



ISSUER RATING

Long-term Rating

Tendencia: Estable

Fecha de primer rating: 22/12/2020

Analistas

Head of Infrastructure & Project Finance
Miguel Castillo Clavarana
mcclavarana@axesor-rating.es

Chief Rating Officer
Guillermo Cruz Martínez
gcmartinez@axesor-rating.es

Resumen Ejecutivo

A continuación se detalla un Resumen Ejecutivo sobre la calificación asignada por Axesor rating a Greenalia, S.A.

Greenalia S.A. y sus sociedades dependientes (en adelante Greenalia) se posiciona como un productor de energía renovable. Durante 2020 está generando los primeros ingresos por venta de energía con una capacidad operativa actual de 74 MW mediante eólica y biomasa. La compañía sitúa en España su ámbito principal de actividad, donde cuenta con un 'pipeline' de proyectos en desarrollo de 3.461 MW. En 2019 la compañía facturó €40,2M (+13,7%) con un EBITDA generado de casi €3M que permite cubrir la deuda financiera con recurso en 8,5x a la espera de mayor avance en el plan estratégico

Fundamentos

Perfil cualitativo

- ▶ **Adecuado posicionamiento competitivo derivado de su trayectoria en el ámbito de la biomasa y la cartera total de proyectos renovables en operación y desarrollo de 3,5 GW.**

La actividad estratégica de la empresa es la generación y venta de electricidad a través de proyectos eólicos (on-shore y off-shore), solares, y de biomasa, estando en la actividad de biomasa integrada verticalmente desde el origen de la materia prima hasta la producción de la energía eléctrica y térmica. La empresa inició su actividad como desarrollador de proyectos en 2006 y actualmente cotiza en el BME Growth (anteriormente MAB) desde el año 2017 con una capitalización bursátil actual superior a los 300M. La vocación por desarrollar sus propios proyectos, manteniendo la propiedad al 100% de los mismos, y de actuar exclusivamente en el entorno nacional son aspectos que, junto a su enfoque 'multi-tecnología', caracterizan el posicionamiento competitivo de Greenalia.

El plan estratégico en curso (2019-23) aspira en estos momentos al desarrollo y construcción de hasta 1 GW para venta de energía. Junto a la capacidad instalada en este momento (74 MW), sus planes de crecimiento se sustentan en una cartera de proyectos en desarrollo ('pipeline') que alcanza los 3.461 MW en sus diferentes estados de avance y donde destacamos los 50 MW en construcción (22,5 MW en pruebas) y los 135 MW en desarrollo avanzado o 'backlog'.

- ▶ **Situación inicial en su condición de productor independiente de energía que mantiene a España como principal ámbito de operaciones y permitirá mejorar la concentración actual de las operaciones.**

Greenalia cuenta con más de 20 años de trayectoria en el negocio forestal (compraventa de madera y biomasa), donde se encuentra ampliamente integrada hasta la propia fabricación de biocombustibles y generación de energía. En este momento el grupo continúa creciendo en sus actividad industrial sobre una base concentrada de clientes con alta recurrencia y fundamentalmente nacional (82% s/ventas 2019). Al cierre de 2019 el negocio forestal/industrial supuso el 87% del total de la facturación, siendo durante 2020 cuando se están generando los primeros ingresos por venta de energía (€2,1 M hasta junio).

En este momento, en el segmento de energía los hitos más destacados comprenden la cartera de proyectos en explotación (74 MW) donde destaca, por su importante contribución a los ingresos del grupo, los 50 MW de biomasa en fase de puesta en marcha ('commissioning').

Perfil financiero

- **Situación financiera condicionada por el inicio en las inversiones del negocio de energía que estima un impacto a medio plazo una mejora general de la rentabilidad y generación de caja como respuesta al incremento general de la deuda.**

En 2019 la compañía mantuvo una situación de alto apalancamiento como resultado de la moderada rentabilidad de sus negocios tradicionales y la suma de una mayor deuda asociada a la construcción y desarrollo de proyectos que no generan resultados. Así, la situación de un Patrimonio Neto de solamente el 0,16% sobre el total de la deuda financiera y un ratio de DFN/EBITDA de 8,5x en el perímetro con recurso (excluyendo los proyectos) requiere del avance en los planes previstos para alcanzar una adecuada situación financiera.

