



ISSUER RATING
LongTerm

OUTLOOK
Stable

Initiation date 16/07/2015
Rating Date 06/03/2026

Contacts

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

Committee chair
Marc Pierron
marc.pierron@ethifinance.com

Rating Action y Rationale

- EthiFinance Ratings baja la calificación de Globasol Villanueva 1, S.A. a 'BBB' desde 'BBB+', cambiando la tendencia de 'Evolving' a 'Estable'.
- Globasol Villanueva 1, S.A. (en adelante, Globasol) es una sociedad dedicada a la generación de energía eléctrica a través de la explotación de una planta solar fotovoltaica de 10,7 MW de capacidad instalada.
- Tras situar la tendencia en 'Evolving' en la última revisión, el cambio en el rating se produce tras una valoración inferior en el ámbito operativo del proyecto y como respuesta a la continuidad en un menor rendimiento técnico del proyecto sobre las estimaciones esperadas.
- No obstante, el rating sigue favorecido por un bajo riesgo tanto en el ámbito operativo como en el de mercado. Además, a su favor el proyecto sigue contando con una favorable estructura para el repago de la deuda y que, tras aprobarse los nuevos parámetros retributivos del siguiente periodo, se espera que permitan mantener el repago de la deuda con un mínimo en el Ratio de Cobertura del Servicio de la Deuda (RCSd) de 1,40x.
- Los factores 'extrafinancieros' que incluye la metodología, como son los relacionados con el impacto medioambiental y el ámbito social, se consideran positivamente alineados (score entre 1-1,9) y contribuyen a una mejora adicional del ámbito operativo del proyecto. Asimismo, el análisis bajo los Principios de Ecuador sitúa al proyecto de acuerdo con nuestro criterio de evaluación en la categoría B, aspecto que igualmente favorece al rating.

Descripción del proyecto

Ubicada en Villanueva de la Serena (Badajoz) la planta se encuentra en explotación desde el año 2008 bajo un esquema regulado aprobado hasta 2038.

El proyecto pertenece a Solaria, y su deuda senior se corresponde con un bono emitido en el MARF en 2016 (cupón fijo 4,2%) y vencimiento en 2037 bajo los términos y garantías habituales del Project Finance.

Fundamentos

Perfil de riesgo operativo

- Bajo riesgo operativo dentro de un contexto de menor rendimiento sobre las previsiones.

Pese a una nueva revisión al alza del riesgo operativo el proyecto sigue contando con una buena valoración en términos de los riesgos relacionados con su complejidad tecnológica y de operación, todo ello favorecido por la experiencia del operador. Adicionalmente, la alineación del proyecto con los factores medioambientales y sociales, y que actúa como un modificador en el ámbito técnico, mejora nuestra visión del proyecto.

La operación y mantenimiento (O&M) continúa soportada en un contrato de servicios con su propio accionista, Solaria Energía y Medioambiente, que cuenta con una suficiente experiencia en su actividad y aporta un alineamiento de intereses.

Evolución operativa del proyecto				
Datos del acumulado a la fecha	2023	2024	2025	2025-24
Producción (MWh)	13.539	12.897	9.979	-22,6%
Irradiación (KWh/m2)	1.874	1.821	1.771	-2,8%
Performance Ratio (%)	67,3%	65,9%	52,5%	-13,5pp
Disponibilidad (%)	100,0%	99,7%	99,7%	0,0pp

Fuente: compañía

Globasol afronta en 2026 su decimotercero año de explotación. En el último periodo la producción continuó bajo una tendencia negativa e inferior a la esperada, alcanzando una desviación del -22,6% en el 2025. Esto se produjo en un contexto tanto de menor irradiación como de destacadas pérdidas de energía, principalmente asociadas a los cortes de red ajenos a la gestión de la planta. Cabe señalar que sin estas pérdidas la reducción de la producción hubiera sido de un -7%.

Con esta evolución, el 'performance ratio' de la planta alcanzó un 52,5%, dato ampliamente negativo frente al histórico de la planta. A su favor, el proyecto continuó bajo disponibilidades operativas cercanas al 100%.

