

COMUNICAZIONE DI RATING

Cerved Rating Agency S.p.A. conferma il rating pubblico

B1.1

di Greenthesis S.p.A.

Segrate (MI) – Via Cassanese, n° 45

Cerved Rating Agency in data 05/06/2025 ha confermato il rating B1.1 di Greenthesis S.p.A.

Prima emissione del rating: 18/05/2017

Greenthesis S.p.A. (di seguito, GTH o il Gruppo) opera nel settore della gestione integrata del ciclo dei rifiuti, con riferimento alle seguenti aree: (i) bonifiche e risanamenti ambientali; (ii) trattamento, recupero, valorizzazione multimateriale e smaltimento di rifiuti industriali, urbani, speciali ed assimilabili agli urbani; (iii) attività di ingegneria ambientale; (iv) termovalorizzazione di rifiuti; (v) produzione di energia elettrica e di biocarburanti avanzati. Greenthesis S.p.A. è detenuta al 60% da Planesys S.p.A. e al 40% da Greta Lux S.à r.l. (veicolo riconducibile al partner finanziario PATRIZIA SE), dopo essersi concluso a Set24 il processo dell'OPA finalizzata al delisting e a seguito della fusione inversa a Dic24 di Eagle S.p.A., new-co dedicata all'ingresso nel capitale del suddetto investitore. Il Gruppo è caratterizzato da un approccio fortemente acquisitivo, che sta favorendo un costante consolidamento della quota di mercato. La più recente operazione straordinaria risale a Gen25 con l'acquisto da parte di GTH S.p.A. del 100% di Energen Società Agricola S.r.l., realtà che trasforma gli scarti del settore agro-zootecnico e le biomasse agricole in biogas, da cui genera energia elettrica. Tale business si integra ed è sinergico rispetto a quello di GTH Agromet S.r.l., entity già controllata e prossima territorialmente, che recupera i rifiuti agro-alimentari da destinare ad impianti produttivi di energia e biometano.

FATTORI DI RATING

La conferma del rating riflette: (i) l'incremento dei ricavi di Gruppo nel Pre-Closing 2024 (FY24PC) pur a fronte del calo della marginalità operativa, ancorché in termini percentuali e non assoluti; (ii) l'aumento della Posizione Finanziaria Netta adjusted (PFN adj) a Dic24PC a supporto dell'attività di M&A; (iii) la crescita di fatturato attesa in arco piano sia per l'apporto delle società target in via di acquisizione sia per il crescente backlog della BU "Bonifiche"; (iv) la fase Capex driven con apice nel 2025-26, i cui rendimenti saranno apprezzabili dal FY27E, con contestuale decalage dell'indebitamento finanziario. Per il FY25 l'Agenzia ritiene verosimile un incremento dei ricavi a fronte di una PFN adj potenzialmente più elevata per un maggiore fabbisogno a sostegno dei cospicui investimenti in corso, scenario che dovrebbe tuttavia consentire il mantenimento dell'attuale profilo di rischio.

Crescita del fatturato a fronte di un calo dell'EBITDA margin nel FY24PC – Il Gruppo ha registrato ricavi in crescita a 224,0 mln di euro nel FY24PC (+30,1% YoY) per effetto dell'ampliamento del perimetro di consolidamento a seguito delle operazioni di M&A effettuate tra la fine del 2023 e i primi mesi del 2024 (Bigaran S.r.l. e cinque società del Gruppo Ethan). L'EBITDA margin *adjusted*, pur mantenendosi su valori apprezzabili, si è attestato in calo al 22,2% (-4,3 p.p. vs FY23) risentendo sia del più difficile contesto di mercato a valere sui poli di smaltimento nazionali ed esteri, sia della discontinuità di servizio dell'asset strategico Barricalla che, in attesa del completamento dei lavori di costruzione del nuovo impianto, non ha apportato il consueto contributo di filiera, determinando la necessità di ponderare lo smaltimento dei rifiuti in uscita verso impianti terzi (maggiormente distanti e costosi). Il Gruppo ha registrato un EBIT *adj* pari a 28,6 mln (26,8 mln nel FY23), a fronte di: (i) D&A per 17,7 mln, in aumento di 3,0 mln rispetto all'esercizio precedente per l'impatto M&A; (ii) 4,1 mln di accantonamenti a fondo rischi (principalmente per oneri post-chiusura discariche). La gestione finanziaria ha

evidenziato un saldo negativo per 12,0 mln (-5,6 mln nel FY23), penalizzata dall'effetto *full-year* della nuova finanza reperita soprattutto nel 2H23 a supporto delle operazioni di natura straordinaria. Il Gruppo dovrebbe quindi chiudere il FY24 con un utile di 12,6 mln (15,8 mln nel FY23).

Rilevanti investimenti nel FY24PC a supporto della crescita per linee esterne – Il Gruppo ha confermato la generazione di robusti flussi di cassa operativi anche nel FY24PC (nell'ordine di ca. 30 mln), pur a fronte del fabbisogno di CCN determinato in misura preponderante dall'aumento dei crediti commerciali per l'impatto di: (i) variazione del perimetro di consolidamento; (ii) picco di fatture da emettere al 31/12 per il crescente portafoglio ordini relativo alla BU Bonifiche. GTH è riuscita ad autofinanziare interamente le *maintenance* Capex (ca. 24 mln), mentre l'ampio *buffer* di risorse a disposizione (ca. 70 mln di *lending* reperiti nel 2023) e lo smobilizzo di *Time Deposit* per 15 mln ha coperto: (i) le attività M&A concretizzatesi nell'anno; (ii) la gestione finanziaria maggiormente onerosa; (iii) il pagamento di dividendi. In ragione di tali dinamiche, a Dic24PC la PFN *adj* (comprensiva di debiti verso un fornitore strategico della controllata Enval S.r.l., ma non di attività finanziarie a MLT sulla base del metodo di calcolo dell'Agenzia) è pari a 155,6 mln (ca. 94 mln a Dic23).

