

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 05/02/2026

Contacts

Lead analyst

Miguel Castillo Clavarana
miguel.castillo@ethifinance.com

Committee chair

Marc Pierron
marc.pierron@ethifinance.com

Rating Action y Rationale

- EthiFinance Ratings rebaja la calificación de Greening Group Global S.A. pasando de 'BB' a 'B+', cambiando la tendencia de Estable a Negativa. Adicionalmente, rebaja la calificación de la emisión de bonos pasando de 'BBB-' a 'BB-'.
- La bajada del rating corporativo y el cambio de tendencia se producen tras su puesta en 'Under Review' con implicaciones negativas fechada el 21/07/2025. De esta forma, y tras el seguimiento de la evolución del grupo, desde EthiFinance Ratings consideramos que se ha producido un deterioro de su calidad crediticia como consecuencia tanto de los desvíos con respecto al plan de negocio contemplado en nuestro rating inicial como de la no consecución de los hitos esperados para la mejora de la liquidez, esto es: i) la mejora de los resultados; ii) la ampliación de capital anunciada en mayo de 2025 por €45m; iii) el avance en la rotación de activos. Adicionalmente, la actual situación de liquidez ajustada —que podría llegar a tensionar el cumplimiento de sus obligaciones— requiere de un apoyo financiero expreso y suficiente. En este contexto, y hasta que dicha situación se resuelva, desde EthiFinance Ratings consideramos una tendencia negativa para el rating.
- El rating del instrumento o de la emisión de bonos 'senior secured' (€30m) se rebaja en tres escalones en base a la evolución del rating corporativo y a un deterioro en la estimación del grado de cobertura de las garantías sobre el total del programa emitido hasta el 72% como consecuencia de i.) una asunción más conservadora en el descuento de los activos sobre su último valor de mercado dada la situación crediticia del grupo; ii.) la realidad de que a nivel sectorial se está registrando una menor valoración de los activos en el mercado en este momento; y, iii.) carecemos de una valoración actualizada de los activos a cierre de este informe.
- Greening Group Global S.A. y sus sociedades dependientes (en adelante Greening) son 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.
- El rating de la compañía se apoya principalmente en la excelente calificación del sector, que se fundamenta en unos favorables niveles de rentabilidad, perspectivas de crecimiento relevantes, y unas barreras de entrada significativas bajo un nivel de volatilidad controlado. Igualmente, la compañía sigue contando con un modelo de negocio que continúa avanzando en su integración, además de una diversificación por líneas de actividad que favorecen su posicionamiento competitivo.
- Por el contrario, el rating se encuentra constreñido por un tamaño o escala de la compañía limitado, así como por una débil política financiera y una calidad en la gestión que nos preocupa, no solo por la evolución económico-financiera del último ejercicio contable, sino también por los cambios recientes en la cúpula del equipo directivo (CEO, CFO y Dirección General).
- De igual forma, señalamos como un factor limitante de la calificación su débil perfil financiero, marcado por un significativo endeudamiento derivado del momento de intensa actividad inversora y el menor avance en la rotación de activos, así como por su mayor concentración de vencimiento de deuda en un horizonte de corto plazo. Así, los ratios promedio para el nivel de capitalización (PN/DFT < 40%) y de la cobertura de intereses (EBITDA/Gastos financieros < 2,5x) son aspectos que limitan el perfil financiero del rating. Adicionalmente, con este perfil financiero (B) se activa un análisis 'ácido' de la liquidez que supone que nuestro modificador de liquidez se aplique para una bajada de un escalón sobre el rating corporativo 'ancla'.
- 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, y la 'estándar' para el resto de negocios.
- Bajo nuestra metodología la compañía opera tanto en el sector de la ingeniería y construcción como, con un menor peso, en la producción de energía renovable. Para estos sectores, de forma conjunta se determina que se encuentran adecuadamente alineados con los factores ESG (heatmap score entre 1 y 1,9), lo que supone una mejora de tres escalones en el análisis sectorial. Por su parte, la política de ESG de la compañía se mantiene como neutra (puntuación entre 1,5-3,5), no suponiendo ningún impacto en el ámbito 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 €121,6m (cierre 16/01/2025).

