



ISSUER RATING

Long-term Rating

Tendencia: Estable

Fecha de primer rating: 16/10/2019

Analistas

Head of Infrastructure & Project Finance

Miguel Castillo Clavarana

mcclavarana@axesor-rating.es

Chief Rating Officer

Guillermo Cruz Martínez

gcmartinez@axesor-rating.es

Contenido

1. Análisis cualitativo	3
1.1. Perfil y trayectoria de la empresa	3
1.2. Fuerza competitiva	5
1.3. Gestión empresarial	8
1.4. Sector de la actividad	11
2. Análisis financiero	14

Resumen Ejecutivo

A continuación, se detalla un Resumen Ejecutivo sobre la calificación asignada por axesor rating a Greenergy Renovables, S.A. La calificación otorgada tiene como enfoque la evaluación de la solvencia y el riesgo de crédito asociado en el medio y largo plazo.

Fundamentos

Perfil cualitativo

- ▶ **Adecuado posicionamiento competitivo derivado de su trayectoria y la cartera de activos en desarrollo que gestiona.**

Greenergy Renovables, S.A. se constituye en 2007, evolucionando de manera temprana hacia un modelo de negocio integrado en la cadena de valor del sector de las renovables para España y Latinoamérica. Cuenta en estos momentos con una experiencia de 170 MW construidos en España y Chile (138 MW en fase actual de construcción) y una condición de empresa cotizada en el MAB español desde 2015. Sus planes de crecimiento se sustentan de forma positiva con una cartera de proyectos en desarrollo que alcanza los 4.127 MW en junio de 2019 (589 MW en fase final o 'backlog'), aspecto que le determina como un jugador de referencia, con amplio margen de crecimiento en su posicionamiento en el mercado.

- ▶ **Especialista en el sector de la energía renovable con destacada concentración en un sector competitivo.**

En su actividad especializada como desarrollador y productor de energía renovable, el avance actual de las operaciones viene marcado por la alta concentración de los ingresos en Chile con proyectos fotovoltaicos (99% de ingresos en 2018) y la recuperación de España como mercado relevante para los próximos años. El avance esperado en la incorporación progresiva del segmento eólico (60 MW en construcción), así como, de la actividad en otros mercados (Perú, Argentina, Colombia, México), y el esperado incremento del negocio de producción de energía son elementos que mejoran la perspectiva de la diversificación del negocio.

Perfil financiero

- ▶ **Situación positiva en su solvencia financiera como paso previo al desarrollo de un importante plan de inversión para el crecimiento.**

En 2018 la compañía mejora las previsiones en términos de resultados y generación de caja, permitiendo una importante reducción del endeudamiento y refuerzo de la liquidez. Así, la situación de un Patrimonio Neto del 50% sobre el total pasivo y un ratio de DFN/EBITDA de 0,17x al cierre del último ejercicio, se valora como una sólida situación financiera que refuerza la consecución esperada de los objetivos de crecimiento y los compromisos de la deuda. El avance de 2019 al primer semestre mantiene la tendencia positiva en los resultados bajo una situación de bajo endeudamiento.

- ▶ **Plan de negocio en curso, sobre la base de importantes hitos de crecimiento e inversión, con situación de positivo avance y perspectiva.**

El plan estratégico en curso aspira en estos momentos al desarrollo final y construcción de 763 MW (24 MW en 2019 + 339 MW en 2020 + 400 MW en 2021), de los cuales 350 MW serán destinados a retomar la actividad de generación de energía, así como, a ampliar la cifra de cartera de proyectos (5.000 MW).

2.1. Evolución financiera

14

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/sobreaxesor/metodologia; y bajo la Escala Corporate largo plazo disponible en www.axesor-rating.com/sobre-axesor/escala
- ▶ 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 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.

Está previsto que la financiación del crecimiento se fundamente en un 'mix' de recursos propios (generados + ampliación de capital), financiación corporativa y deuda de proyecto, en función de las necesidades y oportunidades del grupo. En este sentido, la compañía prepara en el corto plazo tanto el paso al Mercado Continuo de la Bolsa española, como el registro de un programa de bonos en el MARF español que permita la emisión de deuda en el mercado de capitales.

Principales magnitudes

Magnitudes financieras consolidadas				
€miles	2016	2017	2018	2018vs17
Cifra de negocio ajustada (1)	17.666	47.944	55.475	15,71%
EBITDA	-2.118	6.956	22.017	216,52%
% s/ventas	-	14,51%	39,69%	25,18 p.p
Resultado Neto	-3.036	3.513	13.279	278,03%
Total deuda financiera	21.375	24.269	17.068	-29,67%
Deuda Financiera Neta	9.963	21.168	3.826	-81,93%
s/ EBITDA	-	3,04x	0,17x	-2,87x
Total Balance	50.305	57.497	58.285	1,37%
Patrimonio Neto	13.397	16.043	28.864	79,92%
s/ Balance	26,63%	27,90%	49,52%	21,62pp
Fondo de Maniobra	8.496	13.783	19.883	44,26%
Gasto financiero	-189	-1.974	-1.559	21,02%
s/ EBITDA	-	3,52x	14,12x	10,60x
Efectivo	11.412	3.101	13.243	327,08%
Flujo de caja de la explotación	8.193	-14.762	14.503	198,24%
Flujo de caja libre	-12.886	-8.064	17.479	316,75%
Flujo de caja total generado	8.014	-6.104	10.166	266,54%

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

Tendencia

La tendencia del presente rating es **estable**. Nuestra opinión determina que el rating otorgado refleja la situación actual, así como la perspectiva esperada a futuro en la calidad crediticia del Emisor.

En el momento actual GREENERGY desarrolla un plan de crecimiento importante que, bajo una adecuada solvencia, debe llevar al grupo hacia una mayor diversificación del negocio y la mejora de su posicionamiento competitivo. Así, la consecución de los objetivos definidos en el medio plazo se valora como una potencial situación para una mejora en el rating. Por el contrario, la pérdida de solvencia financiera y/o el empeoramiento de su fuerza competitiva, derivado de desviaciones negativas en los objetivos previstos, sería un potencial indicativo para la bajada en su calificación.

1. Análisis cualitativo

1.1. Perfil y trayectoria de la empresa

"Compañía con 12 años de trayectoria en el sector de las energías renovables bajo un modelo de negocio integrado y con alcance en España y Latinoamérica"

GREENERGY RENOVABLES, S.A. y sus sociedades dependientes (en adelante GREENERGY) es un desarrollador y productor independiente de energía ("IPP" por sus siglas en inglés) a partir de fuentes renovables.

La compañía, domiciliada en Madrid, se constituyó en 2007 y adoptó de forma temprana un modelo de negocio integrado en la cadena de valor en el sector de las energías renovables, fundamentalmente en tecnología fotovoltaica y eólica. Así, su actividad en el ámbito de los proyectos de generación de energía renovable alcanza las actividades de: desarrollo, estructuración financiera, construcción (EPC), operación y mantenimiento (O&M), así como, la de gestión de los mismos (Asset Management).

