

ISSUER RATING
Long termOUTLOOK
StableInitiation date 03/10/2023
Rating date 07/05/2024

Contacts

Lead analyst

Carlos Díaz
carlos.diaz@ethifinance.com

Committee chair

Guillermo Cruz Martinez
guillermo.cruz@ethifinance.com

Rating Action y Rationale

- EthiFinance Ratings sube la calificación de Grupo Greening 2022, S.A., pasando de “BB-” a “BB”, manteniendo la tendencia Estable.
- La mejora en la calificación refleja la evolución positiva de la actividad de la empresa y de su situación de liquidez. Esta mejora destaca la eficaz estrategia internacional adoptada y una cierta mejora en la rentabilidad operativa. Así mismo, se valora positivamente la salida a bolsa de la empresa durante el 2023, con una ampliación de capital con impacto favorable en la autonomía financiera (ratio PN/DFT > 80% a cierre de 2023), y en el nivel de liquidez.
- Como elementos que refuerzan la calificación, se destaca un perfil de negocio favorable fundamentado en una industria con grandes oportunidades donde cuenta con un posicionamiento competitivo adecuado, apoyado por su creciente presencia internacional y una buena diversificación por línea de negocio, con fuerte peso aún del EPC para autoconsumo, pero en transición a ganar relevancia como IPP.
- Por otro lado, el rating se encuentra limitado por el tamaño aún pequeño de Greening, lo que debilita, en cierta medida, el posicionamiento de la empresa. Adicionalmente, el perfil financiero presenta una cobertura de intereses ajustada (EBITDA/Intereses <4x). También se anticipa un aumento en los niveles de apalancamiento, que podrían alcanzar niveles elevados, debido al plan de crecimiento y expansión de la empresa como IPP.
- Para evaluar el perfil financiero de la compañía se ha aplicado un mix, según aportación a nivel EBITDA de las dos actividades principales, a nivel de métricas. La tabla de ‘standard cyclicity’ para el negocio epecista y la tabla ‘infrastructure’ para la actividad de generación dado que esta se beneficia de tarifas reguladas y/o disposiciones contractuales limitando la volatilidad de los flujos de caja.
- En línea con nuestra metodología, la compañía opera en el sector de las energías renovables (sector heatmap score entre 1 y 1,9) lo que supone un riesgo bajo en términos de ESG ya que la industria está bien alineada con los factores ESG. Esta consideración resulta en una mejora de una categoría en la evaluación del riesgo de la industria. Adicionalmente, el análisis de la política interna de la sociedad en términos de ESG arroja una valoración neutra (ESG score de la compañía entre 2 y 2,9), lo que no ha tenido impacto en la valoración final del perfil financiero ni en la calificación final.

Descripción de la Compañía

Grupo Greening 2022, S.A., (en adelante Greening o el grupo), es una empresa española especializada en el sector de la energía solar fotovoltaica, dentro del ámbito de las energías renovables. El eje principal de actividad de la compañía es el de la Ingeniería, Provisión y Construcción (EPC, por sus siglas en inglés) de proyectos de autoconsumo industrial. No obstante, actualmente, la entidad se halla inmersa en una fase intensiva de crecimiento y reorientación estratégica como Productor Independiente de Energía (IPP, por sus siglas en inglés).

A cierre de 2023, la compañía registró unas ventas de €100,6m, cifra muy superior a los €43,8m de 2022, con un EBITDA de €8,3m (€3,3m en 2022), situando su margen EBITDA en el 8,3% (7,8% en 2022) y el ratio DFN/EBITDA Ajustado en 3,3 veces. Desde abril de 2023, el grupo se encuentra listado en el BME Growth, manteniendo una capitalización bursátil a fecha de este informe de alrededor de €170m.

Fundamentos

Perfil de Negocio

Análisis del Sector

- Sector fragmentado con buen nivel de rentabilidad, volatilidad limitada, nivel intermedio de barreras de entrada y perspectivas positivas de crecimiento.**

Bajo la metodología de EthiFinance, el grupo Greening opera principalmente como epecista de obras de energía solar de autoconsumo y minoritariamente como productor/comercializador de energía renovable. Del análisis de las características del sector en su conjunto se concluye que, aunque la rentabilidad en el ámbito de ingeniería y construcción tiende a ser inferior en comparación con otros sectores (margen EBIT ~5%) por el hecho de ser una industria altamente competitiva, esta situación se ve compensada por la atractiva rentabilidad que ofrece la generación de energía (margen EBIT >20%) que se explica por el bajo nivel de costes operativos, lo que permite sostener los altos apalancamientos de los proyectos y la intensa inversión necesaria. Además, el impacto de la volatilidad se ha mitigado gracias al uso generalizado de tarifas reguladas y contratos de compra de energía a largo plazo (PPAs, por sus siglas en inglés). Así mismo, se reconoce una situación favorable con respecto a las barreras de entrada (altas necesidades de capital, impacto de la regulación así como la necesidad un pipeline en desarrollo). Por último, las previsiones de las organizaciones internacionales concluyen que la demanda y el consumo de energía mundial seguirá creciendo en el medio y largo plazo, de esta forma se consideran perspectivas positivas de crecimiento en la industria de la energía, especialmente en el ámbito crucial de las renovables.

- **El sector de las energías renovables presenta un riesgo muy bajo en términos de ESG.**

La industria de las energías renovables está bien alineada con los factores ESG (puntuación en el heatmap del sector entre 1 y 1.9). Esta consideración resulta en una mejora de una categoría en la evaluación del riesgo de la industria. El sector de las renovables contribuye significativamente a la mitigación de la contaminación y al fomento de la conservación de la biodiversidad, ofreciendo alternativas sostenibles frente a las fuentes de energía tradicionales, que son considerablemente contaminantes. No obstante, es pertinente señalar que las actividades de construcción asociadas a esta industria generan emisiones de gases de efecto invernadero y demandan una considerable cantidad de recursos naturales. El impacto sobre los consumidores y las comunidades es positivo, dado que la energía limpia promueve la salud pública y el desarrollo económico. En cuanto a los proveedores, el impacto se considera de nivel medio, especialmente debido al peso de China en la cadena de suministro, región donde se presentan fuertes desafíos en materia ESG.

