



ISSUER RATING

Long-term Rating

Tendencia: Estable

Fecha de primer rating: 22/12/2020

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 Greenalia S.A. en “BB”, manteniendo la tendencia en Estable.
- El rating se sustenta en un positivo perfil de negocio (BBB) que se ve impulsado por la calificación sectorial para compensar una menor valoración en el posicionamiento competitivo y los fundamentos de la gobernanza consecuentes con la situación de progreso en los planes de crecimiento. Esto junto con una valoración adecuada en el perfil financiero (BB-), donde la generación de caja y el endeudamiento mejoran a la situación de solvencia, conforma el rating final.
- En línea con nuestra nueva metodología la actividad del grupo participa dentro del sector ‘Utility’ ajustado al ámbito de las renovables y sus otros negocios, siendo este primero un ámbito que está favorecido en su calificación ESG del sector (*heatmap score* entre 1 y 1,9). Por su parte, las políticas ESG de la compañía se consideran neutras (*ESG score* entre 1 y 4), teniendo por tanto nulo impacto en el rating.

Descripción

Greenalia S.A. y sus sociedades dependientes (en adelante Greenalia) se posiciona como un productor de energía independiente (PEI) en el ámbito de las tecnologías renovables. La participación en diferentes tecnologías y la propiedad al 100% en sus proyectos definen en este momento su estrategia competitiva, donde cuenta con su primeros proyectos de biomasa y eólica en Galicia (124,5 MW). El año 2021 confirmó la positiva evolución del grupo conforme a la mayor producción y precios de la energía, permitiendo incrementar la cifra de negocio ajustada hasta los €77,8M (+65%), así como triplicar su cifra de EBITDA hasta los €38,6M (49,6% de margen). La continuidad en un exigente plan de crecimiento (975 MW en construcción), fundamentalmente financiado con deuda sin recurso, aún mantiene nuestra visión de un destacado apalancamiento respecto a su generación de resultados (DFN/EBITDA de 7,0x en 2021) y sus fondos propios.

Fundamentos

Perfil de negocio

Análisis del sector

- **Sector con positivos fundamentos competitivos.** 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, y que adicionalmente participa de las características de una compañía con una actividad forestal y logística no estratégicas. Así, de forma conjunta se reconocen unos positivos fundamentos en el conjunto de factores que sitúan la calificación de industria en una A+. La estabilidad asociada a unos resultados con adecuada rentabilidad y unas perspectivas muy favorables de crecimiento de la demanda en su actividad son elementos que impulsan la calificación.
- **Sector de las energías renovables 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 en la nota sectorial de la que Greenalia se beneficia.

Posicionamiento competitivo

- **Moderado posicionamiento competitivo de acuerdo a su escala y la falta de una mayor diversificación en la actividad.** Greenalia inició en 2006 la actividad de promoción de energías renovables, centrándose inicialmente en la biomasa y la eólica en Galicia como focos de negocio principales y consecuentes con su posicionamiento histórico en la actividad forestal que ha desempeñado desde el año 1997. La compañía, cuyos primeros proyectos se han puesto en operación durante 2020 y 2021, cotiza en el BME Growth desde el año 2017 con una capitalización bursátil a fecha de nuestra anterior revisión de más de €380M. A su favor la compañía encuentra una positiva dinámica en la demanda de energía renovable como elemento clave en la transición energética y en la reducción de precios de la energía, y que en estos momentos se ve favorecida igualmente por los altos precios del ‘pool’ eléctrico.

Greenalia avanza en este momento en su proceso transformacional como ‘IPP’, estando en disposición de operar una capacidad de 124,5 MW (575 MW solares equivalentes de acuerdo a los cálculos de la compañía). En 2021 el negocio de venta de energía alcanzó la mayor parte de la facturación con el 68% (34% en 2020), siendo el entorno nacional aún de destacado protagonismo (91% de la facturación). El resto de ingresos se correspondieron principalmente con los derivados de su actividad tradicional en el sector forestal y de logística. El ‘pipeline’ de proyectos en desarrollo, que incluye proyectos en hasta cinco tecnologías, continúa creciendo para un total de 4,5 GW. Dentro de este ‘pipeline’ destacamos el avance en los proyectos en situación inicial de construcción tanto de 110MW eólicos en Galicia como de los proyectos en EE.UU que incluyen 695 MW solares y 170 MW de almacenamiento, y cuyo cierre financiero está previsto a lo largo del 2022 (COD 2024 para EE.UU).

