



ISSUER RATING
LongTerm

OUTLOOK
Stable



INSTRUMENT RATING
Senior Secured 70 M €

Initiation date

LongTerm 01/04/2025

Senior Secured 15/10/2025
70 M €

Rating Date 15/10/2025

Contacts

Lead analyst

Miguel Castillo Clavarana
miguel.castillo@ethifinance.com

Committee chair

Marc Pierron
marc.pierron@ethifinance.com

Rating Action y Rationale

- EthiFinance Ratings afirma la calificación de Greenalia, S.A. en 'BB', cambiando la tendencia de 'Evolving' a 'Estable'.
- El cambio en la tendencia responde al avance en las operaciones durante el último periodo y que ha permitido entre otros aspectos completar la construcción y puesta en marcha del proyecto Misae II en EE.UU (430 MW). Este hito supone un mayor valor de mercado y potencial liquidez que lo hacen apto para una eventual rotación de activos, aspecto que aporta mejor visibilidad en la consecución de los planes respecto a la situación anterior.
- Greenalia S.A. y sus sociedades dependientes (en adelante Greenalia) es un productor de energía independiente en el ámbito de las tecnologías renovables. Con una capacidad operativa recientemente ampliada hasta 560 MW bajo tecnología eólica, biomasa y solar, el grupo cuenta adicionalmente con 735 MW avanzados en la construcción en sus mercados estratégicos de España y EE.UU.
- El rating se ve favorecido por la calificación del sector 'utility' ajustado a las características de la producción de energía renovable (elevadas rentabilidades, controlada volatilidad, altas barreras de entrada y favorables perspectivas de crecimiento), lo que permite mantener un positivo perfil de negocio. Dentro del perfil financiero los ratios de apalancamiento y cobertura vienen registrando cifras débiles, lo que se espera se mantenga en 2025 para posteriormente mejorar una vez se formalice la rotación de activos en la que la compañía está trabajando. Esto resulta en unos ratios promedio ajustados del apalancamiento (DFN/EBITDA <5,0x; EBITDA/intereses >5,0x) algo más controlados que favorecen al rating.
- Como factores limitantes del rating señalamos la escala o tamaño del grupo que aún sigue condicionando el posicionamiento competitivo. De igual forma, y de acuerdo tanto al histórico más reciente como con las previsiones para el medio plazo, la capitalización (PN/DFT <25%) y la relación del FFO/DFN (< 15%) en base a los promedios ajustados son elementos que continúan mostrando debilidad dentro del perfil financiero de la compañía.
- 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 o regulados, y la 'estándar' para el resto del negocio asociado principalmente tanto a la venta de energía al mercado como a la de proyectos.
- 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.
- La calificación de la emisión de bonos por parte de Greenalia se eleva en dos escalones por encima del rating corporativo en base a su carácter garantizado (acciones de Greenalia Midco, S.A y préstamos 'intercompany') con una valoración mínima esperada del 90% sobre el valor máximo esperado de la emisión (€70m).

Descripción de la Compañía

Con sede en A Coruña la empresa nació en 1997 bajo dedicación a los productos forestales y biocombustibles, incluyendo; biomasa, madera en rollo, pellets y astilla, además de actividades de logística y transporte marítimo. Entre 2022 y 2023 vendió sus negocios tradicionales para dedicarse exclusivamente al desarrollo y generación de energía renovable.

La promoción de energías renovables comenzó en 2006, primero con biomasa y luego con energía eólica en Galicia como mercado estratégico. La venta de energía comenzó a ser relevante en el año 2020, ejercicio en el que alcanzó una capacidad instalada de 96,5 MW repartidos entre los 50 MW de la planta de biomasa forestal de Curtis-Teixeiro y los correspondientes a dos proyectos eólicos también en Galicia. Posteriormente, en 2021 sumó 28 MW adicionales a través de tres proyectos de eólica en Galicia para un total de 124,5 MW. Es igualmente en 2021 cuando Greenalia inició su expansión internacional a través de la compra de proyectos en diferentes fases de desarrollo en el Estado de Texas (EE.UU.), donde ya cuenta desde julio con 430 MW en operación.