Posicionamiento Competitivo

- **Empresa pequeña con posicionamiento competitivo modesto pero cada vez mayor relevancia como integrador de servicios de la industria de las renovables.**

El grupo Greening destaca por haberse posicionado en el nicho de mercado del autoconsumo para clientes industriales. No obstante, la compañía se encuentra en transición para convertirse en integrador de un amplio número de servicios relacionados con la energía solar fotovoltaica. El posicionamiento competitivo se considera como moderado, dado su tamaño y peso en el mercado, las actividades y servicios de la compañía presentan características modestas relativas a marca, calidad y tecnología, haciendo factible su sustitución por los servicios y productos de otras empresas. De todo ello se deduce que su capacidad para determinar los precios de sus productos y servicios es limitada. No obstante, se reconoce que el modelo de integración vertical del grupo, con presencia en el EPC, la generación y la comercialización de energía le otorga cierta ventaja además de potenciar factores, tales como la disponibilidad y los márgenes de precio, entre otros, que podrían apoyar su competitividad en el mercado a futuro.

- **Elevada concentración de ingresos a nivel producto en transición hacia un modelo de negocio como IPP con buena diversificación geográfica.**

El grupo mantiene una elevada concentración de ingresos, aunque cada vez menor, en su actividad como epecista de autoconsumo industrial (68% sobre ventas totales agregadas). Sin embargo, se valora muy positivamente la estrategia de la compañía hacia un modelo de negocio verticalmente integrado y más diversificado, con especial foco en la generación de energía. La compañía cuenta para lograrlo con un amplio pipeline internacional en desarrollo de 6,8GW de proyectos Utility Scale y PPA-On Site, con 17MW ya en operación y otros 156MW en construcción y en *ready to build*. De esta forma, se espera que, la generación de energía pueda tener en el corto y medio plazo un peso medio en torno al 40% del EBITDA total del grupo. Además de esto, se valora positivamente el proceso de internacionalización que ha llevado a cabo la sociedad prácticamente desde su fundación. El mercado doméstico sigue siendo el más significativo para la compañía con el 58% de su cifra de negocio al cierre de 2023 (80% en 2022), sin embargo, el fuerte incremento de la facturación en el resto de Europa y en América muestran una evolución crucial en la estrategia internacional del grupo.

Estructura Accionarial y Gobernanza

- **Accionariado controlado por los fundadores altamente vinculado a la gestión.**

La estructura de propiedad del grupo se encuentra concentrada en los socios fundadores, los cuales controlan el 73,68% del capital social de la sociedad. Destacamos la mayor concentración de acciones en manos del CEO-fundador (36,84%) seguido por los otros dos socios fundadores de la sociedad (18,42% cada uno) quienes también se encuentran en el consejo de administración del grupo (6 miembros). Aunque la estructura de propiedad limita, en cierta medida, la cantidad de apoyo financiero potencialmente disponible para el grupo en caso de necesidad también implica estabilidad y continuidad. Destacamos así mismo la presencia en el accionariado de Sinia Renovables (propiedad del banco Sabadell) con un 9,84%. Adicionalmente, se valora favorablemente la salida a bolsa en abril de 2023, lo que proporciona una buena base para recaudar fondos adicionales, en caso necesario. Actualmente el free float alcanza un 16%.

- **Equipo de gestión cualificado y política financiera en línea con objetivos exigentes y ambiciosos.**

A pesar de la concentración en la toma de decisiones, la gestión de la empresa se considera adecuada, caracterizada por una cultura financiera que tolera cierto nivel de riesgo (relación DFN/EBITDA históricamente en torno a 4,0 x) apoyada en una política de crecimiento coherente con la evolución del mercado, destacando el desarrollo de estrategias de crecimiento, la apertura de nuevas líneas de negocio y la integración en toda la cadena de valor del sector. El plan estratégico para el período 2023-2025, con objetivos bien definidos, se anticipa como altamente ambicioso y exigente.

- **Política ESG a nivel de empresa modesta, con impacto neutro en su calificación.**

La empresa lleva a cabo una política aún limitada en relación con los riesgos ESG (puntuación entre 2 y 2,9). Los riesgos asociados con en este ámbito podrían intensificarse y todavía no son evaluados en su totalidad internamente. Esto deriva en cierta probabilidad de que surjan problemáticas relacionadas con el ESG que podrían impactar de manera moderada en los ingresos, resultados operativos, flujos de caja, valor de los activos o la reputación de la sociedad. No obstante, se considera que el impacto de tales riesgos sería gestionable, o bien, es improbable que dichos problemas se materialicen en el corto o medio plazo (hasta un periodo de 5 años). Las políticas de gobernanza son aceptables, caracterizadas por un consejo de administración cualificado, divulgación pública de políticas (código de conducta empresarial y política de corrupción) y análisis interno de asuntos ESG. Esto se complementa con un nivel medio/bajo de métricas sociales y un nivel bajo de métricas ambientales.

