



ISSUER RATING

Long-term Rating

Rating Action

Axesor Rating sube la calificación de Greenergy Renovables, S.A. pasando de "BB+" a "BBB-", manteniendo la tendencia Estable.

Resumen Ejecutivo

Greenergy Renovables, S.A. y sus sociedades dependientes (en adelante Greenergy) se posiciona como productor de energía renovable bajo un modelo de negocio ampliamente integrado. Durante 2021 la compañía siguió concentrando sus resultados en Chile (91% del EBITDA) y comenzó a generar resultados por venta de energía con una cartera de 541 MW al cierre del año. La compañía avanzó en sus resultados durante 2021 dentro del esperado incremento en el endeudamiento conforme al desarrollo de sus inversiones planificadas que situaron el ratio total de Deuda Financiera Neta/EBITDA en 5,75x (5,32x en 2019) y en 2,0x para el perímetro sin recurso (2,81x en 2020).

Fundamentos

Perfil de negocio

- ▶ **Adecuado posicionamiento competitivo derivado de su trayectoria, el modelo de negocio integrado, y la cartera de activos que gestiona en un entorno internacional creciente.**

Greenergy se constituyó en 2007 y desde finales de 2019 cotiza en el Mercado Continuo de la Bolsa Española, donde actualmente cuenta con una capitalización de entorno a los €900M. En su posicionamiento competitivo la compañía integra las tecnologías solar y eólica, y de manera incipiente las baterías, realizando el desarrollo y construcción integral de proyectos (EPC en solar), así como, los servicios de; financiación, operación, mantenimiento y gestión 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 asciende a 10 GW con 1,1 GW en fase avanzada (construcción + 'backlog').

- ▶ **Perfil de empresa especialista que avanza en una mejor diversificación por segmentos y mercados, dentro de un sector con positiva dinámica para favorecer el crecimiento.**

El avance en los planes de crecimiento permite alcanzar el punto de inflexión esperado con el inicio de la venta de energía (Ventas de €20M en 2021) y el crecimiento de la actividad en España. Adicionalmente la compañía irrumpe en 2022 de manera inicial en el mercado de EE.UU con la adquisición de una participación (40%) en un desarrollador local que gestiona 1,8 GW, así publica su actividad en el sector de las baterías de almacenamiento. La actividad continúa marcada por la alta concentración de los resultados procedentes de Chile (91% s/EBITDA 2021). En este momento la capacidad propia de generación se sitúa en 541 MW (198 MW anteriormente), destacando con la suma de más proyectos en Chile y los primeros proyectos en España y Colombia.

- ▶ **Consecución de los últimos hitos del plan estratégico 2018-20 y cuyas bases sirven de continuidad para los objetivos a 2024 de alcanzar una capacidad propia de hasta 3,5 GW.**

El año 2021 permitió finalizar los objetivos del Plan 2018-20, dentro de un periodo no exento de dificultades y desviaciones bajo gestión en este momento, y que se valora como de positivo avance para los objetivos financieros y de mejora en el posicionamiento competitivo. Las bases estratégicas se mantienen en general

Tendencia: Estable

Fecha de primer rating: 16/10/2019

Fecha de revisión: 15/03/2022

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
1.2 Sector y posicionamiento competitivo	6
1.3 Accionariado, gestión y política financiera	10
2. Análisis cuantitativo	13
2.1 Resultados y rentabilidad	13
2.2 Estructura de activo y endeudamiento	14
2.3 Generación de caja y posición de liquidez	16

continuistas bajo un objetivo ambicioso de crecimiento de la cartera propia en 1,4 GW en 2022, 2,4 GW en 2023, y 3,5 GW para 2023.

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

Perfil financiero

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

Al cierre de 2021 Greenergy mantiene su capacidad de obtención de beneficio en la actividad, aspecto sustentado en la rentabilidad positiva de las operaciones respecto de sus gastos financieros y fiscales. En el último ejercicio la compañía mejoró sustancialmente la cifra de ingresos y casi duplicó el EBITDA hasta los €41,4M (€23,7M en 2020), aunque dentro de un año de incremento en los precios en los suministros y gastos financieros, así como de pérdidas extraordinarias en los instrumentos financieros (PPA Escuderos), que limitaron la mejora del resultado neto hasta los €16,3M (€15,M en 2020).

De acuerdo a lo esperado, la irrupción de la venta de energía, que adicionalmente aporta mayor rentabilidad, durante 2021 contribuyó al crecimiento de los resultados y a la sostenibilidad de los márgenes.

► Crecimiento destacado del Activo conforme al exigente plan de inversión y bajo continuidad en una situación positiva en su estructura financiera para la continuidad de las operaciones.

En este momento la compañía avanza de forma importante en su crecimiento con un Balance que superó los €600M al cierre de 2021. Conforme a lo esperado, la compañía incrementó su posición de deuda con el avance en las inversiones previstas, aspecto acompañado de forma favorable con el refuerzo de sus fondos propios, la liquidez, y el mayor recurso al Project Finance. De esta forma, la compañía mantiene el protagonismo de la deuda de largo plazo y sin recurso en su estructura financiera para favorecer la continuidad en sus planes. En 2021 el ratio consolidado de la DFN/EBITDA se situó en 5,75x (5,32x en 2020), aspecto que mejora en lo relativo a la actividad con recurso (2,0x).

► Positiva situación de liquidez para atender sus compromisos financieros y que requiere de gestión conforme a las necesidades financieras previstas en su plan de crecimiento.