Desde sus inicios el modelo de negocio ha incluido la venta de proyectos, principalmente en fase de operación. Dependiendo del momento de la venta, ésta se acompaña de los correspondientes acuerdos de construcción, financiación y/o de servicios (EPC, O&M y Asset Management). Con esta estrategia, la compañía se asegura incrementar la base de negocio de mayor certeza en su recurrencia, y permitir el crecimiento sostenible en términos de obtención de ingresos y contención del endeudamiento.

El ámbito de actividad del grupo se desarrolla en los mercados de España, Chile, México, Perú, Colombia y Argentina, donde cuenta con una cartera de proyectos en diferentes fases de desarrollo de 4.127 MW en junio de 2019 (589 MW en 'backlog' o avance superior al 80%). Los ingresos de los últimos años se han concentrado de forma principal en Chile, volviendo a tener España relevancia en los planes de crecimiento en estos momentos.

La trayectoria de GREENERGY se resume a continuación:

- 2007-2012. Constitución y avance hacia un modelo de negocio integrado.

La compañía inicia su actividad en 2007, desarrollando y construyendo plantas para terceros en España. En 2009 con 5 MWp ya ejecutados en varios proyectos, comienza su paulatina evolución hacia un modelo integrado como 'IPP'. Así, en 2011 el grupo ejecutó su primera planta destinada al negocio de venta de energía (España: 2,10 MWp), finalizando este año con un total de 11,72 MWp construidos y en operación en España.

En el nacimiento de GREENERGY destacamos la figura de su fundador y principal accionista D. David Ruiz de Andrés (76% actualmente). D. Hugo Galindo (Director General hasta agosto de 2019 y socio significativo con el 3,3%) se incorpora al grupo en 2008 como Director de Desarrollo de Negocio.

- 2012-2014. Internacionalización y crecimiento de la cartera de proyectos.

En 2012 y 2013 respectivamente se constituyen las filiales de Chile y México como inicio de las operaciones en Latinoamérica. Durante este periodo, marcado por el agotamiento del modelo sectorial en España derivado de la incertidumbre regulatoria, se construyen diversos proyectos sobre cubierta (incluyendo invernaderos).

En 2014 se constituyó la filial de Perú. En el período 2012-14 la venta de proyectos (construidos entre 2010 y 2014) es protagonista en la generación de resultados para el grupo. La compañía finalizó el año 2014 con 21,15 MWp construidos, siendo la totalidad en España. En este año, D. Hugo Galindo accede al cargo de Director General y D. David Ruiz mantiene el 100% del accionariado a través de su patrimonial DARUAN GROUP HOLDING, S.L.

- 2015-2017. Cotización en el MAB y salto cuantitativo en las operaciones.

En 2015, la cartera declarada de proyectos en diferentes fases de desarrollo suma más de 900 MW en Latinoamérica (fotovoltaico y eólico) y 150 MW en España (fotovoltaico). De estos, 43 MW se encuentran en construcción o situación 'Ready to Built' en Chile, siendo 2015 el año en el que construye y conecta la primera planta chilena. En este año, GREENERGY comenzó su cotización en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) español. Al cierre del ejercicio la participación de D. David Ruiz se mantiene mayoritaria con el 80,44%.

La compañía finalizó el 2015 con una plantilla de 24 empleados. Igualmente, destacamos la constitución de su filial en Colombia en este ejercicio. De esta forma, el Plan de negocio 2015-2017 se enfocó hacia una actividad fundamentalmente centrada en Latinoamérica, con un objetivo principal de construir 85 MW en Chile que permitan incrementar la base de negocio de venta de energía y la obtención de ingresos por venta/construcción de proyectos.

En 2016 la compañía se adjudica dos proyectos eólicos (36 MW) en subasta celebrada en Perú, con posterior formalización de los contratos de venta de energía (PPA por sus siglas en inglés), así como, 30 MW fotovoltaicos de subasta en México. Al cierre de 2016 contaba con 36 MW conectados en Chile (18 MW destinados para IPP), habiéndose obtenido financiación para otros 33 MW. La plantilla en Chile es de 20 personas, siendo el total de la misma incrementado hasta 43.

En 2016 una nueva ampliación de capital determina sendas participaciones significativas del 75,94% de DARUAN GROUP (patrimonial del señor Ruiz) y 4,68% de GAHUCO INVESTMENTS, S.L. (participación del Director General). En este ejercicio, el Consejo de Administración incorpora dos miembros independientes para un total de 5 miembros.

En 2017 se adquiere un desarrollo eólico en Argentina de 24 MW como inicio puntual de actividad en este país sobre parámetros de inversión considerados seguros y altamente rentables. En 2017, la venta de proyectos retoma su actividad conforme a lo previsto. De los 57 MW puestos en generación en los dos últimos años (13 proyectos), 39 MW son traspasados en este ejercicio. Los ingresos por venta de energía se incrementan considerablemente con las plantas en operación existentes, siendo aún una actividad limitada en generación de ingresos.

- 2018- Actualidad.

A cierre de 2018 la compañía alcanzó una plantilla de 108 empleados y suma una experiencia de 145 MW construidos y un 'pipeline' de 2.488 MW (136 MW en construcción). El ejercicio 2018 finaliza sin plantas en generación tras la venta a 31 de diciembre de los 12 MW gestionados durante ese año, aspecto que permite el cumplimiento holgado del presupuesto del año. Así, la compañía incrementó sus resultados positivos con nuevas ventas de proyectos, y reduce de forma importante su deuda financiera neta como paso previo al desarrollo y construcción de los nuevos proyectos incluidos en su plan de negocio a 2020.

El plan estratégico para 2020 aspira a la construcción de 405 MW (25 en 2019 + 380 MW en 2020), siendo 350 MW los esperados para retomar la actividad como IPP. Para ello, cuenta con acuerdos de construcción y venta de 171 MW. Igualmente, los planes incluyen ampliar la cartera de proyectos en desarrollo (pipeline) hasta los 5.000 MW a finales del 2020 con la recuperación del mercado en España como apoyo.

En 2019, los datos de junio avanzan la situación de 138 MW en fase de construcción, y el total de cartera se amplía de forma destacada a 4.127 MW. El proyecto Kosten (24 MW destinados a IPP) cuenta con financiación de proyecto desde mayo de 2018 y está prevista su conexión a finales de 2019. Durante este mes, igualmente, destacamos la obtención de financiación para los dos parques peruanos (36 MW), que ya han iniciado su construcción y para los que se espera su entrada en operación antes del verano de 2020, así como, la aprobación de una ampliación de capital con cargo a reservas y la reorganización directiva (salida del Director General) y la aprobación del salto al Mercado Continuo como elementos destacados en el ámbito de la gestión.

De igual forma la revisión del plan estratégico determina unos objetivos ampliados de construcción y puesta en funcionamiento de proyectos de hasta 763 MW antes de 2022.