Perfil Financiero

Ventas y Rentabilidad

- **Evolución positiva de resultados y EBITDA durante el ejercicio 2023.**

En 2023, el grupo Greening registró un destacado crecimiento en sus resultados, con un volumen de ingresos que alcanzó los €100,6m (+129,5% interanual) y un aumento muy importante en el EBITDA, que se situó en los €8,3m (+154,7% interanual), con un margen sobre ventas del 8,3% (7,5% en 2022). Esto subraya la eficacia del plan de diversificación internacional de la compañía con un buen crecimiento de los ingresos en el mercado europeo y mexicano y su enfoque estratégico hacia una mayor rentabilidad. Similar comportamiento se pudo ver en el EBIT, con un incremento hasta los €7,6m (€3,2m en 2022). Adicionalmente, la empresa registraba a cierre del 2023 un importante incremento en sus gastos financieros hasta los €2,2m frente a los €302 miles del año anterior debido al aumento del endeudamiento y las altas tasas de interés actuales. Con ello, la empresa alcanzó un resultado antes de impuestos de €5,6m, consolidando un año muy positivo en términos de resultados y rentabilidad dentro de su plan estratégico de crecimiento y consolidación. Desde EthiFinance se anticipa que la compañía mantendrá una tendencia positiva en el crecimiento de los ingresos y en la mejora del margen EBITDA en los próximos periodos.

Endeudamiento y Cobertura

- **Endeudamiento progresivo marcado por el crecimiento del grupo con un deterioro en la cobertura de intereses.**

La deuda financiera neta de la sociedad se elevó al cierre de 2023 hasta los €26,2m (+80,3% interanual), derivado de la financiación adicional obtenida de cara a continuar con el plan de crecimiento del grupo, destacando la entrada en el balance de €15m de deuda tipo *project finance* o financiación sin recurso. Consecuente con el importante aumento del EBITDA (+154,7%), la sociedad cerraba el ejercicio con un ratio de endeudamiento más controlado que en el ejercicio anterior (DFN/EBITDA de 3,1x vs 4,4x en 2022). No obstante, desde EthiFinance consideramos dicho nivel como excepcional y se proyecta un mayor apalancamiento de acuerdo con sus planes de expansión en el corto y medio plazo. Adicionalmente, la empresa registraba una relación EBITDA/Intereses de 3,7 veces, ratio en niveles ajustados y que se vio en comparación con el dato del ejercicio anterior de 10,9 veces, sin que se espere una mejora en el futuro cercano dado los planes de la empresa y el entorno actual de tipos altos.

Análisis del Flujo de Caja

- **Cash flow libre negativo, a pesar del mayor FFO, a raíz de la activa política de inversión.**

La empresa reportaba a cierre de 2023 un fuerte aumento de su FFO hasta alcanzar los €6,7m (€2,7m en 2022), reflejando la mejora de la capacidad del grupo para generar flujos de caja positivos a partir de su operativa (relación FFO/EBITDA del 81%). Destacamos que en 2023 la empresa reportaba un flujo positivo de caja de €4,7m frente al dato negativo de los tres años anteriores. No obstante, el proceso actual de expansión y de inversión de acuerdo con los planes de la empresa sigue condicionando un FCF que se mantiene en valores negativos de -€30,6m. Esta situación sigue necesitando del apoyo a través de financiación externa, obteniendo la compañía €22,6m en la ampliación de capital y a €21m de nueva deuda financiera que ha hecho que la caja de la compañía se situaba a cierre del ejercicio en €12,1m frente a los €0,7m del año anterior.

Capitalización

- **Nivel adecuado de autonomía financiera reforzado durante el 2023 tras la ampliación de capital.**

El año 2023 destacó por la salida al BME Growth por parte de la compañía, lo que vino acompañada por una ampliación de capital crucial dentro de los planes de expansión de la compañía. Este movimiento, combinado con los resultados positivos del ejercicio, impulsó un significativo aumento en los recursos propios de la sociedad, los cuales ascendieron a €33,7m (€9,2m en 2022). Como resultado, la compañía experimentó una notable mejora en sus niveles de autonomía financiera, alcanzando un 84,5% al cierre del ejercicio frente al 60,5% del año anterior. Sin embargo, considerando los futuros planes de la compañía, se anticipa que este ratio podría deteriorarse a corto y medio plazo si

el aumento del endeudamiento no se equilibra con nuevas ampliaciones de capital que fortalezcan el plan financiero del grupo.

Liquidez

- Situación de liquidez ajustada que seguirá dependiente de la entrada de nuevos fondos vía deuda o ampliaciones de capital de cara a atender los exigentes planes de crecimiento.

A cierre de 2023 la empresa concentraba una deuda de €27,4m con vencimiento en el corto plazo (69% de la deuda financiera total), lo que unido al plan de inversiones y crecimiento en el que se encuentra en la actualidad, podría originar dificultades de liquidez si no se gestionan de manera eficiente los recursos y los procesos de refinanciación. Todo ello, teniendo en cuenta el dato creciente del flujo de caja operativo, de las líneas de financiación disponibles y la caja a cierre de 2023, que da como resultado una situación de liquidez ajustada. No obstante, destacamos favorablemente que el grupo cuenta con el apoyo de diversas instituciones financieras posicionadas tanto en el corto como en el largo plazo.

Modificadores

Controversias

- Actualmente el grupo no presenta controversias de importancia.

Riesgo País

- No se ha determinado que exista un riesgo país condicionante.

Principales Magnitudes Financieras

Principales magnitudes financieras. Miles de €.						
	2022	2023	2024E ⁽¹⁾	2025E ⁽¹⁾	2026E ⁽¹⁾	23vs22
Facturación	43.810	100.557	160.335	213.408	243.843	129,5%
EBITDA (2)	3.272	8.333	16.871	25.419	34.843	154,7%
Margen EBITDA	7,5%	8,3%	10,5%	11,9%	14,3%	0,8pp
EBIT	3.224	7.611	14.862	17.891	21.701	136,0%
Margen EBIT	7%	8%	9,3%	8,4%	8,9%	0,2pp
EBT	3.137	5.621	10.140	8.746	9.663	79,2%
Activo Total	32.950	112.800	236.405	368.359	491.116	242,3%
Patrimonio Neto	9.199	33.719	60.817	106.939	113.703	266,5%
Deuda Financiera Total	15.198	39.918	117.498	187.335	294.156	162,7%
Deuda Financiera Neta	14.528	27.814	112.861	184.801	293.317	80,3%
PN/DFT	60,5%	84,5%	51,8%	57,1%	38,7%	23,9pp
DFN/EBITDA	4,4x	3,3x	6,7x	7,3x	8,4x	-1,3x
Funds From Operations (FFO)	2.730	6.745	9.134	13.687	19.948	147,1%
FFO/DFN	18,8%	24,2%	8,1%	7,4%	6,8%	7,0pp
EBITDA/Intereses	10,9x	3,7x	3,6x	2,8x	2,9x	-7,1x

(1) Estimaciones realizadas por EthiFinance, en base a las proyecciones de la empresa, los datos históricos y las nuevas tendencias del mercado.