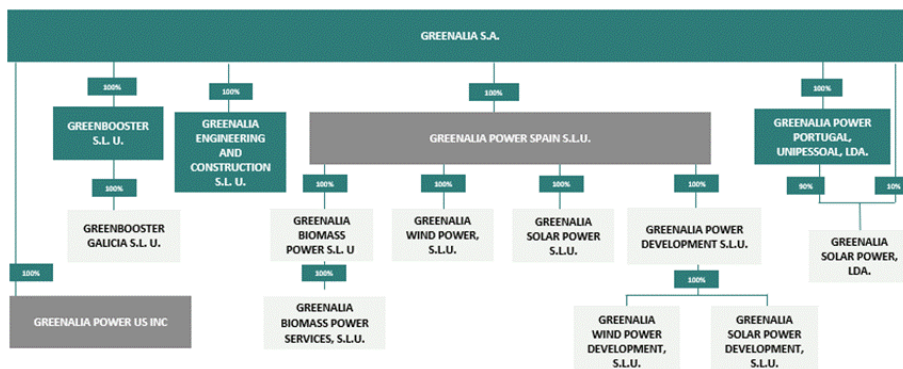
De esta forma, los segmentos principales de negocio se corresponden a cierre del último ejercicio con:

- Venta de energía renovable:** procedente de sus activos en operación tanto por mecanismos regulados, como vía acuerdos privados (PPA), o a precios del mercado. En 2025 la compañía ha comenzado con la tecnología solar fotovoltaica, siendo previsto que a futuro se incorporen batería de acuerdo a la tendencia actual del sector.
- Desarrollo y venta de proyectos:** ya sea en fase de desarrollo o en situación de explotación.
- Otros servicios:** principalmente derivados de la actividad de la planta de biomasa, señalando que la operación y mantenimiento (O&M) de su planta ya se realiza de manera interna.

Estructura Empresarial

De acuerdo con la estrategia actual la actividad se organiza en torno a las cabeceras de España y EE.UU. contando ambas con dos 'CEO's' al cargo, y en donde se sitúan a su vez sus correspondientes filiales en función de los proyectos operativos y en desarrollo.

En el último periodo destacamos la constitución de las filiales relacionada con el negocio de la planta de biomasa como son Greenbooster Galicia, asociada al potencial negocio del CO2 'verde' capturado, y Greenalia Biomass Power Services para la actividad del O&M en esta.



Fundamentos

Perfil de Negocio

Análisis del Sector

- Sector 'utility' con favorables fundamentos y positivas perspectivas de crecimiento.

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 calificación sectorial se justifica a través de una favorable valoración de los factores analíticos utilizados para puntuar el sector. Así, partiendo de nuestra calificación para el sector de 'utilities', y con actividad tanto sujeta a 'PPA/regulado' como 'merchant', la valoración se ha ajustado a la realidad de una compañía productora de energía renovable, siendo los factores de rentabilidad (EBIT mg ~12,5% a nivel sector) y su baja volatilidad asociada los que impulsan la valoración. Esto se debe a la elevada rentabilidad operativa que presenta el sector, aspecto favorecido por el relativamente bajo OPEX de los proyectos, y que sirve de base para sostener los altos apalancamientos financieros de los mismos.

En menor medida, pero igualmente de forma favorable, influyen en el sector los factores de barreras de entrada y perspectivas de crecimiento. Si bien se considera que en este momento de avance en la madurez del sector la capacidad de gestionar un 'pipeline' destacado de activos en desarrollo, así como del conocimiento del proceso que lleva desde el desarrollo hasta la puesta en marcha de proyectos supone unas adecuadas barreras de entrada, estas no son tan intensivas respecto al sector genérico de 'utilities'. Igualmente se valora que la actividad de producción de energía implica unas altas necesidades de capital que dificultan el acceso de la competencia.

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.

- Ajuste positivo 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

- Posicionamiento competitivo medio condicionado por el tamaño del grupo.

En 2024 Greenalia facturó €51,5m dentro de un ámbito competitivo que se considera 'local' en tanto su actividad se circunscribe a un número limitado de mercados con sus particulares regulaciones y características propias. De esta forma, a pesar de que se ha tenido en cuenta las previsiones de crecimiento para el medio plazo (ventas estimadas 2027 de €213,4m), se determina que la escala o tamaño del grupo aún se mantiene como limitado y por tanto condiciona al posicionamiento competitivo del grupo.

