



ISSUER RATING

Long-term Rating

Tendencia: Estable

Fecha de primer rating: 16/10/2019

Fecha de revisión: 08/05/2023

Contactos

Director

Miguel Castillo Clavarana

miguel.castillo@ethifinance.com

Chief Rating Officer

Guillermo Cruz Martínez

guillermo.cruz@ethifinance.com

Rating action y rationale

- EthiFinance Ratings afirma la calificación de Greenergy Renovables, S.A. en “BBB-”, manteniendo la tendencia Estable.
- El rating se sustenta en un positivo perfil de negocio (BBB+), que se ve impulsado por la calificación sectorial y los fundamentos de la gobernanza. Esto junto con una valoración adecuada (BB-) en el perfil financiero contribuye a un rating que se mantiene suficiente para una categoría de Grado de Inversión.
- En línea con nuestra nueva metodología la actividad de Greenergy participa de forma parcial dentro del sector ‘Utility’ ajustado al ámbito de las renovables y la actividad de desarrollo y construcción de proyectos, ámbitos que favorecen la calificación ESG del sector (*heatmap score* entre 1 y 1,9). Las políticas ESG de la compañía se consideran neutras (ESG score entre 1 y 4), teniendo por tanto nulo impacto en el rating.

Descripción

Greenergy Renovables, S.A. y sus sociedades dependientes (en adelante Greenergy) se posiciona como productor de energía renovable bajo un modelo de negocio ampliamente integrado. La compañía cotiza desde finales de 2019 en el Mercado Continuo de la Bolsa Española, donde a la fecha del anterior informe contaba con una capitalización de en torno a los €800M. Durante 2021 la compañía siguió concentrando sus resultados en Chile (91% del EBITDA) y comenzó a generar resultados por venta de energía con una cartera de 541 MW al cierre del año. De igual forma, la compañía avanzó en sus resultados dentro del esperado incremento en el endeudamiento conforme al desarrollo de sus inversiones planificadas que situaron el ratio total de Deuda Financiera Neta/EBITDA en 5,75x (5,32x en 2019) y en 2,0x para el perímetro sin recurso (2,81x en 2020).

Fundamentos

Perfil de negocio

Análisis del sector

- **Sector con positivos fundamentos competitivos.** Bajo nuestra metodología la calificación sectorial de Greenergy 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, y que adicionalmente participa de las características de un ‘epicista’ (Construcción e Ingeniería) que construye y vende proyectos fotovoltaicos a terceros. Así, de forma conjunta se reconocen unos positivos fundamentos en el conjunto de factores que sitúan la calificación de industria en una AA. La estabilidad asociada a unos resultados con adecuada rentabilidad y unas perspectivas muy favorables de crecimiento de la demanda para sus productos y servicios son elementos que impulsan la calificación.
- **Sector adecuadamente alineado con los factores ESG.** En línea con nuestra nueva metodología, el sector de producción de energía renovable se encuentra adecuadamente 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 una mejora de tres escalones en la nota asignada al sector.

Posicionamiento competitivo

- **Adecuado posicionamiento competitivo. Las ventajas competitivas permiten compensar la concentración de la actividad y la escala del grupo.** Greenergy está presente en el sector renovable desde 2007, donde ha sabido crecer en un entorno de continuos cambios. En su posicionamiento competitivo la compañía integra las tecnologías solar y eólica, y de manera incipiente las baterías, realizando el desarrollo y construcción integral de proyectos (EPC en solar), así como, los servicios de; financiación, operación, mantenimiento y gestión. Sus planes de crecimiento, bajo un modelo mixto de venta de proyectos y producción de energía y servicios, se sustentan de forma positiva en un 'pipeline' que bajo lo último declarado asciende a 10 GW con 1,1 GW en fase avanzada (construcción + 'backlog').
- **Perfil de empresa especialista que avanza en una mejor diversificación por segmentos y mercados, dentro de un sector con positiva dinámica para favorecer el crecimiento.** El avance en los planes de crecimiento permite alcanzar el punto de inflexión esperado con el inicio de la venta de energía (€20M en 2021) y el crecimiento de la actividad en España dentro de una visión de crecimiento en Europa. Adicionalmente la compañía irrumpió en 2022 de manera inicial en el mercado de EE.UU con la adquisición de una participación (40%) en un desarrollador local que gestiona 1,8 GW, así como publicó su actividad en el sector de las baterías de almacenamiento. No obstante, la actividad continúa marcada por la alta concentración de los resultados procedentes de Chile (91% s/EBITDA 2021). En este momento la capacidad propia de generación se sitúa en 541 MW (198 MW anteriormente), destacando con la suma de más proyectos en Chile y los primeros proyectos en España y Colombia.