(2) Según metodología interna, el cálculo del EBITDA no incluye la detracción de provisiones por operaciones comerciales realizada por la empresa.

Análisis Sensibilidad

- Factores positivos en el largo plazo (↑)

Una evolución positiva del sector y mayor volumen de negocio del grupo. Mejora de los niveles de endeudamiento (DFN ajustada/EBITDA recurrente por debajo de 4x y FFO/DFN ajustada superior al 20% en promedio) y de la cobertura de intereses (EBITDA/intereses > 4x). Incremento de la autonomía financiera (PN/DFT ajustada por encima del 90% en promedio).

- Factores negativos en el largo plazo (↓)

Empeoramiento del sector y un menor volumen de negocio del grupo. Deterioro de ratios (DFN ajustada/EBITDA recurrente por encima de 8x y FFO/DFN ajustada por debajo del 8% en promedio) y PN/DFT ajustada por debajo del 15%.

Credit Rating

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

Perfil de Empresa

Actividad y Ámbito de Actuación

Greening es una empresa española especializada en energías renovables, fundada en 2011 y con sede en Granada. Su actividad principal se centra en el EPC de proyectos de energía renovable para el autoconsumo industrial. No obstante, como parte de su estrategia, la empresa está pivotando hacia un modelo de negocio como IPP. En la actualidad la empresa opera en España, Italia, Alemania, Estados Unidos, México y Marruecos, aunque su mercado principal es el español. Desde abril de 2023 el grupo cotiza en el BME Growth con una capitalización actual de €170M.

La actividad del grupo se divide en 4 líneas de negocio:

- **Soluciones de autoconsumo o “Ingeniería”:** gestionada por Greening Ingeniería Civil y Ambiental, S.L. Esta actividad se desarrolla principalmente en España, Italia, Alemania, Estados Unidos, México y Marruecos. Se subdivide en los siguientes segmentos:
 - Autoconsumo Industrial: servicios EPC llave en mano para instalaciones fotovoltaicas de autoconsumo en empresas e industrias. Greening ha implementado más de 200 MW en proyectos de este tipo en España, Italia, México, Alemania, Marruecos y ocasionalmente en Guinea Ecuatorial.
 - Servicio de EPC para proyectos propios y de terceros: Diseño y construcción de plantas fotovoltaicas tanto en la modalidad de EPC (donde Greening adquiere todo el material) o BOS (no incluye compra módulos fotovoltaicos) ya sea para proyectos propios o de terceros.
 - Operación y Mantenimiento (O&M): Servicio de mantenimiento en todas las instalaciones que han desarrollado, así como para instalaciones desarrolladas por terceros.
- **Generación o “Producción de energía”:** gestionada por Greening Concesiones, S.L con servicio en España, Italia y Estados Unidos. Tiene los siguientes segmentos.
 - Generación de energía eléctrica: desarrollo de proyectos fotovoltaicos, desde la identificación de terrenos hasta el estado *Ready to Built* (RTB). Dentro de este segmento la sociedad también trabaja con PPAs de autoconsumo industrial on-site en las instalaciones en clientes y conectadas a su red interior.
 - Generación de Biogás: desarrollo proyectos de biogas, encargándose de todos los trámites para llevar un proyecto a Ready to Build.
- **Comercialización:** A través de Lidera Comercializadora Energía S.L. el grupo ofrece la comercialización y suministro de energía 100% renovable. Bajo el esquema legal del autoconsumo colectivo, la compañía promueve la creación de comunidades energéticas donde desde una misma instalación renovable un conjunto de consumidores puede beneficiarse del suministro de la energía generada.
- **Producto:** Gestionada por Sun Support, S.L., constituye la fabricación de estructuras y soportes metálicos para instalaciones fotovoltaicas, cuadros eléctricos y sistemas de monitorización (hardware y software); así como, el reciclaje, separación y valorización de aparatos electrónicos y paneles.

Análisis Cualitativo

Sector

La actividad del grupo Greening se enmarca en el sector de la ingeniería y construcción de proyectos de energía renovable.

En general los márgenes del sector de la ingeniería y construcción suelen ser muy bajos en comparación con otros sectores dado que las empresas se enfrentan a costos muy significativos asociados con materiales, mano de obra, equipos especializados y permisos. Además de esto, el sector se encuentra caracterizado por una volatilidad de la rentabilidad condicionada por factores como la ciclicidad económica, la competencia y presión de los precios, riesgos y contingencias extraordinarias, la alta dependencia de contratos y licitaciones, así como la exposición a cambios regulatorios y políticos. No obstante, el sector de las renovables, y más concretamente el ámbito de la generación y venta de energía, se caracteriza por una atractiva rentabilidad en el largo plazo, dados los bajos costes operativos, los programas gubernamentales de tarifas reguladas e incentivos; y la progresiva reducción de los costes de la inversión. Por otro lado, se reconoce un nivel de volatilidad moderada, que puede verse afectada por factores, tales como la variabilidad de recurso, los marcos regulatorios y políticos; las condiciones de mercado y de competencia. Todo ello mitigado, en gran parte, por la práctica generalizada en el sector del uso de tarifas reguladas o contratos de venta de energía a largo plazo (PPAs).