Gobierno corporativo

- **Moderados fundamentos en la gobernanza con importantes hitos bajo gestión en desarrollo y financiación de proyectos.** Durante 2021 la compañía cumplió sobradamente con los objetivos estratégicos del año, que suponían una revisión de su Plan 2019-23, y continúa a la espera de publicar su nuevo Plan Estratégico 2022-27. La irrupción adelantada de los proyectos adquiridos en EE.UU. y los altos precios del ‘pool’ permitieron compensar los retrasos en los planes iniciales y favorecer la mayor diversificación de la actividad, hitos que aún requieren de avance en este momento.

En 2021 Greenalia avanzó en la conformación de sus órganos de gestión y dirección con cambios y nuevas incorporaciones. Destacamos el nombramiento como presidente de D. Jose María Castellano, quién se mantiene como segundo accionista mayoritario tras acudir a la ampliación de €15M formalizada en el pasado mes de noviembre. El fundador y primer accionista D. Manuel García pasó a tener el cargo de CEO del grupo. En este momento los máximos accionistas han presentado una opa de exclusión por el 13,59% del capital que no controlan con una prima del 8%, aspecto pendiente de aprobación en la próxima Junta de Accionistas en junio.

En el último periodo destacamos las actuaciones de la gestión para refinanciar deudas y reforzar la liquidez, así como la firma de un acuerdo de venta de energía (PPA) con la planta de aluminio de Alcoa para dar continuidad al desarrollo de proyectos en el entorno regional. El intenso recurso a la financiación que guía la estrategia financiera actual bajo nuestra visión condiciona el ámbito de la gestión.

- **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 la compañía.

Perfil financiero

Flujo de caja y endeudamiento.

- **Positivo avance en la rentabilidad operativa que aún se mantiene ajustada debido a la fase temprana de la ejecución de su estrategia de inversión y su consecuente carga financiera.** En 2021 la compañía mejoró de forma importante

sus resultados y rentabilidad para retomar la generación de beneficio positivo. El incremento de los ingresos, incluyendo un cobro extraordinario procedente de la resolución del contrato de O&M en la planta de Curtis (€8,2M), impulsó en mayor medida la cifra de EBITDA hasta los €38,6M (+262%), permitiendo un resultado neto de €12M frente a las pérdidas de 0,5M en el año anterior. El peso de los gastos financieros en este período de arranque en la actividad como 'IPP' aún es destacado, teniendo a su favor una perspectiva muy positiva en la generación de ingresos conforme vaya entrando en servicio nueva capacidad productiva.

- **Situación de destacado endeudamiento conforme al momento actual del plan estratégico.** El avance de Greenalia en la actividad de 'IPP' sigue fundamentado en una destacada dependencia de la financiación ajena, tanto en lo relativo a la financiación de proyectos como a las necesidades de aportación de fondos propios a los distintos proyectos. Esto queda matizado por la obtención de una gran parte de fondos sin recurso de medio y largo plazo (71% del total de deuda financiera), la capacidad actual de los activos para ofrecer una generación de caja recurrente y superior a la prevista, y un adecuado valor de mercado de los activos en caso de ser necesaria su venta.

La evolución de la deuda se ha mostrado desde 2020 relativamente estable a la espera de que se formalicen los cierres financieros de los nuevos proyectos durante 2022. Así, la captación de fondos en el ámbito corporativo al objeto de refinanciar deudas sin recurso corporativas y de proyecto, reforzar la actividad comercial y de construcción, y continuar con la inversión (maquinaria y terrenos), ha sido protagonista en el último periodo.