- **Emisión de deuda de largo plazo en curso como elemento clave en la mejora financiera y la consecución de los planes estratégicos. La proyección financiera estima una adecuada situación para afrontar los compromisos financieros con la propia actividad y generación de caja.**

El plan estratégico continúa demandando un importante volumen de deuda tanto a nivel corporativo como de proyecto, así como, la refinanciación de deudas que vencen en 2022 (€33M). Con este fin la compañía gestiona en este momento la captación de €50M mediante un Bono Senior con vencimiento único a 5 años que incorpora obligaciones y garantías propias de este tipo de financiación. El adecuado cumplimiento de los compromisos financieros se refleja en las proyecciones financieras aportadas por la compañía, aspecto este considerado en la calificación y que en este momento aún requiere de un amplio grado de avance en el desarrollo del plan de negocio.

Principales magnitudes

Principales magnitudes financieras

€miles	2017	2018	2019	2019-18
Cifra de negocio	35.004	35.434	40.291	13,71%
EBITDA	1.823	2.197	2.965	34,97%
% s/EBITDA	5,21%	6,20%	7,36%	1,16pp
Gastos financieros (GF) (1)	-545	-1.532	-1.270	-17,08%
EBITDA / GF	3,34x	0,58x	0,29x	-0,30x
Patrimonio Neto	4.614	3.069	326	-89,39%
% s/Deuda financiera	21,31%	2,98%	0,16%	-2,82pp
Deuda financiera neta con recurso (DFNcR) (2)	13.065	30.907	25.271	-18,23%
DFNcR/EBITDA	7,17x	14,07x	8,52x	-5,55x
Flujo de caja operativo (FFO)	1.409	1.382	-5.399	-490,67%
FFO/DFNcR	10,79%	4,47%	-21,37%	-25,84pp
Caja (3)	8.582	10.597	16.717	57,76%

(1) incluye ingresos financieros por activación de inmovilizado.

(2) excluye deuda con garantía de proyectos sin recurso al socio.

(3) excluye caja restringida a la inversión en proyectos.

Rating y tendencia

Axesor Rating otorga una calificación crediticia de **BB-** a Greenalia con una **tendencia estable**. Nuestra opinión determina que el rating otorgado refleja la situación actual, así como, la perspectiva esperada a futuro en la calidad crediticia de la compañía.

Análisis de sensibilidad

Factores que pudieran (individual o colectivamente) impactar en el rating:

▶ **Factores positivos (↑).**

Un avance significativo en los objetivos del plan de negocio y en la generación de caja asociada tanto a los negocios industriales como en los proyectos de energía.

▶ **Factores negativos (↓).**

Desviación sustancial en los objetivos del plan estratégico y que impacten negativamente en la liquidez de la compañía para cumplir con sus compromisos financieros.

Información regulatoria

Fuentes de información

La calificación de crédito emitida en este informe ha sido realizada de manera solicitada por parte del ente calificado, participando éste en el proceso. La misma se basa tanto en información privada como pública. Las principales fuentes utilizadas son:

1. Cuentas anuales.
2. Página web corporativa.
3. Información publicada por los Boletines Oficiales.
4. Rating book facilitado por la compañía.

La información ha sido exhaustivamente revisada para asegurar plausibilidad y coherencia, considerándose satisfactoria. No obstante, Axesor Rating no asume ninguna responsabilidad sobre la veracidad de la información y de las conclusiones deducidas sobre la misma.

Información adicional

- La calificación ha sido realizada de acuerdo al Reglamento (CE) N°1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de septiembre de 2009 sobre las agencias de calificación crediticia y en concordancia con la Metodología Corporate Rating y Metodología de Perspectivas que puede consultarse en www.axesor-rating.com/es-ES/about-axesor/methodology; y bajo la Escala Corporate largo plazo disponible en www.axesor-rating.com/es-ES/about-axesor/rating-scale
- Axesor publica los datos sobre las tasas históricas de incumplimiento de las categorías de calificación, que se alojan en el repositorio central de estadísticas CEREP, del regulador European Securities and Markets Authority (ESMA).
- De acuerdo con lo estipulado en el Artículo 6, apartado 2, en relación con el anexo I, sección B, punto 4, del Reglamento (CE) N° 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de septiembre de 2009, se informa que en el transcurso de los últimos 12 meses axesor ha prestado servicios auxiliares a la entidad calificada, no así a terceros vinculados. No obstante, conforme a nuestra Política de Conflictos de Intereses, esta venta no supone conflicto ya que no supera el 5% de la cifra neta de negocio.
- El rating otorgado ha sido notificado a la entidad calificada, no siendo modificado desde entonces.