Sus principales líneas de negocio son:

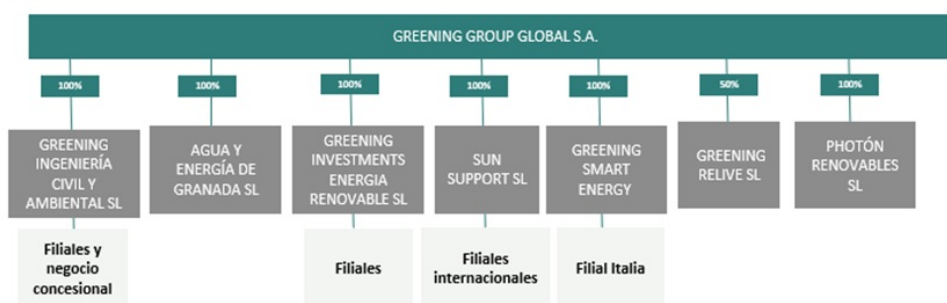
- Soluciones de ingeniería:** comprende principalmente la construcción integral (EPC) de proyectos de generación propios y de terceros, y con especial foco en la solar fotovoltaica tanto de autoconsumo industrial como de escala 'utility'. Igualmente, la Operación y Mantenimiento (O&M) de los proyectos, y otras actividades (eficiencia energética, cargadores, proyectos hidráulicos, etc.) completan este segmento. Con los últimos datos de junio de 2025 el 'backlog' de proyectos contratados y propios se mantiene en torno a los €200m.

- **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 para la propia venta de los mismos. Los proyectos fotovoltaicos, su hibridación con baterías, y una cartera en desarrollo de plantas de biometano, comprenden los principales activos del grupo. 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 son los operativos), gestionando adicionalmente un 'pipeline' de 8,7 GW en distintas fases de desarrollo.

- **Comercialización:** A través de Greening Energy (antes Lidera Comercializadora) 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). A junio de 2025 este segmento continuó creciendo con 152 GWh suministrados. Para este segmento se ha decidido no continuar con la instalación de soluciones de autoconsumo doméstico.
- **Producto:** comprende la fabricación de estructuras y soportes metálicos para instalaciones fotovoltaicas, cuadros eléctricos y sistemas de monitorización (hardware y software), así como el reciclaje, la separación y la valorización de aparatos electrónicos y paneles o módulos fotovoltaicos.

En este momento la compañía mantiene sus mercados estratégicos en Europa (incluye Marruecos) y América (EE.UU y México), contando con sedes en España, Italia, México, Alemania, EEUU, y Marruecos. En el último periodo se ha decidido no continuar con el avance en la implantación en curso iniciada en Francia.



Fundamentos

Perfil de Negocio

Análisis del Sector

- Sector caracterizado por unos favorables fundamentos.

Bajo nuestra metodología, la calificación sectorial de Greening se ve favorecida por su condición de compañía del ámbito de las energías renovables, donde las actividades de construcción e ingeniería (desarrollo, construcción, venta de proyectos y servicios), en mayor medida, y la generación de energía, son las más representativas en términos de resultados esperados a nivel promedio.

De esta forma, para su ámbito sectorial 'mixto' se reconocen unos positivos fundamentos en el conjunto de factores. Así, la calificación sectorial se beneficia de una potencial alta rentabilidad operativa, fundamentalmente asociada al negocio IPP, así como a una general estabilidad asociada a los resultados. Esto es consecuente con nuestra valoración de unas destacadas barreras de entrada (regulación, necesidad de capital, 'pipeline' de proyectos, etc.) en un momento de avance en la madurez del sector lo que, unido a unas perspectivas muy favorables en la demanda, son elementos que favorecen la calificación de la industria.

Según los datos más recientes observados (Fuente: IRENA), la capacidad instalada de tecnologías renovables a nivel mundial continuó batiendo récords en 2024, con la incorporación de 585 GW, lo que representó el 92,5% de toda la nueva capacidad eléctrica añadida ese año. Esta expansión elevó la capacidad total global de energías renovables a 4.448 GW, lo que implica un crecimiento del 15,1% respecto al año anterior. En comparación con 2013, esta cifra supone un aumento de aproximadamente 2,8 veces en la capacidad instalada, siendo los objetivos marcados a 2030 (COP28) los de casi triplicar esta capacidad para el 2030.

