

ISSUER RATING
Long termOUTLOOK
Stable

Initiation date	22/12/2020
Rating date	19/01/2024

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 Greenalia, S.A. en 'BB', manteniendo la tendencia 'Estable'.
- El grupo mejora en este momento en su situación cualitativa para situarse en un momento de transición hacia un nuevo proceso de intensa inversión y apalancamiento que aún requiere de avance en los objetivos financieros y de desarrollo de proyectos.
- El rating se ve favorecido por una calificación del sector muy positiva (AA), que mejora una vez que la compañía ha pasado a ser exclusivamente un productor de energía, permitiendo sostener un positivo perfil de negocio (BBB).
- Como factores limitantes del rating señalamos la limitada escala o tamaño en términos de ventas, que condiciona el posicionamiento competitivo de la compañía (B+), y un perfil financiero (B+) con amplia capacidad de mejora en los ratios de endeudamiento y la capitalización.
- En línea con nuestra metodología, el sector de 'utilities' ajustado al ámbito de las renovables se encuentra adecuadamente alineado con los factores ESG (heatmap score entre 1 y 1,9), lo que supone una mejora de tres escalones en el factor sectorial. La política de ESG de la compañía se considera favorable (puntuación 72/100), que resulta suficiente para un impacto positivo de medio escalón en el ámbito financiero.

Descripción de la Compañía

Greenalia S.A. y sus sociedades dependientes (en adelante Greenalia) se posiciona como un productor de energía independiente (IPP por sus siglas en inglés) en el ámbito de las tecnologías renovables. Junto a sus primeros proyectos operativos de biomasa y eólica en Galicia (124,5 MW), la compañía cuenta con un 'pipeline' de proyectos en construcción y desarrollo de 5,3 GW que amplían el rango de tecnologías y sitúan a España y EE.UU como mercados estratégicos. A cierre de 2022 los resultados siguieron creciendo como apoyo a la continuidad de una estrategia intensiva en inversión. La cifra de negocios ajustada alcanzó los €96,5m (+113%) con un EBITDA de €63,8m (margen EBITDA del 66%) y un ratio Deuda Financiera Neta/EBITDA de 5,1x.

Fundamentos

Perfil de Negocio

Análisis del Sector

- Sector con positivos fundamentos.**

Bajo nuestra metodología la calificación sectorial de Greenalia se alcanza desde su condición de compañía de tipo 'utility' que se ajusta en base a las características propias de un productor de energía 100% renovable. De forma conjunta se reconocen unos positivos fundamentos en el conjunto de factores. La estabilidad asociada a unos resultados con positiva rentabilidad (Margen EBIT 2022: 34%) y unas perspectivas muy favorables en la demanda del sector son elementos que impulsan la calificación. Asimismo, se valora la existencia de unas barreras de entrada significativas al sector (necesidades de capital y experiencia) en este momento de avance en su madurez.

- Sector alineado con los factores ESG.**

En línea con nuestra metodología, el sector de producción de energía renovable se encuentra alineado 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 o está estructuralmente posicionado para beneficiarse de ellas. Estas tendencias están proporcionando importantes oportunidades de negocio y visibilidad a largo plazo para todo el sector y tienen como resultado un aumento de tres escalones en su nota sectorial.

Posicionamiento Competitivo

- Posicionamiento competitivo condicionado por su escala.**

El momento aún inicial de las operaciones como 'IPP' supone un amplio recorrido de mejora en su ámbito competitivo. Los ingresos por venta de energía comenzaron a ser relevantes en 2021 tras la puesta en marcha en el ejercicio anterior de sus actuales proyectos de biomasa y eólica en Galicia. A cierre del 2022 su cifra de ventas fue inferior a €100m, dentro de un entorno extraordinario de precios. El avance de 2023 a junio alcanzó una cifra de ventas ajustadas de €26,9m (-37% respecto al periodo anterior).

