

# Greenergy Renovables 1S22: avanza en la ejecución del pipeline

Lunes, 26 de septiembre de 2022

**Eduardo Imedio Cano – Equity research analyst**

*Greenergy Renovables ha presentado los resultados correspondientes al 1S22, destacando la puesta en marcha tanto de proyectos que mantendrá en operación como vendidos a terceros. Alcanza una capacidad operativa de 578MW (+12MW vs 1T22) y 802MW en construcción (+141MW vs 1T22). A pesar de las importantes inversiones, la ampliación de capital llevada a cabo en junio mejora los ratios de DFN/EBITDA hasta 5,6x (6,2x 1T22).*

*Reiteramos nuestra recomendación de SOBREPONDERAR con P.O. de 45,6€/acc. A continuación destacamos los puntos más importantes de la conference call.*

### Principales cifras:



(mln de euros)	1S21	1S22	Var % 21-22
<b>Ingresos totales</b>	<b>82,5</b>	<b>107,4</b>	<b>30,1%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>13,3</b>	<b>20,1</b>	<b>51,2%</b>
Margen EBITDA	16,1%	18,7%	2,6 pp
<b>Beneficio Neto</b>	<b>6,8</b>	<b>8,8</b>	<b>29,1%</b>
Margen Neto	8,2%	8,2%	-0,1 pp
<b>Capacidad Instalada (MW)</b>	<b>398</b>	<b>578</b>	<b>45,2%</b>
<b>MW en construcción</b>	<b>245</b>	<b>802</b>	<b>227,3%</b>

### Destacamos:

- ▶ **Las ventas crecen un 30,1% vs 1S21 gracias al mix de ingresos entre plantas vendidas a terceros (D&C) y la contribución de las plantas puestas en marcha en los últimos trimestres.** En su objetivo de convertirse en una IPP, las ventas de energía ganan peso dentro del mix de ingresos, hasta el 24%. Esperamos que esta tendencia continúe al alza.
- ▶ **La capacidad en operación y en construcción asciende hasta 1.380MW (1.227MW 1T22). Como nota negativa, el Backlog disminuye hasta 748MW (811MW 1T22),** debido principalmente a retrasos en la obtención de la Declaración de Impacto Ambiental en ciertos proyectos en España. Por el contrario, la fase de oportunidades identificadas aumenta significativamente, hasta alcanzar un pipeline total de 13 GW. Recordamos que **en nuestra valoración no contemplamos ningún proyecto de esta fase** debido a la temprana etapa de madurez.

## Primeras impresiones

- ▶ **Se encuentran en negociación de PPAs para los proyectos de Ayora (172MW) y Tabernas (300MW), precios entre 40-45€.** Han renegociado el PPA de Belinchón (150MW) desde 30-35€ hasta 40-45€, obteniendo además un primer año de merchant (COD estimado 1T23).
- ▶ **Las fuertes inversiones y un mayor working capital del esperado** (capex -63 mln eur y change in WK -49 mln eur en el semestre) **elevan la DFN hasta los 270 mln eur (5,6x EBITDA).** A pesar del aumento de la DFN, el ratio DFN EBITDA mejora desde las 6,2x del trimestre anterior **debido a la ampliación de capital (90 mln eur) llevada a cabo el pasado mes de junio.** El equipo directivo ha comentado que ampliación cubre la totalidad de las necesidades de caja hasta final de 2024, por lo que no necesitarían fondos adicionales para cumplir el objetivo de 3,5 GW instalados en 2024 (R4e 3,5 GW en 2025).
- ▶ **Exploran la venta de participaciones minoritarias en algunos proyectos.** A pesar de que no tenemos desglose de los precios de venta que esperan obtener, la rotación de activos se produce en una coyuntura de mercado que ha elevado enormemente la valoración de los activos energéticos. **Esta rotación supondría una clara cristalización de valor.** Esperamos mayor detalle en el próximo trimestre.
- ▶ Esperan proporcionar los primeros detalles respecto a la entrada en Alemania en el 1Q23. La entrada en este mercado se anunció el pasado mes de junio, con el objetivo de alcanzar un pipeline de 3 GW antes de 2025. Alemania está llamada a ser el mercado fotovoltaico más grande de Europa (215 GW en 2030).
- ▶ Por último, **comentan un aumento importante de los costes de financiación de nuevas plantas (4,5 – 5% Europa, 5,5 – 6% en LatAm).** Por otro lado, el Capex por MW continúa reduciéndose, gracias al descenso de los costes logísticos, aunque todavía no alcanza niveles de 2020.
- ▶ **Creemos que los resultados de Grenergy han sido, en general, positivos.** La compañía cuenta con la financiación suficiente para ejecutar el plan estratégico (3,5 GW 2025 R4e). A pesar del retraso en ciertos proyectos y un nivel de capex que no termina de normalizarse, creemos que **las TIRs actuales de los proyectos son aún más atractivas que en el pasado, fruto de unos mayores precios de la electricidad en el corto plazo y largo plazo** (PPA 10 años aumentan desde 30-35€ a 40-45€). Mantenemos nueva visión positiva en el valor, con **recomendación SOBREPONDER y P.O. 45,6€/acc.**

