



ISSUER RATING

Long-term Rating

Rating Action

Axesor Rating afirma la calificación de Grenergy Renovables, S.A. en "BB+", manteniendo la tendencia Estable.

Resumen Ejecutivo

Grenergy Renovables, S.A. y sus sociedades dependientes (en adelante Grenergy) se posiciona como productor de energía renovable bajo un modelo de negocio ampliamente integrado. Durante 2020 la compañía siguió concentrando sus resultados en Chile (99,7% del EBITDA). La compañía avanzó en sus resultados durante 2020 dentro del esperado incremento en el endeudamiento conforme al desarrollo de sus inversiones planificadas que situaron el ratio de Deuda Financiera Neta/EBITDA en 5,32x (2,26x en 2019), si bien en el primer trimestre de 2021 formalizó una ampliación de capital acelerada (€105M) que le permitió triplicar sus fondos propios y rebajar el mencionado ratio a 3,1x (EBITDA de 12 meses).

Fundamentos

Perfil de negocio

- ▶ **Adecuado posicionamiento competitivo derivado de su trayectoria, el modelo de negocio integrado, y la cartera de activos en desarrollo ('pipeline') que gestiona.**

Grenergy se constituyó en 2007 y desde finales de 2019 cotiza en el Mercado Continuo de la Bolsa Española, donde actualmente cuenta con una capitalización superior a los €800M. En su posicionamiento competitivo la compañía integra las tecnologías solar y eólica, donde realiza el desarrollo y construcción integral de proyectos (EPC en solar), así como, los servicios de; financiación, operación, mantenimiento y gestión de proyectos. 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 en mayo asciende a 6.078 MW, con 865 MW en fase avanzada (construcción + 'backlog').

- ▶ **Perfil de empresa especialista con destacada concentración actual en su actividad por segmentos y mercados, aunque dentro de un sector con positiva situación en la demanda.**

En su actividad Latinoamérica y España constituyen sus mercados estratégicos. En este momento Colombia incrementa su protagonismo en las operaciones con 72 MW en situación de construcción y avance en el 'pipeline', donde igualmente destacamos el inicio de desarrollos en nuevos mercados como son Italia y Reino Unido. El avance actual de las operaciones continúa marcado por la alta concentración de los resultados procedentes de Chile (99,7% s/EBITDA 2020), siendo los primeros ingresos por venta de energía reportados en el primer trimestre de 2021. En este momento la capacidad propia de generación se sitúa en 198 MW recientemente conectados en Chile, Perú, México y Argentina.

- ▶ **Avance en los últimos hitos del plan estratégico 2018-20 y cuyas bases sirven de continuidad para los objetivos a 2023 de alcanzar una capacidad propia de hasta 2.5 GW.**

El año 2020 finalizó con una capacidad instalada para generación de 198 MW, donde solamente 103 MW (Quillagua) se acercan en este momento al año desde la puesta en operación. De esta forma la compañía se encuentra en proceso de alcanzar y consolidar el objetivo de 350 MW para lo que se requiere la construcción y puesta en marcha del proyecto Escuderos (200 MW), previsto para este año, y la efectiva confirmación del buen rendimiento en los parques finalizados. Por el contrario se

Tendencia: Estable

Fecha de primer rating: 16/10/2019

Fecha de revisión: 13/09/2021

Contactos

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	4
1.1 Actividad y trayectoria	4
2. Análisis cualitativo	6
2.1 Posicionamiento competitivo	6
2.2 Accionariado, gestión y política financiera	8
2.3 Sector de actividad	10
3. Análisis cuantitativo	12
3.1 Resultados y rentabilidad	12
3.2 Estructura de activo y endeudamiento	13
3.3 Generación de caja y posición de liquidez	15

da por cumplido la consecución de un 'pipeline' de 5 GW. Las bases estratégicas se mantienen en general continuistas bajo un crecimiento objetivo de la cartera propia de proyectos en 660 MW durante 2021, 1,5 GW en 2022, y 2,5 GW para 2023.

Los planes estratégicos cuentan con el refuerzo esperado de una ampliación de capital por un importe de €105M en marzo, la incorporación de nuevos miembros a los órganos de gobierno y dirección, así como con la continuidad del modelo de negocio que mantiene la venta de proyectos construidos para terceros y la prestación de servicios como unidades generadoras de caja.

Perfil financiero

► Rentabilidad positiva en las operaciones permitiendo la continuidad en la obtención de beneficio.

Al cierre de 2020 Greenergy mantiene su capacidad de obtención de beneficio en la actividad, aspecto sustentado en la rentabilidad positiva de las operaciones (Margen EBITDA del 20,9%) y la contención del gasto financiero. En el último ejercicio la compañía mejoró la cifra de EBITDA hasta los €23,7M (+28,2%) e incrementó el resultado neto hasta los €15,2M (+32%) dentro de un año de continuidad en el crecimiento en los ingresos con el impulso de los trabajos para el inmovilizado, ausencia de resultados extraordinarios, e impacto negativo en tipos de cambio y mayor endeudamiento. Los primeros ingresos por venta de energía desde 2018 se reportaron en el avance del primer trimestre de 2021, estando entonces aún pendientes de la puesta en marcha de los proyectos de Argentina y México.

► Incremento esperado del endeudamiento conforme al avance en los planes de inversión.

Conforme a lo esperado la compañía incrementó su endeudamiento con el avance en la construcción y puesta en marcha de los primeros proyectos correspondientes a la planificación 2018-20. A falta de un incremento de los resultados por venta de energía la presión al alza de la deuda financiera situó el ratio consolidado de la DFN/EBITDA en 5,32x frente al 2,26x del año anterior. Para la actividad de deuda con recurso (deuda corporativa + deuda proyectos con recurso) igualmente se incrementó el ratio hasta 2,81x respecto del 2,26x de 2019, aunque sin el efecto de la deuda de proyectos (sin recurso) el ratio para la DFN/EBITDA corporativo se limitó a un ratio de 0,92x (0,42x en 2019).

La continuidad en los planes estratégicos recibió en marzo de 2021 el impulso de la ampliación de capital formalizada por €105M, contribuyendo a la reducción de la deuda neta en el cálculo al cierre del primer trimestre (3,1x DFN/EBITDA 12 meses).

► Adecuada situación de liquidez conforme a las necesidades financieras previstas en su plan de crecimiento.