El alcance de un mayor tamaño en su cifra de negocio se espera a futuro con el avance en los planes estratégicos. Los planes de crecimiento y mejora del posicionamiento competitivo se apoyan en un 'pipeline' de proyectos que alcanza los 5,3 GW, donde destacan 805 MW en fase iniciada de construcción (pendiente de financiación) y los 2,7 GW en fase de desarrollo avanzado. De esta forma, en esta revisión del rating mejoramos la situación competitiva por el grado de

desarrollo conseguido en el 'pipeline', lo que contribuye de forma importante a incrementar el valor de la compañía y refuerza su capacidad competitiva. El avance en el 'pipeline' permitió en 2023 la venta de una parte (184 MW) que han generado casi €39,8m en el EBITDA.

- **Moderada situación respecto a sus ventajas competitivas y diversificación de la actividad.**

La apuesta por desarrollar sus propios proyectos, siendo la estrategia la de conservar la propiedad al 100% de los mismos, el posicionamiento en el entorno de Galicia como destacado mercado estratégico, y el enfoque 'multi-tecnología', donde actualmente aborda: la eólica (terrestre y marina), solar, biomasa, y las baterías, destacan como elementos que consideramos que aportan un elemento diferencial en su desempeño competitivo bajo unas moderadas ventajas competitivas. Este posicionamiento ha sustentado el positivo arranque de las operaciones al maximizar sinergias y rentabilidad en la eólica y biomasa.

Tras la venta de sus negocios industriales Greenalia se configura como empresa especialista. La concentración de los ingresos en un número limitado de proyectos situados en Galicia supone aún un hándicap en la diversificación del grupo, aspecto en situación de mejora con los desarrollos de EE.UU en curso que suponen igualmente avanzar en la tecnología solar fotovoltaica.

Gobierno Corporativo

- **Estructura de gestión consolidada.**

La compañía dejó de cotizar en agosto de 2022 en el BME Growth tras la oferta de compra de acciones de los principales socios. Los máximos accionistas de Greenalia, que incluyen al socio fundador y CEO D. Manuel García (Smarttia, S.L.U) y su presidente no ejecutivo D. José María Castellano (Alazady España, S.L.) mantienen la titularidad del capital con un 94% y 6% respectivamente. En esta nueva etapa se mantienen las prácticas y órganos de gobernanza de una empresa cotizada, aspecto que bajo nuestra visión favorece a los fundamentos de la gestión.

- **Adecuada valoración en su política financiera, con importantes objetivos en curso.**

El equipo gestor ha progresado favorablemente sobre los hitos marcados por su plan estratégico, destacando que en este momento la compañía estima alcanzar un EBITDA de €100m en el ejercicio 2023. Este objetivo estaba en el Plan 2018-23, aunque supeditado a alcanzar una capacidad operativa de 1 GW que no se ha alcanzado, pero que se espera posible gracias a la positiva coyuntura de precios en el 'pool' y la oportuna adaptación de la estrategia para incorporar la venta de 'pipeline'. En todo caso, la gestión continúa afrontando importantes retos en materia operativa y financiera para el cumplimiento de sus compromisos.

El nuevo Plan 2023-27, el cual no ha sido publicado por la compañía, de forma general mantiene unos exigentes objetivos de puesta en marcha de nueva capacidad de generación para permitir un importante incremento de los resultados con un equilibrio entre España y EE.UU. Para ello, la gestión se apoya en el avance conseguido en el 'pipeline' y la consecución de acuerdos de venta de energía (PPA) en España y en EE.UU, así como está trabajando en la financiación corporativa y de proyectos necesaria. La mejora de la liquidez y la solvencia de acuerdo a los objetivos de inversión, así como la gestión de un Fondo de Manobra ampliamente negativo, y aún condicionado extraordinariamente por la traspaso a corto de la deuda de la planta de Curtis-Teixeiro, son aspectos que se mantienen aún bajo gestión.

