

ISSUER RATING
Long termOUTLOOK
In observationInitiation date 16/10/2019
Rating date 21/02/2024

Contacts

Lead analyst

Miguel Castillo Clavarana
miguel.castillo@ethifinance.com

Committee chair

Guillermo Cruz Martinez
guillermo.cruz@ethifinance.com

Rating Action y Rationale

- EthiFinance Ratings afirma la calificación de Grenergy Energías Renovables, S.A. en 'BBB-', cambiando la tendencia de 'Estable' a 'En Observación'.
- El cambio en la tendencia del rating se produce tras la revisión con nuevos datos y en base a su posición en la parte baja del rango. Esto únicamente supone que el rating pase a una situación de especial vigilancia para su revisión una vez existan datos que permitan una mayor visibilidad sobre la tendencia esperada para el mismo.
- Nuestro análisis incluye las proyecciones financieras proporcionadas por la compañía para el período 2023-25. Estas son consideradas confidenciales y no se muestran en el informe.
- El rating se mantiene favorecido por una calificación del sector positiva y que se sustenta especialmente en una actividad de venta de energía con sólidos fundamentos (alta rentabilidad, perspectiva de crecimiento, y relevantes barreras de entrada), y una positiva valoración de la gobernanza con un accionariado que ha apoyado a través de ampliaciones de capital a la compañía y su condición de empresa cotizada.
- Como factores limitantes del rating señalamos un perfil financiero que se mantiene aún condicionado por el nivel de endeudamiento destacado bajo nuestro promedio ajustado (DFN/EBITDA > 5x; EBITDA/Intereses < 4x, y FFO/DFN ~13%).
- Cabe señalar que para una 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 (mayoría 'PPA'/regulado), y la 'estándar' para el resto de negocios.
- Bajo nuestra metodología la compañía opera tanto en el sector de la producción de energía renovable como en el de la ingeniería y construcción, ajustándose en base a las características que aporta la actividad de venta de proyectos. Para estos sectores, de forma conjunta se determina que se encuentran adecuadamente alineados con los factores ESG (heatmap score entre 1 y 1,9), lo que supone una mejora de tres escalones en el factor sectorial. Asimismo, la política de ESG de la compañía se considera favorable (puntuación 75/100), que resulta suficiente para un impacto positivo de medio escalón en el ámbito financiero.

Descripción de la Compañía

Grenergy Renovables, S.A. y sus sociedades dependientes (en adelante Grenergy) es un productor de energía independiente a partir de fuentes renovables, con especial foco en la solar fotovoltaica y las baterías. Su actividad se dirige a los mercados estratégicos de Latinoamérica, Europa y EE.UU, donde se apoya en un destacado 'pipeline' de proyectos destinados tanto para su cartera de producción como para venta a terceros.

El avance de 2023 a septiembre permitió a la compañía seguir batiendo sus cifras de resultados bajo la continuidad de una destacada inversión. La facturación alcanzó €154m (+107% YoY) con un EBITDA de €102,2m (margen EBITDA del 66,4%), situando el ratio DFN/EBITDA anualizado en 4,1x (6,8x en 2022).

Fundamentos

Perfil de Negocio

Análisis del Sector

- Sector caracterizado por unos favorables fundamentos.**

Bajo nuestra metodología la calificación sectorial de Grenergy se alcanza desde su condición de compañía donde la actividad de venta de energía y la construcción e ingeniería en el ámbito de proyectos renovables (desarrollo, construcción, venta y servicios) definen de forma general su actividad.

Para su ámbito sectorial se reconocen unos positivos fundamentos en el conjunto de factores. Así, la valoración se beneficia de elevadas rentabilidades operativas (mg EBIT ~10%), así como de la estabilidad asociada a sus resultados (sujeto en muchas ocasiones a contratos 'PPA' o tarifa regulada), especialmente por la actividad de venta de energía. Esto es consecuente con nuestra valoración de unas destacadas barreras de entrada (regulación, necesidad de capital, etc.) en este momento de avance en la madurez del sector, lo que unido a unas perspectivas muy favorables en la demanda son elementos que favorecen la calificación del sector.

- Positivo ajuste ESG.**

En línea con nuestra metodología, la actividad de Grenergy se encuentra alineada con los factores ESG ('heatmap score' entre 1 y 1,9). De esta forma se considera un sector que ya se está beneficiando de las tendencias ESG para obtener importantes oportunidades de negocio y visibilidad a largo plazo, aspecto que tiene como resultado un aumento de tres escalones en su nota sectorial.

Posicionamiento Competitivo

- **Destacado posicionamiento competitivo condicionado por la falta de una mayor escala competitiva.**

En este momento la compañía mejora su escala competitiva a través de los últimos resultados alcanzados y las previsiones de crecimiento. Con la previsión actual, la compañía se encamina hacia un tamaño (ventas + trabajos para su inmovilizado) superior a los €1.000m en el medio plazo, siendo aún un objetivo pendiente de importantes avances.