El año 2021 finalizó con un incremento de la liquidez como respuesta a los planes de inversión previstos y que continúa requiriendo un sustancial requerimiento de deuda. La mejora en los resultados y la ampliación de capital (€105M) compensaron parcialmente las necesidades de inversión y las necesidades de deuda. La caja a cierre del ejercicio ajustada por Axesor alcanzó los €73,5M (€27M en 2020).

La compañía avanza de forma favorable en la gestión de su liquidez con la continuidad en la venta de proyectos, la mayor cartera de activos propios en operación y desarrollo, y el incremento de sus líneas de circulante. En este sentido, destacamos el registro en el pasado mes de septiembre de un programa de pagarés verdes en el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) por un importe máximo de €100M (€41,6M dispuestos al cierre de 2021).

Resumen de la información financiera

Principales magnitudes consolidadas				
€miles	2019	2020	2021	2021-20
Cifra de negocio ajustada (1)	84.530	113.432	220.154	94,08%
EBITDA	18.471	23.690	41.437	74,92%
Margen EBITDA	21,85%	20,88%	18,82%	-2,06pp
Gastos financieros (GF)	-1.142	-2.628	-9.321	-254,71%
EBITDA/GF	16,18x	9,02x	4,45x	-4,57x
Total Balance	157.627	258.198	604.808	134,24%
Patrimonio Neto	37.097	48.835	158.708	224,99%
Deuda financiera (2)	76.227	153.065	312.018	103,85%
Deuda financiera neta (DFN) (2)	41.824	126.036	238.446	89,19%
DFN/EBITDA	2,26x	5,32x	5,75x	0,43x
Deuda financiera neta con recurso (3)	41.824	66.471	60.778	-8,56%
DFN/EBITDA perímetro con recurso	2,26x	2,81x	2,00x	-0,81x
Flujo de caja operativo (FFO) (4)	6.704	17.782	36.522	105,39%
Caja (5)	34.402	27.030	73.572	172,19%

(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.

(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 BBB- con una tendencia 'Estable'.

En este momento se reconoce para Greenergy un avance en sus planes de crecimiento que mejora su posicionamiento competitivo bajo una positiva situación de liquidez. Los objetivos del Plan 2018-20 pudieron culminarse en 2021 bajo un adecuado resultado no exento de desviaciones acrecentadas por el impacto de la Covid-19 y ha permitido a Greenergy cumplir en general con las expectativas de crecimiento. La compañía afronta nuevos retos de importante calado y necesidades financieras en un momento actual de alta volatilidad e incertidumbre en los mercados, aspecto que motiva que determina que la tendencia del rating sea 'Estable'.

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 bajo una reducción en los ratios de endeudamiento sería un potencial factor para la mejora del rating.
- ▶ **Factores negativos (↓):** Por el contrario, una desviación sustancial de los resultados y generación de caja que comprometan la actual capacidad para atender sus compromisos financieros es un indicativo de una potencial rebaja en el rating.

1. Análisis cualitativo

1.1 Actividad y trayectoria

“Compañía con 15 años de trayectoria en el sector de las energías renovables bajo un modelo de negocio integrado, con enfoque multi-tecnología, y un alcance competitivo que se dirige al entorno competitivo de Latinoamérica, Europa, y EE.UU”.

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 de alrededor de €900M tras los últimos movimientos.

Los datos actuales sitúan la cartera de activos en operación en 541 MW (60 MW eólicos) situados en España, Chile, Colombia, México, Argentina, y Perú. En este momento la compañía trabaja en la consecución de una cartera propia de 3,5 GW en el año 2024 (1,4 GW en 2022), para lo que se apoya en un ‘pipeline’ solar y eólico en desarrollo de 10 GW (1,1 GW en construcción + backlog).

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. Desde 2022 la compañía incluye en sus planes de crecimiento la tecnología de baterías, contando con avance en los recursos de personal y ‘pipeline’ en situación temprana de desarrollo.

La actividad de Greenergy en el ámbito de los proyectos de generación de energía renovable alcanza las actividades de: desarrollo, financiación, así como, la de gestión de los mismos (Asset Management). Asimismo para la tecnología solar, no así en la eólica, la compañía integra las actividades de construcción integral (EPC), y la operación y mantenimiento (O&M). En su trayectoria Greenergy declara la construcción y conexión de 598 MW (50 plantas), actividad que se mantiene en continuo avance.

Desde sus inicios el modelo de negocio ha incluido la venta de proyectos desarrollados por la propia compañía. 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 equilibra las necesidades de fondos en su crecimiento como productor de energía.

Desde 2012 la compañía está presente en Chile, mercado estratégico que ha protagonizado en los últimos años la generación de ingresos vía venta de proyectos y energía. En este mercado la compañía ha contado con un positivo desempeño en el desarrollo y construcción de proyectos. La actividad en Latinoamérica pone en la actualidad el foco igualmente en Perú y Colombia como mercados relevantes en desarrollo de proyectos. Con base principal en España, Europa constituye igualmente un mercado estratégico para el que la compañía recientemente ha comenzado a desarrollar proyectos en Italia, Reino Unido, y Polonia. Desde 2022 el mercado estadounidense entra en la estrategia del grupo a través de la adquisición de un 40% (ampliable en momentos posteriores) de un desarrollador local (Sofos Harbert).

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 (58% 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- 2020. Avance en el 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 alcanzar 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.