Gobierno corporativo

- **Consecución de los últimos hitos del plan estratégico 2018-20 y cuyas bases sirven de continuidad para los objetivos a 2024 de alcanzar una capacidad propia de hasta 3,5 GW.** El año 2021 permitió finalizar los objetivos del Plan 2018-20, dentro de un periodo no exento de dificultades y desviaciones bajo gestión en este momento. Esto se valora como un positivo avance para los objetivos financieros y de mejora en el posicionamiento competitivo. Las bases estratégicas se mantienen en general continuistas bajo un objetivo ambicioso de crecimiento de la cartera propia en 1,4 GW en 2022, 2,4 GW en 2023, y 3,5 GW para 2023.

Los planes estratégicos se apoyan en el mantenimiento de una positiva situación financiera, la incorporación de nuevos miembros a los órganos de gobierno y dirección, así como el valor incrementado de la compañía y sus activos, para encarar aún importantes hitos en materia de desarrollo de proyectos y financiación.

- **Neutra política ESG.** El desempeño en ESG, medido a través del análisis de nuestros factores para este ámbito, permite en este momento un impacto neutral en el perfil financiero de Greenergy.

Perfil financiero

Flujo de caja y endeudamiento.

- **Rentabilidad positiva en las operaciones permitiendo la continuidad en la obtención de beneficio.** Al cierre de 2021 Greenergy mantiene su capacidad de obtención de beneficio en la actividad, aspecto sustentado en la rentabilidad positiva de las operaciones respecto de sus gastos financieros y fiscales. En el último ejercicio la compañía mejoró sustancialmente la cifra de ingresos y casi duplicó el EBITDA hasta los €41,4M (€23,7M en 2020), aunque se vio condicionada por un año de incremento en los precios en los suministros y gastos financieros, así como, de pérdidas extraordinarias en los instrumentos financieros (PPA Escuderos) que limitaron la mejora del resultado neto hasta los €16,3M (€15,2M en 2020). De acuerdo a lo esperado, la irrupción de la venta de energía, que adicionalmente aporta mayor rentabilidad, durante 2021 contribuyó al crecimiento de los resultados y a la sostenibilidad de los márgenes.

- **Crecimiento destacado del Activo conforme al exigente plan de inversión y bajo continuidad en una situación positiva en su estructura financiera.** En este momento la compañía avanza de forma importante en su crecimiento con un Balance que superó los €600M al cierre de 2021. Conforme a lo esperado, la compañía incrementó su posición de deuda con el avance en las inversiones previstas, aspecto acompañado de forma favorable con el refuerzo de sus fondos propios, la liquidez, y el mayor recurso al Project Finance. De esta forma, la compañía mantiene el protagonismo de la deuda de largo plazo y sin recurso en su estructura financiera para favorecer la continuidad en sus planes. En 2021 el ratio consolidado de la DFN/EBITDA se situó en 5,75x (5,32x en 2020).
- **Generación de caja condicionada por la inversión y que se mantiene adecuadamente gestionada.** El año 2021 finalizó con un incremento de la liquidez como respuesta a los planes de inversión previstos y que continúa demandando un sustancial requerimiento de deuda ante la confirmación de una continuidad en la obtención de un flujo de caja después de inversiones negativo. La mejora en los resultados, donde el FFO se incrementó hasta los €36,5M frente a los €17,8 del año anterior, y la ampliación de capital realizada compensaron parcialmente las necesidades de financiación. La caja a cierre del ejercicio ajustada por EthiFinance alcanzó los €73,5M (€27M en 2020).

Solvencia

- **Adecuada Solvencia.** La situación del Patrimonio Neto se muestra adecuada dentro de una expectativa de intensa inversión prevista. A su favor, los recursos propios siguen creciendo bajo la política de no distribución de dividendos y la formalización de la ampliación de capital comentada. EthiFinance ajusta el efecto negativo de los instrumentos financieros que surgen de los acuerdos de venta de energía (-€11,5M en 2021) para situar el Patrimonio Neto en una cifra de €170,2M al cierre del 2021, magnitud que supone un porcentaje del 59% sobre el total de la deuda financiera. Si bien se espera que el incremento de la deuda sea mayor al avance de los resultados futuros la solvencia se valora adecuada conforme a la política de apoyo financiero del socio y el valor de los activos que Greenergy está gestionando.

Liquidez

- **Liquidez positiva para afrontar sus inversiones y obligaciones financieras, contando con fuentes de financiación diversificadas.** La compañía avanza de forma favorable en la gestión de su liquidez con la continuidad en la venta de proyectos, la mayor cartera de activos propios en operación y desarrollo, y el incremento de sus líneas de circulante. En este sentido, destacamos el registro en el pasado mes de septiembre de un programa de pagarés verdes en el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) por un importe máximo de €100M (€41,6M dispuestos al cierre de 2021). De esta forma, el mercado de deuda sigue apoyando de forma favorable al grupo tanto en la financiación corporativa como de proyectos.

