

ISSUER RATING
Long termOUTLOOK
EvolvingInitiation date
Rating Date 01/04/2025

Contacts

Lead analyst
Miguel Castillo Clavarana
miguel.castillo@ethifinance.com**Committee chair**
Marc Pierron
marc.pierron@ethifinance.com

Rating Action y Rationale

- EthiFinance Ratings inicia el rating de Greenalia, S.A. y asigna por primera vez el rating de 'BB' con tendencia 'Evolving'.
- La tendencia 'Evolving' refleja la incertidumbre sobre la evolución del rating en el corto plazo, y como consecuencia de los importantes hitos que la compañía está gestionando y cuya materialización o no tendría un impacto significativo. De forma particular señalamos los relacionados con la ampliación de capital prevista para el año 2025, y cuyo proceso de lanzamiento es muy reciente, así como las ventas de activos previstas en la planificación, y que en 2025 ya se espera que aporten unos ingresos destacados.
- Greenalia S.A. y sus sociedades dependientes (en adelante Greenalia) se posiciona como un productor de energía independiente (IPP por sus siglas en inglés) en el ámbito de las tecnologías renovables.
- El rating se ve favorecido por la calificación del sector utility al que pertenece (elevadas rentabilidades, controlada volatilidad, altas barreras de entrada y favorables perspectivas de crecimiento), lo que permite mantener un positivo perfil de negocio.
- Como factores limitantes del rating señalamos el posicionamiento competitivo de la compañía, condicionado aún por la limitada escala o tamaño del grupo y la valoración respecto a la diversificación de la actividad. De igual forma, y de acuerdo tanto al histórico más reciente como con las actuales previsiones para el medio plazo, el perfil financiero cuenta con amplia capacidad de mejora tanto en los ratios promedio del endeudamiento (DFN/EBITDA ~7x) como de la capitalización (PN/DF < 60%).
- Cabe señalar que para evaluar el perfil financiero de la compañía se ha aplicado un *mix* a nivel de métricas según aportación al negocio de las dos tipologías de venta de energía principales. La tabla de '*standard cyclicity*' para los proyectos a merchant y la tabla '*infrastructure*' para los proyectos que se benefician de tarifas reguladas y/o contratos a largo plazo (PPAs) que protegen frente a la competencia y limitan la volatilidad de los flujos de caja.
- En línea con nuestra metodología, el sector de 'utilities' ajustado al ámbito de las renovables se encuentra adecuadamente alineado con los factores ESG (heatmap score 1-1,9), lo que supone una mejora de tres escalones en el factor sectorial. La política de ESG de la compañía se considera favorable (score 1-1,5), lo que resulta suficiente para un impacto positivo de medio escalón en el ámbito financiero.

Descripción de la Compañía

La compañía, como productor de energía independiente, concentra su operación en Galicia (España) con 124,5 MW a través de un proyecto de biomasa y cinco parques eólicos. Además, cuenta en este momento con 1,1 GW con avance en la construcción en España y EE.UU.

A cierre provisional de 2024 los resultados reflejaron la continuidad en el descenso en mercado eléctrico (pool) bajo la misma capacidad operativa, la no recurrencia de las ventas de proyectos, y el avance en el desarrollo y construcción de proyectos cuya financiación en gran parte se está desembolsando durante 2025. La cifra de negocio alcanzó los €50m (-10,4% YoY) con un EBITDA de €25,5m (margen EBITDA del 50,8%) y un ratio Deuda Financiera Neta/EBITDA de 20,8x.

Limitaciones

Para esta revisión se han dispuesto de unos estados financieros no auditados de 2024, no incluyéndose en estos el estado de Flujo de Efectivo.

Fundamentos

Perfil de Negocio

Análisis del Sector

- **Sector con positivos fundamentos.**

Bajo nuestra metodología la calificación sectorial de Greenalia se alcanza desde su condición de compañía de tipo 'utility' que se ajusta en base a las características propias de un productor de energía 100% renovable. De forma conjunta se reconocen unos sólidos fundamentos en el conjunto de factores. La estabilidad asociada a unos resultados con positiva rentabilidad (Margen EBIT 2024: 30,2%) y unas perspectivas muy favorables en la demanda del sector 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

- **Posicionamiento competitivo condicionado por su escala.**

El aún incipiente desarrollo de las operaciones como 'IPP' ofrece un amplio margen de mejora en términos de competitividad, aspecto que igualmente alcanza a la escala o tamaño del grupo en términos de facturación. Los ingresos por venta de energía comenzaron a ser relevantes en 2021, tras la puesta en marcha en el ejercicio anterior de sus actuales proyectos de biomasa y eólica en Galicia. Al cierre de 2024 la cifra de negocio continuó siendo inferior a €100m, siendo igualmente el crecimiento esperado para el medio plazo insuficiente para una mejora significativa en la escala.