"El posicionamiento competitivo de GREENERGY se advierte como moderado, en base al desarrollo alcanzado en su sector hasta la fecha, siendo el potencial de crecimiento valorado como positivo."

1.2. Fuerza competitiva

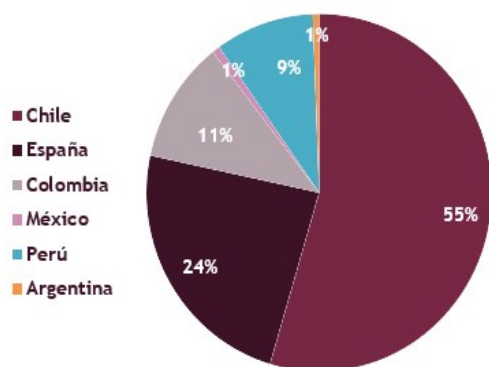
Posicionamiento competitivo

En estos momentos GREENERGY comienza a destacar en su posicionamiento competitivo, evolucionando hacia un estatus de empresa mediana con unos ingresos en 2018 de €55M, un balance consolidado superior a los €50M, y 126 empleados a junio de 2019 (63 en 2017). De igual forma, la gestión de una cartera de 2.488 MW, con cierta diversificación, y una estimación de crecimiento hasta 5.000 MW en el corto plazo, determina un importante potencial en su desarrollo competitivo y le sitúa como un jugador de referencia en un mercado que aún se presenta muy atomizado. No obstante, la falta de mayor recorrido en el desarrollo actual de las operaciones determina nuestra valoración de un moderado posicionamiento competitivo.

Cartera en desarrollo

MW	Construcción	Backlog	Desarrollo avanzado	Desarrollo inicial	Total	% s/total
Probabilidad de ejecución	100%	80%	>50%	<50%		
Chile	78	209	154	1.812	2.253	55%
España	0	200	660	120	980	24%
Colombia	0	12	10	446	458	11%
México	0	30	0	0	30	1%
Perú	36	0	80	266	382	9%
Argentina	24	0	0	0	24	1%
Total	138	451	894	2.264	4.127	
% s/total	3%	11%	22%	64%		
Nº de proyectos	12	15	11	30	70	

Cartera por mercados (MW)



El avance de la cartera muestra un 3% en fase de construcción y un 11% en fase denominada Backlog (avance superior al 80% con permisos de conexión y terrenos asegurados), sumando un total de 589 MW (14%) en fase final de desarrollo. Con esta capacidad, la consecución de los planes de crecimiento se presenta favorable en el corto y medio plazo.

Igualmente, a favor de su potencial destacamos su condición de empresa cotizada como un elemento positivo que refuerza el desarrollo de su actividad, y para el que la empresa gestiona en estos momentos su optimización con el paso al Mercado Continuo. De igual forma, el avance alcanzado en la integración de su modelo de negocio, incluyendo la inclusión del segmento eólico, y la progresiva incorporación de actividad de valor en deferentes países, son aspectos que se valoran como ventajas competitivas y elementos de palanca para el crecimiento y generación de rentabilidad en su actividad.

Diversificación de la actividad

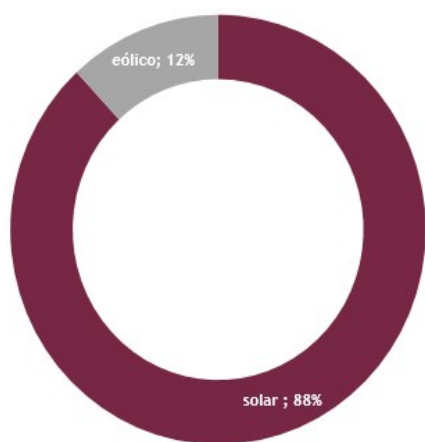
Para GREENERGY se identifica una compañía de perfil especialista, siendo el sector de la energía renovable su ámbito exclusivo de negocio. No obstante, su posicionamiento como empresa integrada en la cadena de valor del negocio, la operativa en tecnología fotovoltaica y eólica, y la presencia en varios países son elementos que favorecen la diversificación de su actividad y el posicionamiento competitivo del grupo en el mercado.

La compañía se encuentra en una fase avanzada en la consolidación de su modelo de negocio como compañía integrada. En este sentido señalar el mayor avance en el segmento fotovoltaico hasta la fecha, siendo el EPC en el ámbito eólico desarrollado bajo acuerdo con Siemens-Gamesa y con un limitado historial. A finales de 2019 está previsto que finalice la construcción del primer proyecto eólico del grupo de 24 MW (Kosten, Argentina).

Cartera en desarrollo: solar

MW	Construcción	Backlog	Desarrollo avanzado	Desarrollo inicial	Total	% s/total
Probabilidad de ejecución	100%	80%	>50%	<50%		
Chile	78	209	154	1.496	1.937	54%
España	0	200	660	120	980	27%
Colombia	0	12	0	446	458	13%
México	0	30	0	0	30	1%
Perú	0	0	0	230	230	6%
Total	78	451	814	2.292	3.635	
% s/total	2%	12%	22%	63%		
Nº de proyectos	9	15	10	27	61	

Cartera por segmentos (MW)



En estos momentos, la cartera de proyectos correspondiente al segmento solar es del 88% (57% en fase de construcción). España y Chile representan los mayores focos del desarrollo solar en estos momentos con un 80,2% de la cartera, aspecto que igualmente refleja la importancia de estos dos mercados en el conjunto del desarrollo de proyectos. En la actualización de los datos de cartera a junio de 2019 destaca el crecimiento de Chile, con un importante avance de cartera en las primeras fases de desarrollo, que le permite situarse como principal mercado con el 55% sobre el total. Perú, México y, en mayor medida tras la última actualización de cartera, Colombia completan los mercados con desarrollos en tecnología solar, estando estos aún en general en fase inicial.

De acuerdo a lo comentado, el negocio eólico toma mayor relevancia en la actividad actual del grupo con la construcción de 24 MW en Argentina (Q-4 2019) y 36 MW en Perú (Q2-2020), si bien el resto de producción en desarrollo (64%) se encuentra en estos momentos en fase inicial. Chile concentra la actividad eólica con el 64% de la cartera en desarrollo, relevando a Perú como principal mercado eólico hasta el primer semestre de 2019.

Cartera en desarrollo: eólica

MW	Construcción	Backlog	Desarrollo avanzado	Desarrollo inicial	Total	% s/total
Probabilidad de ejecución	100%	80%	>50%	<50%		
Argentina	24	0	0	0	24	5%
Perú	36	0	80	36	152	31%
Chile	0	0	0	316	316	64%
Total	60	0	80	352	492	
% s/total	12%	0%	16%	72%		
Nº de proyectos	3	0	1	5	9	

La operativa en varias tecnologías es un elemento que refuerza el posicionamiento de GREENERGY en lo que a potencial de desarrollo de proyectos y diversificación de la venta de energía se refiere. En este caso la actividad eólica, que complementa su negocio, aporta de manera general mayores horas de producción y no está afectada por la nocturnidad, siendo por tanto una contribución positiva como tecnología de respaldo. No obstante, hay que señalar que en estos momentos la compañía se encuentra lejos de operar en un mercado bajo un 'mix' relevante de producción diversificado por tecnologías, situación en la que se maximizan las ventajas competitivas.