En el desempeño de Greenalia señalamos su perfil de compañía especialista, con un modelo de negocio centrado desde 2023 fundamentalmente en su actividad como 'IPP'. En este sentido destacamos un avance en el último periodo con la inclusión de los servicios de operación y mantenimiento en el negocio de biomasa y la incorporación a la estrategia de la venta de proyectos tanto en desarrollo como en operación.

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. Por otro lado, la cartera en operación, con amplia representación de ingresos regulados o bajo 'PPA', y el mantenimiento de un destacado 'pipeline' de proyectos es un elemento que se mantiene como refuerzo de su actividad.

Cartera y pipeline (MW)						
Tecnología	Operación	Construcción	Pipeline (1)		Total	% s/total
			Desarrollo Avanzado	Desarrollo inicial		
Eólica terrestre	75		1.147	547	1.694	42%
Solar	430	575	1.322	170	2.066	51%
Biomasa	55	0	0	0	0	0%
Eólica marina	0	0	50	0	50	1%
Baterías	0	160	98	0	258	6%
Total	560	735	2.617	717	4.068	
%s/total	-	18%	64%	18%		

(1) No incluye 'Oportunidades Identificadas' con 10,9 GW en EE.UU (Texas).

En este ejercicio la compañía suma 560 MW en operación tras la conexión del proyecto solar Misae II en el Estado de Texas. La situación respecto a los activos en operación se resume a continuación:

-) **Biomasa Curtis-Teixeiro (55 MW)**. En operación desde 2020 y 55 MW de capacidad tras incrementarse en 5 MW durante 2024 para cubrir el propio autoconsumo. La planta es la más grande del Sur de Europa y desde la subasta pública de 2016 se beneficia de una retribución mínima asegurada mediante un complemento a la operación. En 2023 logró la refinanciación de la deuda al objeto de captar nuevos fondos y solucionar su situación de incumplimiento y correspondiente reclasificación de la deuda a corto plazo como consecuencia del cambio del operador. Adicionalmente, señalamos que el laudo con el antiguo operador (UTE Acciona e Imasa) se resolvió a favor de Greenalia, recibiendo un importe de €6,2m.

Desde finales de 2024 el O&M se hace con personal propio y se espera que una vez solucionado esta situación y mejorado el rendimiento, el proyecto pueda volver a refinanciar su deuda mediante un Project Finance que permita adaptar el vencimiento (2028) y los costes a una deuda consecuente a la generación de caja y tipología del proyecto.

-) **Eolo MOC (74,5 MW)**. Comprende los 5 primeros parques eólicos en operación en Galicia que se identifican con los parques de 2020; Miñón (24 MW) y Ourol (22,5 MW), así como los parques Croa I, Croa II y Monte Tourado que se sumaron en 2021 con una capacidad conjunta de 28 MW. Estos venden su producción al mercado, salvo Miñón que es un proyecto regulado bajo subasta de 2017 y que se beneficia de un precio 'suelo'. Igualmente, y en el marco de la refinanciación de la planta de biomasa, en 2023 el proyecto obtuvo del mismo financiador nuevos fondos destinados en parte a refinanciar la deuda con vencimiento en 2028. Igualmente se espera que durante 2026 se formalice un Project Finance que permita mejorar los costes y fijar un calendario de largo plazo.

-) **Misae II**: planta solar en Texas (EE.UU) y con 430 MW de capacidad. Se trata de la primera fase del proyecto Misae que tras la formalización del Tax Equity, instrumento de financiación mediante la venta a un inversor de los créditos fiscales de los que se beneficia la planta, y su correspondiente Project Finance ya se encuentra conectada y en operación. Desde septiembre el proyecto ya está cumpliendo con los acuerdos de venta de energía (PPA) formalizados con varias compañías para un total del 66% del total de la capacidad (medido en corriente continua).