- **Nivel bajo en su riesgo de mercado pese a estar condicionado por su limitada justificación económica.**

Globasol participa de las características de un proyecto altamente dependiente de la regulación, lo que, pese a una baja valoración en el racional económico del proyecto, le confiere de manera conjunta un bajo riesgo asociado. De esta forma, consideramos que el proyecto cuenta con una destacada defensa ante el riesgo de mercado, aspecto favorecido por la prioridad de despacho en la venta de energía y el mecanismo de ingresos que limita en gran medida la dependencia de los precios en el mercado eléctrico ('pool').

Los ingresos del proyecto dependen fundamentalmente de los parámetros regulados, lo que de acuerdo con el mecanismo vigente desde 2013 son revisados periódicamente durante la vida regulatoria. Con esto se pretende que los ingresos regulados (en torno al 80%) complementen en todo momento los percibidos por la venta de energía al 'pool' para poder compensar tanto los costes de explotación del proyecto como cubrir la inversión total asignada a planta bajo una rentabilidad objetivo (denominada razonable) que igualmente se estableció revisable cada 6 años. Si bien en este momento la 'rentabilidad razonable' es fija (7,09%) hasta el posible cambio en 2032, el valor de esta hasta el vencimiento regulatorio (2038 en el caso de Globasol) no se conoce, siendo este un elemento clave en la determinación del riesgo de mercado.

En el ámbito regulatorio destacamos en primer lugar el reciente Real Decreto 917/2025 de 15 de octubre y que favorece a los productores regulados por cuanto modifica la norma (Real Decreto 413/2014) ajustando el cálculo de las horas equivalentes de funcionamiento requeridas para que computen tanto las no generadas por restricciones técnicas del sistema (los conocidos 'curtailments') como las que se generan en periodos o bloques de más de 6 horas a precios 'cero' en el mercado eléctrico. De igual forma, se introducen mejoras en casos de fuerza mayor, y se facilita la incorporación de la tecnología de baterías en el conjunto del sector.

Igualmente, señalamos que ya se ha publicado Orden (Orden TED/53/2026, de 27 de enero) por la que se actualizaron al alza los parámetros retributivos de las renovables para el siguiente periodo regulatorio de 2026-28. De forma general, y en particular para Globasol estos son más altos, en base a unas estimaciones de precios en el mercado eléctrico inferiores, así como se rebajan las horas mínimas de funcionamiento exigidas, aspectos que favorecen las previsiones para que el proyecto pueda obtener la rentabilidad fijada por la regulación.

- **Riesgo bajo respecto al socio y una contraparte que no limita el rating.**

El proyecto pertenece al grupo Solaria, cuya matriz es la sociedad Solaria Energía y Medioambiente, S.A., compañía especialista y referente en el ámbito fotovoltaico y que cotiza sus acciones desde el año 2020 en el Ibex-35. El pasado 4 de abril de 2025, EthiFinance Ratings afirmó la calificación de Solaria Energía y Medioambiente, S.A en 'BBB+', cambiando la tendencia de 'Estable' a 'Evolving'. De esta forma, tanto el riesgo derivado del socio como de las principales contrapartes, como son el proveedor del O&M y el Sistema Eléctrico español como pagador, no constituyen una limitación directa al rating del proyecto.

Perfil de riesgo financiero

- **Avance en la reducción de la deuda en un contexto de menores fondos generados.**

Durante 2025 el proyecto continuó con la amortización de la deuda según lo previsto en su calendario. Respecto al año anterior, señalamos que, aunque la cifra de negocio mejoró (+24,3% YoY), la generación de caja para atender el servicio de la deuda se redujo (-13,9% YoY) como consecuencia tanto de unos mayores gastos operativos como de una variación negativa del circulante, generada por un mayor volumen de cobros pendientes al cierre. Este hecho se explica por el cambio de representante en el mercado eléctrico y se considera de carácter puntual.

De esta forma, y bajo un mantenimiento del servicio de la deuda, el RCSD anual alcanzado al cierre de 2025 fue de 1,17x (1,35x en 2024).

- **Capacidad positiva para el repago de la deuda.**

La deuda financiera de Globasol se corresponde con un "Bono Proyecto" emitido en mayo de 2016 por un total de €45,3m y vencimiento en enero del 2037. A cierre del 2025 el capital pendiente era de €27,8m.

