa especialista, en la diversificación de la compañía se reconoce su apuesta estratégica por un 'mix' de negocio por tecnologías que se complementan, y otros negocios como la prestación de servicios, y la comercialización de energía, que igualmente refuerzan las actividades principales de producción de energía y desarrollo, construcción, puesta en marcha y rotación de proyectos.

Diversificación de la actividad por segmentos. €miles						
	2022	2023	2024	2025		
Ingresos	Importe	Importe	Importe	Importe	2025-24	%
Desarrollo y construcción (1)	232.613	310.350	550.273	933.113	69,6%	87,21%
Energía	57.779	65.243	60.529	75.511	24,8%	7,06%
Servicios	2.615	2.551	3.990	4.714	18,1%	0,44%
Comercialización	-	22.094	28.096	56.563	101,3%	5,29%
Total	293.007	400.238	642.888	1.069.901	66,4%	-
EBITDA	Importe	Importe	Importe	Importe	2025-24	%
Desarrollo y construcción (1)	22.127	67.373	142.290	179.379	26,1%	89,06%
Energía	36.064	51.195	41.460	49.576	19,6%	24,61%
Servicios	471	469	539	743	37,8%	0,37%
Comercialización	-	-433	293	339	15,7%	0,17%
Corporativo	-8.508	-14.095	-24.550	-28.630	-16,6%	-
Total	50.154	104.509	160.032	201.407	25,9%	-

(1) Incluye trabajos para el inmovilizado y otros ingresos.

En este momento el peso de los resultados sigue ampliamente concentrado en el segmento de Desarrollo y Construcción con el 89% del EBITDA (89% igualmente en 2024), siendo esperado para el medio plazo que el peso del segmento de venta de energía en los resultados recupere mayor protagonismo conforme a la puesta en marcha de la nueva capacidad (>50% del EBITDA).

Si bien la generación de ingresos continúa marcada por la alta concentración de los resultados procedentes de Chile y España (94,7% conjunto en 2025), la actividad en desarrollo de proyectos alcanza otros mercados estratégicos de: Latinoamérica (Perú, Colombia y México); Europa (Italia, Reino Unido, Alemania y Polonia); y EE.UU.

Estructura Accionarial y Gobernanza

- **Compañía cotizada bajo estabilidad en la propiedad y positivo avance en términos de capitalización.**

Greenergy participa de las características de gestión de una empresa cotizada, aspecto que contribuye a una mejor valoración. Así, la gobernanza se ve favorecida por unas adecuadas prácticas de gestión y la superior capacidad para acceder al mercado o de recibir apoyo financiero de sus socios.

En la propiedad del grupo destaca la participación de su fundador, presidente y CEO (D. David Ruiz de Andrés), la cual se redujo nuevamente en junio de 2025 hasta el 50,01% tras la venta acelerada de un 4,68%. No obstante, mediante el mecanismo de las 'acciones de lealtad' el señor Ruiz cuenta con el 66,46% de los derechos de voto.

Desde el año pasado en la evolución del grupo destaca una extraordinaria revalorización de las acciones (160%-190%) como respuesta a los planes de crecimiento anunciados, aspecto que favorece la continuidad en la captación de liquidez. En este sentido, señalamos que las últimas ampliaciones de capital se hicieron en 2021 y 2022 por un importe conjunto de €195m.

Si bien la compañía tradicionalmente no ha estado repartiendo dividendos, la compañía ejecutó en 2025 el programa de recompra de acciones propias, dentro del programa de incentivos a la plantilla, así como para reducir el capital (-2,44%) mediante amortización de autocartera buscando incrementar el de valor de los socios. Esto supuso al cierre del ejercicio un consumo de fondos neto por €24,4m.

- **Política financiera en el rango medio-bajo tras la deriva hacia un perfil financiero de mayor riesgo.**

La trayectoria reciente de la compañía ha permitido una mejora importante del posicionamiento competitivo bajo un endeudamiento en general controlado, aspecto que favorece nuestra valoración de la gobernanza.

No obstante, en este momento los objetivos del Plan 2025-27, y que incluían la venta de activos por €800m para soportar una inversión de hasta €3.500m, han sido actualizados para abordar una mayor inversión en las plataformas de proyectos comentadas (€3.700m), y que se declara que será abordada con esta rotación de activos (€800m), captación de deuda (75% Project Finance), y el propio crecimiento de los resultados. De acuerdo a lo señalado, esto supone un perfil financiero de mayor apalancamiento financiero y endeudamiento a nivel general, lo cual deberá ser bien gestionado para sostener las métricas financieras en los términos previstos.