- **Positivo ajuste 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 proveedores con plantas fabriles en China tienen una participación significativa en la cadena de suministros y pueden existir problemas de ESG.

Posicionamiento Competitivo

- **Modesto posicionamiento competitivo que se ve condicionado por el tamaño del grupo.**

Greening opera en un ámbito de negocio que se considera 'local' en base a la alta regulación y el ámbito de alcance en sus operaciones. Mientras que en 2024 las ventas alcanzaron un importe de €130,9m incluyendo los trabajos para el inmovilizado, bajo las previsiones actuales, y actualizadas sensiblemente a la baja en base a la revisión de los objetivos estratégicos, esperamos que en el medio plazo la facturación promedio se mantenga en un rango de entre €150-200m. De esta forma, la escala o tamaño del grupo es un aspecto que continúa condicionando su posicionamiento competitivo.

En su desempeño se identifican ciertas ventajas competitivas. A su favor destacamos una trayectoria ya avanzada en sus actividades y un modelo de negocio que se encuentra ampliamente integrado en la cadena de valor. Si bien esta estrategia permite a la compañía un mayor control y rentabilidad de las operaciones, su posición en el mercado y el alcance de sus actividades cuentan aún con amplio recorrido de crecimiento.

En este sentido, hay que señalar que si bien Greening continuó avanzando en el último periodo en su transición hacia una compañía productora de energía, los objetivos de crecimiento de corto plazo no se pudieron alcanzar. Así, con los últimos datos disponibles el grupo cuenta con una cartera de 91 MW en operación (27,9 MW en 2024), 164 MW en construcción y un 'pipeline en desarrollo' de 8.750 MW donde destacamos los 906 MW que se encuentran en la fase más avanzada de 'Backlog' (<12 meses) de desarrollo.

Cartera y pipeline (MW)			Pipeline			
Tecnologías	Operación	Construcción	Backlog	Desarrollo temprano	Desarrollo preliminar	Total
Solar Autoconsumo	39	47	0	208	0	208
Solar 'Utility'	52	105	584	2.195	4.422	7.201
Baterías	0	12	297	136	845	1.278
Biometano	0	0	25	38	0	63
Total	91	164	906	2.577	5.267	8.750

De esta forma, la compañía continúa destacando por su trayectoria como contratista integral de instalaciones de autoconsumo en España, donde su cartera actual de contratos (backlog) por cerca de €200m representa actualmente un 11% del total. Este menor peso se debe en este momento al avance de la contratación internacional durante el último año (67% s/total) y del segmento 'Utility Scale' (77% s/total), y que tuvo un impulso destacado gracias a la adjudicación de un segundo gran contrato en EE.UU (€60m) para una planta a través de su filial (51%) Greensol Renewables LLC.

Finalmente señalamos que la compañía se encuentra inmersa en un proceso de 'OPA hostile' sobre el grupo cotizado español Energía, Innovación y Desarrollo Fotovoltaico, S.A (EIDF), compañía con sinergias e igualmente mayor trayectoria en el sector de instalaciones de autoconsumo en España y menor desarrollo en los segmentos de generación y comercialización de energía. Por tanto, del resultado de esta operación de crecimiento inorgánico se espera una ampliación en la cartera de servicios del grupo (más información sobre esta OPA en la sección de *Estructura Accionarial y Gobernanza*).

- **Diversificación satisfactoria aún en fase de consolidación.**

La diversificación del grupo continuó siendo satisfactoria aunque precisa de su consolidación en unos resultados crecientes y una mejora de la rentabilidad en el conjunto de los segmentos y mercados, aspecto especialmente ligado al mayor peso y despliegue del segmento de generación de energía. La concentración en clientes y la operativa en países de bajo *country risk*, igualmente son aspectos que favorecen la actividad.

En 2024 los resultados en el negocio 'core' tuvieron en general un retroceso ante la evolución negativa en los segmentos de soluciones y venta de energía. Hay que señalar que en el último año el negocio de 'Inversión' surgió como escisión de la actividad de generación de energía y como reflejo de las actividades de compra-venta de proyectos,

siendo este un segmento que no ha podido sumar a los resultados de acuerdo a los objetivos previstos.