Por razón de sus mercados, la actividad de los últimos años en términos de ingresos se ha concentrado de forma casi exclusiva en Chile (99,6% de ingresos en 2018), siendo este el primer mercado de expansión tras el cambio de ciclo en el sector en España y donde ha sabido posicionarse como el mayor jugador en términos de proyectos construidos y conectados a la red (24 plantas hasta H1-2019, y 9 en construcción). En Chile, la compañía ha estado fundamentalmente activa en el régimen de 'pequeños medios de generación distribuida' (PMGD's), el cual se dirige a proyectos de producción no superior a 9 MW conectados a redes de media tensión en los sistemas de distribución y que cuentan con la ventaja de operar bajo un precio con alto nivel de estabilidad (precio regulado con poca variabilidad), sin perjuicio de poder formalizar un PPA o acuerdos similares.

La perspectiva en el corto y medio plazo mantiene a Chile como principal y destacado foco de generación de ingresos, aspecto que se prevé se mantenga impulsado por la venta de proyectos en este mercado, empezando España a tener mayor peso en 2021 y en adelante. A junio de 2019 los ingresos en Chile alcanzaron el 99,7%.

Diversificación de la actividad por mercados (origen de los ingresos)

€miles	2017		2018		Evolución
Ingresos (1)	Importe	% peso	Importe	% peso	2018-17
España	206	0,43%	232	0,42%	12,62%
Chile	47.738	99,57%	55.243	99,58%	15,72%
Total	47.944		55.475		15,71%
EBITDA (1)	Importe	% peso	Importe	% peso	2018-17
España	30	0,43%	55	0,25%	83,33%
Chile	6.926	99,57%	21.962	99,75%	217,10%
Total	6.956		22.017		216,52%

(1) Incluye desinversión de proyectos contabilizadas fuera de 'ventas' y trabajos para el inmovilizado

De acuerdo a la diversificación de la actividad por segmentos de negocio, el peso mayoritario corresponde de forma tradicional a la actividad de desarrollo y construcción (D&C) que comprende las actividades de búsqueda de proyectos viables, los trabajos necesarios para la consecución de todos los hitos para el inicio de construcción, y los trabajos sobre el terreno para la construcción y puesta en marcha del proyecto.

En 2018 se incrementa un 18% los ingresos asociados a 'D&C', debido a los nuevos acuerdos formalizados para la construcción y venta de parques solares en Chile por un total de 171 MW (76 MW ya en construcción) para tres clientes: Daelim (125 MW), Carbon Free (31 MW) y Sonedix (15 MW). De igual forma, la venta de activos en operación en 2018, dadas las buenas oportunidades que ofrece la demanda en estos momentos para este tipo de activos permite el incremento de los resultados en este segmento.

La evolución en la venta de proyectos determina el peso creciente de las actividades de servicios (O&M y Asset Management), destacando su incremento del 103% en 2018. Sin embargo, esta es aún una actividad residual en el momento actual del desarrollo de GREENERGY. En estos momentos, la actividad de 'O&M' alcanza un total de 113,4 MWp (92,6 MWp en 2018), siendo por su parte los servicios de Asset Management contratados para 63,4 MWp (44,5 MWp en 2018).

Diversificación de la actividad por segmentos

€miles	2017		2018		Evolución 2018-17
	Importe	% peso	Importe	% peso	
Ingresos (1)					
Desarrollo y construcción (1)	44.111	92,01%	52.443	94,53%	18,89%
Energía	3.335	6,96%	2.022	3,64%	-39,37%
Servicios	498	1,04%	1.010	1,82%	102,81%
Total	47.944		55.475		15,71%
EBITDA (1)					
Desarrollo y construcción (1)	6.813	14,21%	23.389	42,16%	243,30%
Energía	2.503	5,22%	1.454	2,62%	-41,91%
Servicios	167	0,35%	213	0,38%	27,54%
Corporativo	-2.527	-5,27%	-3.039	-5,48%	-20,26%
Total	6.956	14,51%	22.017	39,69%	216,52%

(1) Incluye desinversión de proyectos contabilizadas fuera de 'ventas' y trabajos para el inmovilizado

De forma contraria, la rotación de activos supone los menores resultados aportados por el segmento de venta de energía en 2018. La reducción de ingresos se espera igualmente para 2019, dada la venta al cierre de 2018 de los 12 MW de generación mantenidos por GREENERGY en el último ejercicio, y siendo los ingresos esperados por venta de energía únicamente los correspondientes al proyecto de Argentina a finales del 2019. No obstante, las previsiones para 2020, con la construcción de 350 MW destinados a IPP, determinan que la venta de energía se incremente de manera sustancial ya en este ejercicio.

El mayor peso en la actividad de venta de proyectos, donde las transacciones son puntuales, determina que actualmente la compañía no mantenga una concentración relevante en su base de clientes.

1.3. Gestión empresarial

En estos momentos, la compañía gestiona un salto cualitativo y cuantitativo en las operaciones a efectos de finalizar su etapa como 'PYME' y comenzar sus inicios como empresa de gran tamaño y que aspira a estar en poco tiempo cotizando en el Mercado Continuo de la Bolsa española. Esta situación determina un momento clave en la gerencia que en nuestra opinión cuenta con adecuados cimientos conformados desde 2015 hasta la fecha en lo que a conformación de la gestión y consolidación del modelo de negocio se refiere. Igualmente, el paso a su cotización en el MAB, en 2015, es un elemento que se valora de forma positiva como elemento que refuerza las prácticas de gestión.

"Gestión con fundamentos ampliamente positivos en base a la estabilidad y trayectoria del 'management' y la adecuada consecución de la estrategia empresarial definida"

Estructura accionarial y calidad de la gestión

GREENERGY se constituye en 2007 de la mano del empresario D. David Ruiz de Andrés, actual Presidente del Consejo, CEO, y máximo accionista del grupo con el 75,99% de participación. En estos momentos la estructura accionarial se conforma de un 76,8% de participación de consejeros,, un 3,3% correspondiente a la participación del que ha sido D. General hasta julio de 2019, un 3,1% de autocartera, y un 16,8% restante de 'free-float'.

Estructura accionarial		
Daruan Group Holding, S.L.	76,0%	CEO
D. Hugo Galindo Pérez	3,3%	Ex- D. General
Free-float	16,8%	
Autocartera	3,1%	
Otros consejeros	0,8%	
Total	100,00%	

El apoyo financiero por parte de los socios ha sido clave en la evolución del grupo hasta la fecha, tanto en lo que aportación de capital se refiere como con la implementación de una política de restricción al dividendo que se mantiene en la actualidad. Destacar que en la Junta de Accionistas celebrada el día 17 de junio de 2019 se aprobó la propuesta para el aumento de capital social por importe de €4,8M con cargo a reservas voluntarias (€12M al cierre de 2018).