La compañía mantiene una alta dependencia financiera conforme al avance en los planes de inversión, aspecto adecuadamente gestionado a través de la generación de resultados y la obtención de financiación. El año 2020 finalizó con una reducción de la caja neta tras un peor comportamiento del working capital y el incremento de la inversión neta. La caja a cierre del ejercicio ajustada por Axesor alcanzó los €27M (€34,4M en 2019).

La ampliación de capital formalizada por €105M, permitió impulsar la caja al cierre del primer trimestre hasta los €110M. La asunción de nuevos objetivos ambiciosos en la inversión para proyectos destinados a la cartera propia de generación (2,5 GW en 2023) pone el foco en la captación de deuda, tanto corporativa como de tipo 'Project Finance'. Así, la compañía planea la emisión de un programa de pagarés que permita avanzar en los objetivos en tanto se obtienen las correspondientes financiaciones de proyecto.

Resumen de la información financiera

Principales magnitudes consolidadas				
€miles	2018	2019	2020	2020-19
Cifra de negocio ajustada (1)	46.300	84.530	113.432	34,19%
EBITDA	18.464	18.471	23.690	28,25%
Margen EBITDA	39,88%	21,85%	20,88%	-0,97pp
Gastos financieros (GF)	-1.559	-1.142	-2.628	-130,15%
EBITDA/GF	11,84x	16,18x	9,02x	-7,16x
Total Balance	60.572	157.627	258.198	63,80%
Patrimonio Neto	25.311	37.097	48.835	31,64%
Deuda financiera (2)	17.068	76.227	153.065	100,80%
Deuda financiera neta (DFN) (2)	10.924	41.824	126.036	201,34%
DFN/EBITDA	0,59x	2,26x	5,32x	3,06x
Deuda financiera neta con recurso (3)	10.924	41.824	66.471	58,93%
DFN/EBITDA perímetro con recurso	0,59x	2,26x	2,81x	0,54x
Flujo de caja operativo (FFO) (4)	3.081	6.704	17.782	165,25%
Caja (5)	7.366	34.402	27.030	-21,43%

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

(2) Excluye derivados en la deuda financiera y la caja no disponible en la caja

(3) excluye deuda de proyectos sin recurso

(4) calculado como cash-flow operativo menos variaciones de circulante

(5) incluye parte de inversiones financieras corrientes y excluye caja no disponible (pignorada)

Rating y Tendencia

Greenergy se sitúa en un rating de BB+ con una tendencia 'Estable'.

En este momento la compañía trabaja en los nuevos objetivos estratégicos a la vez que avanza en la consecución de los objetivos planteados dentro del Plan 2018-20 y que, bajo un desarrollo no exento de desviaciones acrecentadas por el impacto de la Covid-19, ha permitido a Greenergy cumplir en general con las expectativas de crecimiento. Este aspecto se ha visto reflejado en la capacidad de cumplir con el objetivo de formalizar una importante ampliación de capital que permite continuar avanzando en los objetivos previstos. De esta forma, la compañía en términos generales avanza conforme a las previsiones y afronta nuevos retos para los que aún es necesario mayor grado de consecución, aspecto que motiva la continuidad en el rating y tendencia.

Análisis de sensibilidad

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

- ▶ **Factores positivos (↑):** El efectivo cumplimiento y consolidación de los objetivos de corto y medio plazo podría ser un indicativo de una mejora en el rating. A corto plazo la compañía espera rebajar su apalancamiento con el incremento de las ventas como elemento clave, aspecto importante a seguir.
- ▶ **Factores negativos (↓):** Por el contrario, una desviación sustancial de los resultados y generación de caja, o en la evolución de la deuda podría ser indicativo de una rebaja en el rating.

1. Análisis cualitativo

1.1 Actividad y trayectoria

GREENERGY es un desarrollador y productor independiente de energía (“IPP” por sus siglas en inglés) a partir de fuentes renovables. Desde diciembre de 2019 la compañía cotiza en el Mercado Continuo de la Bolsa española, contando actualmente con una capitalización bursátil superior a los €800M.

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). En su trayectoria Greenergy declara la construcción y conexión de 470 MW (45 plantas), actividad que se mantiene en continuo avance.

Desde sus inicios el modelo de negocio ha incluido la venta de proyectos. 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.

Los últimos datos de marzo de 2021 sitúan la cartera de activos en operación en 198 MW situados en Chile, Argentina, y Perú. Asimismo contaba con un ‘pipeline’ de activos en desarrollo de 6.078 MW en los ocho países donde opera, tanto en el mercado europeo (España, Italia y Reino Unido) como en Latinoamérica (Chile, Perú, México, Argentina y Colombia).

La trayectoria de GREENERGY se resume a continuación:

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

En el nacimiento de GREENERGY destacamos la figura de su fundador y principal accionista D. David Ruiz de Andrés (59,8% actualmente). 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 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.

- 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 1 GW (900 MW en Latinoamérica) en fotovoltaica y eólica. 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. 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. 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.

- 2018- Actualidad. Plan de crecimiento con cumplimiento parcial de objetivos.

A cierre de 2018 la compañía contaba con una plantilla de 108 empleados y suma una experiencia de 145 MW construidos y un 'pipeline' de 2.488 MW (136 MW en construcción). La importante reducción de la deuda, tras la venta de todos sus parques en operación, marca el inicio del nuevo plan estratégico con objetivos a 2020 encaminados a consolidar a la compañía como un destacado productor de energía alcanzando un 'pipeline' de 5.000 MW y una cartera de proyectos propios en operación de 350 MW. La construcción y venta de proyectos a clientes se mantiene como parte clave de la captación de ingresos.

Desde entonces Greenergy ha crecido en sus resultados y tamaño conforme al desarrollo de los planes de inversión y generación de negocio, crecimiento inferior al previsto por los retrasos en el desarrollo y construcción del primer paquete inicial de 350 MW para la cartera en propiedad. Durante 2019 el paso a la cotización del grupo al Mercado Continuo, el registro de un Programa de Bonos de hasta €50M en el MARF (€22 emitidos), y el alcance de un 'pipeline' de 4.558 MW se destacan como hitos importantes del ejercicio.

De acuerdo con el avance en los proyectos la compañía actualizó durante 2020 los objetivos de cartera en propiedad a 163 MW para 2020, a la vez que dio continuidad a los planes estratégicos con unos objetivos de cartera propios de 660 MW y 1.460 MW en 2021 y 2022 respectivamente. Finalmente el año 2020 se cerró con 198 MW construidos (103 conectados en Chile) con la suma adicional de un parque solar en México (35 MW), quedando el proyecto de Escuderos en España (200 MW) aplazado al tercer trimestre de 2021. Escuderos obtuvo financiación de proyecto a finales de 2020, contando con un acuerdo de venta de energía (PPA) desde 2019. De esta forma, la compañía al cierre de 2020 aún no había obtenido ingresos por venta de energía.