EBITDA por segmentos (1). Miles de €.						
	FY22	FY23	FY24	jun-25	2024%	24vs23
Soluciones de ingeniería	2.622	5.691	1.910	5.608	-45,4%	-66,4%
Generación de energía	3	1.515	1.243	485	-29,5%	-18,0%
Comercialización de energía	271	700	27	-1.012	-0,6%	-96,1%
Producto	451	2.860	-990	338	23,5%	-134,6%
Inversiones (2)	0	0	304	-1.705	-7,2%	-
Otros	114	-393	701	-1.207	-16,7%	278,3%
Ajustes consolidación	-121	-2.040	-7.400	3.890	176,0%	-262,7%
Total	3.341	8.333	-4.205	6.398	100,0%	-150,5%

(1) EBITDA no incluye ajuste por arrendamientos operativos.

(2) Anteriormente incluido en el segmento de Generación.

España continuó siendo el mercado principal del grupo durante 2024, y donde generó el 60,3% de la facturación (58% en 2023). Así, es en 2025 donde se espera un avance en la internacionalización de las ventas (64% s/total), destacando el crecimiento de la actividad en América. En este sentido destacamos hitos como la contratación, a través de su joint-venture Greensol (51%), de un segundo gran contrato en EE.UU para la construcción de un parque solar de más de 100 MWdc en el Estado de Michigan por un importe de \$70m, o la adjudicación en Italia de 25 MW de subasta (FER X) soportados por proyectos listos para construir.

Diversificación de las ventas por mercados. Miles de €.						
	FY22	FY23	FY24	jun-25	2024%	24vs23
España	35.072	58.441	57.560	25.953	60,3%	-1,5%
Resto UE	5.126	26.547	18.994	18.515	19,9%	-28,5%
Marruecos	1.833	1.496	2.516	847	2,6%	68,2%
América	1.779	14.073	16.443	26.817	17,2%	16,8%
Total	43.810	100.557	95.513	72.132	-	-5,0%

Estructura Accionarial y Gobernanza

- **Compañía cotizada y estructura accionarial en fase de transición.**

Greening es una sociedad de capital privado que cotiza en el BME Growth desde abril de 2023. En este momento el capital relevante se mantiene en torno a la participación de tres socios fundadores con un 73,68%, así como la de Sinia Renovables (Banco Sabadell) que acudió a la ampliación de capital de 2023 con un 9,84%. El presidente y hasta ahora CEO del grupo, y que desde enero será Presidente Ejecutivo, es el accionista mayoritario con un 36,84%. El presidente y los otros dos socios fundadores, junto a la participación de 2 consejeros independientes, conforman un Consejo de Administración de un total de 5 miembros.

Dicho lo anterior, hay que señalar que el accionariado está en fase de transición indeterminada como resultado del proceso de OPA hostil sobre la compañía EIDF. A este respecto cabe señalar que el 15 de enero de 2026 la Junta Extraordinaria de Accionistas de Greening acordó comunicar, entre otros aspectos: i) la aprobación de la adquisición de hasta la totalidad de las acciones de EIDF mediante canje de acciones; ii) aprobar un aumento de capital con cargo a aportaciones no dinerarias por importe de €52,8 miles para atender íntegramente el pago de la contraprestación de la oferta. Asimismo, la Junta comunicó que se cumplen las condiciones exigidas para la continuidad de esta operación, como son la obtención de acuerdos para lograr una ampliación de capital de al menos €15m, y que un mínimo de un 40% del capital en manos de los socios actuales de EIDF se sumen a la oferta, declarando la existencia de acuerdos irrevocables por representantes de más del 65%.

- **Plan estratégico y gestión en profunda revisión.**

Los resultados negativos del ejercicio 2024 –que supusieron un desvío significativo con respecto a las previsiones inicialmente contempladas para el mismo– así como la no formalización de la anunciada ampliación de capital con la compañía mexicana Latina Desarrollos Energéticos, S.A de C.V durante 2025, supusieron la cancelación del Plan 2024-26 (Plan Escipión) -anunciada en noviembre de 2025-.

La situación anterior unida al menor ritmo en la venta de activos y en la expansión internacional, la caída de la rentabilidad en España por el comportamiento del mercado eléctrico, la falta de liquidez y de financiación de largo plazo para ejecutar el Capex estimado, y el proceso de adquisición de EIDF, han obligado a que la compañía se encuentre inmersa en un proceso para la elaboración y publicación de un nuevo Plan Estratégico.