De esta forma, los planes de crecimiento se sustentan en el avance en el desarrollo de un 'pipeline' que en este momento (sin contar oportunidades identificadas) alcanza algo más de 4 GW. Dentro de este, son 735 MW (18%

s/total) los que ya han iniciado en mayor o menor medida la fase de construcción, incluyendo el proyecto Guadame de 310 MW fotovoltaicos en la provincia de Jaén (España) que está previsto que inicie las operaciones durante 2027 bajo esquema 'merchant'. El resto de los proyectos situados en la fase de construcción corresponden el inicio de los proyectos de Texas: Misae III (265 MW solares) y Misae I (160 MW de almacenamiento), siendo estos aún requeridos de la obtención de la correspondiente financiación. A su favor señalamos que, de acuerdo con lo comentado por la gestión, Misae III ya ha formalizado 'PPAs' por el 67% de la capacidad.

Respecto a los proyectos en avanzado desarrollo hay que señalar que para el portfolio en Galicia (875 MW), que en gran parte se paralizó junto con otros proyectos a instancias del Tribunal Superior de Justicia de Galicia pese a contar tras la con la obtención de los principales permisos, durante el pasado verano se han confirmado las nuevas sentencias favorables que permitirán desbloquear el avance de las operaciones e impulsar la valoración de los activos del grupo.

- **Valoración media-baja respecto a la diversificación de la actividad.**

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

Evolución de la cifra de negocio. Miles de EUR

	2022	2023	2024	% s/2024	2024-23
Energía Biomasa	65.671	37.855	39.378	76,5%	4,0%
Energía Eólica	29.073	18.201	11.966	23,2%	-34,3%
Otros	328	26	156	0,3%	503,8%
Total	95.072	56.081	51.500		-8,2%

En el último ejercicio la actividad de biomasa estuvo condicionada por la parada técnica para la implementación de una mayor capacidad y la actualización de la regulación, aspectos que limitaron la disponibilidad de la planta. No obstante, su mayor capacidad de producción y su régimen regulado le permitió seguir liderando de forma destacada la generación de las ventas.

La venta de proyectos está presente en la estrategia de Greenalia desde 2023 a efectos de equilibrar los objetivos de capacidad instalada entre España y EE.UU, y dar continuidad a la inversión en nuevos proyectos. Así, tras la primera venta de un paquete de 184 MW del 'pipeline' en avanzado desarrollo, lo que permitió ingresar €39,8m en los resultados de 2023, la compañía cuenta con cerrar el 2025 con unos ingresos de en torno a €7m por ventas de proyectos en desarrollo en EE.UU de los que ya en el primer semestre ha obtenido €3,4m.

De esta forma, la compañía espera formalizar operaciones similares a la de 2023 en los próximos ejercicios, así como declara su intención de acometer ventas en el corto plazo en EE.UU. La decisión de vender ciertos proyectos se produce en el contexto de la revisión de la ley fiscal de EE. UU, la cual mantiene hasta 2030 los créditos fiscales existentes (*Inflation Reduction Act*) pero limitándolos a proyectos que hayan comenzado su construcción antes del 4 de julio de 2026. Esto supone una revalorización de los proyectos que puedan cumplir este plazo como son los que Greenalia tiene en operación y en fase de construcción.

Estructura Accionarial y Gobernanza

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

Greenalia es una compañía de capital privado desde que formalizó en agosto de 2022 su exclusión en el BME Growth, mercado en el que cotizaba desde finales de 2017. Los máximos accionistas de Greenalia, que incluyen al socio fundador y consejero delegado D. Manuel García (Smarttia, S.L.U) y a la patrimonial Alazady España, S.L. mantienen la titularidad del capital con un 94% y 6% respectivamente.

A su favor señalamos que la compañía mantiene la estructura de una empresa cotizada, lo que bajo nuestra visión se traslada de forma adecuada a la organización directiva y a las prácticas en términos de transparencia e integración en la gestión de los factores ESG. Esto contribuye a una mejor valoración dentro de un perfil de empresa familiar que cuenta en todo caso con una valoración media respecto de la gobernanza.

Tras la ampliación de capital de 2021 (€15m), el apoyo financiero de los accionista en los últimos años se corresponde principalmente con la política de no distribución de dividendos. En este sentido, hay que señalar que el refuerzo de la liquidez para afrontar la continuidad e impulso en las inversiones es un aspecto que sigue en curso. Así, además de continuar explorando la posibilidad de una ampliación de capital mediante la incorporación de un socio, en este momento los planes estratégicos apuestan de forma decidida por la rotación de proyectos como refuerzo del capital.