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 MW los conectados en Chile) con la suma adicional de un parque solar en México (35 MW inicialmente para su venta), quedando el proyecto de Escuderos en España (200 MW) aplazado al tercer trimestre de 2021. 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 ejercicio 2020 con una 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.

2021- Actualidad. Plan de 3,5 GW propios en 2024 y avance en la diversificación.

La actividad durante 2021 viene marcada por el impulso al negocio de la venta de energía, con los primeros ingresos procedentes de los proyectos operativos en Argentina, Perú, México, Chile, España y Colombia. Adicionalmente declaró como novedad la estimación de alcanzar los 2,5 GW en 2023. 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 bajo PPA), así como la obtención de un 'Project Finance' para proyectos en Chile por 130 MW que se estimaba permitirían el cumplimiento del objetivo de 660 MW propios en 2021.

Para la continuidad del crecimiento Greenergy formalizó el 18 de marzo una ampliación de capital por importe de €105M, dando así por cumplido un importante hito en su planificación financiera. En el avance del 2022 destacamos por tanto el avance en el desarrollo de la compañía con una cartera de proyectos en operación finalmente de 541 MW y un importante

incremento del 'pipeline' hasta los 10 GW, sin tener en cuenta la actividad inicial en baterías, aunque tras la inclusión en el mismo de la nueva fase de 'Oportunidades identificadas'. Junto al inicio de la venta de energía, incluyendo la actividad en España, la diversificación de la actividad de Greenergy se refuerza con el inicio del desarrollo de proyectos basados en baterías de almacenamiento, con un 'pipeline' de 1,2 GW, y la entrada en los mercados de USA y Polonia.

De esta forma, durante el último periodo Greenergy avanzó de forma positiva, aunque no exenta de dificultades y desviaciones, en los objetivos de su Plan 2018-20. La continuidad en el crecimiento se amplía con el objetivo de alcanzar 3,5 GW propios en 2024.

1.2 Sector y posicionamiento competitivo

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 principal de negocio, encontrándose en el inicio del desarrollo de proyectos de almacenamiento con baterías.

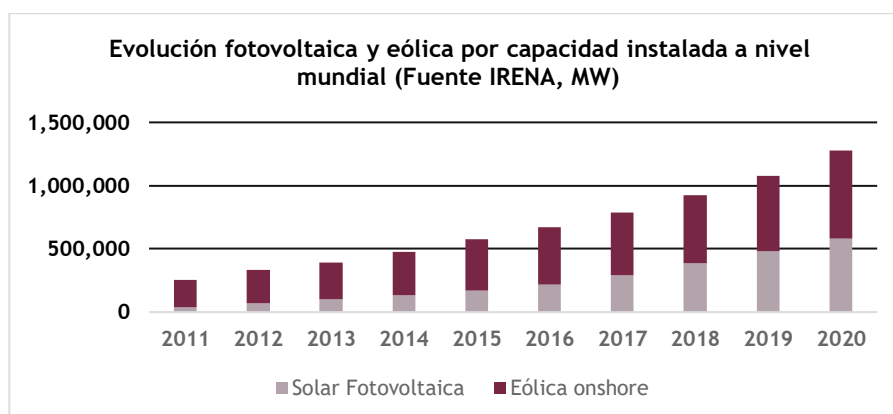
El sector de las energías renovables se identifica como un sector avanzado en su madurez, aspecto reflejado en la mayor consolidación de grandes productores y con mayor alcance en su integración dentro del negocio. La reducción de los costes y la madurez de la tecnología impulsan al sector de las renovables 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 renovable, 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 de 2020 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.). Esta situación se ve adicionalmente impulsada de forma coyuntural en el clima actual de reconocimiento de una independencia energética respecto del gas como consecuencia del conflicto en Ucrania.

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 en términos de demanda, aspecto que coyunturalmente ha tenido un impacto sensible desde el primer semestre de 2020 con el efecto de la COVID-19, el alza en los suministros, y en este momento la inestabilidad en los mercados.

De esta forma la perspectiva del sector se mantiene con una valoración 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 corto y medio plazo.

Posicionamiento competitivo y cartera de proyectos

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 parcialmente integrada en la cadena de valor del negocio y bajo una operativa en varias tecnologías y mercados son elementos que favorecen la diversificación de su actividad y el posicionamiento competitivo del grupo.

En este momento la compañía mejora en su escala competitiva con el crecimiento de su capacidad productiva y su ‘pipeline’ de proyectos, a lo que suma el avance en una mejor diversificación de la actividad con la incorporación temprana de nuevos mercados estratégicos y la tecnología de baterías. Bajo esta evolución el grupo sigue operando bajo una adecuada eficiencia operativa que permite la continuidad de la actividad.

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 10 GW declarados en su ‘pipeline’ actualmente (sin tener en cuenta las baterías), la compañía da una amplia continuidad al proyecto y le determina un importante potencial en su desarrollo competitivo que le sitúa como un jugador de referencia en un mercado que aún se presenta muy atomizado.

El destacado incremento del ‘pipeline’ solar y eólico, frente a los 6 GW declarados en marzo de 2021, se explica principalmente por la modificación del sistema de reporte con la inclusión de un nuevo estado de ‘Oportunidades identificadas’ (3,5 GW) para proyectos con factibilidad técnica y financiera en su situación muy inicial, es decir, previo a la tramitación de permisos y suelo. Igualmente, la visión de la cartera de desarrollos se ve favorecida por la atribución del 90% de probabilidad de ejecución que se atribuye a los proyectos frente al 80% anterior. En esta fase, que desde nuestra visión es la que más visibilidad aporta al avance junto con los proyectos en construcción, la compañía sitúa en este momento hasta 714 MW (417 MW anteriormente), que suponen un 7% sobre el total del ‘pipeline’ (11% obviando las oportunidades identificadas).