- **Política ESG Compañía.**

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 72/100. Esta puntuación ya supone una mejora 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.**

En 2022 Greenalia continuó creciendo en sus resultados conforme a los mayores ingresos generados, lo que permitió alcanzar un resultado neto de €16,4m que supone una mejora del 36,1% respecto al año anterior. Los mayores gastos operativos, la existencia de ingresos no recurrentes en el año anterior, y los deterioros del activo realizados condicionaron la posibilidad de obtener un mayor crecimiento y una mejora en la rentabilidad a nivel EBITDA (Mg. del 66% vs 81% en 2021). Así, la rentabilidad en las operaciones se mantuvo en términos favorables para asumir la importante carga financiera soportada y que, siendo consecuente con su actividad, se derivada principalmente del alto apalancamiento de los proyectos en su fase de arranque.

El avance de 2023 a junio permitió nuevamente un crecimiento de los resultados gracias al apoyo de la venta de

proyectos en fase de desarrollo. Estos ingresos extraordinarios a nivel EBITDA (€39,8m) compensaron la menor cifra de ventas respecto al mismo periodo anterior y el incremento del gasto financiero.

Endeudamiento y Cobertura

- **Endeudamiento destacado consecuente con el modelo de negocio de una 'IPP' y su actual fase de crecimiento.**

La deuda financiera neta en 2022 alcanzó los €324,6m (+19%) lo que situó el ratio sobre el EBITDA en un valor de 5,09x que mejora el 7,44x del año anterior conforme a lo mayores resultados obtenidos. El ratio FFO/DFN mejoró hasta un valor de 14,8%, el cual continuó siendo limitado como reflejo del momento inicial de las operaciones como productor de energía y el endeudamiento realizado. Asimismo, la compañía obtuvo una mejora significativa de la cobertura de intereses con el mayor EBITDA generado para obtener un ratio de 4,2x (1,8x en 2021).

A junio de 2023 la deuda financiera neta continuó creciendo hasta alcanzar un importe de €357,7m, dentro de un contexto de continuidad en la inversión y el apoyo de la venta de activos. Si bien se mantienen unos niveles destacados de apalancamiento señalamos que la actividad de venta de energía principalmente bajo proyectos regulados (79% s/total en 2022) habilita bajo nuestra metodología, el uso de unos ratios de endeudamiento menos exigentes respecto actividades con flujos de caja más volátiles.

En el corto plazo la gestión del Fondo de Maniobra negativo, donde especialmente señalamos los vencimientos de deuda corporativa, es un aspecto clave que ya se está gestionando por parte de la compañía pero que aún requiere de avance.

Análisis del Flujo de Caja

- **Generación de caja positiva en las operaciones aunque condicionada por el endeudamiento y los objetivos de inversión.**

Greenalia sigue favorecida por los mayores resultados y el avance en el desarrollo de su 'pipeline', aspectos que refuerzan el avance en sus planes de inversión. A falta de unos mayores resultados, durante 2022 la compañía se mantuvo altamente dependiente de la captación de deuda para sostener la liquidez, habiendo reducido el saldo de su caja en casi €21,4m dentro de un contexto de mayor inversión realizada. El avance de 2023 registró un aumento de su saldo de caja hasta situarla por encima de los €61m (€47,8m no pignorados).

Estos resultados contribuyeron a una mejora destacada en la generación de caja operativa, donde el FFO alcanzó la cifra de €47,9m (+94,1% anual). La continuidad en un plan de crecimiento intensivo en inversión (€98m en 2022) continuó arrojando un Cash-flow libre negativo de debió recurrir a un significativo aumento de la deuda para financiarse.

El avance de 2023 durante el primer semestre estuvo favorecido por la venta de activos que sumaron €39,8m extraordinarios al EBITDA. Con estos fondos la generación de caja en las operaciones se mantuvo positiva y ampliamente mejorada respecto al periodo anterior (FFO de €39,5m) y contribuyó finalmente a una caja total que creció hasta los €61,6m (€47,8m no pignorados).