Por su parte, la gestión y la política financiera mantienen una valoración media respecto al grado de consecución de los objetivos y la gestión del riesgo financiero. En este momento la compañía encara su 'Plan 2025-27', donde aspira a

sumar entre 2026 y 2027 un máximo de nueva capacidad en operación de 950 MW. Estos corresponden con los proyectos que ya se encuentran avanzados en su construcción (Guadame y Misae III), el proyecto en Texas de Blue Hills de 271 MW eólicos, y dos proyectos eólicos en Galicia por hasta 103,2 MW de capacidad conjunta.

De igual forma, otros aspectos clave son la refinanciación, tanto de los 125 MW operativos en España como la de los Bonos emitidos en el MARF en 2020, como la consecución de las ventas de activos previstas.

- 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 2024 mantener 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 se mantienen con mayor recorrido de mejora y adicionalmente rebajar su calificación durante el último ejercicio.

Perfil Financiero

Ventas y Rentabilidad

- Destacado margen en las operaciones acorde a los exigentes gastos financieros.

Rentabilidad. Miles de EUR				
	FY22	FY23	FY24	24vs23
Facturación	95.072	56.081	51.500	-8,2%
Mg Bruto	83,2%	155,5%	100,1%	-55,3pp
EBITDA	64.054	66.002	23.309	-64,7%
Mg EBITDA	67,4%	117,7%	45,3%	-72,4pp
EBIT	32.907	51.205	5.119	-90,0%
Mg EBIT	34,6%	91,3%	9,9%	-81,4pp
Gastos Financieros (1)	-12.759	-24.415	-23.938	2,0%
EBT	20.335	36.296	-11.609	-132,0%

(1) Importe neto de ingresos financieros activados.

El último ejercicio estuvo condicionado por la reducción de la cifra de negocio (-8,2%), en un contexto de parada técnica extraordinaria en la planta de biomasa para mejoras futuras de la producción y la continuidad en la reducción en el 'pool'.

Por otro lado, los resultados se vieron limitados tanto por los mayores costes de la explotación, como por aspectos coyunturales como la ausencia de ingresos por venta de proyectos (€39,8m en 2023), o el impacto negativo de la pérdida incurrida de €6,3m como consecuencia de la ejecución de las garantías depositadas por los proyectos eólicos que no cumplieron con los plazos para acogerse a la subasta pública de 2017. Si bien esta pérdida, no ha supuesto una salida de fondos que impacte en el EBITDA, este se redujo de forma destacada para una cifra de €23,3m (-64,7% YoY).

Los menores resultados operativos se afrontaron en un momento de continuidad en una importante carga financiera derivada de la continuidad en la captación de deuda y unos menores ingresos financieros respecto al año anterior, ejercicio favorecido por la cancelación de derivados en los acuerdos de refinanciación formalizados. Esta situación quedó mitigada parcialmente por los ingresos financieros incurridos en la capitalización de los gastos asociados a proyectos, un mejor comportamiento de las diferencias de cambio, y un saldo positivo del gasto por impuestos. De esta forma, en 2024 la compañía obtuvo pérdidas en el resultado neto (-€8,5m).

El avance de 2025 ya muestra mejoras bajo un avance en el rendimiento en la planta de biomasa, permitiendo una mejora interanual del EBITDA para alcanzar los €18,7m (+129% YoY). Bajo las previsiones actuales se espera que el EBITDA tome una tendencia creciente, donde el impulso de los mayores ingresos derivados de la venta de proyectos y de créditos fiscales (incentivos Tax Equity en USA), permitirán un promedio ponderado del margen sobre ventas superior al 70% durante el periodo 2025-27.

Endeudamiento y Cobertura

- Endeudamiento significativo en proceso de normalización conforme a los ingresos futuros previstos.

En el último ejercicio Greenalia continuó afrontando una significativa inversión, aspecto que al cierre del ejercicio presionó de manera sustancial el nivel de endeudamiento bajo el entorno comentado de menores ingresos. En este contexto la deuda financiera neta siguió incrementándose hasta una cifra de €653,4m (+86% YoY) lo que situó el ratio sobre el EBITDA en un alto y extraordinario valor de 28,0x. De igual forma, destacamos la evolución de la cobertura de intereses con el EBITDA generado para obtener un limitado ratio de 1,0x.