La financiación se estructuró bajo las características habituales del Project Finance y un dimensionamiento de la deuda de 1,50x respecto al RCSD y una 'rentabilidad razonable' estimada del 6,5% desde 2020.

Bajo el último Caso Base actualizado la proyección continúa mostrando una positiva capacidad de repago en base al mecanismo de ingresos regulados y las expectativas en la producción que la gestión del proyecto cuenta con cumplir. A la espera de una mejora en el rendimiento de la planta, nuestro ejercicio de sensibilidad contempla un desempeño operativo más acorde a la situación actual, además de una bajada en la TIR regulatoria hasta el 4% en 2032, siendo el RCSD mínimo establecido en un valor de 1,40x. Este mínimo sigue manteniendo una favorable capacidad para afrontar desviaciones negativas en el comportamiento de los flujos de caja esperados, si bien motiva en este momento una bajada en el rating.

Modificadores

- **Riesgo regulatorio.**

La dependencia del proyecto de la regulación para alcanzar los objetivos financieros y la inestabilidad reciente de la misma, en este momento suponen una reducción directa de un escalón en el rating como modificador al 'rating preliminar'.

- **Sensibilidad del cash-flow.**

De acuerdo con nuestra metodología a nuestro Caso Base sensibilizado (RCSD mínimo: 1,40x) se le ha realizado un estrés adicional de hasta el -15% en la caja generada antes de la deuda. En la medida en que la capacidad de pago de la deuda bajo esta sensibilidad es positiva (RCSD > 1) esto actúa como un modificador al alza de un escalón sobre el 'rating preliminar'.

Principales Magnitudes Financieras

Principales magnitudes (miles de €)				
	2023	2024	2025	2025-24
Cifra de negocio	5.822	4.892	6.081	24,3%
EBITDA	5.172	3.983	5.115	28,4%
Mg. EBITDA	88,84%	81,42%	84,11%	2,70pp
Resultado neto	813	219	1.278	483,6%
Total balance	39.133	36.439	34.755	-4,6%
Patrimonio Neto (1)	5.662	5.849	5.971	2,1%
% s/Deuda financiera	17,85%	19,61%	21,44%	1,83pp
Deuda financiera senior (1)	31.713	29.823	27.852	-6,6%
Deuda financiera senior neta (1)	28.453	26.835	25.675	-4,3%
s/EBITDA	5,50x	6,74x	5,02x	-1,72x
Efectivo y equivalentes	3.260	2.988	2.177	-27,1%
Flujo de caja antes de la deuda (2)	5.027	4.395	3.786	-13,9%
Ratio de Cobertura del Servicio de la Deuda (2)	1,55x	1,35x	1,17x	-0,18x

(1) No incluye deuda subordinada del socio.

(2) Calculado a efectos de cumplimiento del convenio de la deuda.

Credit Rating

Credit Score	Rating
A - Riesgo operativo final (RO + Modificadores)	A-
B - Riesgo de mercado	BBB+
C- Factores extrafinancieros	BBB
D- Riesgo de socios	BBB+
1) Perfil de riesgo operativo (A+ B +C +D)	BBB+
2) Perfil de riesgo financiero (RCSD)	1,40x
3) Rating ancla (intersección 1 +2)	BBB
Modificadores:	
- Sensibilidad del Caso Base	+ 1 escalón
- Riesgo regulatorio	- 1 escalón
4) Rating final (3 + modificadores)	BBB

Análisis Sensibilidad

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

Aunque en este momento no se considera viable una mejora del rating en el corto plazo, la capacidad del proyecto para mejorar su rendimiento operativo o de alcanzar bajo las mismas condiciones un mínimo sostenible en el RCSD que sea superior a 1,65x sería un potencial indicativo para una mejora en el rating.

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

La visibilidad a futuro de un RCSD inferior y no de forma puntual a 1,40x. sería un indicativo para una potencial bajada en el 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 - Project finance :
https://files.qivalio.net/documents/methodologies/CRA_128_V2.Project_Finance_Methodology.pdf
- 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