Cartera y pipeline solar y eólica								
MW	Cartera		Pipeline				Total	% s/total
	Operación	Construcción	Backlog	Desarrollo avanzado	Desarrollo inicial	Oportunidades identificadas		
Probabilidad de ejecución		100%	90%	70%	50%	20%-40%		
Chile	198	250	133	1242	600	0	2.225	22%
Colombia	48	24	60	204	288	360	936	9%
México	35	0	0	0	0	0	0	0%
Perú	36	0	0	342	360	475	1.177	12%
Argentina	24	0	0	0	0	0	0	0%
Total Latam	341	274	193	1.788	1.248	835	4.338	43%
España	200	150	522	575	0	950	2.197	22%
Italia	0	0	0	58	175	303	536	5%
Reino Unido	0	0	0	95	375	0	470	5%
Polonia	0	0	0	0	120	480	600	6%
Total Europa	200	150	522	728	670	1.733	3.803	38%
EE.UU	0	0	0	454	420	1.008	1.882	19%
Total	541	424	715	2.970	2.338	3.576	10.023	100%
% s/total		4%	7%	30%	23%	36%	-	-
Nº proyectos	20	28	12	42	33	51	166	-

Dentro del ‘pipeline’ destacamos que el objetivo de alcanzar los 1.400 MW en la cartera propia de activos para producción de energía durante 2022 cuenta en primer lugar con los 541 MW operativos y la suma prevista de los proyectos ya en construcción en Chile, Colombia y España, por un total de 367 MW sobre el total de 424 MW existentes. Adicionalmente, en fase de ‘backlog’, donde la compañía declara hasta 715 MW, se cuenta con 360 MW con fecha prevista de puesta en operación en 2022. En este caso, el proyecto de Tabernas de 300 MW en España destaca en su aportación. Por su parte, de la fase de ‘Desarrollo Avanzado’ (probabilidad del 70%) se cuenta también para 2022 con 240 MW del proyecto Tenos, sumando un total de 1,508 MW.

Los objetivos de venta de activos de 2022 se respaldan con 57 MW incluidos en la fase de construcción en Chile (PGMDs), así como los 50 MW del proyecto solar José Cabrera, y si fuera necesario se acudiría al paquete de 178 MW de PMGDs en Chile que se encuentran en fase de ‘Desarrollo avanzado’ y que en general cuentan con un desarrollo más .

En la evolución del ‘pipeline’ destacamos que Chile se diluye en su protagonismo con un 22% del mismo frente al 45% de hace un año, contribuyendo aún de forma destacada (51%) a la mayor concentración de proyectos en Latinoamérica (43% del total). Esto se produce en el contexto de reducción en su cartera en Chile, el comienzo de actividad en EE.UU, y el incremento de capacidad en España, que iguala a Chile en el total con un 22% y mantiene el liderazgo en el ámbito Europeo. Europa se mantiene como segunda región con un 38% del total del ‘pipeline’, destacando la irrupción de Polonia con 600 MW en fases iniciales. Por su parte Italia y Reino Unido crecen en tamaño de cartera y sitúan 58 MW y 95 MW respectivamente en la fase posterior de ‘Desarrollo Avanzado’, donde Perú sigue contando con los mismos 342 MW.

De esta forma Chile y España se mantienen como principales mercados por desarrollo de proyectos, siendo ambos mercados donde se concentran de forma destacada los proyectos en fase de construcción. El comienzo de la actividad en EE.UU irrumpe con destacado ‘pipeline’ (19%) si bien aún en fases de menor avance.

La tecnología solar fotovoltaica continúa liderando de forma destacada las operaciones de Greenergy con el 89% de la capacidad operativa y un 86% del total del ‘pipeline’, donde adicionalmente la capacidad eólica en desarrollo se encuentra en mayor medida aún en las primeras etapas del desarrollo.

Cartera y pipeline por tecnologías								
31/03/2021	Cartera	Pipeline						
MW	Operación	Construcción	Backlog	Desarrollo avanzado	Desarrollo inicial	Oportunidades identificadas	Total	% s/total
Avance		100%	80%	>50%		<50%		
Solar	481	424	715	2.858	1.628	2.996	8.621	86,01%
Eólica (1)	60	0	0	112	710	580	1.402	13,99%
Total	541	424	715	2.970	2.338	3.576	10.023	

(1) Perú (112 MW-D.A; 360 MW- D.I; 380 MW- O.I), Chile (350 MW- D.I) y España (200 MW- O.I)

De acuerdo a lo comentado, en este momento la compañía publica su posicionamiento en la tecnología de baterías con proyectos en fases iniciales del desarrollo en sus tres mercados 'núcleo' de Latinoamérica, Europa, y EE.UU. La visión de un avance sustancial en la reducción de precios del sector de baterías y las oportunidades identificadas con los potenciales avances regulatorios y los fondos públicos disponible impulsa el desarrollo de proyectos con una capacidad total de 1,2 GW y casi 5 GWh de generación eléctrica. Estos proyectos aún no se incluyen en los objetivos declarados del Plan a 2024 de 3,5 GW propios.