Las empresas que operan en el sector se encuentran sujetas a un nivel favorable de barreras de entrada que dificultan en cierta medida la entrada de nuevos actores. Algunas de estas barreras de entrada incluyen, el acceso a las áreas con recurso (alta radiación o vientos constantes) más adecuadas y cada vez más limitadas, los altos costos de capital requeridos para el desarrollo de proyectos, la adquisición de equipos o la contratación de personal especializado; la experiencia y conocimientos técnicos; el marco regulatorio y la disponibilidad de financiación. Adicionalmente, las perspectivas del sector son muy prometedoras. Destacamos la tendencia creciente a nivel mundial del uso de este tipo de fuentes energéticas gracias a las políticas aplicadas con el fin de reducir las emisiones de gases de efecto

invernadero (GEI) y el objetivo de reducir la dependencia energética de los combustibles fósiles y otras fuentes contaminantes. En España, el Plan Nacional Integrado de Energía y Clima de España (PNIEC) 2023-2030 fija un objetivo de 76GW de capacidad instalada fotovoltaica (20GW a finales de 2022).

Posicionamiento Competitivo

El grupo Greening presenta un posicionamiento competitivo de nivel moderado dentro de su ámbito de mercado. La empresa destaca como referente en el nicho del autoconsumo para clientes industriales, aunque a lo largo de su trayectoria ha pasado a ser integrador de un amplio número de servicios relacionados con la energía solar fotovoltaica.

Sus actividades y servicios presentan características limitadas en términos de marca, calidad, tecnología, entre otros aspectos, lo que hace factible su sustitución por los servicios y productos de otras compañías. No obstante, se reconoce que el modelo de integración vertical del grupo, con presencia en el EPC, la generación y la comercialización de energía otorga cierta ventaja a la compañía además de potenciar factores, tales como la disponibilidad, los márgenes de precio, entre otros, que podrían apoyar su competitividad en el mercado. De todo ello se deduce que la capacidad de la empresa para determinar los precios de sus productos y servicios es moderada.

Respecto a la diversificación por líneas de negocio, la empresa actualmente cuenta con varias líneas de negocio, con el EPC de autoconsumo industrial claramente como eje central de los ingresos de la compañía (68 % de las ventas en 2023) mientras que generación, comercialización y producto han sido actividades complementarias.

Diversificación por línea de negocio. Ventas en miles €						
	2021		2022		2023	
	Ventas	%	Ventas	%	Ventas	%
Soluciones de Autoconsumo	16.539	80%	39.816	66%	94.579	68%
Generación	64	0,3%	2.558	4%	9.322	7%
Comercialización	788	4%	8.669	14%	14.131	10%
Producto	2.637	13%	7.514	12%	15.343	11%
Otros (holding)	598	3%	1.938	3%	4.911	4%
Total (1)	20.627		60.497			

(1) Suma del total agregado sin las eliminaciones de la consolidación

En cuanto a la diversificación geográfica, destacamos que, desde su fundación el grupo Greening ha mantenido una clara orientación internacional, implementando una estrategia de expansión de su modelo de negocio en Europa y Norte América. Aunque España sigue siendo el mercado más significativo para la compañía, representando el 58% de su cifra de negocio al cierre de 2023, el análisis de la diversificación geográfica revela una evolución muy positiva en términos de internacionalización a lo largo de la trayectoria de la empresa, con un incremento importante en la facturación por servicios tanto en el resto de Europa como América. Desde EthiFinance se valora muy favorablemente el peso que el negocio internacional tiene para la compañía.

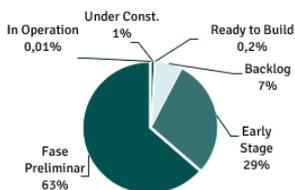
Diversificación geográfica cifra de negocio. miles €				
Ventas	2022		2023	
	Total	%	Total	%
España	10.531	24%	17.083	17%
Resto UE	450	1%	1.052	1%
Otros (Marruecos)	1.832	4%	1.496	1%
Servicios				
España	24.540	56%	41.358	41%
Resto UE	4.675	11%	25.495	25%
América	1.779	4%	14.073	14%
Total	43.810		100.557	

La empresa mantiene una intensa actividad en el desarrollo de proyectos, con un amplio pipeline internacional de proyectos en diferentes fases de desarrollo que espera llevar a operación en el futuro cercano. De esta forma Greening mantiene su capacidad de crecimiento y asegura el suministro de energía renovable a sus clientes. Esto se logra tanto a través de contratos PPA On-Site, como mediante el vertido de energía a la red para su gestión por la comercializadora. La compañía clasifica su cartera de desarrollo en tres categorías principales de activos: proyectos Utility Scale, proyectos PPA On-Site y proyectos de biometano.

Actualmente, la empresa cuenta con las siguientes carteras de desarrollo en cada uno de los segmentos con los que trabaja:

Cartera en operación y pipeline en desarrollo Utility scale.

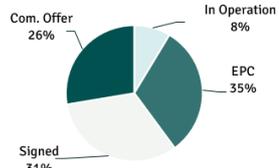
MW	Cartera		Pipeline				Total
	Op.	Const.	Ready to Build	Backlog	Early Stage	Fase Prelim.	
España	0,5	69	15	60	61	2.434	2.638
Italia	-	-	-	167	70	250	487
USA	-	-	-	196	654	1.000	1850
México	-	-	-	-	1.101	404	1505
Alemania	-	-	-	13	38	150	201
Total	0,5	69	15	436	1.924	4.238	6.682,5



En el segmento Utility scale, destacamos que la empresa cuenta con únicamente 0,5MW en operación con otros 69MW en construcción que estarían operativos a lo largo de 2024. Por otro lado, el pipeline en desarrollo de la empresa cuenta con 15MW en fase *ready to build* y otros 436MW en backlog (65-90% de prob. de éxito) que podría llevar a construcción entre 2025 y 2026. Adicionalmente la empresa cuenta con más de 6GW en *early stage* y oportunidades identificadas, sin embargo, la probabilidad de que estos proyectos sean finalmente llevados a construcción es mucho más baja ya que aún no cuentan con derechos de conexión o estudios de viabilidad.