- **Valoración media respecto a las ventajas competitivas y la diversificación de la actividad.**

Tras la venta de sus negocios industriales Greenalia se configura como empresa especialista en el ámbito de la producción de energía renovable. La apuesta en términos amplios por desarrollar sus propios proyectos con un enfoque 'multi- tecnología', conservar la propiedad al 100% de los mismos, y el posicionamiento en entornos clave como son Galicia, para el ámbito eólico y de biomasa, y el Estado de Texas, son elementos que destacan en su estrategia.

Bajo esta situación se reconocen unas ventajas competitivas satisfactorias y que sin embargo aún cuentan con amplia capacidad de mejora, aspecto que igualmente se aplica en mayor medida a la diversificación de la actividad.

Los planes de crecimiento se sustentan en un 'pipeline' de proyectos que alcanza los 4,5 GW, donde destacamos que dentro de este son 1.165 MW los que ya han iniciado los trabajos de construcción. A su vez, la capacidad que ya se encuentra totalmente financiada alcanza los 740 MW. El avance en el desarrollo del 'pipeline' permitió en 2023 la venta de una parte de los activos (184 MW), y se espera que en el futuro continúen realizándose transacciones de activos no estratégicos.

La concentración de los ingresos en un número limitado de proyectos situados en Galicia supone aún un hándicap en la diversificación del grupo, aspecto que continúa en situación de mejora con los desarrollos de EE.UU y España en curso, y que suponen igualmente avanzar en la tecnología solar fotovoltaica.

Estructura Accionarial y Gobernanza

- **Estructura accionarial en fase de transición.**

Los máximos accionistas de Greenalia, que incluyen al socio fundador y CEO D. Manuel García (Smarttia, S.L.U) y su presidente no ejecutivo D. José María Castellano (Alazady España, S.L.) mantienen la titularidad del capital con un 94% y 6% respectivamente. En esta nueva etapa se mantienen las prácticas y órganos de gobernanza de una empresa cotizada, aspecto que bajo nuestra visión favorece a los fundamentos de la gestión.

En este momento la compañía ya ha lanzado la búsqueda de un socio que permita una ampliación de capital como refuerzo de la liquidez y la solvencia para afrontar la continuidad de los planes de inversión. Se espera que la mayoría del capital continúe bajo la sociedad Smarttia, S.L.

- **Adecuado avance en las operaciones bajo una política financiera incrementada en su riesgo.**

Tras la imposibilidad de alcanzar el objetivo de €100m de EBITDA generado en 2023, dentro de un entorno negativo en la evolución del 'pool', la gestión continúa afrontando importantes retos en materia operativa y financiera para el cumplimiento de sus objetivos. A su favor, en el último periodo la compañía consiguió iniciar la estrategia de venta de activos, alcanzó la refinanciación de la deuda corporativa y de los proyectos para mejorar la liquidez y permitir restablecer el Fondo de Maniobra negativo. De igual forma, se avanzó en la obtención de acuerdos de venta de energía (PPA) y deuda para una buena parte de los proyectos en situación de construcción y desarrollo. No obstante, los menores resultados bajo la comunidad en una intensa inversión durante el último año llevaron a la compañía a un elevado nivel de endeudamiento que se espera mejore ya en 2025 conforme a los mayores resultados esperados, siendo un aspecto que no obstante sitúa el perfil financiero de la empresa en un nivel moderado.

El actual Plan 25-27 propone una revisión a la baja de los planes de inversión en España y EE.UU y que, sin embargo, se mantiene ambicioso para la puesta en marcha de 1,3 GW de nueva capacidad.

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

El desempeño en 'ESG', medido a través del análisis de nuestros factores para este ámbito, permite con los últimos datos del 2023 una situación favorable (puntuación entre 1 y 1,5) para un impacto positivo de medio escalón en el score financiero del rating. Dentro de los factores ESG, destacamos la mayor contribución del ámbito de la gobernanza, seguido del correspondiente al ámbito social, siendo el medioambiental el factor que presenta mayor recorrido de mejora pese a encontrarse en buena situación respecto al estándar.

Perfil Financiero

Ventas y Rentabilidad

- **Continuidad en una positiva rentabilidad operativa lastrada por los menores ingresos del último ejercicio.**

En 2024 Greenalia obtuvo pérdidas contables (-€0,7m) como resultado de unos menores ingresos y la continuidad de unos destacados gastos financieros. Así, el EBITDA se redujo hasta los €25,5m (-62,8% YoY) dentro de un ejercicio condicionado principalmente por la continuidad en un menor precio del 'pool' y por la no recurrencia de la venta de proyectos. Pese a esto, la rentabilidad en las operaciones se mantuvo en términos favorables (margen EBITDA 50,8%).

Bajo las previsiones actuales se espera que el EBITDA tome una tendencia creciente, lo que permitirá alcanzar una cifra de €160m en 2027 y genera un margen promedio ponderado del EBITDA de en torno al 70% para recuperar la obtención de beneficios.

Endeudamiento y Cobertura

- **Endeudamiento significativo bajo la continuidad del crecimiento en la inversión.**

En el último ejercicio Greenalia continuó afrontando una significativa inversión, aspecto que al cierre del ejercicio presionó de manera sustancial el nivel de endeudamiento. En este contexto, marcado adicionalmente por las menores ventas de energía y la ausencia de ingresos por enajenación de proyectos, la deuda financiera neta siguió incrementándose hasta una cifra de €530,9m (+51,1% YoY) lo que situó el ratio sobre el EBITDA en un valor de 20,8x. De igual forma, destacamos la evolución de la cobertura de intereses con el EBITDA generado para obtener un ajustado ratio de 1,2x.