Pipeline almacenamiento de energía					
MW/MWh	Desarrollo avanzado	Desarrollo inicial	Total MW	Total MWh	% s/total
Chile	0	523	523	2.615	53%
Total Latinoamérica	0	523	523	2.615	53%
España	50	327	377	1.530	31%
Italia	0	22	22	49	1%
Reino Unido	0	165	165	165	3%
Total Europa	50	514	564	1.744	35%
EE.UU	0	146	146	582	12%
Total	50	1.183	1.233	4.941	100%
% s/total	4%	96%	-	-	-
Nº de proyectos	4	52	56	-	-

Por razón de sus mercados Chile sigue protagonizando los resultados con un EBITDA que alcanzó el 91% en 2021 (99,8% 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. Esto es consecuente con la actividad de venta de activos que hasta ahora sigue concentrada en este mercado.

Diversificación de la actividad por mercados					
€miles	2019	2020	2021		2020-21
Ingresos (1)	Importe	Importe	Importe	% peso	
España	237	1.093	102.251	46%	9255,08%
Chile	84.292	112.339	98.755	45%	-12,09%
Perú	0	0	2.195	1%	-
Argentina	0	0	3.435	2%	-
Colombia	0	0	12.410	6%	-
México	0	0	1.108	1%	-
Total	84.529	113.432	220.154	100%	94,08%
EBITDA	Importe	Importe	Importe	% peso	
España	110	81	720	2%	788,89%
Chile	18.361	23.609	37.733	91%	59,82%
Perú			134	0%	-
Argentina			2.594	6%	-
México			256	1%	-
Total	18.471	23.690	41.437		74,91%

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

En el último año los ingresos en España comenzaron su despegue con la actividad de construcción de proyectos como paso previo al crecimiento de la venta de energía. Por su parte la región Latinoamérica continúa creciendo en su aportación con los ingresos por venta de energía en el conjunto de mercados y el liderazgo de Chile que adicionalmente aporta construcción y venta de proyectos.

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 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. Los ingresos de construcción de proyectos, propios y para venta, creció en un 77% en el último año y aportó el 80% del EBITDA tras incrementarse su cifra en un 19,3%.

Diversificación de la actividad por segmentos					
€miles	2019	2020	2021		2020-21
Ingresos (1)	Importe	Importe	Importe	%	
Desarrollo y construcción (1)	83.171	111.546	197.475	89,70%	77,03%
Energía	0	0	19.904	9,04%	-
Servicios	1.358	1.886	2.775	1,26%	47,14%
Total	84.529	113.432	220.154	-	94,08%
EBITDA (1)	Importe	Importe	Importe	%	
Desarrollo y construcción (1)	22.962	27.768	33.135	79,96%	19,33%
Energía	0	0	13.267	32,02%	-
Servicios	101	173	354	0,85%	104,62%
Corporativo	-4.592	-4.251	-5.319	-12,84%	-25,12%
Total	18.471	23.690	41.437	-	74,91%

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

El avance en la actividad de venta de energía, con casi €20M de ingresos que generaron €13,3M de EBITDA, permite una mejora en la diversificación de la actividad. La división de servicios crece en sus resultados y rentabilidad en el último ejercicio conforme al crecimiento de la base de proyectos.

1.3 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 58,004% (59,834% anteriormente) tras la venta del 1,83% en el pasado mes de octubre. Esto le permitió reducir 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%).

Respecto al Consejo de Administración no se presentan novedades respecto al último informe, contando este con un total de 8 miembros tras reforzarse el año pasado con personas de una amplia trayectoria en finanzas, control de gestión, y ESG. Esto le permitió alcanzar la paridad entre hombres y mujeres, así como mantener una situación de un 50% de consejeros independientes y cumplir 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	Dominical	2007
D ^a María Merry del Val	Dominical	2021
D. Florentino Vivancos	Secretario consejero/Dominical	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. Durante 2021 se incorporaron 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. De esta forma, la plantilla media de Greenergy al cierre de 2021 se situó en 227 personas, un destacado incremento frente a los 161 de 2020, y 87 en 2019.

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. Durante 2021 la compañía da continuidad a la mayor transparencia en su estrategia en materia de factores 'ESG', presentando un 'Plan de Ruta' 2021-23 para el que ha declarado un 100% de cumplimiento en los hitos de 2021.

Hasta la fecha se valora de forma positiva 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. En este momento el Plan 2018-20 se da por cumplido finalmente durante 2021 con los objetivos principales alcanzados de superar los 5.000 MW de 'pipeline' bajo gestión, la conformación de una cartera propia de activos para producción de energía de 350 MW (541 MW actualmente), y el evento de la salida a Bolsa en el Mercado Continuo en 2019.

De esta forma, si bien ha sido un último periodo estratégico no exento de dificultades tanto extraordinarias derivadas de la COVID-19 como ordinarias e inherentes al propio desempeño de la actividad, y donde el retraso en los objetivos aún resta visibilidad al rendimiento de gran parte de la cartera operativa, se valora un positivo desempeño de la gestión en base al alcance esperado de las desviaciones. Así, en este momento la compañía gestiona la mejora en el rendimiento de los proyectos en Perú, afectados por un menor rendimiento operativo y la pérdida del PPA por discrepancias con el 'oftaker' con relación a las fechas de terminación del parque. De igual forma está gestionando la capacidad de recuperar la producción no atendida en el 'PPA' de Escuderos por el retraso de dos meses en su puesta en marcha, y que le generó una pérdida contable de valor en los instrumentos financieros de €6,3M al cierre del año.

