

ISSUER RATING
Long termOUTLOOK
StableInitiation date 03/10/2023
Rating date 08/05/2024

Contacts

Lead analyst

Carlos Díaz
carlos.diaz@ethifinance.com

Committee chair

Guillermo Cruz Martínez
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%.

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