En el medio plazo se espera que la mejora de los resultados y el refuerzo de la liquidez permitan normalizar el nivel de deuda aunque bajo un promedio ponderado (DFN/EBITDA: ~7x; EBITDA/intereses: < 3,5x) aún de exigente endeudamiento.

Análisis de Flujo de Caja

- **Continuidad en un 'Cash-flow libre' negativo derivado de la inversión.**

En 2024 la posición de caja se situó en €9m tras generarse en el ejercicio un saldo negativo de -€53,5m. La continuidad en una intensa inversión bajo la obtención de unos menores ingresos continuó poniendo el foco en la captación de deuda para el desarrollo de la actividad. En este sentido, señalamos que el hecho de que una buena parte de la financiación de los proyectos en construcción se esté disponiendo en 2025 contribuyó de forma esencial a la reducción de los fondos al cierre del último año.

Capitalización

- **Ajustada autonomía financiera en proceso de mejora.**

La capitalización de Greenalia es un aspecto en continua necesidad de mejora en los últimos años. El avance desde 2022, apoyado en los resultados netos obtenidos y la valoración positiva de los instrumentos de cobertura, se mantiene por tanto insuficiente, siendo a cierre de 2024 el ratio del Patrimonio Neto sobre el total de la deuda financiera de un limitado 13%.

De esta forma, la mejora esperada en la solvencia se aplaza bajo el nuevo plan a 2025, momento en el que se cuenta tanto con el apoyo de los mayores resultados generados, como con la entrada de significativos fondos procedentes de la ampliación de capital y del instrumento de Tax Equity de los proyectos de EE.UU. Con las previsiones actuales, se estima la capitalización se sitúe en unos niveles más moderados de alrededor del 50%.

Liquidez

- Buena situación de liquidez que se mantiene dependiente de las expectativas de inversión y capacidad de refinanciación de su deuda.

Bajo nuestra visión la liquidez de Greenalia se valora como buena, aspecto que se sustenta tanto en su perfil financiero para renovar sus deudas como en la situación de los fondos disponibles y esperados para atender sus compromisos financieros y de inversión en el medio plazo. La compañía ya ha formalizado entre finales de 2024 y principios de 2025 una parte importante de la financiación para continuar con el avance de los proyectos y la refinanciación de su deuda, estando en curso los siguientes objetivos.

Modificadores

Controversias

- No presenta

Riesgo País

- No presenta

Principales Magnitudes Financieras

Principales magnitudes consolidadas. Miles de €						
	FY23	2024p (1)	FY25e	FY26e	FY27e	2024p-23
Facturación	56.081	50.098	120.664	187.294	220.671	-10,7%
EBITDA	67.746	25.469	79.799	132.741	160.041	-62,4%
Margen EBITDA	120,8%	50,8%	66,1%	70,9%	72,5%	-70,0pp
EBIT	51.205	15.147	62.944	95.673	109.989	-70,4%
Margen EBIT	91,3%	30,2%	52,2%	51,1%	49,8%	-61,1pp
EBT	36.296	-968	38.531	64.496	71.188	-102,7%
Total Activo	534.402	734.654	1.458.533	1.739.328	1.761.697	37,5%
Patrimonio Neto (PN)	70.779	70.100	486.916	612.516	772.515	-1,0%
Deuda Financiera Total (DFT)	413.974	539.855	958.803	1.113.973	976.318	30,4%
Deuda Financiera Neta (DFN)	351.391	530.847	716.529	802.397	764.025	51,1%
PN/DFT	17,1%	13,0%	50,8%	55,0%	79,1%	-4,1pp
DFN/EBITDA	5,2x	20,8x	9,0x	6,0x	4,8x	15,7x
Funds From Operations	45.994	3.995	58.768	55.464	73.703	-91,3%
FFO/DFN	13,1%	0,8%	8,2%	6,9%	9,6%	-12,3pp
EBITDA/Intereses	2,4x	1,2x	3,3x	4,3x	4,1x	-1,2x

(1) 2024 provisional no auditado.

Credit Rating

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

Análisis Sensibilidad

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

Greenalia afronta en este momento un nuevo ciclo estratégico con ambiciosos objetivos en materia de crecimiento e implicaciones en su perfil de negocio. Un adecuado avance en las operaciones y que se acompañe de una mejora conjunta o individual en los ratios de endeudamiento promedio esperados ($DFN/EBITDA < 5,8x$; $EBITDA/intereses > 3,8x$; $PN/DFT > 70\%$) se destacan como elementos 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 (ampliación de capital, venta de activos, refinanciación de deuda), y que adicionalmente pueda suponer una peor situación en el endeudamiento promedio esperado ($EBITDA/intereses < 1,6x$), se plantea como un escenario 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>
- 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