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 frente 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 ha servido de base fundamental para alcanzar los objetivos bajo la continuidad en términos adecuados 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 el EBITDA por venta de energía lidere de forma destacada la actividad en 2024. Los nuevos objetivos vienen marcados por el crecimiento en la cartera de generación con exigentes hitos de 1,4 GW (2022), 2,4 GW (2023) y 3,5 GW (2024) sobre la continuidad en la venta de activos (100-200 MW anuales), la captación de deuda con y sin recurso, y futuras ampliaciones de capital. De acuerdo a lo comentado, bajo la nueva perspectiva la compañía mejora su diversificación con la incorporación de la tecnología de baterías y la entrada en

Estados Unidos, a la vez que fortalece el mercado europeo con Polonia como mercado de gran potencial en penetración de renovables.

En este momento de incremento en la actividad la compañía se encuentra negociando importantes hitos de financiación para los siguientes proyectos de Colombia (72 MW), España (600 MW), y Chile (240 MW). Asimismo la formalización de acuerdos de venta de energía (PPA) es clave en su desempeño, habiendo formalizado a finales de 2021 el correspondiente al proyecto solar de Belinchón en España (150 MW, Cuenca) destinado a su cartera propia durante el 2022. En la medida en que los acuerdos de 'PPA' van ligados a estos objetivos se valora que los planes actuales son ambiciosos, y que si bien la coyuntura actual del mercado no es la más óptima en términos de agilizar las operaciones, la dinámica del sector se mantiene en términos positivos para los intereses de los productores.

Para la deuda corporativa se reconoce igualmente un positivo avance con la formalización finalmente del programa de pagarés verdes en el MARF por €100M en el mes de septiembre, que junto con la ampliación de capital y el incremento de líneas para la importación favorecen la liquidez como paso previo a la continuidad en la búsqueda de recursos financieros para la actividad comercial.

2. Análisis cuantitativo

2.1 Resultados y rentabilidad

“El avance en la generación de caja conforme a la mayor actividad en proyectos propios y el apoyo de la deuda de largo plazo asociada al Project Finance permiten que Greenergy alcance en este momento una positiva situación de liquidez y continuar con los planes de crecimiento”.

Durante 2021 Greenergy mantuvo la capacidad de obtener beneficio en su actividad, dentro de un ejercicio de continuidad en el incremento en los ingresos que le permitió casi duplicar el EBITDA. Los mayores costes en la actividad de construcción de proyectos, en este momento inflacionario en el mercado, y el peor comportamiento del resultado financiero condicionaron la mejora en los resultados. La compañía sigue batiendo sus propios registros de generación de actividad, permitiendo un mayor apoyo a la generación de caja en la explotación.

Resultados y rentabilidad				
€miles	2019	2020	2021	2021-20
Cifra de negocio ajustada (1)	84.530	113.432	220.154	94,08%
Margen bruto	19.239	34.161	60.349	76,66%
% s/cifra de negocio	22,76%	30,12%	27,41%	-2,70pp
EBITDA	18.471	23.690	41.437	74,92%
% s/EBITDA	21,85%	20,88%	18,82%	-2,06pp
Resultado de explotación	17.519	23.166	32.386	39,80%
Gastos financieros (GF)	-1.142	-2.628	-9.321	-254,71%
EBITDA / GF	16,18x	9,02x	4,45x	-4,57x
Resultado antes de impuestos	14.100	15.502	18.130	16,96%
Resultado neto atribuible	11.437	15.233	16.308	7,05%

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

Los ingresos de Greenergy continuaron creciendo a ritmo muy positivo (+94%) para permitir superar los €200M en 2021. Esto es fundamentalmente gracias al desempeño de la división de ‘Desarrollo y Construcción’, que siguió aportando más actividad de desarrollo, construcción, y venta de proyecto. De acuerdo a lo comentado, la venta de energía comenzó a contribuir a los resultados durante 2021, permitiendo un mayor crecimiento de los ingresos procedentes de clientes (+12,4%). Por otro lado, la mayor cifra de negocio ajustada de 2021 nuevamente está protagonizada por los ingresos no materializados con clientes correspondientes a la activación de trabajos para el inmovilizado de los proyectos propios con una cifra de casi €138M frente a los €40M del año anterior.

Evolución cifra de negocio ajustada				
€miles	2019	2020	2021	2021-20
Ingresos de clientes	72.290	73.386	82.506	12,43%
Trabajos para el inmovilizado	12.240	40.046	137.648	243,72%
Total cifra de negocio ajustada	84.530	113.432	220.154	94,08%

(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.

La incorporación de la venta de energía en este momento de continuidad en el crecimiento por la actividad de desarrollo de proyectos bajo un incremento de los costes es importante para contribuir a sostener el margen de EBITDA. Hay que destacar que en el último ejercicio

Greenergy incrementó su EBITDA en casi un 77% hasta la cifra de €41M,4M, pese a lo que el margen sobre los ingresos ajustados se redujo en 2pp hasta el 18,8%.

Adicionalmente la compañía tuvo que afrontar unos peores resultados financieros durante 2021 de -€14,3M (-€7,7M en 2020) y que limitaron el crecimiento del resultado antes de impuestos. Esto se debió tanto a unos mayores costes financieros, aspecto consecuente con el incremento en la deuda y el uso de avales como, de manera extraordinaria, a consecuencia la variación del valor razonable de los instrumentos financieros por importe de -€6,3M tras la valoración de la ineficacia de la cobertura de los derivados sobre los precios de venta de energía asociados al 'PPA' del proyecto Escuderos. A su favor el comportamiento de los tipos de cambio en este ejercicio fue positivo en €1,6M (€-5,2M en 2020). Con esta evolución, la compañía reduce la cobertura de sus gastos financieros con el EBITDA generado, alcanzando un valor aún adecuado en 2021 de 4,45x (9,12x en 2020).