Por el contrario la compañía mejoró el objetivo de 'pipeline' alcanzando los 6.036 MW frente a los 5.000 MW previstos. Greenergy cerró el último ejercicio con mejora en los resultados (€113,4M en ingresos) y una mayor deuda conforme al avance en su planificación, situando la plantilla en 192 empleados (150 en 2019). En 2020 se vendieron proyectos en Chile por un total de 102 MW.

De acuerdo a lo señalado, con los últimos datos reportados de mayo de 2021 la compañía sitúa su 'pipeline' en 6.078 MW (417 MW en construcción), así como mantenía los 198 MW construidos (139 MW operando) y mantiene sus estimaciones para 2021 (660 MW) y 2022 (1.460 MW). Adicionalmente declaró como novedad la estimación de alcanzar los 2,5 GW en 2023. Para el período 2021-23 los objetivos de construcción y venta de proyectos a terceros se establecen en entre 100 y 200 MW anuales. Para la continuidad del crecimiento Greenergy formalizó el 18 de marzo una importante ampliación de capital por importe de €105M.

En el avance de 2021 al primer trimestre señalamos la obtención de los primeros ingresos por venta de energía desde 2018 con la actividad de Quillagua (Chile) y en menor medida de los parques eólicos de Perú, estando los proyectos de Kosten (Argentina) y San Miguel (México) aún en fase final de puesta en operación. Asimismo, destacamos la incorporación de los primeros proyectos en Italia y Reino Unido en fase inicial de desarrollo, el inicio de la construcción de los primeros proyectos en Colombia (72 MW) que ya cuentan con un acuerdo de venta de energía (PPA) formalizado a finales de 2020, así como la obtención de un 'Project Finance' para proyectos en Chile por 130 MW que se estima permitan el cumplimiento del objetivo de 660 MW propios en 2021.

“Compañía con 14 años de trayectoria en el sector de las energías renovables bajo un modelo de negocio integrado, con enfoque multi-tecnología, y un alcance competitivo fundamentalmente en España y Latinoamérica”.

2. Análisis cualitativo

2.1 Posicionamiento competitivo

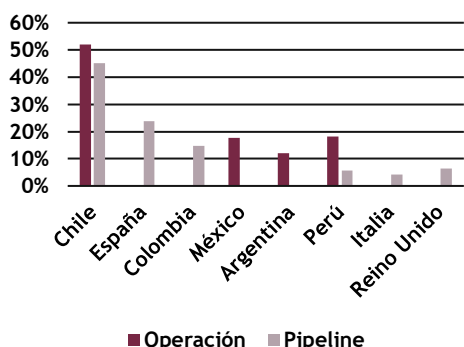
Para GREENERGY se identifica una compañía de perfil especialista, siendo el sector de la energía renovable su ámbito exclusivo de negocio. No obstante su posicionamiento como empresa integrada en la cadena de valor del negocio, la operativa en tecnología fotovoltaica y eólica, y la presencia en varios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

Asimismo la positiva dinámica en la demanda del sector fotovoltaico favorece el posicionamiento del grupo en su actividad como constructor. 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.

Junto con su trayectoria, a favor de su posicionamiento en el mercado, destacamos la gestión de una relevante cartera de proyectos tanto para venta como para generación de energía propia que sigue creciendo y avanzando en su desarrollo. Con los 6.078 MW alcanzados en su 'pipeline' actualmente la compañía da por superado el objetivo de cartera del plan declarado en 2018, aspecto que le 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 y pipeline total							
31/03/2021	Cartera	Pipeline					
MW	Operación	Construcción	Backlog	Desarrollo avanzado	Desarrollo inicial	Total	% s/total
Avance		100%	80%	>50%	<50%		
Chile	103	145	236	1.302	1.060	2.743	45,13%
España	0	200	200	1047	0	1.447	23,81%
Colombia	0	72	12	178	636	898	14,77%
México	35	0	0	0	0	0	0,00%
Argentina	24	0	0	0	0	0	0,00%
Perú	36	0	0	342	0	342	5,63%
Italia	0	0	0	0	260	260	4,28%
Reino Unido	0	0	0	0	388	388	6,38%
Total	198	417	448	2.869	2.344	6.078	
% s/total		7%	7%	47%	39%		
Nº de proyectos	5	21	16	35	50	122	

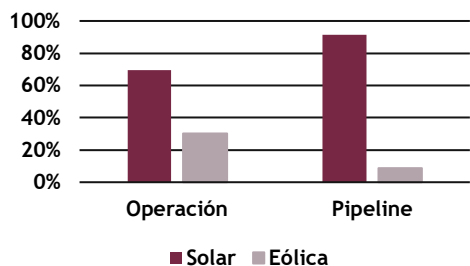
Diversificación por mercados (% MW)



Dentro del 'pipeline' destacamos que el objetivo de alcanzar los 660 MW en la cartera propia de activos para producción de energía durante 2021 cuenta en primer lugar con los 198 MW operativos y la suma prevista de los proyectos en construcción por 375 MW en Chile, Colombia, y España, para un total de 573 MW. Adicionalmente, en fase de 'backlog' (avance superior al 80% con permisos de conexión y terrenos asegurados), donde la compañía declara hasta 448 MW, se cuenta con 111 MW (Chile) y 12 MW (Colombia) destinados a la cartera propia y que de momento están previstos para antes de que finalice 2021. Así, el 'pipeline' con mayor visibilidad suma un total de 865 MW (14% sobre el total).

Respecto a la venta de activos, los últimos datos reflejan la situación en Chile de 42 MW y 64 MW en fase de construcción y 'backlog' respectivamente con fechas de puesta en servicio durante 2021. En este sentido señalar que el parque solar operativo de San Miguel en México (35 MW) está pendiente de si finalmente se vende o se mantiene en la cartera de producción.

Diversificación por tecnología
(% MW)



Tras superar en 2020 el objetivo avanzado de 97 MW para su venta en Chile finalmente se vendieron un total de 102 MW (13 proyectos). A cierre del primer trimestre la compañía aún no había formalizado ventas de proyectos si bien mantiene el objetivo de entre 100 MW y 200 MW anuales para los próximos años.

Con esta capacidad, la consecución de los planes de crecimiento en el corto plazo se presenta adecuada tanto en lo que respecta a la construcción de proyectos para su venta como para destinar a la cartera de generación de energía, a falta de una mayor actualización de datos por parte de la compañía en este momento.