- **Positiva política de ESG de la compañía.**

El desempeño en 'ESG', medido a través del análisis de nuestros factores para este ámbito, permite con los últimos datos del 2025 una mejora para una situación positiva (puntuación entre 1 y 1,5) que supone un alza de medio escalón en el score financiero del rating.

La mejora responde a nivel general tanto a la recuperación de los factores del ámbito social como, en mayor medida, al medioambiental. De forma concreta destacamos la mejora de los indicadores de seguridad y salud laboral, con una significativa reducción de la frecuencia de accidentes, así como el incremento de las horas de formación por empleado y el mantenimiento de una plantilla diversa. Por su parte, el factor medioambiental se benefició de la reducción del consumo de agua, así como de la menor generación de residuos peligrosos.

Perfil Financiero

Ventas y Rentabilidad

- Continuidad en una positiva rentabilidad operativa para cubrir los exigentes gastos financieros.

Resultados y Rentabilidad. €miles				
	FY23	FY24	FY25	25vs24
Ingresos (1)	400.238	642.888	1.069.901	66,4%
Mg Bruto	39,2%	33,2%	27,1%	-6,1pp
EBITDA	105.871	140.123	201.236	43,6%
Mg EBITDA	26,5%	21,8%	18,8%	-3,0pp
EBIT	86.563	118.610	151.314	27,6%
Mg EBIT	21,6%	18,4%	14,1%	-4,3pp
Gastos Financieros	-34.941	-45.142	-45.993	-1,9%
EBT	52.193	74.576	102.431	37,4%

(1) Cifra de negocio + trabajos + otros ingresos operativos.

En el último año Grenergy continuó batiendo sus cifras históricas como resultado del avance en el conjunto de actividades. El total de ingresos logró alcanzar los €1.070m tras un destacado crecimiento (+66,4% YoY), lo que igualmente permitió una mejora significativa del EBITDA hasta los €201,2m.

El mayor peso del segmento de Desarrollo y Construcción, que incluye el margen de las ventas de proyectos y trabajos propios, siguió condicionando la mejora de la rentabilidad en las operaciones, la cual continuó siendo favorable, pese a su reducción, con un margen en el EBITDA del 18,8%.

En este contexto, el resultado de explotación se situó en €151,3m (+27,6% YoY). En el crecimiento del EBIT destacamos como los mayores 'otros ingresos', procedentes principalmente por el lucro cesante recibido del seguro por un incidente acontecido en un parque solar en Chile (13,6m), compensaron parcialmente la dotación de mayores deterioros (€20,2m), y que principalmente corresponden a cese de operaciones en proyectos en diferentes etapas de desarrollo.

A su favor, destacamos el mantenimiento de los gastos financieros (-1,9% YoY), aspecto que contribuyó a compensar parcialmente los mayores resultados negativos generados tanto por deterioro de coberturas de los derivados de energía, como por los resultados de las coberturas de tipos de interés dentro del resultado financiero.

De esta forma, la compañía continuó demostrando su capacidad para generar beneficios en su actividad, mejorando nuevamente el Resultado Neto con un importe de €87m (+46% YoY).

Las previsiones para el medio plazo suponen la continuidad del crecimiento en los resultados conforme a la mayor escala de las operaciones consecuente con la mayor capacidad de generación y el avance en la construcción y rotación de proyectos. Por su parte, se espera que la rentabilidad operativa se mantenga en general estable.

Endeudamiento y Cobertura

- Nivel de endeudamiento medio que se espera pueda mantenerse a futuro.

Aunque en el último ejercicio Grenergy incrementó el EBITDA, la posición de deuda financiera neta tuvo igualmente un incremento que elevó el ratio hasta 5,3x (4,5x en 2024), lo que presionó el apalancamiento en un nivel superior a lo esperado. A su favor, la compañía pudo mejorar el nivel de la cobertura de intereses para obtener un ratio de 4,4x (3,1x en 2024), un nivel que aunque se considera de nivel medio y que se esperaba que pudiera situarse por encima de 5x.