Cartera en operación y pipeline en desarrollo PPA on-site

MW	Operación	Pipeline			Total
	COD	EPC	Backlog	Pipeline	
España	6,9	12	4	20	43
Italia	-	-	-	3	3
USA	-	2	35	15	52
México	9,6	58	23,5	15	106
Total	16,5	72	62	53	204



En cuanto al segmento PPA on-site, valoramos muy positivamente que la empresa ya cuenta con 6,9 MW en operación en España y 9,6MW en México. Así mismo, la empresa cuenta con otros 72 MW en fase de construcción, con 12 en España, 57,8 MW en México y 2,4 MW en Estados Unidos. Destacamos también los 62,3MW en Backlog, con contratos ya firmados y cuya construcción se realizaría entre el 2025 y el 2026.

Pipeline en desarrollo proyectos de biometano

MW	Backlog	Early Stage	Fase Preliminar	Total
España	27,0	47	64	138
Total	27,0	47,0	64,0	138
%	20%	34%	46%	



Adicionalmente, la empresa cuenta actualmente con un pipeline de proyectos de biometano en desarrollo en España de 138MW. Los primeros 27 MW de proyectos en fase Backlog, tienen previsto su entrada en *ready to build* programada para el 2025-26. El resto de proyectos estarían más retrasados, repartidos entre lo que la empresa denomina el *early stage* y la fase preliminar, con menores probabilidades de éxito.

Accionariado, Gestión y Política Financiera

A cierre de 2023, tras la salida de la empresa al BME Growth y su ampliación de capital de abril de 2023, el principal accionista de la sociedad es el CEO-fundador D. Ignacio Salcedo (36,84% del capital), seguido de los también fundadores D. Antonio Palacios y D. Manuel Mateos (con un 18,42%). Desde el verano de 2022, Sinia Renovables (división de fondos de inversión en energías renovables y sostenibilidad de Banco Sabadell) es parte del accionariado, a cierre de 2023, con un 9,84%. Adicionalmente, la estructura accionarial tras la operación de salida implica un free float de aproximadamente un 16%.

La participación accionarial se traslada de forma amplia al Consejo de Administración, el cual es presidido por el también CEO D. Ignacio Salcedo acompañado de los otros dos socios fundadores como consejeros ejecutivos a los que se suman un cuarto consejero ejecutivo y otros 3 consejeros independientes. En cuanto a la directiva de la sociedad, ésta está compuesta por 10 miembros con amplia trayectoria profesional en el sector o en empresas de relevancia. La política financiera se ha caracterizado por cierta tolerancia al riesgo, con niveles de deuda con una relación DFN/EBITDA tradicionalmente en torno a 4,0 veces salvo en el último ejercicio tras la ampliación de capital. Se valora favorable el plan estratégico para el período 2023-2025, con objetivos bien definidos, aunque se anticipa como altamente ambicioso y exigente.

La empresa lleva a cabo una política limitada en relación con los riesgos ESG (puntuación entre 2 y 2,9). Del análisis se concluye que los riesgos asociados con este ámbito todavía no son evaluados en su totalidad por la compañía. Esto

deriva en cierta probabilidad de que surjan problemáticas relacionadas con el ESG que podrían impactar de manera moderada los ingresos, resultados operativos, flujos de caja, valor de los activos o la reputación de la entidad. No obstante, se considera que el impacto de tales riesgos sería gestionable, o bien, es improbable que dichos problemas se materialicen en el corto o medio plazo (hasta un periodo de 5 años). Las políticas de gobernanza son aceptables, caracterizadas por un consejo de administración cualificado, divulgación pública de políticas (código de conducta empresarial y política de corrupción) y análisis interno de asuntos ESG. Esto se complementa con un nivel medio bajo de métricas sociales y un nivel bajo de métricas ambientales.

Análisis Cuantitativo

El presente análisis se basa en las cuentas anuales auditadas de Grupo Greening 2022, S.A. a cierre 31 de diciembre 2023 (Auditor: Deloitte, S.L.).

Resultados y Rentabilidad

Durante el año 2023, el grupo Greening logró ingresos consolidados que alcanzaron la cifra sin precedentes de €100,6m, muy por encima de los €43,8m del ejercicio anterior, como consecuencia de la buena evolución de su negocio de autoconsumo tanto a nivel nacional como internacional, así como de la línea de generación de energía. Con estos resultados, la compañía marca una clara tendencia alcista en su facturación, la cual se espera que continúe creciendo en los próximos ejercicios.

De manera similar, la rentabilidad de la empresa mostró una buena tendencia, evidenciada por un significativo aumento del margen bruto, que ascendió hasta los €34,1m (+146,9%). Este rendimiento condujo a que el margen bruto sobre ventas se posicionara al cierre del año 2023 en un 33,9%, cifra que se mantiene muy en línea con el dato de los últimos años.

Rentabilidad. Miles de €.					
	2020	2021	2022	2023	23vs22
Facturación	9.636	17.402	43.810	100.557	129,5%
Mg Bruto	33,4%	35,3%	31,5%	33,9%	2,4pp
EBITDA (1)	556	1.194	3.272	8.333	154,7%
Mg EBITDA	5,8%	6,9%	7,5%	8,3%	0,8pp
EBIT	520	1.063	3.224	7.611	136,0%
Mg EBIT	5,4%	6,1%	7,4%	7,6%	0,2pp
Gastos Financieros	-75	-104	-302	-2.249	-645,8%
EBT	452	971	3.137	5.621	79,2%

(1) Según metodología interna, el cálculo del EBITDA no incluye la detracción de provisiones por operaciones comerciales realizada por la empresa.