De esta forma Chile y España se mantienen como principales mercados por desarrollo de proyectos con un 45% y 24% respectivamente. Colombia se mantiene como tercer mercado por gestión de capacidad, donde avanza en relevancia con 72 MW en fase de construcción y 12 MW en el 'backlog', dentro de un total de 'pipeline' de 898 MW (14,8%). La irrupción de Reino Unido (388 MW) e Italia (260 MW) con proyectos en fase inicial de desarrollo avanza de forma temprana nuevos hitos estratégicos con impacto en el posicionamiento futuro del grupo.

Cartera y pipeline por tecnologías							
31/03/2021	Cartera		Pipeline				
MW	Operación	Construcción	Backlog	Desarrollo avanzado	Desarrollo inicial	Total	% s/total
Avance		100%	80%	>50%	<50%		
Solar	138	417	448	2.639	2.044	5.548	91,28%
Eólica (1)	60	0	0	230	300	530	8,72%
Total	198	417	448	2.869	2.344	6.078	

(1) Perú (112 MW, D.A.) y Chile (418 MW)

La tecnología solar fotovoltaica continúa liderando de forma destacada las operaciones de Grenergy con el 70% de la capacidad operativa y un 91,3% del total del 'pipeline', donde adicionalmente la capacidad eólica en desarrollo se encuentra aún en las primeras etapas del desarrollo. De forma consecuente a la distribución de la cartera, los desarrollos solares se concentran en Chile y España con un peso del 42% y 26%, aunque con un menor peso respecto a reportes anteriores ante la irrupción de los nuevos mercados y el crecimiento en Colombia. En 2020 destacamos la puesta en marcha en el mes de septiembre del proyecto Quillagua 1 en Chile, finalmente ampliado hasta los 103 MW, que junto al proyecto de 35 MW de San Miguel en México conforman los activos productivos del grupo a la espera de si finalmente se vende este último.

Respecto a la actividad eólica señalamos el avance de 118 MW en Chile a la fase de 'desarrollo avanzado' dentro del mantenimiento del total de 'pipeline' que junto a los 112 MW de Perú conforman el 'pipeline' con mayor avance en eólica. El resto (300 MW) se mantiene en Chile en fase inicial de desarrollo.

Por razón de sus mercados los resultados se mantienen concentrados de forma casi exclusiva en Chile (99,8% del EBITDA en 2020), 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.

Diversificación de la actividad por mercados						
€miles	2018		2019		2020	
Ingresos (1)	Importe	% peso	Importe	% peso	Importe	% peso
España	232	0,50%	237	0,28%	202	0%
Chile	46.068	99,50%	84.292	99,72%	113.230	100%
Total	46.300		84.529		113.432	
EBITDA	Importe	% peso	Importe	% peso	Importe	% peso
España	55	0,30%	110	0,60%	81	0%
Chile	18.409	99,70%	18.361	99,40%	23.609	99,7%
Total	18.464		18.471		23.690	

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

En Chile la compañía ha estado fundamentalmente activa en el régimen de 'pequeños medios de generación distribuida' (PMGDs), 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.

De acuerdo a la diversificación de la actividad por segmentos de negocio, el peso 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.

Diversificación de la actividad por segmentos							
€miles	2018		2019		2020		Evolución
Ingresos (1)	Importe	% peso	Importe	% peso	Importe	% peso	2020-19
Desarrollo y construcción (1)	43.268	93,45%	83.171	98,39%	111.546	98,34%	34,12%
Energía	2.022	4,37%	0	0,00%	0	0,00%	-
Servicios	1.010	2,18%	1.358	1,61%	1.886	1,66%	38,88%
Total	46.300		84.529		113.432		34,19%
EBITDA (1)	Importe	% peso	Importe	% peso	Importe	% peso	2020-19
Desarrollo y construcción (1)	19.836	107,43%	22.962	124,31%	27.768	117,21%	20,93%
Energía	1.454	7,87%	0	0,00%	0	0,00%	-
Servicios	213	1,15%	101	0,55%	173	0,73%	71,29%
Corporativo	-3.039	-16,46%	-4.592	-24,86%	-4.251	-17,94%	7,43%
Total	18.464		18.471		23.690		28,26%

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

La continuidad en la mayor actividad de construcción de proyectos tiene su reflejo en la evolución de este segmento y su contribución como segmento destacado en los resultados de Greenergy. Así, el segmento de 'Desarrollo y Construcción' concentró la práctica totalidad de los resultados a falta de la mayor aportación esperada para las actividades de generación de energía y servicios. La división de servicios crece en sus resultados y rentabilidad en el último ejercicio conforme a entrega de nuevos proyectos en Chile.

2.2 Accionariado, gestión y política financiera

Greenergy se constituyó en 2007 de la mano del empresario D. David Ruiz de Andrés, actual Presidente del Consejo, CEO, y máximo accionista del grupo con el 59,834%. En el marco de la ampliación de capital por €105M (12,96% del capital) formalizada en marzo de 2021, el señor Ruiz suscribió un 4,7% de las nuevas acciones, lo que le permitió reducir en menor medida nuevamente su participación respecto al 68,04% que mantenía desde 2019, momento en el que el grupo pasó a cotizar en el Mercado Continuo de la Bolsa Española. En este momento el capital de Greenergy no cuenta con otros accionistas relevantes (>5%).

De igual forma señalamos como novedad los cambios en el Consejo de Administración que se amplía con dos nuevas consejeras para un total de 8 miembros. Así, Greenergy refuerza su principal órgano de gobierno con personas con amplia trayectoria en finanzas, control de gestión y ESG, alcanza la paridad entre hombres y mujeres, así como mantiene una situación de un 50% de consejeros independientes y cumple con los objetivos de sostenibilidad y las recomendaciones de 'Buen Gobierno Corporativo' de la compañía.

Consejo de Administración		
Consejero/a	Tipología	Incorporación
D. David Ruiz	Dominical (CEO)	2007
D. Antonio Jimenez	Ejecutivo (CFO)	2007
D ^a María Merry del Val	Dominical	2021
D. Florentino Vivancos	Secretario consejero	2007
D ^a Ana Peralta	Independiente	2016
D. Nicolás Bergareche	Independiente	2016

D ^a Rocío Hortigüela	Independiente	2019
D ^a Teresa Quirós	Independiente	2021

Desde mediados de 2019 la compañía cuenta con una estructura de gestión reorganizada 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, con una antigüedad media de más de 6 años, que alcanza las distintas áreas corporativas y de negocio (Construcción, Servicios y Energía), los mercados donde opera, y las áreas de legal y estructuración financiera de proyectos como soportes principales. Durante 2021 se han incorporado nuevos miembros directivos (Recurso Humanos, Almacenamiento y nuevas tecnologías, y Generación de energía), ampliando aún más el foco directivo ante los nuevos retos en curso. La incorporación de personal es un aspecto esperado y consecuente con los planes de crecimiento.