En el medio plazo se espera que el apalancamiento continúe mostrando una situación media bajo unos ratios ajustados promedio de DFN/EBITDA ~ 5x y un EBITDA/intereses <4x, situación favorecida por el contexto de una actividad en la que el promedio de la venta de energía supera el 50% en términos del EBITDA generado.

Cálculo DFN. €miles			
	FY23	FY24	FY25
Bono	75.357	53.491	53.611
Pagarés	44.988	106.243	148.569
Créditos	68.411	83.092	129.638
Préstamos	125.203	111.303	168.816
Project Finance	384.363	501.860	786.263
Arrendamiento financiero	53.887	70.822	71.759
Otros pasivos financieros	905	82.711	11.177
Derivados	3.932	8.430	36.158
DFT Reportada	757.046	1.017.952	1.405.991
(-) Derivados	3.932	8.430	36.158
DFT	753.114	1.009.522	1.369.833
Caja	121.451	373.998	305.373
IFCP Líquidas	151	-	-
DFN	631.512	635.524	1.064.460
EBITDA	105.871	140.123	201.236
DFN/EBITDA	6,0x	4,5x	5,3x

En 2025 la deuda financiera se incrementó en el conjunto de partidas salvo para los 'otros pasivos', que incluían pagos pendientes por adquisición de proyectos, y alcanzó una cifra de €1.369,8m (+36,7% YoY).

El avance de la deuda se mantuvo en general equilibrado tanto entre las partidas de préstamos, donde el Project Finance y los préstamos 'puente' y 'sin recurso' asociados a la operación y construcción de proyectos continuaron protagonizando la financiación, como en las líneas de circulante que incluyen los pagarés emitido en el MARF y otros tipos de crédito (confirming y líneas de importación). Hay que destacar que durante el primer semestre de 2026 la compañía ha formalizado la refinanciación de los préstamos 'puente' asociados a proyectos de Oasis-Central (Teno y Tamango) con Project Finance de largo plazo, así como ha eliminado la correspondiente al proyecto Gabriela dentro del proceso de traspaso del activo, situación que mejora la flexibilidad de la deuda.

Por su parte, los 'Bonos verdes' emitidos en MARF (2022-27) se mantuvieron estables al cierre del último año, si bien señalamos que en marzo de 2026 la compañía formalizó una nueva emisión por €170m a cuatro años y un cupón fijo del 5% dentro de un programa flexible de hasta 250m.

Análisis de Flujo de Caja

- Mantenimiento de una sólida posición de caja total pese al exigente programa de inversiones.

Flujo de Caja. €miles				
	FY23	FY24	FY25	25vs24
Funds From Operations	63.689	128.336	112.709	-12,2%
+/- variación WK	-30.463	222.380	-74.874	-133,7%
Cash Flow Operativo	33.226	350.716	37.835	-89,2%
Cash Flow Inversión	-268.712	-301.287	-450.066	-49,4%
Cash Flow Libre	-235.486	49.429	-412.231	-934,0%
+/- Instrumentos de patrimonio	-25.602	-20.402	-24.439	-19,8%
+/- Nueva deuda	279.884	239.473	401.827	67,8%
Cash Flow Financiación	254.282	219.071	377.388	72,3%
+/- Tipos de cambio	-3.016	-15.953	-33.782	-111,8%
Cash Flow Neto	15.780	252.547	-68.625	-127,2%
Caja (1)	121.602	373.998	305.373	-18,3%

(1) Incluye inversiones financieras a corto consideradas líquidas.

En 2025, la generación de fondos procedentes de las operaciones (FFO) se mantuvo en niveles elevados (€112,7m), si bien el Flujo de Caja Operativo (CFO) descendió hasta €37,8m (-89,2% YoY). Esta evolución responde tanto a los mayores impuestos pagados como a la normalización del capital circulante, que pasó de generar €222,4m de caja en 2024 a consumir €74,9m en 2025. Este comportamiento estuvo motivado fundamentalmente y de forma combinada por la reducción de acreedores comerciales y el incremento de los deudores.

Paralelamente, Greenergy continuó ejecutando un exigente plan inversor, elevando las salidas de caja por inversiones hasta €651,1m (+0,4% YoY), parcialmente compensadas por menores cobros procedentes de la rotación de activos por importe de €201,1m. Como consecuencia, el Flujo de Caja Libre alcanzó un importe de -€450,1m, frente a los €49,4m positivos registrados en 2024.