De acuerdo a lo avanzado, con estos resultados la compañía obtuvo un resultado neto similar al año anterior pese al crecimiento de los ingresos y del EBITDA, aspecto adicionalmente afectado por la mayor carga fiscal.

2.2 Estructura de activo y endeudamiento

De acuerdo a lo esperado la compañía avanzó en un destacado crecimiento en su tamaño bajo un importante apoyo de la deuda financiera que se acompañó de forma adecuada por los mayores resultados y una estructura financiera que se mantiene favorablemente protagonizada por los fondos de largo plazo asociados al Project Finance.

Endeudamiento y estructura financiera				
€miles	2019	2020	2021	2021-20
Total Activo	157.627	258.198	604.808	134,20%
Activo corriente	69.583	88.700	176.358	98,80%
% s/total activo	44,14%	34,35%	29,16%	-5,19pp
Patrimonio Neto	37.097	48.835	158.708	225,00%
% s/Deuda financiera	48,67%	31,90%	50,87%	18,96pp
% s/Total Activo	23,53%	18,91%	26,24%	7,33pp
Deuda financiera (1)	76.227	153.065	312.018	103,80%
Deuda financiera neta (DFN) (2)	41.824	126.036	238.446	89,20%
DFN/EBITDA	2,26x	5,32x	5,75x	0,43x
Flujo de caja operativo (FFO) (3)	6.704	17.782	36.522	105,40%
FFO/DFN	16,03%	14,11%	12,58%	-1,53pp

(1) Excluye derivados

(2) Excluye derivados y caja no disponible

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

A cierre de 2021 el balance del grupo continuó su tendencia creciente y superó los €600M con un destacado incremento del 134% sobre el cierre de 2020. Conforme a lo esperado en sus planes, en el incremento del Activo el protagonista fue la evolución del Activo No Corriente como reflejo del mayor inmovilizado del grupo (+€244M) conforme al mayor desarrollo y construcción de proyectos. Así, se observa como el Activo Corriente siguió reduciendo su peso en el Activo del grupo hasta el 29,1% (34,3% en 2020). El Activo Corriente acompañó el crecimiento del Pasivo Corriente y se mantuvo superior a este en €16,6M con el protagonismo del incremento de los deudores y la caja.

De acuerdo a lo esperado, en el crecimiento de Greenergy ha sido muy importante el incremento de los recurso propios conforme a la continuidad de la rentabilidad positiva, el refuerzo extraordinario de la ampliación de capital, y la ausencia de dividendos. Así, con una cifra de €157,7M para el Patrimonio Neto se avanzó de forma decidida en la recuperación de los ratios respecto al total del Pasivo (26,2%) y el total de la deuda financiera (54,8%).

De esta forma la financiación del crecimiento de Greenergy se mantuvo en términos favorables bajo nuestra visión, por cuanto mantiene el 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	2019	2020	2021	2021-20
Deuda corporativa (1)	33.835	40.673	85.338	109,8%
Deuda de proyectos con recurso (2)	42.392	50.383	35.239	-30,1%
Deuda sin recurso	0	62.010	191.441	208,7%
DEUDA FINANCIERA	76.227	153.065	312.018	103,8%
Caja corporativa (3)	26.038	18.953	57.126	201,4%
Caja proyectos con deuda con recurso	8.365	5.632	2.673	-52,5%
Caja proyectos con deuda sin recurso	0	2.445	13.773	463,3%
CAJA	34.403	27.030	73.572	172,2%
DFN corporativa	7.797	21.719	28.212	29,9%
DFN proyectos con recurso	34.027	44.751	32.566	-27,2%
DFN proyectos sin recurso	0	59.565	177.668	198,3%
DEUDA FINANCIERA NETA	41.824	126.036	238.446	89,2%
DEUDA FINANCIERA NETA CON RECURSO	41.824	66.471	60.778	-8,6%

(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/de proyectos).

De acuerdo a la tendencia esperada, la compañía finalizó el año 2021 con un incremento destacado en la cifra de deuda (+103,8%), efecto mitigado de forma adecuada por la mayor caja generada. Así, la deuda financiera neta se incrementó en menor medida hasta los €238,4M (+89,2%). En este sentido hay que señalar que la deuda neta con recurso, que incluye la deuda neta con garantía personal de Grenergy, se redujo hasta una cifra de €60,7M (€66,5M en 2020) como reflejo del avance en la operación de los primeros proyectos en Latinoamérica, y que permitió el incremento de la deuda neta corporativa. Al cierre del último ejercicio la deuda de proyectos que mantiene recurso a la matriz (€32,6M) se corresponde con la de los proyectos eólicos de Perú, así como de la que financia el proyecto de México (financiación puente) que vence en 2022 y para la que la compañía está pendiente de formalizar la extensión permitida en el vencimiento de 6 meses o bien una refinanciación de largo plazo vía Project Finance.

Con esta evolución la compañía finalizó el año 2021 con una deuda financiera neta total respecto al EBITDA de 5,75x y por tanto algo superior al año anterior (5,32x en 2020). 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 2021 continuó reduciéndose hasta un valor de 2,0x (2,81x en 2020). Sin embargo, bajo el cálculo del ratio exigido por los bonistas éste alcanzó un valor inferior de 1,59x (2,71x en 2020) que igualmente permite a Grenergy cumplir holgadamente con el 'covenant' exigido de no más de 4,0x.