Señalar que en 2020 la compañía publicó su primer Informe de Sostenibilidad relativo al ejercicio 2019 que contribuye a la visibilidad en las estrategias financieras, corporativas y en materia de factores ESG.

Hasta la fecha se valora adecuadamente el avance alcanzado por la compañía y el desempeño realizado por la gestión en lo que al desarrollo de los planes estratégicos y crecimiento del grupo se refiere. La compañía finalizó 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. Si bien el Plan 2018-20 da por cumplidos el objetivo de alcanzar un 'pipeline' superior a 5.000 MW bajo gestión como base del crecimiento futuro, el periodo no ha estado exento de dificultades, con retrasos en el desarrollo y puesta en marcha de la cartera de proyectos destinados a conformar la cartera de producción de energía y que, no obstante, se mantienen en curso. Ante estas dificultades, incrementadas por la situación de la COVID-19, en este momento no podemos aún reconocer a Greenergy un mejor desempeño estratégico a la espera de una consolidación de los proyectos recientemente puestos en operación, así como del proyecto estratégico de 200 MW (Escuderos, España) en situación de avanzada construcción y conexión esperada para finales de este año.

De esta forma si bien la compañía no ha incrementado su generación de negocio conforme a lo esperado, aspecto ya revisado en sus últimas estimaciones, la perspectiva respecto a la generación de resultados y la situación respecto al endeudamiento se mantienen en términos favorables. A su favor destacamos la formalización con antelación de la ampliación de capital comentada y que como hito esperado sirve de base fundamental para alcanzar los objetivos del corto y medio plazo bajo la continuidad en términos moderados de apalancamiento. En este sentido hay que señalar que la compañía continúa sin repartir dividendos como medida de apoyo a la liquidez que demandan los planes de crecimiento.

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, aunque con una apuesta más decidida por mantener proyectos en propiedad para dotarse de una mayor recurrencia en la generación de ingresos y maximizar la rentabilidad de los activos. 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.).

El plan actual se plantea como una continuidad en las operaciones de tal forma que los ingresos por venta de energía puedan liderar la facturación en 2024. De acuerdo a lo comentado los objetivos de cartera propia se fijan en 660 MW para 2021, 1,4 GW en 2022, y 2,5 GW en 2023. Por su parte el segmento de 'Desarrollo y Construcción' para terceros se mantiene bajo la última estrategia reportada de alcanzar entre 100/200 MW anuales según la capacidad y necesidad del grupo.

Respecto de lo anterior hay que señalar que la gestión apuesta desde hace unos meses por no formalizar las ventas hasta que los proyectos se encuentren listos para su puesta en servicio. Si bien la falta de una cartera de ventas previstas limita la visibilidad de esta línea de ingresos clave, se considera que son activos altamente líquidos y que la venta a término

favorece la rentabilidad de los proyectos y es consecuente para evitar las posibles penalizaciones por retrasos que como se ha visto son parte inherente de esta actividad. A la fecha actual la compañía no ha reportado ingresos por ventas de proyectos si bien se mantiene el cumplimiento de objetivos para el año 2021 de acuerdo a lo comentado con la gestión.

Respecto a la financiación de proyectos hay que señalar el avance en los objetivos con la obtención de deuda de proyecto a finales de 2020 para el proyecto Escuderos (200 MW), así como para 130 MW (14 proyectos solares PMGDs y Más) en Chile. En este sentido las negociaciones previas de acuerdos para la venta de energía (PPA) es igualmente gestionada continuamente desde el grupo, señalando como último hito la obtención del acuerdo para los 72 MW en operación en Colombia y que a la fecha se encuentra pendiente de obtener financiación.

De forma general la estrategia de financiación de proyectos declarada por el grupo contempla la obtención de un 80% de deuda de proyecto sin recurso donde un 10% será deuda 'mezzanine' que, a un mayor coste, complete la financiación bajo las hipótesis operativas y financieras recogidas en el Caso Base de los proyectos. Por su parte, los fondos propios aportados por Greenergy (20%) comprenden tanto el valor del desarrollo propio del proyecto (12%) como la propia aportación de capital (8%). La obtención de deuda subordinada o 'mezzanine' como elemento que permite maximizar la rentabilidad del accionista ha de tenerse en cuenta frente a estrategias más conservadoras.

De esta forma la búsqueda de financiación, ligada en cierta manera a la formalización de acuerdos de venta de energía, es un elemento que se mantiene clave en la actividad de Greenergy, aspecto adicionalmente relevante ante el cambio de estrategia de venta de proyectos a terceros que limita el adelanto de fondos. Así, destacamos que la compañía está trabajando en la emisión de un programa de pagarés en el MARF al objeto de mejorar su liquidez. Los detalles de la operación no son públicos en este momento.

2.3 Sector de 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.

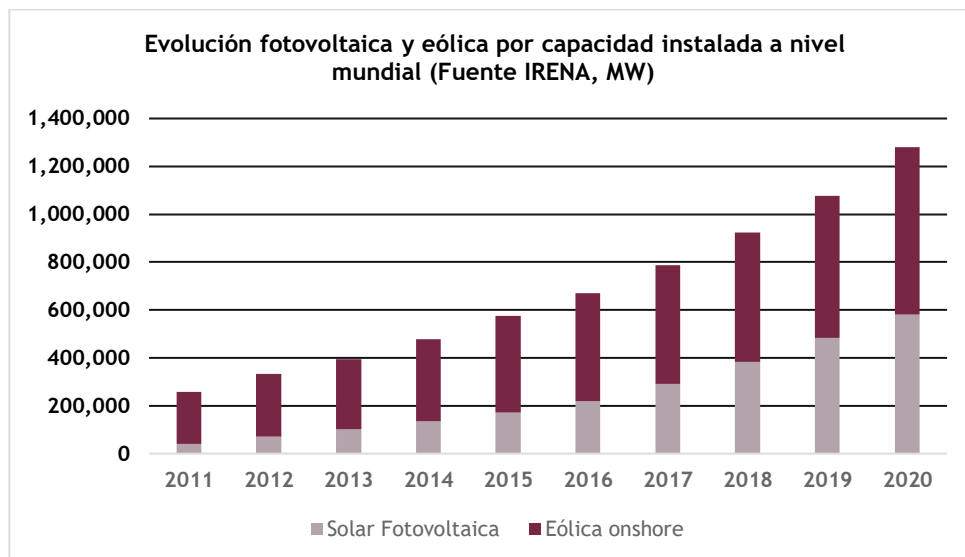
El sector de las energías renovables se identifica como un sector avanzado en su madurez, aspecto reflejado en la mayor consolidación de grandes productores y con mayor alcance en su integración dentro del negocio. La reducción de los costes y la madurez de la tecnología impulsan al sector de las renovables 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 del 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, los acuerdos de venta de energía (PPA), y los mecanismos de subastas 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) 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 los 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.