Además, y sin perjuicio de los cambios adicionales que puedan darse en la gestión como resultado de la OPA y los nuevos objetivos estratégicos, desde EthiFinance Ratings alertamos sobre los relevantes cambios acaecidos en la cúpula directiva. Así, aparte de la contratación de un nuevo CEO señalamos la incorporación en junio de 2025 tanto del

Global Managing Director, siendo este en adelante el vicepresidente del grupo, como el nuevo CFO, y que sin embargo tuvo que ser reemplazado en agosto tras su dimisión. Esto se valora como un reflejo de una incipiente inestabilidad que puede permeabilizar al resto del 'middle manager' de la compañía. En este sentido, igualmente señalamos que en el último periodo la empresa ha dado entrada a socios en distintos negocios como son: la alianza con Tradebe Environmental Services para entrar en el capital de la filial de reciclaje de módulos fotovoltaicos, y la venta a Atlántica Energía Sostenible España S.L. del 50% del negocio asociado al desarrollo de plantas de biometano.

En términos generales se valora una revisión a la baja en la gestión como resultado de la evolución cualitativa y financiera en el último periodo, señalando la situación de Fondo de Maniobra negativo sujeto a captaciones de recursos de largo plazo y/o ventas de activos que no se han podido formalizar hasta la fecha.

- **Política ESG a nivel compañía sin impacto en el rating.**

El desempeño en ESG, medido a través del análisis de nuestros factores para este ámbito, permite con los últimos datos del 2024 mantener una situación neutra (puntuación entre 1,5- 3,5) sobre el rating del perfil financiero de la compañía a pesar de una continuidad en su mejora. La mejora se correspondió con una mejor valoración del ámbito social tras no producirse cambios en los factores de la gobernanza y los medioambientales, siendo estos últimos los que cuentan con una menor calificación.

Perfil Financiero

Ventas y Rentabilidad

- **Moderada rentabilidad en un contexto de menor rotación de activos y crecimiento de la estructura.**

Resultados y Rentabilidad. Miles de €.							
	FY22	FY23	FY24	24vs23	1S-24	1S-25	Var.
Facturación	43.810	100.557	95.513	-5,0%	48.934	72.132	47,4%
Mg Bruto	42,4%	43,4%	50,3%	6,9pp	-	-	-
EBITDA ajustado (1)	3.341	9.454	-3.324	-135,2%	3.784	6.398	69,1%
Mg EBITDA	7,6%	9,4%	-3,5%	-12,9pp	7,7%	8,9%	
EBIT	3.224	7.611	-10.179	-233,7%	4.906	5.052	3,0%
Mg EBIT	7,4%	7,6%	-10,7%	-18,2pp	10,0%	7,0%	
Gastos Financieros	-302	-2.249	-6.841	-204,2%	-2.645	-4.163	-57,4%
EBT	3.137	5.621	-15.109	-368,8%	1.550	2.697	

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

La reducción en los ingresos en un contexto de continuidad en el crecimiento de la estructura y expansión internacional, aspecto reflejado en los mayores gastos de personal y operativos, así como la aplicación extraordinaria de unos deterioros detectados en la valoración de proyectos finalizados o en construcción (-€4,1m) situaron el EBIT en un cifra negativa de -€10,1m.

Con estos resultados operativos el EBITDA se situó en algo más de -€3,3m, frente a los €9,5m del año anterior. En este sentido, hay que señalar igualmente que el grupo tuvo que recuperar y adquirir varios proyectos previamente vendidos o desarrollados para terceros debido a impagos, y que si bien han pasado a incrementar su activo a nivel resultados eliminó los márgenes asociados a su venta y servicios de EPC cifrados en €8,4m de EBITDA directo.

Por otro lado, la continuidad en el incremento de los gastos financieros, tres veces superiores a cierre de 2024, contribuyeron al deterioro del resultado, que cerró con pérdidas de -€12,7m, situación que supuso un destacado retroceso en la evolución financiera esperada para el grupo y con respecto a las previsiones que Greening barajaba para el ejercicio.

El primer semestre de 2025 pone de relieve la vuelta a una situación de generación de EBITDA positivo bajo el crecimiento de los ingresos en la división de Soluciones y el apoyo en los acuerdos de desinversión de activos. Este avance sitúa nuestra estimación del EBITDA en el entorno de los €8m al cierre del ejercicio 2025, aún por debajo del alcanzado en 2023.