Capitalización

- **Ajustada autonomía financiera en proceso de mejora.**

La capitalización de Greenalia es un aspecto en continua necesidad de mejora en los últimos años. Así en 2021 la compañía amplió capital en €15m como respuesta a la situación de sus fondos propios. Por su parte, en 2022 la contribución del resultado neto obtenido y la valoración positiva que surgió de los instrumentos de cobertura permitieron casi duplicar la cifra de Patrimonio Neto hasta los €44,6m (+98,2% anual). Con esta cifra el ratio sobre el total de la deuda financiera se situó en un 12,4%, valor que si bien permite mejorar la situación aún supone una ajustada situación para la autonomía financiera del grupo.

El avance del primer semestre de 2023 contó nuevamente con el impulso del mayor resultado neto para una mejora del Patrimonio Neto, situando el ratio respecto al total de la deuda financiera en el 18,7% (12,4% en 2022). Este crecimiento, que se valora necesario para la continuidad de un nuevo periodo de fuerte inversión, sin embargo continuó manteniendo a Greenalia bajo una ajustada capitalización.

Modificadores

- **No presenta.**

Principales Magnitudes Financieras

Principales magnitudes financieras.						
€miles	2021	2022	22vs21	1S-2022	1S-2023	1s22-1s23
Cifra de negocio ajustada (1)	45.241	96.511	113,3%	42.617	26.935	-36,8%
EBITDA	36.661	63.830	74,1%	23.167	52.785	127,8%
Margen EBITDA	81,0%	66,1%	-14,9pp	54,4%	196,0%	141,6pp
EBIT	27.435	32.907	19,9%	17.723	47.365	167,26%
Margen EBIT	60,6%	34,1%	-26,5pp	41,6%	175,9%	134,3pp
EBT	14.112	20.335	44,1%	12.769	37.679	195,1%
Total Activo	383.798	472.495	23,1%	438.355	536.331	22,4%
Patrimonio Neto	22.523	44.646	98,2%	41.664	75.983	82,4%
Deuda Financiera Total (2)	331.420	361.303	9,0%	351.190	405.547	15,5%
Deuda Financiera Neta	272.784	324.583	19,0%	262.522	357.752	36,3%
PN/DFT	6,8%	12,4%	5,6pp	11,9%	18,7%	6,9pp
DFN/EBITDA	7,44x	5,09x	-2,36x	-	-	-
Funds From Operations (3)	24.703	47.945	94,1%	19.455	39.475	102,9%
FFO/DFN	9,1%	14,8%	5,7pp	-	-	-
EBITDA/Intereses	1,84x	3,65x	1,80x	-	-	-

(1) incluye trabajos para el propio inmovilizado.

(2) Excluye derivados y deuda de grupo.

(3) Calculado como CFO menos variaciones del circulante.

Credit Rating

Credit Rating	
Perfil Negocio	BBB
<i>Análisis Sectorial</i>	AA
<i>Ajuste ESG (1)</i>	Positivo
<i>Posicionamiento Competitivo</i>	B+
<i>Governance</i>	BB-
Perfil Financiero	B+
<i>Cash flow y endeudamiento</i>	BB-
<i>Capitalización</i>	CCC
<i>ESG compañía (2)</i>	Positivo
Anchor Rating	BB
<i>Modificadores</i>	-
Rating	BB

(1) Mejora de 3 escalones.

(2) Mejora de medio escalón.

Análisis Sensibilidad

- Factores positivos en el largo plazo (↑)

Greenalia afronta en este momento un nuevo ciclo estratégico con ambiciosos objetivos en materia de crecimiento e implicaciones en su perfil de negocio. Un adecuado avance que se acompañe de una mejora en los ratios de endeudamiento promedio esperados (DFN/EBITDA < 6x; EBITDA/intereses > 3x) se destacan como elementos que potencialmente podrían incidir en una mejora de la calificación.

- Factores negativos en el largo plazo (↓)

La falta de avance en los objetivos estratégicos (refinanciación de deuda y desarrollo de proyectos) y que pueda suponer una peor situación en el endeudamiento promedio esperado (DFN/EBITDA > 12x; EBITDA/intereses < 1,3x) se plantea como un escenario potencial para una rebaja 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 - Long Term :
<https://files.qivalio.net/documents/methodologies/Corporate%20Rating%20Methodology%20-%20Long-Term%20-%2020221107.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