A cierre del ejercicio 2023, el EBITDA de la compañía se situó en torno a los €8,3m frente a los €3,3m del año 2022, con un margen sobre ventas del 8,3%. Este resultado subraya la efectiva orientación estratégica de la empresa hacia segmentos de negocio de mayor rentabilidad operativa, como la generación de energía, actividad que presenta un margen EBITDA sobre ventas particularmente alto frente a otras líneas de negocio como son el EPC o la comercializadora. En este contexto, EthiFinance Ratings anticipa que la compañía mantendrá esta dinámica positiva y se proyecta que alcance márgenes de EBITDA sobre ventas del 11% al 12% en el corto plazo. De igual manera, el EBIT del grupo presentó un importante crecimiento durante el ejercicio, situándose en €7,6m (+136%), con un margen sobre ventas que se mantenía en niveles muy semejantes a los del año anterior.

En el 2023, la compañía registró un incremento muy fuerte de los gastos financieros, los cuales ascendieron hasta los €2,2m frente (€301 miles en 2022) como consecuencia del impacto del incremento en el nivel de endeudamiento, necesario para su expansión como IPP, y el contexto actual de tipos de interés elevados. Adicionalmente, este aumento también recoge la entrada de financiación en México, país cuya tasa de referencia se encuentra por encima del 11,5%.

Por último, el resultado antes de impuestos del ejercicio alcanzó una cifra neta positiva de €5,6m, poniendo en evidencia la evolución favorable de los resultados del grupo. Este rendimiento destaca un año favorable en términos de resultados y rentabilidad para el grupo dentro de su etapa actual de crecimiento y consolidación.

Estructura de Activo y Endeudamiento

Durante el ejercicio fiscal 2023, el activo total del grupo experimentó un fuerte incremento, alcanzando los €112m frente a los €39m del ejercicio anterior. Un aspecto destacado de este crecimiento fue la evolución en el inmovilizado material, que ascendió de €6,8m al cierre de 2022 hasta €40,7m. Este incremento se debió principalmente a la incorporación al activo de la compañía de nuevas plantas fotovoltaicas, tanto en operación como en construcción.

Por otro lado, a lo largo del ejercicio, la empresa realizó una relevante ampliación de capital por un importe de €19,8m, medida necesaria para fortalecer la situación financiera del grupo y responder adecuadamente a las demandas de liquidez propias de su plan de negocio. Gracias a esta inyección de capital, combinada con los resultados positivos del período, el grupo reforzó de manera muy positiva su estructura de capital. De esta forma, el patrimonio neto del grupo ascendió a €33,7m (€9,2m a cierre de 2022), mejorando notablemente su autonomía financiera, la cual se situaba a

cierre del año en un 84,5% frente al 60,5% del año anterior. A pesar de esta mejora, desde EthiFinance anticipamos un posible deterioro de estos niveles en el corto y medio plazo debido al aumento previsto en los niveles de endeudamiento, necesario para continuar con la ejecución del plan estratégico.

Estructura de activo y endeudamiento. Miles de €.				
	2021	2022	2023	23vs22
Total Activo	11.645	32.950	112.800	242,3%
Activo No Corriente	2.070	7.776	43.786	463,1%
Activo Corriente	9.575	25.174	69.014	174,1%
NOF	5.826	14.523	11.649	-19,8%
Patrimonio Neto	1.444	9.199	33.719	266,5%
Deuda Financiera Total Ajustada	6.988	15.198	39.918	162,7%
Deuda Financiera Neta	6.354	14.528	26.188	80,3%
PN/DFN	20,7%	60,5%	84,5%	23,9pp
DFN/EBITDA	5,3x	4,4x	3,1x	-1,3x
EBITDA/Intereses	11,5x	10,9x	3,7x	-7,1x

Al finalizar el año 2023, el grupo Greening registró un aumento considerable en su deuda financiera total, que ascendió a €39,9m, en comparación con los €15,2m al cierre de 2022. Este significativo incremento se debió principalmente a la obtención de financiación a lo largo del año mediante mecanismos de *project finance*, financiaciones sin recurso al accionista orientadas a la construcción de sus plantas fotovoltaicas, con un mayor coste financiero asociado. Como consecuencia, la deuda financiera neta (DFN) de la compañía se situó en un total de €26,2m, con un aumento del 80,3% respecto a los €14,5m registrados al cierre de 2022.

A pesar del mayor monto de deuda financiera neta, la empresa cerró el año con un nivel de endeudamiento más controlado en comparación con ejercicios anteriores, registrando un ratio de deuda financiera neta (DFN) sobre EBITDA de 3,1 veces, frente a las 4,4 veces registradas en 2022 gracias a la notable mejora del EBITDA. Desde EthiFinance se considera que estos niveles de endeudamiento podrían experimentar un deterioro adicional en el corto y medio plazo según las proyecciones realizadas. Adicionalmente, al cierre del ejercicio, la empresa presentaba un marcado deterioro en el ratio de cobertura de intereses, descendiendo a 3,7 veces comparado con las 10,9 veces en 2022 como consecuencia del fuerte aumento de los gastos financieros durante el año. En este contexto y teniendo en cuenta el plan financiero de la empresa, desde EthiFinance se proyecta que este ratio se mantendrá en niveles modestos en el futuro próximo.

Composición Deuda Financiera. Miles de €.			
	2021	2022	2023
Obligaciones	-	-	2.072
Préstamos	3.325	5.053	5.768
Project Finance	-	-	15.069
Pólizas de crédito	1.145	1.581	9.756
Descuento de efectos	2.478	6.163	3.321
Fianzas y otros	41	2.401	3.443
Arrendamientos Financieros	-	-	489
Deuda Financiera Total	6.988	15.198	39.918
Caja Total	635	670	12.104
Deuda Financiera Neta	6.354	14.528	27.814

Generación de Caja y Liquidez

El grupo Greening concluyó el año 2023 con un flujo de caja operativo antes de variaciones en el circulante (FFO) de €6,7m (+79% interanual) registrando una evolución estable y creciente en los últimos ejercicios, muy favorecida por el continuo incremento en el EBITDA.