El Consejo de Administración se conforma en estos momentos de 5 consejeros, donde se valora de forma positiva la incorporación en 2016 de 2 miembros independientes, así como, la presencia de consejeros que participan adicionalmente en la directiva. En este caso, los miembros ejecutivos están directamente relacionados con la propiedad de la compañía.

Consejo de Administración		
Consejero/a	Tipología	Incorporación
D. David Ruiz	Ejecutivo / Dominical	2007
D. Antonio Jimenez	Ejecutivo / Dominical	2007
D. Florentino Vivancos	Secretario consejero	2007
D ^a Ana Peralta	Independiente	2016
D. Nicolás Bergareche	Independiente	2016

Los miembros de la dirección de GREENERGY junto con los consejeros mantienen en estos momentos una antigüedad media de 5,3 años (6,2 antes de la reciente salida del D. General), destacando la presencia desde el inicio del CEO y el CFO. La salida del Director General se sitúa dentro de una reorganización de la gestión, comunicada en agosto de 2019 por la compañía, con el objetivo de implementar un organigrama directivo más horizontal que favorezca la agilidad en la gestión y distinga de forma principal las áreas de servicios corporativos y desarrollo de negocio.

En estos momentos, la compañía cuenta con un amplio cuerpo directivo que alcanza las distintas áreas corporativas y de negocio (Construcción, Servicios y Energía), los mercados donde opera, y las aéreas de legal y estructuración financiera de proyectos como soportes principales.

Hasta la fecha se valora de forma positiva el desempeño realizado por la gestión en lo que al desarrollo de los planes estratégicos y crecimiento del grupo se refiere. La compañía ha finalizado el Plan 2016-2017 con adecuado nivel de consecución, contribuyendo a los hitos de crecimiento y desarrollo de operaciones en Chile y, de forma general, avanzar en el eje España-Latinoamérica como base de los próximos objetivos.

De igual forma, el ejercicio de 2018 ha visto superados los resultados previstos. La mayor venta de activos en Chile, que incluyó finalmente los 12 MW de generación explotados por el grupo, permite incrementar los ingresos y beneficios.

Estrategia empresarial y plan de negocio

GREENERGY mantiene en estos momentos su modelo de negocio histórico, el cual gira en torno a la actividad integrada en la cadena de valor de los proyectos de energía renovable. Su actividad se acompaña de un posicionamiento en mercados que favorezcan el recurso (solar y eólico), la demanda positiva de energía, y con la posibilidad de obtención de precios estables (subasta, PPA, precio regulado, etc.). Igualmente, se mantiene la flexibilidad para monetizar sus proyectos en cualquier fase avanzada del desarrollo, permitiendo sostener los niveles de apalancamiento si fuera necesario.

En estos momentos la gestión desarrolla los planes estratégicos sobre la base de los 4.127 MW de su pipeline de activos alcanzado, la importante reducción del endeudamiento como resultado de la venta de proyectos realizada, y el regreso a España como mercado estratégico, dando continuidad a la consolidación de las operaciones bajo los objetivos clave de:

- **Venta de proyectos en Chile:** La construcción de parques vendidos en Chile se mantiene como negocio fundamental en estos momentos. Tras la venta de 18 MW y 39 MW en 2016 y 2017 respectivamente, en 2018 se han traspasado 45 MW. De igual forma, en 2018 se han formalizado acuerdos de venta por 171 MW que están siendo entregados de forma progresiva (4 en los primeros 6 meses de 2019).

- **Incrementar el negocio de venta de energía (IPP) con el desarrollo y construcción de 350 MW:** los desarrollos propios de 36 MW y 24 MW eólicos en Perú y Argentina, así como, de 90 MW y 200 MW fotovoltaicos en Chile y España respectivamente antes de 2021, permiten recuperar la generación de energía como negocio estratégico tras la venta de los últimos proyectos de generación en 2018.

- **Ampliar la cartera actual de proyectos en desarrollo, con un objetivo marcado de 5.000 MW:** en estos momentos, la trayectoria del grupo y la evolución de la tecnología y los costes de construcción permiten enfocar el negocio a proyectos de gran tamaño. La recuperación de España como mercado atractivo para la inversión en estos momentos, contribuye al crecimiento en este sentido.

- **Captación de capital humano y financiero para el crecimiento:** el plan has 2020 estima una inversión de aproximadamente €300M, de los cuales €210 (70%) serían aportados por deuda de proyecto. Para el resto del capital necesario, la compañía cuenta con la emisión prevista de aproximadamente €22M en 2019 en el MARF español, así como, la propia generación de ingresos de su actividad (principalmente la venta de proyectos), dada la política de no distribución de dividendos contemplada a futuro, y las ampliaciones de capital o recurso a la deuda que sean necesarios y según las condiciones de mercado. Igualmente, el refuerzo de personal es un elemento que protagoniza la gestión, señalando que en estos momentos la compañía está ampliando su espacio disponible para dar cabida a nuevas incorporaciones en su sede de Madrid y mantiene una tendencia creciente en su plantilla.

De acuerdo con lo comentado, los objetivos contemplan por tanto la finalización del desarrollo y construcción de hasta 763 MW antes de 2022., sobre un histórico de la compañía de un total de 170 MW construidos. En este sentido señalar que, si bien os objetivos son ambiciosos, hay que señalar que el avance tanto en la tecnología como en la construcción, así como, la reducción de costes en la actividad, determinan que no sean comparables la ejecución actual respecto a la de hace 5 o 10 años. Igualmente señalamos en este punto que la capacidad y voluntad del grupo para subcontratar con terceros las operaciones (EPC por ejemplo), si llegado el momento es conveniente, apoya la consecución de los objetivos de crecimiento.

En estos momentos el avance de la cartera en desarrollo de 589 MW en fase final o 'backlog', con 138 MW ya en construcción, supone una positiva visibilidad en los objetivos estratégicos de corto y medio plazo, siendo la evolución del grupo posterior a 2021 de alta incertidumbre. Así, los proyectos que la compañía cuenta con desarrollar y construir para ser destinados a la generación y venta de energía (350 MW) ya se encuentran en fase avanzada de desarrollo, siendo los siguientes.

De esta forma, los objetivos de construcción de nuevos proyectos son:

- **2019:** 24 MW adicionales, correspondientes al parque Kosten de Argentina pendiente de conexión antes de final de año.
- **2020:** 339 MW, correspondientes a los dos parques eólicos peruanos en construcción (36 MW) y a los desarrollos solares de Escuderos (España, 200 MW) y Quillagua 1 (Chile, 103 MW).
- **2021:** 400 MW en los proyectos solares señalados como Quillagua 2 (Chile, 100 MW), Belinchón (150 MW, España), José Cabrera (50 MW, España), así como, los 100 MW adicionales en Chile (paquete PMGD).