Condiciones de uso de este documento y su contenido:

Para todas las modalidades de Rating que la AGENCIA emita, el Usuario no podrá, por sí mismo o a través de terceros, ceder, subarrendar, sublicenciar, vender, extraer, reutilizar o realizar cualquier otro acto de disposición de los datos contenidos en este Documento a tercero alguno, ya sea de forma gratuita u onerosa, ni alterar, transformar o tergiversar de cualquier forma, la información facilitada; así mismo, tampoco podrá copiar y/o duplicar la información ni crear ficheros que contengan total o parcialmente la información contenida en el Documento. El Documento y su código fuente, en cualquiera de sus modalidades, tendrá la consideración de elaboración, creación, u obra de la AGENCIA sujeto a la protección de la normativa reguladora de los derechos de propiedad intelectual.

Para los usos permitidos de este Documento, el Usuario se obliga a no retirar el copyright de la AGENCIA, la fecha de emisión del Documento, la denominación comercial establecida por la AGENCIA sobre el mismo, así como el logotipo, marcas y cualquier otro signo distintivo y representativo de la AGENCIA y de sus derechos sobre el Documento.

El Documento y su contenido no se utilizarán para ningún propósito ilegal o no autorizado por la AGENCIA. El Usuario pondrá en conocimiento de la AGENCIA cualquier uso no autorizado del Documento y/o su contenido del que hubiera tenido conocimiento.

El Usuario responderá por sí y por sus empleados y/o cualquier otro tercero al que se haya facilitado o haya tenido acceso al Documento y/o a su contenido frente a la AGENCIA de los daños y perjuicios que se le causen en caso de incumplimiento de las obligaciones que el Usuario declara haber leído, aceptado y entendido a la entrega del Documento, sin perjuicio de cualesquiera otras acciones legales que la AGENCIA pudiera ejercitar en defensa de sus derechos e intereses legítimos.

El Documento se proporciona bajo la aceptación de que la AGENCIA no es responsable de la interpretación que el Usuario haga de la información contenida en el mismo. Los análisis crediticios incluidos en el Documento, así como las calificaciones y declaraciones tienen únicamente la consideración de opiniones realizadas con validez a la fecha de su emisión y no son declaraciones de hechos o recomendaciones para comprar, retener o vender título alguno, o para tomar cualquier decisión de inversión. Las calificaciones crediticias y perspectivas de calificación crediticia emitidas por la AGENCIA tienen la consideración de dictamen propio, por lo que se recomienda que el Usuario se base en ellas de forma limitada para cualquiera de las finalidades que pretenda dar a dicha información. Los análisis no se refieren a la idoneidad de cualquier valor. La AGENCIA no actúa como fiduciario o como asesor de inversiones, por lo que el contenido del Documento no debe ser utilizado como sustitutivo del conocimiento, criterio o del juicio o la experiencia del Usuario, de su Dirección, empleados, asesores y/o los clientes con el objeto de tomar decisiones de inversión.

La AGENCIA dedica el mayor esfuerzo y cuidado para tratar que la información suministrada sea correcta y fiable. No obstante, debido al hecho de que la información se elabora a partir de los datos suministrados por fuentes sobre las que la AGENCIA no siempre tiene control y cuya verificación y cotejo no siempre es posible, la AGENCIA, sus filiales, así como sus directores, accionistas, empleados, analistas o agentes no asumirán responsabilidad alguna (incluyendo, sin limitación, pérdidas de ingresos o ganancias y costes de oportunidad, pérdidas de negocio o daño reputacional ni otros costes derivados) por las inexactitudes, incorrecciones, falta de correspondencia, carácter incompleto u omisiones de los datos e información utilizada para la elaboración del Documento o en relación con cualquier uso del contenido del Documento incluso si se advirtió de la posibilidad de tales daños. La AGENCIA no realiza una auditoría ni asume la obligación de verificación independiente de las fuentes de información de las que se vale para la elaboración de sus calificaciones.

Por tanto, el Usuario está de acuerdo en que la información suministrada por la AGENCIA podrá ser un elemento más a tener en cuenta en la adopción de sus decisiones empresariales, pero no podrá tomar las mismas exclusivamente en base a ella, y de hacerlo libera a la AGENCIA de toda la responsabilidad por la falta de adecuación. Igualmente, queda bajo la discreción del Usuario y por ello libera a la AGENCIA de toda responsabilidad por la posible falta de adecuación del contenido de la Información, el uso de la misma para hacerla valer ante tribunales y/o juzgados, administraciones públicas o cualquier otro organismo público o tercero particular para cualquier motivo de su interés.

©2020 por AXESOR RISK MANAGEMENT S.L.U. Todos los derechos reservados.

C/ Graham Bell. Edificio Axesor s/n de Armilla (Granada)

C/ Velázquez nº18, 3º derecha, 28001 - Madrid.