Greenergy está presente en el sector renovable desde 2007, donde se posiciona como especialista integrado en la actividad solar fotovoltaica y declara más de 100 plantas construidas (1,5 GW) y 1,2 GW contratados en servicios de gestión y operación. En este momento cuenta con una cartera de 1,7 GW de activos en operación + construcción, siendo los planes de crecimiento sustentados en un 'pipeline' de proyectos solares en desarrollo de 15,5 GW, donde 2,6 GW se encuentran en mayor grado de avance. Sobre esta base, que incluye una destacada actividad igualmente en la venta de proyectos, está trabajando para ser un jugador de referencia en el ámbito de las baterías, contando en este momento con el desarrollo del proyecto singular de Oasis en Atacama (Chile) de 4,1GWh (475 GWh en construcción) dentro de un 'pipeline' total de 10,7 GWh.

- **Concentración actual de ingresos en Chile y España con potencial de mejora bajo su 'mix' de segmentos y el posicionamiento en otros mercados de Latinoamérica, Europa y EE.UU.**

Pese a su condición de empresa especialista, en la diversificación de la compañía se reconoce su apuesta estratégica por un 'mix' de negocio con venta de energía y proyectos, así como en menor medida de la prestación de servicios y la comercialización de energía en Chile. La recurrencia del negocio de venta de energía, donde los acuerdos privados de venta (PPA) protagonizan la actividad, y la capacidad demostrada para transaccionar proyectos de forma recurrente favorecen la diversificación. Bajo la perspectiva actual se espera que en el medio plazo los resultados por venta de energía y del resto de actividades sean equilibrados.

Si bien la generación de ingresos continúa marcada por la alta concentración de los resultados procedentes de Chile y España (75% EBITDA en 2022), la actividad en desarrollo de proyectos alcanza otros mercados estratégicos de: Latinoamérica (Perú, Colombia y México); Europa (Italia, Reino Unido, Alemania y Polonia); y EE.UU.

Gobierno Corporativo

- **Compañía cotizada con reciente historial de apoyo al negocio.**

Desde 2015 Greenergy es una empresa cotizada, siendo en diciembre de 2019 cuando pasó de cotizar en el BM Growth al Mercado Continuo de la Bolsa española, donde actualmente cuenta con una capitalización bursátil superior a los €900m. Así, la gobernanza se ve favorecida por unas adecuadas prácticas de gestión y la superior capacidad para acceder al mercado o de recibir apoyo financiero de sus socios, siendo su fundador y presidente (D. David Ruiz de Andrés) el accionista mayoritario y único significativo con un 54% del grupo. Así, destacamos las dos ampliaciones de capital recientes de 2021 y 2022 por un importe conjunto de €195m.

- **Gestión cualificada cuya política financiera seguirá apoyada en la financiación externa.**

La gestión cuenta con una amplia trayectoria profesional de la directiva, la cual continuó reforzándose en el último período con nuevas incorporaciones.

La trayectoria reciente del management, que ha permitido una mejora destacada del posicionamiento competitivo, favorece nuestra valoración de la gobernanza. En este momento la guía estratégica mantiene unos objetivos de fuerte crecimiento para 2026, donde aspira a gestionar una inversión de €2.600m bajo una situación de endeudamiento aún destacada con una estimación para la DFN/EBITDA (promedio ajustado) que se mantendrá en valores superiores a 5x en el medio plazo.

- **Política ESG con impacto positivo.**

El desempeño en ESG, medido a través del análisis de nuestros factores para este ámbito, permite con los últimos datos de cierre de 2022 una mejora en la puntuación hasta 75/100 (2021: 57/100). Esta puntuación ya supone una mejora directa de medio escalón en el rating del perfil financiero de la compañía.

Perfil Financiero

Ventas y Rentabilidad

- **Continuidad en una positiva rentabilidad operativa para sostener la importante carga financiera.**

El EBITDA a septiembre de 2023 alcanzó la cifra de €102,2m, cifra que mejora los €50,1m del cierre de 2022 y que le permitió continuar obteniendo una positiva rentabilidad en sus operaciones (Margen EBITDA: 66,4%). De esta forma, la compañía continuó batiendo sus resultados históricos con el apoyo principal de los mayores ingresos por ventas de energía y la aportación destacada del traspaso de proyectos. La intensa y creciente actividad en desarrollo y

construcción de proyectos (recogida en trabajos para el inmovilizado), favoreció igualmente los mayores resultados, aspecto que sin embargo mantiene la presión del endeudamiento y en la generación de caja. Bajo esta evolución, la compañía continuó demostrando la capacidad para generar beneficios en su actividad.

Endeudamiento y Cobertura

- **Endeudamiento destacado bajo la continuidad de la inversión.**

La continuidad en la inversión, principalmente asociada a construcción de proyectos, tuvo su reflejo en una modesta cobertura de intereses (2,6x en 2022). Bajo las previsiones actuales nuestro ratio EBITDA/intereses (promedio ajustado) se sitúa en el entorno del 3,7x, situación que se considera moderada en el contexto de una actividad como la de Grenergy que se ve favorecida por la recurrencia en la generación de negocio.