Emisión de deuda en curso

Dentro de los planes de financiación del grupo destacamos en este momento el registro previsto de un programa de bonos en el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) en España por hasta €50M. Bajo este programa se estima una primera emisión de aproximadamente €22M en 2019 con vencimiento en 2024. Los principales términos y condiciones son:

- Pari Passu.
- Negative pledge.
- Cambio de control.
- Cross default.
- Limitación de endeudamiento - apalancamiento hasta 4x en la actividad con recurso (DFNcR / EBITDAcR)
- Limitación de reparto de dividendos - no pago de dividendos durante los 2 primeros años. A partir del 2º año, hasta un 50% de pay-out si DFNcR / EBITDAcR está por debajo de 4,0x.
- Limitación a la modificación de la estructura societaria.
- Exigencias de información de reporting.
- Mantenimiento de rating mientras vivan los bonos.
- Mantenimiento del rating bono verde (es decir que el uso de fondos sea verde).

1.4. Sector de la actividad

GREENERGY enmarca su actividad en el sector de las energías renovables, siendo éstas las que surgen de fuentes naturales consideradas inagotables (sol, agua, viento, calor, residuos vegetales, etc.). Concretamente la tecnología solar fotovoltaica y la eólica constituyen su ámbito de negocio.

Fundamentos competitivos

El sector de las energías renovables se identifica como un sector avanzado en su madurez, aspecto reflejado en la mayor consolidación de grandes productores y con mayor alcance en su integración dentro del negocio. La reducción de los costes y la madurez de la tecnología impulsan al sector de las renovables como un sistema de producción estratégico dentro del ámbito de la generación de energía, con amplia demanda de iniciativa tanto pública como privada.

La existencia de un amplio número de competidores viene determinada por las bajas barreras de entrada al sector que en términos relativos encuentran las compañías operadoras, y donde la capacidad de subcontratación y compra de licencias existente en el sector facilita el acceso. Este elemento que a priori incrementa la competitividad de un sector, queda ampliamente matizado ante la ausencia de competencia entre proyectos. Así, en estos momentos la situación general de prioridad de despacho para la energía renovable en ciertos mercados regulados, la alta demanda de energía, y los acuerdos de venta de energía (PPA) dotan al sector de una positiva recurrencia en la generación de negocio, independientemente del número o tamaño de competidores.

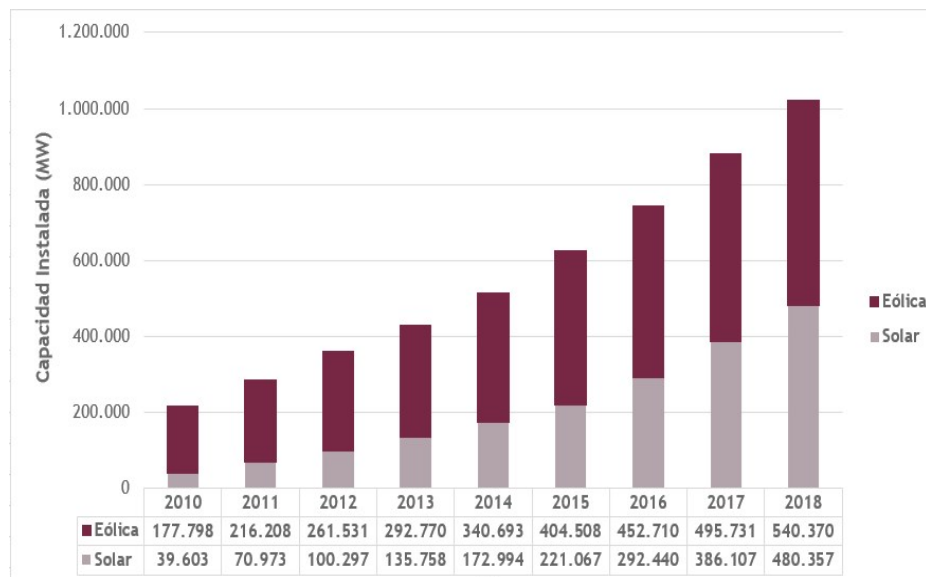
En las fuerzas competitivas destacamos que, la operativa habitual sobre mercados regulados o contratos privados de suministro (PPA's) determina a los productores una limitada capacidad para negociar precios, siendo la necesidad de estabilizar los precios en el tiempo clave para la financiación de os proyectos. Por el contrario, la madurez del sector determina una adecuada capacidad de las compañías para ejercer poder de negociación con proveedores, aspecto que ha impulsado la reducción de costes drástica de los últimos años.

Las energías renovables, y concretamente la solar fotovoltaica y la eólica, protagonizan en estos momentos el principal elemento sustituto y disruptivo en su industria respecto de la generación convencional. Este elemento, que mantiene su avance conforme al avance en la tecnología, tanto de generación como de acumulación (baterías) de energía, permite unos escenarios de demanda altamente favorables para las empresas del sector.

Perspectiva del sector

Las energías renovables, con especial impulso de la fotovoltaica y eólica, mantienen su línea creciente en capacidad instalada a nivel mundial en el último ejercicio con un incremento del 24% y 9% respectivamente.

Evolución fotovoltaica y eólica por capacidad instalada a nivel mundial (Fuente IRENA)



La base de su incremento de demanda se resume en su condición de energías no contaminantes, la reducción de costes alcanzada, y la demanda creciente de energía que mantiene los precios competitivos.

Su consideración como energías 'limpias' o no contaminantes determina que su grado de penetración continúe creciendo cada año a través de la iniciativa tanto pública como privada, liderando la alternativa a la generación convencional (gas, petróleo, carbón, nuclear, etc.). A modo de referencia, en estos momentos la propuesta de España, para el cumplimiento de los objetivos de generación de energía a 2030 en Europa, supone pasar del 40% actual de peso en el mercado eléctrico de las renovables al 72% (con vistas al 100% en 2050). Este plan, seguido de forma similar en otros mercados como el chileno (70% en 2015), implica la instalación de nueva partencia en alrededor de 60 GW adicionales de eólica y fotovoltaica conjuntamente. Si bien son objetivos ambiciosos, marcan la realidad de una apuesta por las energías renovables (incluyendo autoconsumo) como elemento principal de generación, con el respaldo fundamental del gas (ciclo combinado) y el desarrollo de la tecnología de almacenamiento.

La reducción en los costes de implantación es el elemento clave en el desarrollo del sector, tanto en los mercados maduros, que han soportado y financiado los costes de I+D, como en los mercados en desarrollo como es el caso de Latinoamérica. La asunción de las estimaciones de una reducción del 50% en eólica y del 85% en fotovoltaica en el coste total de construcción y explotación (LCOE) desde 2010, explica y justifica la apuesta de las energías renovables como alternativa clara en el 'mix' de generación. Con este desarrollo se espera que en este año la generación eólica y solar se consoliden como las energías más baratas producir, aspecto ya patente en las últimas subastas de fotovoltaica en mercados con excelente recurso como son Chile, México, Perú, Arabia Saudita, etc.