Este déficit, adicionalmente incrementado por los movimientos de compra-venta de acciones propias y el impacto negativo de los tipos de cambio, no fue cubierto totalmente con la nueva deuda captada. De esta forma, pese al

elevado esfuerzo inversor, la compañía mantuvo una sólida posición de caja de €305,4m al cierre del ejercicio.

Capitalización

- Capitalización débil sin previsiones de mejora.

En la estructura financiera de Greenergy seguimos observando una débil situación respecto a su capitalización, aspecto reflejado en un Patrimonio Neto/Deuda Financiera que alcanzó el 30,3% al cierre de 2025 (2024: 45,6%). Así, el Patrimonio Neto del Grupo se redujo hasta €415,3m (-12,3%) debido tanto a los movimientos de compra-venta de acciones propias, como principalmente por la evolución de los ajustes por cambios de valor (diferencias de conversión y coberturas).

Por tanto, al contrario de lo esperado, la capitalización continuó en tendencia negativa bajo el avance de la deuda y la ausencia de mayor refuerzo del capital, situación que bajo las estimaciones actuales no se espera que mejore al situarse el promedio ajustado en el entorno del 30%.

Liquidez

- Buena situación de liquidez en base la capacidad observada para acudir a los mercados de financiación.

Aunque bajo un análisis estricto de liquidez, y asumiendo unos planes de rotación de activos más moderados respecto al avance en la inversión, la liquidez podría tensionarse en el medio plazo, se considera que la liquidez de Greenergy se mantiene como buena dado su perfil financiero y la capacidad satisfactoria para acceder al mercado de deuda.

Modificadores

Controversias

- No aplica

Riesgo País

- No aplica

Principales Magnitudes Financieras

Principales Magnitudes Financieras. €miles				
	FY23	FY24	FY25	25vs24
Total ingresos (1)	400.238	642.888	1.069.901	66,4%
EBITDA	105.871	140.123	201.236	43,6%
Margen EBITDA	26,5%	21,8%	18,8%	-3,0pp
EBIT	86.563	118.610	151.314	27,6%
Margen EBIT	21,6%	18,4%	14,1%	-4,3pp
EBT	52.193	74.576	102.431	37,4%
Total Activo	1.266.336	1.875.214	2.163.317	15,4%
Patrimonio Neto (PN)	343.730	473.545	415.310	-12,3%
Deuda Financiera Total (DFT)	753.114	1.009.522	1.369.833	35,7%
Deuda Financiera Neta (DFN)	631.512	635.524	1.064.460	67,5%
PN/DFT	45,6%	46,9%	30,3%	-16,6pp
DFN/EBITDA	6,0x	4,5x	5,3x	0,8x
Funds From Operations (FFO)	63.689	128.336	112.709	-12,2%
FFO/DFN	10,1%	20,2%	10,6%	-9,6pp
EBITDA/Intereses	3,0x	3,1x	4,4x	1,3x

(1) Cifra de negocio + trabajos + otros ingresos operativos.

Credit Rating

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

Análisis Sensibilidad

- Factores positivos en el largo plazo (↑)

Greenergy continua bajo un ambicioso plan de crecimiento para el que no están previstas nuevas ampliaciones de capital, aspecto que dificulta una mejora del rating en el corto plazo. Aunque no es esperable, señalamos que un adecuado avance en las operaciones y que se acompañe de una mejora conjunta o individual en los ratios de endeudamiento promedio ajustados (DFN/EBITDA < 3,8x; EBITDA/intereses > 5x; Patrimonio Neto/DF > 58%) se destacan como situaciones que potencialmente podrían incidir en una mejora de la calificación.

- Factores negativos en el largo plazo (↓)

Por el contrario, la falta de un adecuado avance en los objetivos estratégicos, y que adicionalmente pueda suponer una peor situación en el endeudamiento promedio ajustado (DFN/EBITDA > 7,9x; EBITDA/intereses < 2,4x), se plantea como un escenario para una potencial bajada del rating. De igual forma, una reducción sustancial en el peso de la actividad esperada en los resultados por la actividad de venta de energía bajo mecanismos asegurados (regulado, PPA) podría ser un hito para una potencial rebaja en la calificación.

Sources of information

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

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

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

Additional information

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

Conditions of Use for this document and its content:

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

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

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

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