## Primeras impresiones

### DISCLAIMER

El presente informe no presta asesoramiento financiero personalizado. Ha sido elaborado con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. El inversor que tenga acceso al presente informe debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que éstos no han sido tomados en cuenta para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario.

El contenido del presente documento así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Grupo Renta 4, con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y está sujeto a cambios sin previo aviso. Este documento está basado en informaciones de carácter público y en fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por Grupo Renta 4 por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Grupo Renta 4 no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento. Ni el presente documento ni su contenido constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni puede servir de base a ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo. Grupo Renta 4 no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor tiene que tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

Recientemente se ha producido una reorganización en el equipo de analistas de Renta 4 Banco. Como consecuencia de ello, una parte de las sociedades emisoras sobre las que se efectúan informes se han asignado a nuevos analistas. Dado que las recomendaciones de los valores publicadas son opiniones de los analistas acerca de las perspectivas de negocio de cada uno de los emisores, la reasignación a otro miembro del equipo puede conllevar criterios diferentes a los publicados con anterioridad sobre este emisor.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes de los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

Cualquier Entidad integrante del Grupo Renta 4 o cualquiera de las IICs o FP gestionados por sus Gestoras, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable. El Grupo Renta 4 tiene implementadas barreras de información y cuenta con un Reglamento Interno de Conducta de obligado cumplimiento para todos sus empleados y consejeros para evitar o gestionar cualquier conflicto de interés que pueda aflorar en el desarrollo de sus actividades.

Grupo Renta 4 puede mantener posiciones o actuar como creador de mercado en los instrumentos financieros de cualquiera de los emisores aquí mencionados o actuar como asegurador, agente de colocación, asesor o prestamista de dichos emisores, liquidando honorarios por estos servicios. Los empleados de Grupo Renta 4 pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opciones contrarias a las expresadas en el presente documento.

Renta 4 Banco tiene contratos de liquidez con Clínica Baviera, Castellana Properties (asesor registrado), Millenium Hotels (asesor registrado), Gigas (asesor registrado) y Almagro (asesor registrado). Asimismo, tiene un contrato de servicios bancarios, inversión y/o gestión con Grupo Ezentis, S.A., Atrys Health, Making Science, Almagro y Enerside, y cobertura de Análisis en Azkoyen e Inmobiliaria del Sur, servicios por los que cobra honorarios, a la vez que presta servicios de inversión y colocación a Grupo Ecoener, S.A. y/o accionistas o consejeros, y a Opdenenergy.

Ninguna parte de este documento puede ser: (1) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (2) redistribuida o (3) citada, sin permiso previo por escrito de Grupo Renta 4. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

El sistema retributivo del autor/es del presente informe no está basado en el resultado de ninguna transacción específica de banca de inversiones. Grupo Renta 4 es una entidad regulada y supervisada por la CNMV.

Renta 4 Banco. Paseo de la Habana, 74, 28036 Madrid

Departamento de Análisis. Tel: 91 398 48 05 Fax 91 384 85 07. e-mail: [online@renta4.es](mailto:online@renta4.es)

Del total de recomendaciones elaboradas por el Departamento de Análisis de Renta 4 Banco: 80% Sobreponderar, 14% Mantener y 6% Infraponderar.