La suma de un crecimiento sostenido en la demanda eléctrica a nivel mundial permite el marco competitivo ideal para el crecimiento del sector. La consolidación creciente del mercado de acuerdos de compra de energía (PPA), junto con los mecanismos de subastas que sustituyen progresivamente el esquema público de primas, y la propia venta a mercado, que permiten los proyectos más eficientes, dotan de mayor flexibilidad al desarrollo de los proyectos. En el corto y medio plazo, la alta disponibilidad de liquidez en el mercado favorece igualmente el desarrollo de un sector muy intensivo en inversión.

De esta forma, la perspectiva del sector se valora como muy positiva en el corto y medio plazo. El incremento consecuente de la competencia y la capacidad de los mercados eléctricos (infraestructuras de red) y de capitales para asumir los volúmenes de energía planteados son elementos que deben ser correctamente gestionados en el sector en el medio y largo plazo.

"Avance positivo en la solvencia sustentado en la reducción del endeudamiento, gracias al impulso de los resultados y la generación de caja en el último ejercicio"

2. Análisis financiero

2.1. Evolución financiera

Magnitudes financieras consolidadas				
€miles	2016	2017	2018	2018vs17
Cifra de negocio ajustada (1)	17.666	47.944	55.475	15,71%
EBITDA	-2.118	6.956	22.017	216,52%
% s/ventas	-	14,51%	39,69%	25,18 p.p
Resultado Neto	-3.036	3.513	13.279	278,03%
Total deuda financiera	21.375	24.269	17.068	-29,67%
Deuda Financiera Neta	9.963	21.168	3.826	-81,93%
s/ EBITDA	-	3,04x	0,17x	-2,87x
Total Balance	50.305	57.497	58.285	1,37%
Patrimonio Neto	13.397	16.043	28.864	79,92%
s/ Balance	26,63%	27,90%	49,52%	21,62pp
Fondo de Maniobra	8.496	13.783	19.883	44,26%
Gasto financiero	-189	-1.974	-1.559	21,02%
s/ EBITDA	-	3,52x	14,12x	10,60x
Efectivo	11.412	3.101	13.243	327,08%
Flujo de caja de la explotación	8.193	-14.762	14.503	198,24%
Flujo de caja libre	-12.886	-8.064	17.479	316,75%
Flujo de caja total generado	8.014	-6.104	10.166	266,54%

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

Resultados y rentabilidad

En 2018 la compañía mantiene la tendencia positiva en la generación de resultados, alcanzando un resultado neto de €13,2M frente a los €3,5M del año anterior. El incremento del negocio asociado al desarrollo y venta de proyectos supone un importante impulso a los resultados del grupo en 2018.

En el último ejercicio la compañía incrementó su cifra de negocio ajustada (o ingresos) en un 15,7%, aspecto favorecido en mayor medida por las ventas de proyectos. Éstas, generaron en 2018 un importe de €44,2M frente a los €14,8M de 2017. Señalamos que en 2016 no se produjeron ventas aspecto que, dado el momento estratégico actual de limitado negocio asociado a servicios y venta de energía, supuso la obtención de pérdidas contables.

Hay que señalar que la cifra de negocio recoge (en ventas) los ingresos correspondientes a la actividad de desarrollo y construcción de los mismos (€24,2M en 2018), mientras que el resto de los ingresos (los derivados por la venta de las acciones) se reflejan como 'Resultados por pérdida de control de participaciones consolidadas' (€13,3M en 2018). En un tercer término indicamos que, cuando los proyectos están recogidos en el inmovilizado material en el momento de su venta (por estar ya en operación), los ingresos obtenidos son reflejados en el epígrafe 'Resultados por enajenaciones y otros' (€6,7M en 2018).

Evolución de la cifra de negocio ajustada (1)

€miles	2016	2017	2018	2018-2017
venta de EPC de proyectos	0	6.633	24.255	265,69%
venta de proyectos en inmovilizado	0	7.266	6.722	-7,48%
venta de acciones de proyectos	0	898	13.276	1377,63%
Venta de proyectos (1)	0	14.797	44.253	199,07%
Producción de energía	942	3.335	2.022	-39,37%
Servicios	281	206	1.010	391,17%
Desarrollo (trabajos para su inmovilizado)	16.443	29.607	8.191	-72,33%
Total	17.666	47.944	55.475	15,71%
variación de existencias	48	-171	0	100,00%
Aprovisionamientos	-17.023	-36.270	-26.672	26,46%
Margen Bruto (1)	690	11.503	28.803	150,39%
% s/ingresos	3,9%	24,0%	51,9%	27,93 p.p

(1) Incluye desinversión de proyectos contabilizadas fuera de 'ventas' y trabajos para el inmovilizado

De esta forma, los ingresos por venta de activos explican el incremento del Margen Bruto y del EBITDA de un 150% y un 217% respectivamente, aspecto que permite compensar de forma amplia el incremento de costes de personal y explotación que acompaña el crecimiento del grupo. Por su parte, los menores resultados por trabajos para su inmovilizado en 2018, €8,1M frente a €29,6M en 2017, se vieron compensados con una menor cifra de aprovisionamientos.

La operativa de 2018 alcanzó una mejora en el margen de EBITDA, situándose en términos muy positivos (40%). La mejora en el EBITDA permite compensar los peores resultados financieros obtenidos en el último ejercicio. Así, si bien la compañía logra reducir sus gastos financieros gracias a la reducción de la deuda financiera y el menor coste medio de la misma, las diferencias negativas de cambio de 2018 (€-2,8M) han limitado los resultados. La depreciación del peso chileno frente al dólar americano es la principal causa del incremento, siendo por el contrario en 2017 recogido un efecto positivo por apreciación de la moneda chilena de €1,2M.

Con este desempeño, la compañía avanza en su crecimiento bajo la obtención de un resultado neto positivo y con amplia mejora respecto de ejercicios anteriores, aspecto que pone en valor el desarrollo previo de proyectos realizado y su capacidad de realización para los mismos.

La evolución del primer semestre de 2019 mantiene la tendencia positiva en la generación de negocio y resultados positivos conforme al avance en el desarrollo y venta de proyectos, aspecto reflejado en importantes crecimientos respecto al mismo periodo del año anterior.

Endeudamiento

La evolución del 2018 en términos de endeudamiento y estructura financiera se valora como ampliamente positiva, resultando en una situación de bajo endeudamiento, reflejado en un Patrimonio Neto del 49,5% sobre el pie de balance, y un ratio de Deuda Financiera Neta / EBITDA de 0,17x.

El Patrimonio Neto recoge en 2018 de forma positiva y casi completa los mayores resultados alcanzados, aspecto favorecido por la política de no reparto de dividendos. Los movimientos de autocartera y las diferencias de conversión son los principales movimientos negativos.