El apoyo adicional mostrado por los socios y la generación de valor en sus proyectos de generación siguen bajo nuestra visión reforzando una estrategia de intensiva inversión que

Modificadores

- **Controversias:** No aplica.
- **Liquidez:** No aplica.
- **Riesgo País:** No aplica.

Resumen de la información financiera

Principales magnitudes consolidadas			
€miles	2020	2021	2022-21
Cifra de negocio ajustada (1)	113.432	220.154	94,08%
EBITDA	23.690	41.437	74,92%
Margen EBITDA	20,88%	18,82%	-9,88%
Gastos financieros (GF)	-2.628	-9.321	-130,15%
EBITDA/GF	9,02x	4,45x	-4,57x
Total Balance	258.198	604.808	134,24%
Patrimonio Neto Ajustado (excluye coberturas)	50.575	170.201	236,53%
Deuda financiera (2)	153.065	312.018	103,85%
Deuda financiera neta (DFN) (2)	126.036	238.446	89,19%
DFN/EBITDA	5,32x	5,75x	0,43x
Flujo de caja operativo (FFO) (3)	17.782	36.522	105,39%
Caja (4)	27.030	73.572	172,19%

(1) Incluye ingresos por venta de activos y trabajos realizados para el propio inmovilizado.

(2) Excluye derivados y deudas con grupo.

(3) Cash-flow operativo menos variaciones de circulante.

(4) Incluye parte de inversiones financieras corrientes y excluye caja no disponible (pignorada).

Análisis de sensibilidad

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

- **Factores positivos (↑).**

En este momento una mejora del rating no es contemplada por cuanto la continuidad de una estrategia intensiva en capital en un entorno de menor avance el desarrollo y puesta en operación de proyectos dificulta la mejora de los ratios financieros, así como del posicionamiento competitivo del grupo.

- **Factores negativos (↓).**

La actividad de venta de energía favorece la estabilidad y rentabilidad. Una reducción de este porcentaje por debajo del 45% de los ingresos promedio sobre la misma situación en el endeudamiento sería un indicativo para una rebaja del rating. De esta forma, el mantenimiento de los niveles de endeudamiento es un hito importante, señalando que una reducción de la cobertura de intereses a un nivel promedio inferior a 4,0x sería otro indicativo sobre la base de que esto no pueda compensarse con mejoras en otros ámbitos financieros o cualitativos.

Tabla de calificación

Score Rating	
Perfil Negocio	BBB+
<i>Análisis Sectorial</i>	<i>AA</i>
<i>Posicionamiento Competitivo</i>	<i>BB</i>
<i>Gobernanza</i>	<i>BBB-</i>
ESG Compañía	Neutro
Perfil Financiero	BB-
<i>Cash flow y endeudamiento</i>	<i>BB-</i>
<i>Solvencia</i>	<i>B-</i>
<u>Anchor Rating</u>	BBB-
<i>Modificadores</i>	No
<u>Rating</u>	BBB-

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:

- Cuentas anuales.
- Página web corporativa.
- Información publicada por los Boletines Oficiales.
- Rating book facilitado por la compañía.

La información ha sido exhaustivamente revisada para asegurar plausibilidad y coherencia, considerándose satisfactoria. No obstante, EthiFinance Ratings 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 <https://www.ethifinance.com/es/calificaciones/methodologies>; y bajo la Escala Corporate largo plazo disponible en <https://www.ethifinance.com/es/calificaciones/ratingScale>
- EthiFinance Ratings 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 EthiFinance Ratings no ha prestado servicios auxiliares a la entidad calificada ni a terceros vinculados.
- 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 todo tipo de Calificaciones Crediticias que emita ETHIFINANCE RATINGS, S.L. (la "AGENCIA"), el Usuario no podrá, ni por sí mismo ni a través de terceros, transferir, subarrendar, sublicenciar, vender, extraer, reutilizar o disponer de cualquier otra forma del contenido de este Documento a un tercero, ya sea a título gratuito u oneroso.

A los efectos de las presentes Condiciones de Uso, se considerará Usuario a todo cliente que pueda haber suscrito un producto y/o un servicio que le permita disponer del contenido de este Documento, así como a toda persona privilegiada que pueda acceder al contenido de este Documento a través de <https://www.ethifinance.com/>.

El usuario tampoco podrá alterar, transformar o distorsionar la información proporcionada de ninguna manera. Asimismo, no podrá copiar y/o duplicar la información, ni crear archivos que contengan la información del Documento, ni en su totalidad ni parcialmente.