Cálculo DFN/EBITDA. Miles de €.

	FY22	FY23	FY24
Entidades de crédito	165.285	46.642	50.796
Crédito	460	1.208	2.574
Bono MARF	54.291	54.498	54.734
Pagarés (Programa MARF)	49.409	67.222	59.500
Arrendamiento financiero	11.443	10.570	10.691
Otros pasivos financieros	80.739	233.970	488.776
DFT	361.628	414.110	667.071
Caja	50.783	62.583	13.625
DFN	310.845	351.528	653.445
EBITDA	64.054	66.002	23.309
DFN/EBITDA	4,9x	5,3x	28,0x

De esta forma, destacamos el incremento de los 'otros pasivos financieros' y que ya desde 2023 incluyen principalmente la deuda sin recurso tanto de los proyectos en operación como las facilidades que ayudan a financiar el desarrollo en España y EE.UU. Estas facilidades, junto con la deuda con entidades financieras, los bonos, y los pagarés conforman el núcleo de la financiación del grupo.

En el medio plazo se espera que la mejora de los resultados y el refuerzo de la liquidez permitan normalizar el nivel de deuda bajo una adecuada situación respecto al promedio ponderado (DFN/EBITDA < 5,5x; EBITDA/intereses > 5,0x).

Análisis de Flujo de Caja

- Situación de 'Cash-flow libre' negativo de acuerdo a la continuidad en la inversión para crecimiento.

Flujo de Caja. Miles de EUR

	FY22	FY23	FY24	24vs23
Funds From Operations	47.945	45.994	-20.815	-145,3%
+/- Variación WK	-2.646	-90.944	-83.721	7,9%
Cash Flow operativo	45.299	-44.950	-104.536	-132,6%
Cash Flow Inversión	-97.913	10.290	-28.491	-376,9%
Cash Flow libre	-52.614	-34.660	-133.027	-283,8%
+/- Variación de patrimonio	1.035	0	959	-
+/- Dividendos	-8.948	0	0	-
Cash Flow interno	-60.526	-34.660	-132.067	-281,0%
+/- Nueva deuda neta	36.352	43.896	79.590	81,3%
+/- tipos de cambio	2.781	2.564	3.520	37,3%
Cash Flow neto	-21.394	11.799	-48.957	-514,9%
Caja	50.783	62.583	13.625	-78,2%

En 2024 Greenalia redujo sensiblemente la caja para alcanzar una cifra de €13,6m (-78,2% YoY).

Bajo la situación de unos menores resultados, reflejado en un FFO negativo de -€20,8m, y la continuidad de unas variaciones negativas del circulante muy destacadas por el reflejo de la inversión en proyectos dentro de las existencias, el flujo de caja de las operaciones en 2024 se vio lastrado para una cifra negativa de -€104,5m (-132,6% YoY). De esta forma, en este año de transición la relación entre el FFO y el apalancamiento se mantuvo muy débil.

Por su parte, el saldo negativo en el flujo de caja de la inversión (-€28,5m), donde las mejoras en la planta de biomasa han requerido mayores fondos, contribuyó a mantener una destacada situación de Flujo de Caja Libre negativo con un importe de -€133m. En este contexto, la generación de fondos continuó con especial foco en la captación de deuda, aunque siendo insuficiente para sostener la liquidez por cuanto gran parte de la captación de deuda corporativa y la asociada a los proyectos en construcción se formalizaron finalmente durante 2025.

A cierre de 2024 la liquidez del grupo se complementaba principalmente con el saldo no dispuesto en líneas de crédito (pólizas de crédito y líneas de comercio exterior) y de la financiación en dólares para desarrollos en EE.UU, así como el programa de pagarés que la compañía mantiene en el MARF.

Capitalización

- Débil capitalización.

El incremento de la deuda financiera y la generación de pérdidas debilitaron la capitalización al cierre de 2024, aspecto medido con la relación del Patrimonio Neto/DFT y que alcanzó un ajustado ratio del 6,2% (17,1% en 2023).