Endeudamiento y Cobertura

- **Apalancamiento significativo derivado de los planes de inversión en curso y el protagonismo de la deuda de corto plazo.**

La dinámica de intensa inversión bajo una desviación en los resultados y, por ende, en una menor capacidad de generación de recursos, obligó al uso de un mayor nivel de endeudamiento en el último periodo. Así, en este contexto, la deuda financiera neta alcanzó €83,8m y 101,9m al cierre de 2024 y junio de 2025 respectivamente.

No obstante, desde EthiFinance Ratings esperamos una mejora de la evolución en el medio plazo hacia un promedio ajustado en el entorno de 4.5x para el ratio DFN/EBITDA como indicativo de un adecuado nivel de apalancamiento en el contexto de una actividad como la de Greening.

Cálculo DFN/EBITDA. Miles de €.				
	FY22	FY23	FY24	1S-2025
Bonos garantizados	-	-	-	14.000
Préstamos bancarios	282	258	236	3.471
Crédito bancario	7.734	13.078	30.523	32.233
Project Finance	-	15.069	3.712	3.519
Préstamo 'Bridge' proyecto	-	-	25.901	25.380
Pagarés	-	2.072	10.837	12.711
Arrendamiento financiero	9	488	393	346
Otros pasivos financieros (1)	7.172	8.953	12.152	10.226
Deuda Financiera	15.198	39.918	83.755	101.885
Arrendamientos operativos	206	3.363	2.646	2.406
Deuda Financiera ajustada	15.404	43.281	86.401	104.291
Caja	670	12.104	3.809	10.617
DFN	14.734	31.177	82.593	93.674
EBITDA	3.341	9.454	-3.324	-
DFN/EBITDA	4,4x	3,3x	-	-

(1) Incluye: préstamos personales, fianzas y otros.

Sin embargo, la situación de la cobertura de intereses si se considera débil tanto por los últimos resultados como por las provisiones para el medio plazo, ya que suponen una estimación de permanencia en el entorno de 3x (EBITDA/Gastos Financieros)

De igual forma debemos señalar como aspecto limitante de la calificación la alta concentración de su estructura de vencimientos de deuda en un horizonte de medio plazo como resultado del uso intensivo de la deuda de circulante (crédito y descuentos) en la financiación de la actividad, aspecto que sumado a la concentración de pasivos con proveedores supuso que en 2024 se alcanzara una situación de Fondo de Maniobra negativo por €30,8m. Si bien este es un aspecto que se intentó solventar durante el primer semestre de 2025 mediante la captación de deudas de medio y largo plazo y la inclusión de activos para la venta, la realidad actual es que estas deudas no han reemplazado al circulante y que los activos no se han podido vender.

De esta forma, los pagarés y el crédito protagonizan la financiación junto a otros préstamos que igualmente se encuentran en el corto plazo. Esta financiación se complementa con los pasivos de largo plazo, como son los Bonos emitidos bajo la emisión formalizada en diciembre de 2024 y vencimiento a cinco años, así como con la deuda 'bridge' sin recurso asociado a la construcción del proyecto de autoconsumo en México (Bachoco) que se vence en 2027. Así, la deuda de Project Finance a junio de 2025 solamente representó un montante de €3,5m siendo €3m los procedentes de una línea de largo plazo ligada exclusivamente a proyectos de autoconsumo con venta de derechos de cobro (financiación SUSI) de un coste alto (7,2%) que limita el uso del disponible restante (€17m). Si bien la compañía formalizó en abril de 2025 un contrato de financiación con la entidad Qualitas Energy (€34,4m / 6,4m dispuestos a junio) para financiar la construcción de 90 MWp, hay que señalar que se trata de una línea de coste alto (8%), con un plazo de 3 años y se estructura mediante pagos de acuerdo al avance en la certificación.

Análisis de Flujo de Caja

- Continuidad en un Flujo de Caja Libre negativo bajo el incremento de la inversión.

