

ISSUER RATING
Long termOUTLOOK
StableInitiation date 16/10/2019
Rating Date 18/06/2024

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 'Evolving' a 'Estable'.
- El cambio en la tendencia del rating se produce tras la revisión con nuevos datos de cierre del 2023 y la vigencia de sus objetivos de corto y medio plazo, esperándose un mantenimiento de los principales ratios.
- 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 una modesta capitalización y un nivel de endeudamiento que, bajo nuestro promedio ajustado en las magnitudes (DFN/EBITDA > 5x; EBITDA/Intereses < 4x, y FFO/DFN < 13%), son elementos que aún condicionan el perfil financiero. 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. Asimismo, la política de ESG de la compañía se mantiene en términos favorables (ESG score entre 1 y 1,5), permitiendo 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. En 2023 la compañía siguió batiendo sus cifras de resultados bajo la continuidad de una destacada inversión. La facturación alcanzó €179m (+62% YoY) con un EBITDA de €104,5m (margen EBITDA del 58,3%), situando el ratio DFN/EBITDA en 6,0x (6,8x en 2022). Desde 2019 la empresa cotiza en el Mercado Continuo de la Bolsa española con una capitalización de €938,7m (cierre: 31/05/2024).

Nuestro análisis incluye las proyecciones financieras proporcionadas por la compañía para el período 2024-26. Estas son consideradas confidenciales y no se muestran en el informe.

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, especialmente por la actividad de venta de energía (uso de contratos 'PPA' o tarifa regulada). 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 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 mejorando en una categoría 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. Sin embargo, la construcción relacionada emite gases de efecto invernadero y utiliza recursos

significativos. El impacto sobre los consumidores y las comunidades es positivo, ya que esta energía limpia favorece la salud y al desarrollo económico. El impacto en los proveedores es medio, ya que China, donde pueden existir problemas de ESG, participa en gran parte de la cadena de suministro.

Posicionamiento Competitivo

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

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

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 2,4 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) de 4,1GWh (475 GWh en construcción) dentro de un 'pipeline' total de 11 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 sean mayoritarios respecto al resto de actividades, siendo sin embargo muy importante la continuidad en la rotación de proyectos.

Si bien la generación de ingresos continúa marcada por la alta concentración de los resultados procedentes de Chile y España (89,7% en 2023), 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 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 un 68% de los derechos de voto.

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

La La gestión cuenta con una amplia trayectoria profesional de la directiva, la cual continuó reforzándose en el último periodo con nuevas incorporaciones. En este sentido, destacamos la incorporación de D. Pablo Otín como Director de Operaciones, y que desde mayo de 2024 sustituye al señor Ruiz de Andrés como CEO de la compañía.

La trayectoria reciente de la compañía ha permitido una mejora importante del posicionamiento competitivo bajo un endeudamiento controlado, aspecto que favorece nuestra valoración de la gobernanza. En este momento la guía estratégica mantiene los objetivos del Plan 2023-26 para un fuerte crecimiento encaminado a gestionar una inversión de €2.600m que permita alcanzar una cartera operativa de 3,5 GW. Esta planificación supone mantener una situación de endeudamiento relevante con una estimación para la DFN/EBITDA (promedio ajustado) que se sitúa en un ratio superior a 5x.

- **Política ESG a nivel compañía con impacto positivo.**

El desempeño en ESG, medido a través del análisis de nuestros factores para este ámbito, permite con los últimos datos del 2023 una situación favorable (puntuación entre 1 y 1,5) que supone una mejora directa de medio escalón en el rating del perfil financiero de la compañía. Esta calificación continúa apoyada en una superior calificación del ámbito medioambiental y que se acompaña de unos factores sociales y de gobernanza con positivas valoraciones,

aunque con mayor recorrido de mejora.

Perfil Financiero

Ventas y Rentabilidad

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

En el último año la compañía continuó demostrando la capacidad para generar beneficios en su actividad, siendo además un año de relevante crecimiento con la obtención de un Resultado Neto de €51m (+395% YoY). De esta forma, la compañía continuó batiendo sus resultados históricos bajo la continuidad de los mayores ingresos por ventas de energía y la aportación destacada en este ejercicio del traspaso de proyectos. Así, el EBITDA a cierre de 2023 se duplicó respecto al año anterior para alcanzar la cifra de €104,5m, lo que le permitió continuar obteniendo una positiva rentabilidad en las operaciones (Margen EBITDA: 58,3%).

Endeudamiento y Cobertura

- Endeudamiento destacado bajo la continuidad de la inversión.