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 22% y 18% respectivamente (Fuente IRENA).



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. La base de su incremento de demanda por tanto 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 dentro de una tendencia esperada de progresiva reducción.

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 se trabaja en el adelanto de los objetivos de peso de las renovables en el 'mix' energético en España, recogidos en el PNIIEC, hasta el 72% en 2030. Si bien son objetivos ambiciosos, marcan la realidad de una apuesta por las energías renovables (incluyendo autoconsumo) como elemento principal de generación, destacando la nueva capacidad instalada en 2020 que superó los 2,8 GW (4,2 GW en 2019) y permiten incrementar la capacidad total hasta más de 12 GW.

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 90% 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 avance se espera que el sector responda adecuadamente a la reducción en los precios y demanda, aspecto que coyunturalmente ha tenido un impacto sensible durante el primer semestre de 2020 con el efecto de la COVID-19.

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 y financiar los volúmenes de energía planteados son elementos que deben ser correctamente gestionados en el sector en el medio y largo plazo.

3. Análisis cuantitativo

La continuidad de las bases estratégicas se mantiene conforme a la continuidad de los fundamentos financieros de rentabilidad positiva en las operaciones y captación de caja suficiente para crecer bajo moderados niveles de apalancamiento. La esperada situación de mayor endeudamiento conforme a la entrada de la compañía en la fase final de los objetivos estratégicos de 2020 (conexión de parques y construcción de Escuderos) recibió el impulso de la ampliación de capital para esperar una moderación de la deuda con recurso en el corto plazo, estando la compañía a la espera de incorporar los mayores ingresos por venta de energía y la captación de deuda para mantener las inversiones siguientes previstas.

3.1 Resultados y rentabilidad

Durante 2020 Greenergy mantuvo la tendencia positiva en su capacidad de obtención de beneficio en la actividad con un incremento del 33% en su resultado neto atribuido, dentro de un ejercicio de continuidad en el incremento en los ingresos. Los mayores costes de la operación y financieros, junto con la falta de resultados extraordinarios positivos, no permitieron una mejora en la rentabilidad en las operaciones, aspecto sin embargo favorecido por una menor carga fiscal que permitió mejorar el resultado neto.

Resultados y rentabilidad				
€miles	2018	2019	2020	2020-19
Cifra de negocio ajustada (1)	46.300	84.530	113.432	34,19%
Margen bruto	13.717	19.239	34.161	77,56%
% s/cifra de negocio	29,63%	22,76%	30,12%	7,36pp
EBITDA	18.464	18.471	23.690	28,25%
% s/EBITDA	39,88%	21,85%	20,88%	-0,97pp
Resultado de explotación	15.408	17.519	23.166	32,24%
Gastos financieros (GF)	-1.559	-1.142	-2.628	-130,15%
EBITDA / GF	11,84x	16,18x	9,02x	-7,16x
Resultado antes de impuestos	10.928	14.100	15.502	9,94%
Resultado neto atribuible	9.726	11.437	15.233	33,19%

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

Los ingresos de Greenergy continuaron creciendo a ritmo positivo fundamentalmente gracias a la división de 'Desarrollo y Construcción', donde la compañía sigue trabajando tanto para proyectos con venta a clientes como en los desarrollos propios. De acuerdo a lo comentado, la venta de energía tendrá un impacto de mayor relevancia durante el presente ejercicio. En este sentido, hay que señalar que los mayores ingresos de 2020 procedieron de los €40M aportados por los ingresos no materializados con clientes correspondientes a la activación de trabajos para el inmovilizado de los proyectos propios.

Evolución cifra de negocio ajustada				
€miles	2018	2019	2020	2020-19
Ingresos de clientes	46.300	72.290	73.386	1,52%
Trabajos para el inmovilizado	0	12.240	40.046	227,2%
Total cifra de negocio ajustada	46.300	84.530	113.432	34,2%

(1) Activación de costes del desarrollo y construcción de proyectos

Ha de tenerse en cuenta que la compañía activa los costes de desarrollo y construcción para sus propios proyectos desde el inicio de las operaciones, estrategia menos conservadora y que potencialmente posibilita a futuro la aplicación de deterioros en el inmovilizado en caso de que los proyectos finalmente no fueran viables. En este sentido, la compañía realiza un seguimiento exhaustivo y periódico de la evolución en los proyectos para limitar las posibles desviaciones negativas en resultados.

En línea con el año anterior la mayor actividad asociada a desarrollos propios limitó la mejora en el EBITDA, siendo la venta de proyectos a terceros la actividad de mayor margen. Así, pese a la obtención de un EBITDA superior de casi €24M frente a los €18,5M del año anterior el margen sobre la cifra de negocio ajustada se redujo ligeramente para mantenerse en torno al 21%. No obstante hay que tener en cuenta igualmente que el año anterior el EBITDA se vio favorecido por la por la suma de €8,8M correspondientes a una combinación de negocios por mayor valor del proyecto Quillagua.

Adicionalmente la compañía tuvo que afrontar unos peores resultados financieros durante 2020 de -€7,6M (-€3,4M en 2019) y que limitaron la obtención de un mejor resultado antes de impuestos. Esto se debió tanto a unos mayores costes financieros como al peor comportamiento de las diferencias de cambio durante el último ejercicio, aspecto motivado principalmente por la devaluación del dólar frente al euro y su impacto igualmente respecto al peso argentino y chileno. En este sentido, durante 2020 Greenergy afrontó un mayor endeudamiento, destacando la emisión de bonos a finales de 2019. Pese a esto, se considera que la compañía sigue cubriendo de forma positiva su carga de gastos financieros con el EBITDA generado, siendo el ratio de 2020 de 9,12x (16,18x en 2019).