Las variaciones en el working capital del grupo presentan fuertes fluctuaciones, influenciadas en gran medida por el estado de avance de su cartera de proyectos en ejecución y en desarrollo. En 2023, el impacto de estas variaciones en el capital de trabajo resultó en una detracción de liquidez significativamente menor que en el año anterior. Como consecuencia, el flujo de caja operativo (CFO) se situó en €4,7m en positivo, con una fuerte mejora en contraste con el dato en negativo de ejercicios anteriores.

El año 2023 se caracterizó por el extraordinario flujo de caja dirigido hacia inversiones, reflejo del plan de expansión y consolidación del grupo como productor independiente de energía. Esto condujo a un flujo de caja libre negativo de €30,5m que fue financiado parcialmente por la variación de patrimonio positiva resultante de la ampliación de capital, de €19,8€; y a través de obtención de nueva deuda financiera por un monto de €22m. Gracias a estas medidas, tanto a la ampliación de capital como a la emisión de nueva deuda, la sociedad pudo cerrar el ejercicio con un aumento en su posición de caja de €11,4m.

Cash flow. Miles de €.				
	2021	2022	2023	22vs21
Resultado antes de impuestos	970,8	3.136,8	5.621,1	79,2%
+/- ajustes de resultado	215,9	262,0	4.557,9	1.639,6%
+/- otros flujos de explotación	-285,3	-669,2	-3.434,4	-413,2%
Funds From Operations	901,4	2.729,5	6.744,6	147,1%
+/- variación WK	-3.637,8	-10.330,2	-2.001,5	80,6%
Cash Flow Operativo	-2.736,4	-7.600,6	4.743,1	162,4%
Cash Flow Inversión	-463,9	-5.906,7	-35.305,3	-497,7%
Cash Flow Libre	-3.200,3	-13.507,4	-30.562,2	-126,3%
+/- variación patrimonio	16,6	5.549,7	19.850,7	257,7%
- Dividendos	-	-	-	-
Cash Flow Generado Internamente	-3.183,7	-7.957,7	-10.711,4	-34,6%
+/- variación de deuda	3.460,4	7.968,4	22.056,8	176,8%
+/- variación por tipo de cambio	2,7	24,0	89,2	271,7%
Variación de caja final	279,4	34,7	11.434,6	32.824,4%
Caja inicial	355,4	634,8	669,6	5,5%
Caja final	634,8	669,5	12.104,2	1707,8%

A partir del análisis de liquidez realizado, se deduce que el grupo Greening presenta una situación de liquidez ajustada. A cierre de 2023 la empresa concentraba una deuda de €27,4m con vencimiento en el corto plazo (69% de la deuda financiera total), lo que unido al plan de inversiones y crecimiento en el que la empresa se encuentra sumida, podría originar dificultades de liquidez si no se gestionan de manera eficiente los recursos y los procesos de refinanciación. Todo ello, teniendo en cuenta el dato creciente del flujo de caja operativo, de las líneas de financiación y la caja disponible a cierre de 2023. No obstante, destacamos favorablemente que la empresa cuenta con el apoyo de diversas instituciones financieras posicionadas tanto en el corto como en el largo plazo.

Calendario de vencimientos deuda financiera. Miles de €.		
	Importe	Peso
Menos de un año	27.421	69%
Entre 1 y 2 años	9.253	23%
Entre 3 y 5 años	936	2%
Más de 5 años	2.308	6%
Total	39.918	

Proyecciones Financieras

Considerando los objetivos de la empresa, los datos históricos y las tendencias emergentes del mercado, desde EthiFinance se prevé una perspectiva positiva en el corto y medio plazo en cuanto a resultados y rentabilidad para la compañía, la cual se encuentra posicionada para captar una porción del crecimiento del sector.

Proyecciones financieras. Miles de €.					
	2023	2024E	2025E	2026E	22vs21
Facturación	100.557	160.335	213.408	243.843	129,5%
EBITDA	8.333	16.871	25.419	34.843	154,7%
Margen EBITDA	8,3%	10,5%	11,9%	14,3%	0,8pp
EBIT	7.611	14.862	17.891	21.701	136,0%
Margen EBIT	8%	9,3%	8,4%	8,9%	0,2pp
EBT	5.621	10.140	8.746	9.663	79,2%
Total Activo	112.800	236.405	368.359	491.116	242,3%
Patrimonio Neto	33.719	60.817	106.939	113.703	266,5%
Deuda Financiera Total	39.918	117.498	187.335	294.156	162,7%
Deuda Financiera Neta	26.188	112.861	184.801	293.317	80,3%
PN/DFT	84,5%	51,8%	57,1%	38,7%	23,9pp
DFN/EBITDA	3,1x	6,7x	7,3x	8,4x	-1,3x
Funds From Operations	6.745	9.134	13.687	19.948	147,1%
FFO/DFN	25,8%	8,1%	7,4%	6,8%	7,0pp
EBITDA/Intereses	3,7x	3,6x	2,8x	2,9x	-7,1x

En consecuencia, se proyecta un aumento en la facturación en todas sus líneas de negocio, acompañado de un desempeño destacado a nivel de EBITDA en el corto y medio plazo. Además, es importante resaltar la tendencia positiva en el margen de EBITDA a medida que el negocio de generación comienza a representar una mayor proporción del total de la facturación, reflejando la orientación estratégica de la compañía hacia un modelo de IPP. No obstante, en paralelo al crecimiento de la empresa, se anticipa una significativa inversión en CAPEX para la construcción y puesta en marcha de su cartera de proyectos fotovoltaicos, con el objetivo de alcanzar 500 MW en operación y en construcción para finales de 2025. Este desarrollo anticipa un previsible aumento en los niveles de endeudamiento tanto a nivel corporativo como de proyecto.

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 - Long Term : https://files.qivalio.net/documents/methodologies/CRA_190_V3_Corporate%20Methodology_2023-10-06.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