La continuidad en una estrategia de intensa inversión continuó presionado el nivel de endeudamiento. Bajo las previsiones actuales nuestro ratio EBITDA/intereses (promedio ajustado) se sitúa en el entorno del 3,6x, situación que se considera moderada en el contexto de una actividad como la de Greenergy que se ve favorecida por la recurrencia en la generación de negocio.

De igual forma, el ratio DFN/EBITDA, que alcanzó las 6,0x al cierre de 2023, continuó siendo destacado en el entorno actual de los planes de crecimiento, aspecto que se mantiene en las previsiones. Así, bajo el promedio ajustado se espera un nivel superior a 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. En 2023 la compañía formalizó un préstamo corporativo de largo plazo (€157m) que contribuye a la flexibilidad financiera.

Análisis del Flujo de Caja

- Incremento de la caja con el apoyo de la deuda y la aportación de los socios.

En 2023 Greenergy continuó incrementando la posición de caja, alcanzando la cifra de €121,6m (+15,7m). A su favor la compañía mantuvo la capacidad de generación de fondos positiva en las operaciones y en donde, si bien los mayores resultados contribuyeron a mejorar el FFO (€63,7m), este se vio condicionado por la variación negativa del 'capital circulante'. La obtención de un Flujo de Caja Libre negativo, en un contexto de fuertes inversiones (€767,7m en 2021-23), se mantuvo como premisa a lo largo del último periodo. Esta situación, se ha sostenido adecuadamente en los últimos años por las ampliaciones de capital realizadas y, especialmente en 2023, con la captación de deuda.

Capitalización

- Modesta capitalización en el contexto esperado de crecimiento de la deuda.

En la estructura financiera de Greenergy señalamos una modesta situación respecto a su capitalización, aspecto reflejado en un Patrimonio Neto/DFT que alcanzó el 45,6% al cierre de 2023 (2022: 54,9%). Bajo las previsiones actuales de los datos promedio no se espera que esta situación mejore, aspecto que por tanto se presenta como un aspecto que limita el perfil financiero del grupo.

Liquidez

- Buena situación de liquidez que se mantiene dependiente de las expectativas de 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 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 de €.				
	2021	2022	2023	23vs22
Facturación	82.506	110.584	179.139	62,0%
EBITDA	41.424	50.154	104.509	108,4%
Margen EBITDA	50,2%	45,4%	58,3%	13,0pp
EBIT	32.386	29.816	86.563	190,3%
Margen EBIT	39,3%	27,0%	48,3%	-12,3pp
EBT	18.130	7.308	52.193	614,2%
Total Activo	604.808	886.981	1.266.336	42,8%
Patrimonio Neto (PN)	158.708	244.815	343.730	40,4%
Deuda Financiera Total (DF)	312.018	446.004	753.114	68,9%
Deuda Financiera Neta (DFN)	238.446	339.694	631.512	85,9%
PN/DFT	50,9%	54,9%	45,6%	-9,2pp
DFN/EBITDA	5,8x	6,8x	6,0x	-0,7x
Funds From Operations (FFO)	36.522	18.242	63.689	249,1%
FFO/DFN	15,3%	5,4%	10,1%	4,7pp
EBITDA/Intereses	4,4x	2,6x	3,0x	0,4x

(1) incluye trabajos para el inmovilizado

Credit Rating

Credit Rating	
Perfil Negocio	BBB+
<i>Análisis Sectorial</i>	A+
<i>Ajuste ESG</i>	Positivo
<i>Posicionamiento Competitivo</i>	BBB-
<i>Gobernanza</i>	BBB-
Perfil Financiero	BB
<i>Cash flow y endeudamiento</i>	BB
<i>Capitalización</i>	B
<i>ESG compañía</i>	Positivo
Anchor Rating	BBB-
<i>Modificadores</i>	n.a
Rating	BBB-

Análisis Sensibilidad

- Factores positivos en el largo plazo (↑)

Desde EthiFinance Ratings no se espera una mejora del rating en el corto plazo. No obstante, un avance sostenido en los resultados que permita una mejora en el endeudamiento promedio esperado (DFN/EBITDA < 3x; EBITDA/intereses > 6,5x) se destaca como un escenario que potencialmente podría incidir en una mejora de la calificación bajo continuidad o mejora en el resto de las situaciones.

- Factores negativos en el largo plazo (↓)

De igual forma, una desviación negativa sobre la evolución financiera prevista (DFN/EBITDA > 7x; EBITDA/intereses < 2,5x) sería un potencial indicativo para una 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 - 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