



ISSUER RATING
Long term

OUTLOOK
Stable

Initiation date 16/10/2019
Rating Date 13/05/2025

Contacts

Lead analyst
Miguel Castillo Clavarana
miguel.castillo@ethifinance.com

Committee chair
Thomas Dilasser
thomas.dilasser@ethifinance.com

Rating Action y Rationale

- EthiFinance Ratings afirma la calificación de Grenergy Energías Renovables, S.A. en 'BBB-', manteniendo la tendencia en 'Estable'.
- Grenergy se posiciona como un productor de energía independiente en el ámbito de las tecnologías renovables (IPP por sus siglas en inglés). Dentro de su estrategia, la construcción y venta de proyectos a terceros es igualmente un ámbito significativo de la actividad.
- El rating se mantiene favorecido por una calificación del sector muy positiva y que se sustenta en mayor medida en los sólidos fundamentos de la actividad de venta de energía (alta rentabilidad, perspectiva de crecimiento, y relevantes barreras de entrada). Asimismo, los factores del posicionamiento competitivo y de la gestión se presentan favorables dentro del perfil de negocio.
- Como factores limitantes del rating señalamos la situación del perfil financiero y que a pesar de considerarse satisfactorio se encuentra en este momento limitado por la capitalización (promedio ajustado < 60%) y un nivel promedio en las magnitudes de los ratios EBITDA/Intereses (< 4x), y FFO/DFN (< 25%) como elementos que siguen condicionando el endeudamiento.
- 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 los 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 análisis sectorial. Por su parte, la política de ESG de la compañía se mantiene en términos adecuados (ESG score entre 1,5 y 3,5), siendo en este momento su impacto neutro sobre el rating.
- Nuestro análisis incluye las proyecciones financieras proporcionadas por la compañía para el período 2025-27. Estas son consideradas confidenciales y no se muestran en el informe.

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 una capacidad operativa de 879 MW y un destacado 'pipeline' (15,7 GW solar + 26,9 GWh de baterías) de proyectos destinados tanto para la generación como para venta a terceros.

En 2024, la facturación alcanzó la cifra de €531,6m (+196,7% YoY) con un EBITDA de €140,1m (margen EBITDA del 26,4%), situando el ratio DFN/EBITDA en 4,5x (6,0x en 2023). Desde 2019 la empresa cotiza en el Mercado Continuo de la Bolsa española con una capitalización de €1.321m (cierre: 22/04/2024).

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, principalmente impulsados por los correspondientes al ámbito de la generación y venta de energía. Así, la valoración se beneficia de una alta rentabilidad operativa, así como de la estabilidad asociada a los resultados. Esto es consecuente con nuestra valoración de unas destacadas barreras de entrada (regulación, necesidad de capital, 'pipeline' de proyectos, 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 de la industria.

- **Ajuste positivo por ESG a nivel sectorial.**

El sector de las energías renovables está bien alineado con los factores ESG con una calificación en el sector 'heatmap' entre 1 y 2, permitiendo mejorar en una categoría (tres escalones) la valoración del riesgo de la industria. Este sector contribuye a la reducción de la contaminación y a la protección de la biodiversidad como sustituto de las fuentes de energía tradicionales altamente contaminantes, si bien durante la construcción relacionada se utilizan recursos significativos y se emiten gases de efecto invernadero. El impacto sobre los consumidores y las comunidades

es positivo, ya que esta energía limpia favorece la salud y el desarrollo económico. El impacto en los proveedores es medio, ya que proveedores con plantas fabriles en China tienen una participación significativa en la cadena de suministros y pueden existir problemas de ESG.

Posicionamiento Competitivo

- **Destacadas ventajas en su desempeño competitivo bajo un avance en el tamaño del grupo.**

Greenergy continuó mejorando su escala competitiva a través de los últimos resultados anuales alcanzados y la consideración de las previsiones de crecimiento. Así, la compañía avanzó en el camino de alcanzar un tamaño (ventas + trabajos para su inmovilizado) superior a los €1.000m en el corto plazo.

El grupo está presente en el sector de las renovables 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 para el segmento solar cuenta con una cartera de 879 MW de activos en operación y 1,4 GW en construcción, de los cuales 920 MW ya han sido vendidos. Los planes de crecimiento se sustentan en un 'pipeline' adicional de proyectos solares en desarrollo de 14,3 GW, donde 3,4 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) que ha sido ampliado hasta los c.11 GWh (3,6 GWh en construcción), dentro de un 'pipeline' total en baterías de casi 27 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 (€640m en 2024) favorecen la diversificación. En este momento el peso de los resultados está ampliamente concentrado en el segmento de Desarrollo y Construcción (89% del EBITDA de gestión en 2024), siendo esperado para el medio plazo que el peso del segmento de venta de energía en los resultados recupere mayor protagonismo.