Bajo la previsión actual se espera una mejora en la capitalización a partir de 2026 conforme al incremento de los resultados para un promedio ponderado que contempla un ratio de en torno al 20%, situación que aún se muestra débil.

Liquidez

- Buena situación de liquidez.

La valoración se basa tanto en un nivel alto de liquidez para atender sus obligaciones financieras, como de una capacidad satisfactoria de acceso al mercado de capitales. Así, se estima que con la caja disponible (efectivo + crédito no dispuesto) y la potencial estimada para el medio plazo, la compañía será capaz de atender sus compromisos financieros, además de sus inversiones y los dividendos bajo la política actual de no reparto. De esta forma, la liquidez no afecta como modificador en el rating.

Modificadores

Controversias

- No aplica

Riesgo País

- No aplica

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:

- Mejora destacada de los ingresos y el resultado en un contexto de mayor producción y venta de activos ya desde 2025. En 2026 es cuando la venta de activos, especialmente las de EE.UU, contribuyen a un excepcional resultado y generación de caja. De igual forma, los ingresos puntuales por Tax Equity de Misae III (2026) y Blue Hills (2027) supondrán un importante impulso a la caja generada.
- El margen de EBITDA se espera que avance en una mejora conforme a la evolución de las ventas, alcanzando un promedio del 71% en el periodo 2025-27.
- El apalancamiento tiende a normalizarse en 2027 bajo las previsiones actuales de inversión con un ratio DFN/EBITDA de 4,3x.
- Reducción del coste financiero medio (6% promedio proyectado) conforme a la evolución del mercado y la refinanciación de los proyectos en operación actuales en España.

Principales Magnitudes Financieras

Principales magnitudes consolidadas. Miles de €						
	FY23	FY24	FY25e	FY26e	FY27e	2024p-23
Facturación	56.081	51.500	79.218	796.302	213.144	-8,2%
EBITDA	66.002	23.309	44.334	400.548	229.484	-64,7%
Margen EBITDA	117,7%	45,3%	56,0%	50,3%	107,7%	-72,4pp
EBIT	51.205	5.119	34.207	333.065	144.959	-90,0%
Margen EBIT	91,3%	9,9%	43,2%	41,8%	68,0%	-81,4pp
EBT	36.296	-11.609	7.995	310.702	110.254	-132,0%
Total Activo	534.402	770.489	1.161.283	1.636.793	1.760.586	44,2%
Patrimonio Neto (PN)	70.779	41.366	47.763	296.324	384.527	-41,6%
Deuda Financiera Total (DFT)	414.110	667.071	1.039.144	922.124	1.237.748	61,1%
Deuda Financiera Neta (DFN)	351.528	653.445	1.004.067	360.306	992.717	85,9%
PN/DFT	17,1%	6,2%	4,6%	32,1%	31,1%	-10,9pp
DFN/EBITDA	5,3x	28,0x	22,6x	0,9x	4,3x	22,7x
Funds From Operations	45.994	-20.815	-9.690	293.682	138.024	-145,3%
FFO/DFN	13,1%	-3,2%	-1,0%	81,5%	13,9%	-16,3pp
EBITDA/Intereses	2,7x	1,0x	1,7x	17,9x	6,6x	-1,7x

Perfil de la emisión

El rating del instrumento se refiere a la emisión prevista por parte de Greenalia, S.A. de un Senior Secured Green Bond por hasta un máximo de €70m con un vencimiento 'bullet' a 5 años (2030). El uso de los bonos se circunscribe al ámbito del Green Financing Framework, incluyendo la refinanciación del Bono MARF actual, otras financiaciones de corto plazo, así como las destinadas a la inversión en proyectos 'verdes'.

Términos y condiciones de la emisión	
Emisor	Greenalia, S.A.
Instrumento	Green Senior Secured Bond
Fecha	4ºT- 2025
Size	Max. €70 millones
Vencimiento	5 años
Amortización	Bullet
Garantías	Greenalia Midco, S.A. (20% acciones y préstamos intercompany)
Cupón	Semestral
Covenants	Endeudamiento, dividendos, venta de activos, información, etc.
Propósito	Refinanciación deuda + Inversión en proyectos verdes
Mercado/ Legislación	Nordic Trustee / Noruega

La emisión se garantiza con un derecho real de prenda de primer rango sobre el 20% de las acciones de Greenalia Midco, S.A (Midco), sociedad subholding 100% participada por Greenalia y que actuará como cabecera del grupo en un rango previo a la deuda corporativa del grupo, así como de cualquier préstamo recibido de Greenalia S.A.