Evolución y desglose del ratio DFN/EBITDA				
€miles	2019	2020	2021	2021-20
EBITDA actividad con recurso	18.471	23.690	30.425	28,4%
DFN/EBITDA	2,26x	5,32x	5,75x	0,43x
DFN/EBITDA actividad con recurso	2,26x	2,81x	2,00x	-0,81x
DFN/EBITDA actividad con recurso sin proyectos	0,42x	0,92x	0,93x	0,01x
DFN/EBITDA para 'covenant' de los Bonos (1)		2,71x	1,59x	-1,12x

(1) Dato facilitado por la compañía aún no certificado por el auditor para 2022.

Finalmente, señalamos la capacidad del grupo para mantener un perfil de deuda con mayor enfoque en el largo plazo, aspecto consecuente con su actividad intensiva en Project Finance y los recursos propios aportados. Así, del total de la deuda financiera (excluyendo derivados) solamente el 21,7% se concentró en el corto plazo al cierre de 2021. En este sentido, hay que señalar que de los 67,9M que vencen en el corto plazo la mayor parte se corresponde con facilidades de carácter renovable, como son líneas de circulante y los pagarés emitidos en MARF (€41,6M), así como el préstamo puente del proyecto operativo en México. De esta forma, se valora una positiva flexibilidad financiera de acuerdo al calendario de la deuda.

Calendario de la deuda financiera. 31/12/2021						
€miles	Obligaciones	Entidades de crédito	Arrendamientos	Otros pasivos	Total	%s/total
2022	32.146	34.148	1.389	156	67.839	21,7%
2023	9.773	17.896	1.389		29.058	9,3%
2024	21.450	18.682	1.105		41.237	13,2%
2025		17.855	948		18.803	6,0%
2026		17.141	798		17.939	5,7%
Posterior		130.331	6.811		137.142	44,0%
Total	63.369	236.053	12.440	156	312.018	

2.3 Generación de caja y posición de liquidez

Situación positiva en la liquidez sustentada en la capacidad de generación de negocio y el moderado endeudamiento, y que adicionalmente comienza a verse reforzada con el valor asociado a los activos en operación. No obstante, la compañía afronta un plan de inversiones que mantiene su alta dependencia financiera, aspecto que continúa siendo adecuadamente gestionado con el apoyo del mercado financiero. En el último ejercicio la compañía mejoró su posición de caja con los mayores fondos generados en las operaciones y el apoyo fundamental de la ampliación de capital.

Generación de caja				
€miles	2019	2020	2021	2021-20
Flujo de caja operativo (FFO)	6.704	17.782	36.522	105,39%
+ working capital	9.178	-26.111	-22.789	12,72%
Cash-Flow de la explotación	15.882	-8.329	13.733	264,89%
Cash flow de inversión	-56.081	-79.663	-212.699	-167,00%
Free Cash-Flow	-40.200	-87.992	-198.966	-126,12%
Variación instrumentos patrimonio	845	280	101.623	36173,46%
Dividendos	0	0	0	-
Cash-Flow disponible para la deuda	-39.355	-87.711	-97.343	-10,98%
Nuevo endeudamiento	59.014	79.721	179.690	125,40%
Amortización de deuda	-3.975	-4.777	-45.993	-862,81%
Cash-Flow tras servicio de la deuda	15.685	-12.768	36.354	384,74%
+/- ajustes tipo de cambio	-31	4.564	-323	-107,08%
Cambios en la posición de caja	15.654	-8.204	36.031	539,20%
Caja (1)	34.402	27.030	73.572	172,19%

(1) incluye inversiones corrientes líquidas y excluye caja restringida.

La evolución de las operaciones reflejó un salto importante en la inversión neta durante 2021, la cual alcanzó una cifra de €-212,7M (€79,6M en 2020). La mayor caja generada en las operaciones (€13,7M), conforme a la suma de los resultados por venta de energía confirmó una mejor capacidad para acompañar la mayor inversión realizada, aspecto condicionado por la continuidad en las variación de circulante negativa.

De esta forma, la compañía continúa obteniendo un Flujo de Caja Libre ampliamente negativo con los €-199M generados. Este incremento sustancial de la inversión motivó la formalización de una ampliación de capital como refuerzo a la continuidad en la estrategia de captación de deuda.

De esta forma y conforme a lo previsto en estos momentos de ejecución del Plan 2018-20, la gestión de las operaciones en un entorno de mayor complejidad e imprevistos, y el avance en los nuevos objetivos, 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 (€179,7M) junto a la flexibilidad que le ofrece su estructura de financiación con mayor foco en el medio y largo plazo, ha permitido a Greenergy un incremento destacado de la caja hasta los €73,6M (€27M en 2020).

La liquidez se mantiene positivamente acompañada de las líneas de crédito disponibles, y que en 2021 incrementaron las líneas de financiación comercial hasta los €118,3M (€61,6M en 2020), de las cuales €1,9M siguen siendo pólizas de crédito y el resto a financiación de operaciones de crédito internacional.

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.

©2022 por AXESOR RISK MANAGEMENT S.L.U. Todos los derechos reservados.

C/ Benjamín Franklin S/N, Edificio Camt, 1º Izquierda, 18100, Armilla, Granada, España.

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