Si bien la generación de ingresos continúa marcada por la alta concentración de los resultados procedentes de Chile y España (81,6% conjunto en 2024), 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.

Estructura Accionarial y Gobernanza

- **Compañía cotizada bajo estabilidad en la gestión, y con reciente historial de apoyo financiero de los socios al negocio.**

Greenergy participa de las características de gestión de una empresa cotizada, aspecto que contribuye a una mejor valoración. 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. En este sentido, señalamos las dos ampliaciones de capital más recientes de 2021 y 2022 por un importe conjunto de €195m.

En la propiedad del grupo destaca la participación de su fundador y presidente (D. David Ruiz de Andrés), la cual se mantiene tras los últimos movimientos (venta de acciones y posterior reducción de capital) como mayoritaria (53%), y además le otorga casi un 70% de los derechos de voto. A finales de 2024 el señor Ruiz ha retomado el puesto de CEO del grupo tras haberlo dejado en mayo de 2024.

- **Gestión cualificada y una adecuada política financiera.**

La trayectoria reciente de la compañía ha permitido una mejora importante del posicionamiento competitivo bajo un endeudamiento algo más controlado, aspecto que favorece nuestra valoración de la gobernanza. En este momento los objetivos del Plan 2023-26, y que incluían la venta de activos por €600m para soportar una inversión de hasta €2.600m, se encuentran muy avanzados tras los recientes procesos de venta. En base a estos la compañía publicará en mayo una actualización de los planes a medio plazo que se espera mantenga la senda avanzada en 2024 de una mejor situación respecto al endeudamiento.

- **Adecuada política de ESG de la compañía.**

El desempeño en 'ESG', medido a través del análisis de nuestros factores para este ámbito, permite con los últimos datos del 2024 una situación adecuada (puntuación entre 1,5 y 3,5), y que no obstante se presenta en esta revisión neutral en su impacto sobre el rating. Esto es consecuencia de una menor valoración respecto al año anterior y que, dentro de un ejercicio marcado por una mayor actividad en la construcción de proyectos, ha afectado a los factores sociales y, especialmente, a los del ámbito medioambiental.

Perfil Financiero

Ventas y Rentabilidad

- Continuidad en una positiva rentabilidad operativa para cubrir los exigentes gastos financieros.

Greenergy continuó batiendo sus resultados históricos como consecuencia principal de los mayores ingresos del segmento de Desarrollo y Construcción de proyectos, lo que tuvo incidencia en unos menores márgenes. Así, tras un destacado crecimiento en la facturación, que alcanzó los €531,5m (+196,7% YoY), el EBITDA igualmente se incrementó hasta los €140,1m, lo que le permitió continuar obteniendo una positiva rentabilidad en las operaciones (Margen EBITDA: 26,4%). Así, la compañía continuó demostrando su capacidad para generar beneficios en su actividad, mejorando nuevamente el Resultado Neto con un importe de €59,6m (+16,7% YoY).

A futuro, Las previsiones para el medio plazo estiman que la venta de energía retome un mayor peso para contribuir a una mayor estabilidad en los ingresos y bajo una recuperación de la rentabilidad.

Endeudamiento y Cobertura

- Nivel de endeudamiento satisfactorio tras la mejora de los resultados.

La continuidad en una estrategia de intensa inversión continuó presionado el nivel de endeudamiento, aspecto adecuadamente controlado en el último año con los resultados obtenidos. Bajo las previsiones actuales el ratio EBITDA/intereses se situará > 3,5x (3,1x alcanzado en 2024), situación que se considera media en el contexto de una actividad como la de Greenergy.

En este contexto de mejora de los resultados, el mantenimiento de la Deuda Financiera Neta permitió una mejora del apalancamiento. Así, el ratio DFN/EBITDA, que alcanzó el 4,5x frente al 6,0x de 2023, se espera que siga mejorando para situar nuestro promedio ajustado en un ratio inferior a 3,5x. A su favor, destacamos igualmente 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

- Generación de caja positiva apoyada en los resultados y la continuidad en la captación de fondos.

En 2024 Greenergy continuó incrementando la posición de caja, alcanzando la cifra de €373,9m tras presentar una variación de caja neta positiva de €252,5m. La compañía mantuvo la capacidad de generación de fondos en las operaciones con un FFO de €128,3m, el cual se impulsó por un comportamiento positivo en la variación del 'capital circulante' para elevar el CFO hasta los €350,7m (+956% YoY). Con esta evolución y el apoyo de las desinversiones el Flujo de Caja Libre pudo ser positivo en un contexto de fuertes inversiones. De igual forma, el soporte de la deuda continuó siendo clave para seguir reforzando la liquidez.