La emisión contará con las obligaciones habituales en este tipo de transacciones incluyendo, pero no limitado a las relativas a: la liquidez (caja mínima en Midco del 5% s/total deuda con recurso grupo, restricciones del endeudamiento (Net Loan To Value (Deuda con recurso neta / Equity Value) a nivel grupo inferior al 50% (40% en situaciones de 'incurrence' test), reparto de dividendos (máximo del 25 % sujeto a Deuda neta con recurso/EBITDA < 5x), enajenación de activos, 'efecto material adverso', y de información.

Análisis del recobro. Miles de EUR. (Sep. 2025)	
Min. Enterprise value (EV) del pipeline	1.154.000
Descuento (-)	40%
EV ajustado del pipeline	692
Min. EV de los proyectos en operación	346
Total EV ajustado del colateral (=)	1.038
Gastos administrativos (-)	10%
Valor ajustado neto (=)	934.560
Importe de deuda del garante (-)	626.000
Min. Equity Value (EqV) del colateral (=)	308.560
Importe del colateral para el bono (20%)	61.712
Importe máximo de la emisión	70.000
% de Recuperación	88%

El análisis de recuperación en un escenario de estrés realizado por EthiFinance Ratings se fundamenta en el valor más conservador de la valoración independiente, aplicando un descuento del 40% 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 costes administrativos (10%) para el que en todo caso se espera una cobertura mínima del 71% (88% en este momento) en la tasa de recuperación estimada sobre el valor de la emisión.

Con base en este análisis, el programa de bonos obtiene una mejora de dos escalones sobre el rating corporativo, situando la calificación de este instrumento en 'BBB-'.

Credit Rating

Credit Rating	
Perfil Negocio	BBB
Análisis Sectorial	AA
Ajuste ESG	Positivo
Posicionamiento Competitivo	BB-
Gobierno corporativo	BB-
Perfil Financiero	BB-
Cash flow y endeudamiento	BB-
Capitalización	CCC+
ESG Compañía	Positivo
Anchor Rating	BB
Modificadores	n.a
Rating Corporativo	BB
Rating emisión de bonos	BBB-

Análisis de Sensibilidad

• Factores positivos en el largo plazo (↑)

La alineación estratégica de la empresa con la transición energética global proporciona un fuerte impulso de crecimiento a largo plazo. Esto se ve reforzado por el 'pipeline' de proyectos, el comienzo de su internacionalización, y la experiencia adquirida en transacciones de venta de activos.

Desde un punto de vista cuantitativo, si estas características continúan impulsando al alza el perfil financiero de la compañía, la calificación podría ser mejorada en caso de que el apalancamiento financiero se mantenga por debajo de 4x durante un periodo prolongado y/o la cobertura de intereses se pueda sostener por encima de 6x en promedio.

• Factores negativos en el largo plazo (↓)

Los planes de la compañía afrontan importantes desafíos en materia de consecución de ingresos y reducción de costes financieros, dentro de un entorno de rápido despliegue de nueva capacidad productiva que eleva la competencia.

Debido a estos riesgos y exposiciones latentes, un deterioro del perfil financiero de la empresa bajo un incremento del ratio de apalancamiento por encima de 5x o una disminución del ratio de cobertura de intereses por debajo de 5x durante un periodo prolongado podría derivar en una revisión del grado de liquidez y en consecuencia una potencial rebaja de la calificación.

• Factores positivos en el largo plazo - rating instrumento (↑)

Una bajada en el rating corporativo o la incapacidad del valor del 'colateral' de sostener una cobertura superior al 70% serían unos potenciales indicativos para una bajada del rating del instrumento.

• Factores negativos en el largo plazo - rating instrumento (↑)

Por el contrario, una mejora en el rating corporativo sería un indicador clave para una mejora del rating del instrumento.

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