El Documento y su código fuente, cualquiera que sea su tipología, se considerará elaboración, creación u obra de la AGENCIA y estará sujeto a la protección de la normativa sobre derechos de propiedad intelectual. Para los usos permitidos de este Documento, el Usuario se obliga a no permitir la supresión del copyright de la AGENCIA, la fecha de emisión del Documento, la razón social establecida por la AGENCIA, así como el logotipo, las marcas y cualquier otro signo distintivo que sea representativo de la AGENCIA y de sus derechos sobre el Documento.

El Usuario acepta las condiciones de Uso de este Documento y queda sujeto a estas disposiciones desde la primera vez que se le facilite este Documento, independientemente de la forma en que se le facilite el mismo. El Documento y su contenido no podrán ser utilizados con fines ilícitos o distintos a los autorizados por la AGENCIA. El Usuario informará a la AGENCIA de cualquier uso no autorizado del Documento y/o de su contenido que se ponga de manifiesto. El Usuario responderá frente a la AGENCIA por sí mismo y por sus empleados y/o por cualquier otro tercero al que se le haya facilitado o haya tenido acceso al Documento y/o a su contenido en caso de daños y perjuicios que se deriven del incumplimiento de las obligaciones que el Usuario declaró haber leído, aceptado y comprendido al recibir el Documento, sin perjuicio de las demás acciones legales que la AGENCIA pueda ejercer en defensa de sus legítimos derechos e intereses.

El Documento se facilita bajo la aceptación de que la AGENCIA no es responsable de la interpretación que el Usuario pueda hacer de la información contenida. Los análisis crediticios incluidos en el Documento, así como las calificaciones y declaraciones, deben considerarse como opiniones válidas en la fecha de emisión de los informes y no como declaraciones de hecho o recomendaciones para comprar, mantener o vender cualquier valor o para tomar cualquier decisión de inversión. Las calificaciones crediticias y las perspectivas de calificación crediticia emitidas por la AGENCIA se consideran una opinión propia, por lo que se recomienda que el Usuario la tome como base limitada para cualquier propósito para el que pretenda utilizar la información. Los análisis no abordan la idoneidad de ningún valor. La AGENCIA no actúa como fiduciaria ni como asesora de inversiones, por lo que el contenido del Documento no debe ser utilizado como sustituto de los conocimientos, criterios, juicios o experiencia del Usuario, su Dirección, empleados, asesores y/o clientes para la toma de decisiones de inversión. La AGENCIA dedica todos sus esfuerzos a garantizar que la información suministrada sea precisa y fiable. No obstante, dado que la información se elabora en base a datos suministrados por fuentes que pueden estar fuera del control de la AGENCIA, y cuya verificación y comparación no siempre es posible, la AGENCIA, sus filiales, y sus directores, accionistas, empleados, analistas y agentes no tendrán responsabilidad alguna (incluyendo, sin limitación alguna, pérdida de ingresos y costes de oportunidad, pérdida de negocio o daños a la reputación o cualquier otro coste) por cualquier inexactitud, error, falta de correspondencia, integridad u omisión de datos e información utilizados en la elaboración del Documento o en relación con cualquier uso de su contenido, incluso en el caso de haber sido advertida de los posibles daños. La AGENCIA no realiza auditorías ni asume la obligación de verificar las fuentes de información independientes sobre las que se elaboran las calificaciones.

Por lo tanto, el Usuario acepta que la información proporcionada por la AGENCIA puede ser un elemento más a tener en cuenta a la hora de tomar decisiones empresariales, pero no se tomarán decisiones basándose únicamente en ella; siendo así, la AGENCIA no se hace responsable de la falta de idoneidad. Asimismo, la utilización de la información ante juzgados y/o tribunales, administraciones públicas, o cualquier otro organismo público o tercero privado por cualquier motivo, será responsabilidad exclusiva del Usuario y la AGENCIA no responderá de ninguna responsabilidad por la inadecuación de los contenidos de la información.

La información sobre las personas físicas que pueda aparecer en este documento es única y exclusivamente relevante para sus negocios o actividades empresariales, sin referencia a la esfera de su vida privada, por lo que puede ser considerada. Los datos personales que puedan aparecer en este documento son tratados de acuerdo con el Reglamento (UE) 679/2016, relativo a la protección de las personas físicas en lo que respecta al tratamiento de datos personales y a la libre circulación de estos datos y demás normativa aplicable. Aquellos interesados que deseen ejercer los derechos que les asisten pueden encontrar más información en el enlace: <https://www.ethifinance.com/> en la página de Política de Privacidad o contactar con nuestro Delegado de Protección de Datos en el correo dpo@ethifinance.com.

Copyright © 2023 ETHIFINANCE RATINGS, S.L. Todos los derechos reservados.

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