Flujo de caja. Miles de €.					
	FY22	FY23	FY24	24vs23	1S-2025
FFO ajustado (1)	2.790	7.591	-9.993	-231,6%	2.742
+/- variación WK	-10.330	-2.002	2.816	240,7%	-9.110
Cash Flow Operativo	-7.540	5.590	-7.177	-228,4%	-6.368
Cash Flow Inversión	-5.907	-35.305	-48.256	-36,7%	-11.160
Ajuste arrendamientos operativos	-60	-847	-589	30,4%	-
Cash Flow Libre Aj. (1)	-13.507	-30.562	-56.022	-83,3%	-17.529
+/- variación patrimonio	5.550	19.851	-260	-101,3%	23
Cash Flow Interno	-7.958	-10.711	-56.282	-425,4%	-17.505
Cash Flow Financiero	7.968	22.057	49.685	125,3%	24.313
Tipos de cambio	24	89	-1.698	-2003,2%	24.314
Cash Flow Neto	35	11.435	-8.296	-172,5%	6.808
Caja	670	12.104	3.809	-68,5%	10.617

(1) Incluye ajuste por arrendamientos operativos.

En 2024 la compañía consumió caja por -€8,3m para reducir su posición a una cifra de €3,8m (-68,5% YoY).

Durante el último año la caja de las operaciones se vio lastrada por una reducción significativa en el FFO como resultado de los menores resultados y que, pese a una variación positiva en el 'capital circulante', situó en una cifra negativa de -€7,1m el Cash-flow operativo. De esta forma, la obtención de una cifra negativa en el FFO supuso una

situación muy débil respecto al apalancamiento.

La continuidad en una fase de intensa inversión, y que de acuerdo a lo señalado no pudo equilibrarse con las ventas previstas de proyectos, igualmente contribuyó a la materialización de un Cash-flow libre negativo de -€56m. En este contexto la generación de fondos continuó protagonizada por los flujos financieros, en este caso por la captación de deuda.

La evolución de 2025 continuó mostrando el apoyo fundamental del endeudamiento bajo la continuidad en la inversión que supone mantener una situación de generación de caja interna negativa. En este sentido se espera que la caja de cierre de 2025 se mantenga en niveles muy limitados a la espera de que la compañía pueda alcanzar los hitos en curso de; ampliación de capital, conexión de proyectos y venta de activos.

Capitalización

- **Situación de ajustada capitalización.**

El resultado negativo del 2024 y el incremento de la deuda financiera han supuesto un severo deterioro de la capitalización, media esta como la relación entre el Patrimonio Neto y el total de la deuda financiera. Así, el ratio disminuyó hasta el 22,5% frente al 77,9% del año anterior. Bajo las previsiones actuales, si bien esperamos que esta situación mejore conforme a las expectativas en los resultados y la captación de recursos propios, en base al promedio esperado se mantiene una visión de debilidad en el ratio de capitalización conforme a un promedio ajustado inferior al 40%.

Modificadores

Controversias

- **No aplica.**

Riesgo País

- **No aplica.**

Liquidez

- **Aplica en base a una debilidad en la liquidez.**

Se valora una debilidad general en la liquidez, y con efecto directo de una bajada de un escalón respecto al rating 'ancla' del grupo. Esto se debe tanto a la capacidad observada para refinanciar sus deudas, aspecto consecuente con la calificación actual del perfil financiero del grupo (B), así como por el nivel de caja para atender sus vencimientos y necesidades de inversión en el medio plazo. Esto supone que la liquidez dependa en gran medida de la capacidad de vender activos y ampliar capital, aspecto que se ha tenido en cuenta para un impacto limitado en el rating.

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 este momento, el análisis de recuperación en un escenario de estrés realizado por EthiFinance Ratings se fundamenta en el valor más conservador de la valoración independiente e inicial, aplicando un descuento del 55% para simular un escenario de incumplimiento. Este análisis considera posibles déficits en el desempeño de los proyectos, liquidaciones rápidas de activos y riesgos asociados a proyectos en desarrollo. Asimismo, incorpora costos administrativos, gastos legales y obligaciones de 'earn-out', lo que da como resultado una tasa de recuperación

estimada del 72%. Con esta base, el programa de bonos obtiene una mejora de un escalón sobre el rating corporativo, situando la calificación de este instrumento en 'BB-'.