Evolución de los resultados. 1S-2019

€miles	1S-2018	1S-2019	Var.
Ingresos	24.570	55.504	126%
EBITDA	5.144	12.055	134%
% s/ventas	20,94%	21,72%	0,8pp
Resultado Neto	3.004	8.768	192%
% s/ingresos	12,23%	15,80%	3,6pp

Con este incremento de la autofinanciación, y la reducción del pasivo que acompaña la evolución del último ejercicio, la compañía sitúa su Patrimonio Neto en un 49,5% sobre el total del balance (28% en 2017), cifra muy positiva para el concepto de autonomía financiera.

De esta forma, la reducción en los pasivos es un elemento que fundamenta la mejora actual de la solvencia. En la evolución del pasivo destacamos una mayor reducción del pasivo no corriente, aspecto que amplía la mayor concentración del endeudamiento corriente en 2018 (67%). Sin embargo, la mejora en el activo corriente permite compensar esta situación, destacando el incremento de Fondo de Maniobra en 2018 hasta un positivo ratio de 2,0x.

La reducción de la deuda financiera igualmente acompaña la evolución favorable del endeudamiento. Junto con el efecto positivo del incremento de la caja, la Deuda Financiera Neta / EBITDA de 2018 alcanzó un ratio mínimo de 0,17x (3,04x en 2017). La deuda financiera mantiene en 2018 su peso mayoritario del 58% sobre la deuda del grupo, con una reducción en mayor medida realizada en el pasivo no corriente.

Durante el 2019 la situación del endeudamiento se mantiene favorable para la solvencia del grupo. El incremento de la deuda financiera en el primer semestre que acompaña el avance en la inversión cuenta con un positivo respaldo de la generación de resultados y caja. De igual forma señalamos el mayor incremento de la deuda asociada a proyectos y que cuenta con la posibilidad de conversión a deuda 'sin recurso' en el medio plazo (12 meses de operación de los parques en Latinoamérica).

Evolución del endeudamiento. 1S-2019

€miles	2017	2018	1S-2019
Deuda financiera	24.269	17.068	40.289
Deuda financiera neta	21.168	3.826	11.286
s/EBITDA (1)	3,04x	0,17x	0,94x
Deuda financiera neta corporativa	7.356	4.840	-2.737
Deuda financiera neta de proyectos	-	14.023	15.038
Patrimonio Neto	16.043	28.864	38.603
s/Deuda financiera	66%	169%	96%
s/Balance	28%	50%	35%
Fondo de maniobra	1,58x	2,01x	1,31x

(1) EBITDA de 6 meses en 2019

La situación de Fondo de Maniobra positivo y el limitado endeudamiento financiero sigue acompañando en estos momentos por un calendario de vencimientos que favorece la flexibilidad financiera. La mayor correspondencia de deuda en el corto plazo (42%), se corresponde de forma normal por el vencimiento de las líneas de crédito manteniendo.

Calendario de la deuda financiera. 1S-2019

€miles	Préstamos	Crédito	Leasing	Otros	Total	%
30/06/2020	2.819	12.579	375	1.245	17.020	42%
30/06/2021	2.787	-	412	52	3.252	8%
30/06/2022	1.637	-	341	182	2.160	5%
30/06/2023	1.421	-	286	-	1.707	4%
30/06/2024	1.421	-	215	-	1.636	4%
+2024	14.211	-	304	-	14.515	36%
Total	24.296	12.579	1.934	1.480	40.289	

Liquidez

Situación de adecuada la liquidez, sustentada en la capacidad de generación de negocio y el limitado endeudamiento. No obstante, la compañía afronta un plan de inversiones que mantiene su alta dependencia financiera, aspecto que debe ser adecuadamente gestionado.

Respecto a la generación de caja, la mejora de los resultados comentada se acompañó en el último ejercicio de una variación positiva en el circulante de €9,2M (€-14,1M en 2017), alcanzando un importante incremento de casi el doble en el flujo de caja de la explotación (+198%). Por su parte, el flujo neto de la inversión se mantiene positivo en 2018, con un importe de €2,9M (€6,7M en 2017), contribuyendo a la generación positiva de caja. Así, la menor generación de caja asociada a la venta de activos se ve compensada con una menor inversión en el último ejercicio. No obstante, la inversión en crecimiento (inmovilizado) sigue siendo relevante con €26,9M en 2018 (€39,2M en 2017).

Generación de caja				
€miles	2016	2017	2018	2018vs2017
EBITDA	-2.118	6.956	22.017	216,52%
Efectivo y equivalentes	9.057	2.953	13.119	344,20%
Flujo de la caja generada				
Resultado antes de impuestos	-2.250	4.892	14.481	196,03%
+/- ajustes	673	-4.874	1.155	123,70%
Otros	-1.529	-595	-4.057	-581,76%
+/- cambios en circulante	11.300	-14.185	2.923	120,61%
Cash-flow de explotación	8.193	-14.762	14.503	198,24%
Cash-flow de inversión	-21.079	6.698	2.976	-55,56%
Cash-flow libre	-12.886	-8.064	17.479	316,75%
Cash-flow de la financiación	19.940	1.960	-7.150	-464,70%
Otros	960	0	-164	-
Cash-flow neto generado	8.014	-6.104	10.166	266,54%

Evolución de la generación de caja. 1S-2019

€miles	1S-2018	1S-2019	Var.
EBITDA	5.144	12.055	134%
Efectivo y equivalentes	11.317	29.003	156%
Flujo de generación de caja			
Cash-flow de explotación	6.898	19.052	176%
Cash-flow de inversión	-19.368	-30.397	-57%
Cash-flow libre	-12.470	-11.345	9%
Cash-flow de la financiación	20.855	21.819	5%
Otros	-276	34	112%
Cash-flow neto generado	8.109	10.508	30%

De esta forma, en 2018 la compañía mejoró de forma sensible la cifra de 'flujo de caja libre', permitiendo la reducción de la deuda financiera y el avance en el incremento en la posición de caja. Al cierre del ejercicio la caja en balance se situó en €13,1M. La capacidad demostrada y esperada en estos momentos para generar flujos de caja positivos en la explotación favorece las operaciones y su capacidad para cumplir con los objetivos de inversión y las obligaciones financieras.

La evolución de 2019 al primer semestre mantiene la generación de caja neta positiva con apoyo del flujo obtenido en la explotación y la vuelta a un flujo financiero positivo. Así, la menor desinversión realizada durante el ejercicio, requirió de la captación de deuda para compensar el Flujo de Caja libre negativo obtenido. De esta forma, el avance en la liquidez se muestra positivo, permitiendo el impulso de la caja hasta los €29M.

Finalmente, destacamos la disponibilidad de financiación como elemento que refuerza la liquidez. Durante 2019 la compañía siguió ampliando su límite de crédito hasta €54,7M (€37,6M en 2018), finalizando el primer semestre con un disponible de €42M (77% s/total).

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.

©2019 por AXESOR RISK MANAGEMENT S.L.U. Todos los derechos reservados.