La mejora en los resultados permitió avanzar en la mejora del ratio de DFN/EBITDA hasta un valor de 7,0x (23,2x en 2020) que si bien evidencia el positivo avance en el desempeño de la compañía establece un grado de apalancamiento que permanecerá alrededor de ese valor según las estimaciones actuales de la compañía. A su favor señalamos que el perímetro de la deuda con recurso de acuerdo al cálculo auditado para las obligaciones de los Bonos emitidos en 2020 (DFN/EBITDA 2021:4,26x) se mantiene en situación de menor riesgo y bajo cumplimiento (máximo permitido de 5,0x).

- **Generación de caja condicionada por la inversión aunque sustentada adecuadamente por la captación de deuda y el comienzo de una mayor generación de caja en los proyectos.** Las necesidades de inversión del modelo de negocio y la falta aún de mayores resultados obliga a la compañía a acudir a la financiación ajena y sus recursos propios para la financiación. A su favor, la compañía ha podido en los últimos ejercicios captar importantes fondos que permitieron refinanciar la deuda en condiciones mejoradas, e incrementar la posición de caja. Durante 2021, el flujo de caja operativo pudo mejorar conforme a los mayores resultados, contribuyendo a la menor dependencia financiera. Igualmente, la ampliación de capital de €15M contribuyó a esta situación.

Solvencia

- **Ajustada situación para la solvencia.** En 2021 la compañía mejoró la situación de Patrimonio Negativo del año anterior. No obstante, la cifra de €22,6M de Patrimonio Neto al cierre del año 2021 sobre su total de Balance, que continuó creciendo hasta los €380M, y respecto a una cifra de deuda de €328,8M (incluye otros pasivos), aún refleja bajo nuestra opinión la situación de un proyecto en situación de despegue sobre una estrategia de un fuerte apalancamiento.

Liquidez

- **Liquidez condicionada por la inversión aunque sustentada adecuadamente por la captación de deuda y el comienzo de una mayor generación de caja en los proyectos.** En el corto plazo, se espera que la formalización de los Project Finance de los proyectos eólicos y solares que han comenzado su construcción permita recuperar una cifra importante de inversión ya realizada. La suscripción de la ampliación de capital y el registro en diciembre de un programa de pagarés de 100 millones de euros en el MARF son hitos valorados de forma positiva para el refuerzo de la liquidez.

Modificadores

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

Resumen de la información financiera

Principales magnitudes consolidadas				
€miles	2019	2020	2021	2021-20
Cifra de negocio ajustada (1)	42.349	47.152	77.806	65,01%
EBITDA	2.965	10.673	38.588	261,54%
Margen EBITDA	7,00%	22,64%	49,59%	26,96pp
Gastos financieros (GF)	-1.186	-7.072	-12.746	-80,25%
EBITDA/GF	2,50x	1,51x	3,03x	1,52x
Total Balance	217.768	301.888	380.467	26,03%
Patrimonio Neto	326	-7.065	22.645	420,52%
Deuda financiera (2)	204.282	290.080	328.826	13,36%
Deuda financiera neta (DFN)	187.565	248.516	270.216	8,73%
DFN/EBITDA	63,25x	23,28x	7,00x	-16,28x
Flujo de caja operativo (FFO) (3)	-5.399	3.326	24.703	642,63%
Caja (5)	16.717	41.564	58.610	41,01%

(1) Incluye ingresos por trabajos realizados para el propio inmovilizado.

(2) Excluye derivados y deudas con grupo. Incluye en 2021 'otros pasivos' por ajuste regulatorio en los ingresos futuros de venta de energía (€10,7M).

(3) Calculado como cash-flow operativo menos variaciones de circulante.

(5) Excluye caja no disponible (pignorada).

Análisis de sensibilidad

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

- **Factores positivos (↑).**

En este momento la compañía avanza en un mayor peso de la actividad de producción de energía en sus resultados y bajo una estrategia que incluye la firma de acuerdos de venta de energía. Un avance adecuado en este sentido, sobre la base de que no se incremente la situación general del endeudamiento se valora como un potencial hito para una mejora del rating.

- **Factores negativos (↓).**

La contención del endeudamiento y gestión de la liquidez en este momento de importantes expectativas de inversión para el crecimiento es un asunto de especial seguimiento en este momento. En este sentido, una situación de una cobertura de intereses inferior a 5x sobre el EBITDA podría ser un indicativo para un empeoramiento de la calificación.

Tabla de calificación

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

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.