De acuerdo a lo avanzado, con estos resultados la compañía obtuvo un resultado antes de impuestos similar al año anterior pese al crecimiento de los ingresos, aspecto mejorado por los menores impuestos pagados y que si permitieron mejorar el resultado neto de forma más amplia. Así, la compañía mantuvo su capacidad de obtener beneficio en una actividad en crecimiento que favorece la autofinanciación

3.2 Estructura de activo y endeudamiento

De acuerdo a lo esperado la compañía incrementó su tamaño y nivel de apalancamiento al cierre de 2020 conforme al avance de las inversiones, aspecto que aún demandaba un mayor crecimiento de los resultados y generación de caja. No obstante, el adelanto de la ampliación de capital permitió reflejar en los datos del primer trimestre la mejora en la estructura financiera, la mejora de la capitalización y el crecimiento del grupo en su Activo hasta casi los €400M.

Endeudamiento y estructura financiera					
€miles	2018	2019	2020	2020-19	1T-2021
Total Activo	60.572	157.627	258.198	63,8%	397.432
Activo corriente	41.856	69.583	88.700	27,5%	187.670
% s/total activo	69,10%	44,14%	34,35%	-9,79pp	47,22%
Patrimonio Neto	25.311	37.097	48.835	31,6%	155.507
% s/Deuda financiera	148,29%	48,67%	31,90%	-16,76pp	88,54%
% s/Total Activo	41,79%	23,53%	18,91%	-4,62pp	39,13%
Deuda financiera (1)	17.068	76.227	153.065	100,8%	175.628
Deuda financiera neta (DFN) (2)	10.924	41.824	126.036	201,3%	61.191
DFN/EBITDA	0,59x	2,26x	5,32x	3,06x	-
Flujo de caja operativo (FFO) (3)	3.081	6.704	17.782	165,3%	-
FFO/DFN	28,21%	16,03%	14,11%	-1,92pp	-

(1) Excluye derivados

(2) Excluye derivados y caja no disponible

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

A cierre de 2020 el balance del grupo continuó su tendencia creciente y alcanzó los €258,2M, un 63,8% superior al cierre de 2019. Conforme a lo esperado, en el incremento del Activo el protagonista fue la evolución del Activo no corriente como reflejo del mayor inmovilizado del grupo conforme al mayor desarrollo de proyectos. Así, se observa como el Activo corriente redujo su peso en el Activo del grupo hasta el 34,3% (44,1% en 2019). Dentro del Activo no corriente destacamos el incremento del inmovilizado material hasta los €144,8M y €179M en 2020 y 1T-2021 respectivamente frente a los €70,3M de 2019. En la evolución del inmovilizado material en 2020 destacamos las altas de proyectos por más de €81M y

dentro de éste el traspaso por casi €60M del proyecto Quillagua desde el inmovilizado en curso a instalaciones tras su finalización y puesta en operación.

Con la evolución del primer trimestre el Activo corriente retomó protagonismo con el especial impulso comentado de la tesorería que se incrementa desde los €20,6M de 2020 hasta los €109,7M. De igual forma, el Patrimonio Neto mejoró de forma importante de acuerdo a lo comentado, permitiendo recuperar y mejorar los niveles de cierre de 2020 respecto al Activo (39,1%) y el total de la deuda financiera (88,5%).

De esta forma la financiación del crecimiento de Greenergy se mantiene en términos favorables bajo nuestra visión, por cuanto mantiene un protagonismo de la deuda de largo plazo y aporta al grupo una adecuada situación respecto del endeudamiento a la espera de mayor avance en la generación de caja en las inversiones recientemente puestas en operación.

Evolución de la deuda financiera neta (DFN)				
€miles	2018	2019	2020	mar-21
Deuda corporativa (1)	10.718	33.835	40.673	54.593
Deuda de proyectos con recurso (2)	6.351	42.392	50.383	57.944
Deuda sin recurso	0	0	62.010	63.092
DEUDA FINANCIERA	17.068	76.227	153.065	175.628
Caja corporativa (3)	-1.222	26.037	18.953	110.171
Caja proyectos con deuda con recurso	7.366	8.365	5.632	917
Caja proyectos con deuda sin recurso	0	0	2.445	3.349
CAJA	6.144	34.402	27.030	114.437
DFN corporativa	11.940	7.797	21.719	-55.578
DFN proyectos con recurso	-1.015	34.027	44.751	57.027
DFN proyectos sin recurso	0	0	59.565	59.743
DEUDA FINANCIERA NETA	10.924	41.824	126.036	61.191
DEUDA FINANCIERA NETA CON RECURSO	10.924	41.824	66.471	1.449

(1) excluye derivados y deuda de proyectos (Project Finance)

(2) corresponde con Project Finance con recurso de corto plazo

(3) excluye caja no disponible (pignorada)

La compañía finalizó el año 2020 con un incremento muy importante en la deuda financiera neta pasando a una cifra de €126M frente a los €41,8M del año anterior. La mayor deuda captada y la menor caja de €27M (€34,4M en 2019) explicaron la evolución del ejercicio. Este aspecto se corrige de forma temporal en el primer trimestre de 2021, donde la caja entrante rebaja sustancialmente la cifra de deuda financiera neta hasta los €61,1M. En este sentido hay que señalar que la deuda con recurso, que incluye la deuda neta con garantía personal de Greenergy alcanzó unos valores sensiblemente inferiores con cifras de €66,4M y €1,5M al cierre de 2020 y 1T-2021 respectivamente.

Con esta evolución la compañía finalizó el año 2020 con una deuda financiera neta respecto al EBITDA de 5,32x (2,26x en 2019) aspecto nuevamente reconducido por la evolución del primer trimestre y que sobre un cálculo de EBITDA de 12 meses refleja un menor incremento hasta un ratio de 3,1x. De acuerdo a las características de la financiación de proyectos ha de valorarse que sobre el perímetro de la deuda con recurso el ratio sobre el EBITDA con recurso (excluye ventas de energía) de 2020 fue de 2,81x (2,26x en 2019). No obstante, bajo el cálculo del ratio exigido por los bonistas éste alcanzó un valor de 2,71x que igualmente permite a Greenergy cumplir con el 'covenant' exigido de no más de 4,0x.