Para el futuro más cercano se espera que la compañía retome un Flujo de Caja Libre negativo conforme a la inversión prevista, lo que supondrá un mayor consumo de caja en el corto plazo que se recuperará más adelante con el apoyo de la financiación. A su favor, se estima que la generación de caja positiva en las operaciones (CFO) continué acompañando el desempeño del grupo.

Capitalización

- Capitalización media en base a las perspectivas de mejora.

En la estructura financiera de Greenergy seguimos observando una modesta situación respecto a su capitalización, aspecto reflejado en un Patrimonio Neto/Deuda Financiera que alcanzó el 46,9% al cierre de 2024 (2023: 45,6%). Bajo las previsiones actuales se espera que el ratio vaya mejorando hasta situarse alrededor del 55%, situación que si bien no supone una destacada mejora relevante permite una valoración media respecto al nivel de capitalización.

Liquidez

- Buena situación de liquidez que se mantiene dependiente del alcance de la inversión.

Bajo nuestra visión la liquidez de Greenergy se valora como buena, aspecto que se sustenta tanto en la situación satisfactoria para acceder al mercado de deuda como en su capacidad para atender sus compromisos financieros y de inversión esperados en el medio plazo con la generación de caja estimada y la nueva financiación a formalizar.

Modificadores

Controversias

- No presenta

Riesgo País

- No presenta

Principales Magnitudes Financieras

Principales magnitudes. Miles de €.				
	FY22	FY23	FY24	24vs23
Facturación	110.584	179.139	531.580	196,7%
EBITDA	50.088	105.871	140.123	32,4%
Margen EBITDA	45,3%	59,1%	26,4%	-32,7pp
EBIT	29.816	86.563	118.610	37,0%
Margen EBIT	27,0%	48,3%	22,3%	-26,0pp
EBT	7.308	52.193	74.576	42,9%
Total Activo	886.981	1.266.336	1.875.214	48,1%
Patrimonio Neto (PN)	244.815	343.730	473.545	37,8%
Deuda Financiera Total (DFT)	446.004	753.114	1.009.522	34,0%
Deuda Financiera Neta (DFN)	339.694	631.512	635.524	0,6%
PN/DFT	54,9%	45,6%	46,9%	1,3pp
DFN/EBITDA	6,8x	6,0x	4,5x	-1,4x
Funds From Operations (FFO)	18.242	63.689	128.336	101,5%
FFO/DFN	5,4%	10,1%	20,2%	10,1pp
EBITDA/Intereses	2,6x	3,0x	3,1x	0,1x

Credit Rating

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

Análisis Sensibilidad

- **Factores positivos en el largo plazo (↑)**

Greenergy continua bajo un ambicioso plan de crecimiento. Un adecuado avance en las operaciones y que se acompañe de una mejora conjunta o individual en los ratios de endeudamiento promedio esperados (DFN/EBITDA < 2,3x; EBITDA/intereses > 5,2x; Patrimonio Neto/DF > 92%) se destacan como una situación que potencialmente podrían incidir en una mejora de la calificación. Asimismo, señalamos la capacidad de mejora que aportan tanto la calificación del ámbito ESG como del mayor peso del negocio de venta de energía asegurada en sus precios y demanda.

- **Factores negativos en el largo plazo (↓)**

Por el contrario, la falta de un adecuado avance en los objetivos estratégicos, y que adicionalmente pueda suponer una peor situación en el endeudamiento promedio esperado (DFN/EBITDA > 4x; EBITDA/intereses < 2,8x), se plantea como un escenario para una potencial bajada del rating.

Sources of information

The credit rating assigned in this report has been requested by the rated entity, which has also taken part in the process. It is based on private information as well as public information. The main sources of information are:

1. Annual Audit Reports.
2. Corporate Website.
3. Information published in the Official Bulletins.
4. Rating book provided by the Company.

The information was thoroughly reviewed to ensure that it is valid and consistent, and is considered satisfactory. Nevertheless, EthiFinance Ratings assumes no responsibility for the accuracy of the information and the conclusions drawn from it.

Additional information

- The rating was carried out in accordance with Regulation (EC) N°1060/2009 of the European Parliament and the Council of 16 September 2009, on credit rating agencies. Principal methodology used in this research are :
 - Corporate Rating Methodology - General : <https://www.ethifinance.com/download/corporate-rating-methodology-general/?wpdmdl=35203>
- 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