Proyecciones Financieras

Desde EthiFinance Ratings se han elaborado las proyecciones financieras siguiendo el 'guidance' de la compañía y las propias asunciones de la agencia. En este sentido se destacan las siguientes hipótesis para el periodo 2025-27:

- Recuperación de un destacado crecimiento en la cifra de negocio conforme al mayor negocio de comercialización, la ejecución de la cartera de proyectos y el avance en la venta de activos y generación de energía. En este sentido, la integración de EIDF se espera refuerce de manera directa el segmento de comercialización.
- Mejora del margen de EBITDA conforme a la mayor escala en los negocios, especialmente en la generación y rotación de activos, y la reducción de costes de estructura ya en curso.
- Endeudamiento controlado de acuerdo a la mejora de los resultados y la captación de fondos propios objetivo de €30m.
- El coste financiero se proyecta en un promedio del 7,4%.

Principales Magnitudes Financieras

Principales magnitudes financieras. Miles de €.					
	FY23	FY24	FY25e	FY26e	FY27e
Facturación	100.557	95.513	144.265	198.835	230.814
EBITDA (1)	9.454	-3.324	8.000	29.094	33.315
Margen EBITDA	9,4%	-3,5%	5,5%	14,6%	14,4%
EBIT	7.611	-10.179	259	19.327	21.905
Margen EBIT	7,6%	-10,7%	0,2%	9,7%	9,5%
EBT	5.621	-15.109	-5.774	11.017	14.502
Total Activo	112.800	165.978	186.705	249.259	265.061
Patrimonio Neto	33.719	19.460	13.686	36.949	62.825
Deuda Financiera Total (DFT) (2)	43.281	86.401	104.611	108.675	90.561
Deuda Financiera Neta (DFN) (2)	31.177	82.593	103.611	81.397	51.522
PN/DFT	77,9%	22,5%	13,1%	34,0%	69,4%
DFN/EBITDA	3,3x	-24,9x	13,0x	2,8x	1,5x
Funds From Operations (2)	7.591	-9.993	1.665	17.719	21.967
FFO/DFN	24,3%	-12,1%	1,6%	21,8%	42,6%
EBITDA/Intereses	3,7x	-0,5x	1,3x	3,4x	4,3x

(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>	A-
<i>Ajuste ESG</i>	Positivo
<i>Posicionamiento Competitivo</i>	B+
<i>Gobierno corporativo</i>	B+
Perfil Financiero	B
<i>Cash flow y endeudamiento</i>	B
<i>Capitalización</i>	B
<i>ESG Compañía</i>	Neutro
Anchor Rating	BB-
<i>Modificadores</i>	Liquidez (-1)
Rating	B+
Rating Programa de Bonos	BB-

Análisis Sensibilidad

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

La alineación estratégica de la empresa con la transición energética global se espera que siga proporcionando un fuerte impulso de crecimiento en los próximos años. De esta forma, un mayor peso del negocio de producción y venta de energía renovable es un elemento destacado para la mejora del rating. Bajo la continuidad del mismo perfil financiero, un peso superior al 50% del EBITDA promedio de esta actividad podría suponer una mejora del rating.

Desde un punto de vista exclusivamente cuantitativo, una mejora individual o conjunta del endeudamiento ($DFN/EBITDA < 2,7x$; $EBITDA/intereses > 4,6x$) podría ser un escenario con potencial para una mejora de la calificación. Asimismo, una mejora de la flexibilidad financiera que aporte una mejor situación de liquidez para afrontar o renovar sus pasivos de corto y medio plazo se valora como un elemento clave para una mejora del rating.

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

Por el contrario, una desviación hacia un menor peso de los resultados al segmento de generación ($EBITDA$ promedio $< 10\%$) podría ser un indicativo para un cambio negativo en el rating.

De igual forma, un empeoramiento de manera conjunta o individual en el endeudamiento ($DFN/EBITDA > 5,3x$; $EBITDA/intereses < 1,6x$) podría ser un escenario con potencial para una rebaja de la calificación bajo circunstancias similares en el resto de aspectos. Asimismo, una mayor percepción de riesgo en la capacidad de refinanciar o atender los vencimientos de la deuda se determinan como una situación para una potencial bajada del rating.

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/ Benjamín Franklin S/N, Edificio Camt, 1º Izquierda, 18100, Granada, España C/ Velázquez nº18, 3º derecha, 28001 - Madrid