Budget FY25 e obiettivi di medio termine – Le *assumptions* del Piano 2025-2029 sono state elaborate sulla base dei seguenti *driver*: crescita dimensionale organica e per linee esterne, innovazione tecnologica ed integrazione tra attività diverse ma sinergiche in un'ottica di economia circolare. Le stime del Management indicano il raggiungimento nel FY25 di ricavi pari a 276,5 mln (+23,4% YoY), fortemente trainati dalle seguenti BU: (i) "Smaltimento trattamento e recupero di rifiuti", il cui sviluppo sarà guidato in particolare dalle "Nuove Iniziative", ovvero acquisizioni di società *target* finalizzate all'espansione del business; (ii) "Bonifiche", sostenute dal significativo portafoglio ordini del valore complessivo a Febr25 di ca. 350 mln (previsti in realizzazione nel periodo 2025-30, con ricavi medi annui di ca. 60 mln). Per il FY25 è attesa una lieve contrazione della marginalità operativa (-1 p.p. YoY) per il prolungamento della mancata disponibilità della discarica di Barricalla, la cui operatività sarà ripristinata nel 2026, esercizio in cui il business dovrebbe tornare sui livelli di remunerazione in linea al *track record*. A livello finanziario il Piano ipotizza il mantenimento della capacità di generare consistenti flussi di cassa operativi che dovrebbero coprire sia le *maintenance* Capex (ca. 10 mln) sia gli investimenti di sviluppo organico per integrazioni impiantistiche (ca. 20 mln). Il Gruppo ha recentemente reperito una nuova provvista destinata a: (i) future operazioni M&A previste in realizzazione nel 2025-26; (ii) rimborsi anticipati di preesistente debito, tra cui i tre prestiti obbligazionari. In orizzonte Piano, la PFN *adj* è indicata in aumento nel 2025-26 con *decalage* previsto dal 2027, potendo beneficiare dei ritorni economici più significativi degli investimenti ultimati. L'Agenzia, anche a fronte di un possibile *worst case scenario* in termini di risultati economici e circolante, non stima variazioni significative del profilo di rischio della Società nel breve termine.

SENSIBILITÀ DI RATING

- Nel breve termine si ipotizza il mantenimento dell'attuale classe di rating
- Il rating di Greenthesis S.p.A. potrebbe registrare un downgrade in caso di: (i) risultati economici sensibilmente inferiori rispetto al target di Piano per il FY25; (ii) peggioramento della capacità di generare flussi di cassa nel 2025 tale da comportare un significativo incremento del *leverage*

La metodologia utilizzata è consultabile sul sito di Cerved Rating Agency – <https://ratingagency.cerved.com>

Analista Responsabile: Stefania Merlo – stefania.merlo@cerved.com

Vice Presidente del Comitato di Rating: Roberta Donzelli – roberta.donzelli@cerved.com

Il rating di Cerved Rating Agency, emesso ai sensi del Regolamento (EC) 1060/2009 e successive modifiche e integrazioni, è un'opinione sul merito di credito che esprime in sintesi la capacità del soggetto valutato di far fronte puntualmente alle proprie obbligazioni. Il rating di Cerved Rating Agency non costituisce un consiglio d'investimento né una forma di consulenza finanziaria; non equivale a raccomandazioni per la compravendita di titoli o per la detenzione di particolari investimenti, né fornisce indicazioni riguardo all'opportunità per un particolare investitore di effettuare un determinato investimento.

Il rating è soggetto a monitoraggio continuo fino al suo ritiro. Il rating è stato emesso su richiesta del soggetto valutato, o di terzi ad esso collegati, il quale ha partecipato al processo fornendo le informazioni necessarie richieste dal team analitico. Inoltre nell'analisi sono state utilizzate informazioni pubbliche disponibili e informazioni proprietarie ottenute da fonti ritenute attendibili da Cerved Rating Agency. Il rating è stato comunicato, nei tempi previsti dal Regolamento vigente, al soggetto valutato per la verifica di eventuali errori materiali. In ottemperanza al Regolamento CE1060/2009, con riferimento alla prevenzione dei potenziali conflitti di interesse, Cerved Rating Agency comunica che il soggetto valutato ha acquistato, negli ultimi 12 mesi, un servizio accessorio o altro servizio dall'agenzia. Cerved Rating Agency implementa tutti i presidi necessari a prevenire qualsiasi conflitto di interesse connesso alla fornitura di servizi accessori o altri servizi in concomitanza con la fornitura di rating di credito. Per maggiori informazioni consultare il documento Politica in materia di conflitti di interesse disponibile sul sito internet dell'agenzia al seguente link <https://ratingagency.cerved.com/regulatory/codice-condotta/>

Cerved Rating Agency S.p.A. u.s. Via dell'Unione Europea, 6A-6B - 20097 San Donato Milanese (MI) - Tel. +39 02 77541

Capitale Sociale: € 150.000,00 - R.E.A. 2026783 - C.F. e P.I. IT08445940961 - Società diretta e coordinata da Cerved Group S.p.A.
ratingagency.cerved.com