Por su parte, a cierre de 2022 el ratio DFN/EBITDA se incrementó hasta 6,8x. Si bien los resultados del 2023 a septiembre avanzan una mejora conforme a lo mayores resultados obtenidos (4,1x anualizado), bajo las estimaciones actuales el ratio DFN/EBITDA (promedio ajustado) se espera en el entorno de 5x. A su favor, destacamos una estructura financiera protagonizada por los pasivos de largo plazo que permiten una situación controlada en los vencimientos de la deuda.

Análisis de Flujo de Caja

- **Incremento de la caja con el apoyo de la deuda y la aportación de socios, lo que sigue compensando la negativa generación en el 'Flujo de Caja Libre'.**

En el último periodo Grenergy continuó generando caja en las operaciones, aspecto condicionado por el incremento de la deuda. Así, el ratio FFO/DFN del 2022 se limitó a un 5,4% (2021: 15,3%), siendo las estimaciones para el medio plazo de alcanzar un valor promedio ajustado de alrededor del 13%.

De esta forma, la obtención de un Flujo de Caja Libre negativo, en un contexto de fuertes inversiones (€560m en 2021-3T23), se mantuvo como premisa a lo largo del último periodo. Esta situación se ha sostenido adecuadamente por las ampliaciones de capital realizadas y la captación de deuda, permitiendo el crecimiento de la caja hasta los €166,1m al cierre de septiembre de 2023.

Capitalización

- **Débil capitalización en el contexto esperado de crecimiento de la deuda.**

En la estructura financiera de Grenergy señalamos una modesta situación respecto a su capitalización, aspecto reflejado en un Patrimonio Neto/DFT que alcanzó el 57% en septiembre de 2023 (2022: 54,9%), y que sin embargo bajo las previsiones actuales se espera tienda a reducirse por debajo del 50% desde el cierre de 2023.

Liquidez

- **Buena situación de liquidez que se mantiene dependiente de las expectativas de inversión.**

Bajo nuestra visión la liquidez de Grenergy se valora como buena, aspecto que se sustenta tanto en la situación satisfactoria para acceder al mercado de deuda como en su capacidad observada para atender sus compromisos financieros del medio plazo con la generación de caja estimada. Las exigentes necesidades de inversión que plantea su estrategia limitan una mejor valoración, siendo en todo caso un aspecto gestionado adecuadamente en este momento por la compañía.

Modificadores

Controversias

- No presenta.

Riesgo País

- No presenta.

Principales Magnitudes Financieras

Principales magnitudes consolidadas						
€miles	2021	2022	3T-22	3T-23	22vs21	3t23-3t22
Facturación	82.506	110.584	74.200	154.000	34,0%	107,5%
EBITDA	41.409	50.088	27.200	102.200	21,0%	275,7%
Margen EBITDA	50,2%	45,3%	36,7%	66,4%	-4,9pp	29,7pp
EBIT	32.386	29.816	17.200	89.800	-7,9%	422,1%
Margen EBIT	39,3%	27,0%	23,2%	58,3%	-12,3pp	35,1pp
EBT	18.130	7.308	18.300	75.700	-59,7%	313,7%
Total Activo	604.808	886.981	822.562	1.195.100	46,7%	45,3%
Patrimonio Neto (PN)	158.708	244.815	249.054	385.700	54,3%	54,9%
Deuda Financiera Total (DF)	312.018	446.004	490.978	677.100	42,9%	37,9%
Deuda Financiera Neta (DFN)	238.446	339.694	373.251	511.000	42,5%	36,9%
PN/DFT	50,9%	54,9%	50,7%	57,0%	4,0pp	6,2pp
DFN/EBITDA (12 meses)	5,8x	6,8x	7,4x	4,1x	1,0x	-3,3x
Funds From Operations (FFO)	36.522	18.242	12.456	78.400	-50,1%	529,4%
FFO/DFN	15,3%	5,4%	-	-	-9,9pp	-
EBITDA/Intereses	4,4x	2,6x	2,0x	4,8x	-19x	2,8x

Credit Rating

Credit Rating	
Perfil Negocio	BBB
Análisis Sectorial	A+
Ajuste ESG	Positivo
Posicionamiento Competitivo	BB+
Gobernanza	BBB-
Perfil Financiero	BB
Cash flow y endeudamiento	BB-
Capitalización	B+
ESG compañía	Positivo
Anchor Rating	BBB-
Modificadores	
Rating	BBB-

Análisis Sensibilidad

- Factores positivos en el largo plazo (↑)

Un avance que se acompañe de una mejora en el endeudamiento promedio esperado (DFN/EBITDA < 4x; EBITDA/intereses > 6x; FFO/DFN >18%) se destaca como un escenario que potencialmente podría incidir en una mejora de la calificación bajo continuidad en el resto de las situaciones.

- Factores negativos en el largo plazo (↓)

De acuerdo con lo señalado el perfil financiero de Grenergy cuenta con amplio recorrido de mejora y se muestra aún insuficiente para afianzar a la compañía en su rating actual. De esta forma, se considera que el margen para asumir una desviación negativa en la situación del endeudamiento, y que potencialmente motive una bajada del rating (DFN/EBITDA >5,6x; EBITDA/intereses < 3,3x; FFO/DFN <10%), es ajustado.

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