Evolución y desglose del ratio DFN/EBITDA				
€miles	2018	2019	2020	mar-21
EBITDA consolidado (con recurso)	18.464	18.471	23.690	19.739
DFN/EBITDA	0,59x	2,26x	5,32x	3,10x
DFN/EBITDA actividad con recurso	0,59x	2,26x	2,81x	0,07x
DFN/EBITDA actividad con recurso sin proyectos	0,65x	0,42x	0,92x	-

A modo indicativo, seguimos señalando respecto al endeudamiento que hay deuda con recurso de proyectos que dejará de ser con recurso en el corto plazo una vez se hayan conectado o en el plazo de 12 meses desde su puesta en explotación comercial (COD) como es el caso de los eólicos de Perú (Duna-Huambos). Si bien bajo esta hipótesis se refleja una sensible reducción del apalancamiento, ha de tenerse en cuenta que la efectiva transformación de esta deuda a deuda sin recurso aún plantea incertidumbre dada la reciente fecha de la construcción y puesta en marcha de los proyectos.

3.3 Generación de caja y posición de liquidez

Situación de adecuada la liquidez sustentada en la capacidad de generación de negocio y el moderado endeudamiento. No obstante, la compañía afronta un plan de inversiones que mantiene su alta dependencia financiera, aspecto que debe ser adecuadamente gestionado. En el último ejercicio la compañía redujo su posición de caja, aspecto que se ha acompañado de forma positiva con la esperada ampliación de capital para la continuidad de los planes estratégicos.

Generación de caja				
€miles	2018	2019	2020	2020-19
Flujo de caja operativo (FFO)	3.081	6.704	17.782	165,25%
+ working capital	6.611	9.178	-26.111	-384,50%
Cash-Flow de la explotación	9.692	15.882	-8.329	-152,44%
Cash flow de inversión	7.787	-56.081	-79.663	-42,05%
Free Cash-Flow	17.479	-40.200	-87.992	-118,89%
Variación instrumentos patrimonio	51	845	280	-66,85%
Dividendos	0	0	0	-
Cash-Flow disponible para la deuda	17.530	-39.355	-87.711	-122,87%
Nuevo endeudamiento	34.742	59.014	79.721	35,09%
Amortización de deuda	-41.942	-3.975	-4.777	-20,18%
Cash-Flow tras servicio de la deuda	10.329	15.685	-12.768	-181,40%
+/- ajustes tipo de cambio	-164	-31	4.564	14949,72%
Cambios en la posición de caja	10.166	15.654	-8.204	-152,41%
Caja (1)	7.366	34.402	27.030	-21,43%

(1) incluye inversiones corrientes líquidas y excluye caja pignorada

La evolución de las operaciones determinó una concentración importante de la inversión neta durante 2020 (€79,6M), aspecto que se destaca como condicionante de la generación de caja del ejercicio. Así, tanto por la inversión correspondiente al conjunto de activos puestos en operación en Argentina, Chile y Perú (€70M), como por el proyecto de Escuderos en construcción (€3,4M), los gastos de desarrollo (€6,3M), y en menor medida otros costes, la compañía obtuvo un saldo neto de inversión que motivó de forma principal la obtención de un Flujo de Caja Libre ampliamente negativo con -€88M.

Si bien la compañía mantuvo la capacidad de obtener beneficio positivo en sus resultados que permitió una mejora destacada en el FFO, hay que señalar que las variaciones negativas del 'working capital' no permitieron alcanzar un flujo de caja positivo en las operaciones. Esto se debió a una mayor cifra de deudores por ventas/ejecución de proyectos para terceros pendientes de cobro o facturación, así como una menor financiación con proveedores.

De esta forma y conforme a lo previsto en estos momentos de ejecución del Plan 2018-20 la compañía ha requerido de importante financiación, con protagonismo de la deuda de proyecto, para la puesta en marcha y ejecución de los proyectos planificados. Así, la obtención de una suma neta relevante de deuda (€79,7M) junto a la flexibilidad que le ofrece su estructura de financiación con mayor foco en el medio y largo plazo, ha permitido a Grenergy el mantenimiento de un saldo de caja destacado dentro de un entorno esperado de fuerte inversión.

Aún con la reducción esperada en la caja la compañía cerró el ejercicio con €27M de caja disponible, lo que junto a las líneas de financiación disponibles permite mantener su situación adecuada de liquidez. Hay que señalar que al cierre del 2020 la compañía disponía de líneas de financiación comercial por €61,6M (€60M en 2019), de las cuales €1,9M corresponden a pólizas de crédito y el resto a financiación de operaciones de crédito internacional.

Con esta base Greenergy afronta la finalización del proyecto Escuderos dentro del Plan 2018 y trabaja en los siguientes hitos de crecimiento como 'IPP'. De acuerdo a lo comentado para ello la compañía ha formalizado la ampliación de capital por €105M en marzo de este año y cuenta con la emisión prevista de pagarés y el crecimiento en los resultados como elementos de refuerzo en la liquidez.

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, Axesor Rating no asume ninguna responsabilidad sobre la veracidad de la información y de las conclusiones deducidas sobre la misma.

Información adicional

- ▶ La calificación ha sido realizada de acuerdo al Reglamento (CE) N° 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de septiembre de 2009 sobre las agencias de calificación crediticia y en concordancia con la Metodología Corporate Rating y Metodología de Perspectivas que puede consultarse en www.axesor-rating.com/es-ES/about-axesor/methodology; y bajo la Escala Corporate largo plazo disponible en www.axesor-rating.com/es-ES/about-axesor/rating-scale
- ▶ Axesor publica los datos sobre las tasas históricas de incumplimiento de las categorías de calificación, que se alojan en el repositorio central de estadísticas CEREP, del regulador European Securities and Markets Authority (ESMA).
- ▶ De acuerdo con lo estipulado en el Artículo 6, apartado 2, en relación con el anexo I, sección B, punto 4, del Reglamento (CE) N° 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de septiembre de 2009, se informa que en el transcurso de los últimos 12 meses axesor 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 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.

La información sobre personas físicas que pudiera aparecer en el presente informe incide única y exclusivamente en sus actividades comerciales o empresariales sin hacer referencia a la esfera de su vida privada y de esta manera debe ser considerada.

Le informamos que los datos de carácter personal que pudieran aparecer en este informe son tratados conforme al 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 otra legislación aplicable. Aquellos interesados que deseen ejercer los derechos que les asisten pueden encontrar más información en el enlace: <https://www.axesor.com/es-ES/gdpr/> o contactar con nuestro Delegado de Protección de Datos en el correo dpo@axesor.com.

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.

©2021 por AXESOR RISK MANAGEMENT S.L.U. Todos los derechos reservados.

C/ Benjamín Franklin S/N, Edificio Camt, 2º Derecha, 18100, Armilla, Granada, España.

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