

Conclusiones Ecoener 2022: sólido crecimiento a medio plazo. Elevados PPAs cerrados.

Lunes, 27 de febrero de 2023

Ángel Pérez Llamazares, CIIA – Equity research analyst

Los resultados 2022 han mostrado un robusto crecimiento. Crecimiento consecuencia de los elevados precios mayoristas en España, así como por la mayor producción eólica y fotovoltaica, pese a la menor producción hidráulica (prevista recuperación en 2023). Aunque la deuda neta se eleva por el fuerte nivel de capex, el crecimiento del EBITDA permite reducir el apalancamiento. Una deuda que cuenta con un alto nivel de diversificación que les otorga una gran resiliencia ante cambios en los tipos de interés.

El ritmo de desarrollo de los nuevos proyectos ha acarreado cierto nivel de retraso respecto a las previsiones consecuencia de la demora en la obtención de permisos en Rep. Dominicana y en retardo en la entrega de equipos por los cuellos de botella del sector, alcanzando la cifra de 203 MW a final del ejercicio (vs 171 MW en 2021 y cerca de 410 MW previstos). No obstante, cuentan con 217 MW en construcción, de los que 151 se instalarán en la primera mitad de 2023, esperando además que en la segunda mitad del año se pongan en operación otros 157 MW de fotovoltaica para alcanzar la cifra a final de 2023 de 511 MW (vs R4e 573 MW).

De cara a 2024 esperan la instalación de 339 MW (capacidad de instalación anual prevista entre 300 y 350 MW), incluyendo 2 proyectos hidráulicos en Ecuador por un total de 99 MW, sujetos a la aprobación final por parte del Gobierno.

Focalizan su crecimiento más allá de 2024 en países de la OCDE analizando la entrada en Grecia y Rumanía, así como la obtención de proyectos en Canadá, Polonia, Italia o Serbia.

La compañía considera que tienen capacidad financiera para acometer las inversiones previstas hasta 2024, a partir de ahí, analizarán las distintas posibilidades y la situación del balance para financiar el crecimiento.

Seguimos reiterando la visión positiva en la compañía basado en un crecimiento rentable a medio plazo, una potente diversificación tecnológica (única dentro de las IPPs cotizadas) que les otorga una gran resiliencia a los ingresos, así como la gran capacidad para la firma de PPA atractivos y la identificación de nuevas geografías. Si bien es verdad que la liquidez del valor es limitada y consideramos que este factor no permite reflejar adecuadamente el valor intrínseco de los activos. Reiteramos sobreponderar y P. O. 8 eur.

			Sobreponderar		
(mln de euros)	2021	2022	Var %	Real vs R4e	Real vs. consenso
Ingresos	39,4	72,9	85,0%	1,7%	2,5%
EBITDA	22,5	44,1	96,4%	-1,6%	-14,9%
Margen EBITDA	57,0%	60,5%	3,5pp	-2,0pp	-12,4pp
EBIT	11,5	30,7	167,1%	-1,4%	-11%
Beneficio neto	5,6	20,2	258,5%	7,5%	-7%
Deuda neta	118	188	58,8%	-7,8%	
DN/EBITDA 12m (x)	5,3x	4,6x			

Consenso Bloomberg. * Deuda neta a 31/12/2021.

Destacamos:

- ▶ Los resultados 2022 han mostrado un robusto crecimiento. Crecimiento consecuencia de los elevados precios mayoristas en España, así como por la mayor producción eólica y fotovoltaica, pese a la menor producción hidráulica (prevista recuperación en 2023). Aunque la deuda neta se eleva por el fuerte nivel de capex, el crecimiento del EBITDA permite reducir el apalancamiento. Una deuda que cuenta con un alto nivel de diversificación (42% bono, 32% *project finance*, 19% híbrido y 8% Sicav), otorgándole una gran solidez ante cambios en los tipos de interés (78% a tipo fijo).
- ▶ El ritmo de desarrollo de los nuevos proyectos ha acarreado cierto nivel de retraso respecto a las previsiones consecuencia de la demora en la obtención de permisos en Rep. Dominicana y en retardo en la entrega de equipos por los cuellos de botella del sector, alcanzando la cifra de 203 MW a final del ejercicio (vs 171 MW en 2021 y cerca de 410 MW previstos). No obstante cuentan con 217 MW en construcción, de los que 151 se instalarán en la primera mitad de 2023 (se ha anunciado la firma de un PPA indexado a 15 años por 88 usd/MWh para 96 MW de fotovoltaica en República Dominicana con la compañía Edeeste, además cuentan con otros 41 MW de fotovoltaica en Colombia con varias *utilities* del país por 15 años a un precio de alrededor de los 60 usd/MWh), esperando que en la segunda mitad del año se pongan en operación otros 157 MW de fotovoltaica (60 MW en Rep. Dominicana, 6 MW en Colombia y 74 MW en Guatemala con PPA de 67 usd/MWh no indexado por 10 años, así como 16 MW en Canarias de fotovoltaica y 3 MW de eólica, todos ellos con la compra de equipos cerrada), para alcanzar la cifra a final de 2023 de 511 MW (vs R4e 573 MW).
- ▶ En referencia al capex previsto para 2023, desde la compañía están viendo un descenso en el capex/MW en fotovoltaica, si bien el capex/MW en la eólica, con los costes de transporte normalizándose.
- ▶ De cara a 2024 la compañía ha anunciado la adjudicación de 2 proyectos hidráulicos en Ecuador por un total de 99 MW, sujeto al cumplimiento por parte del gobierno ecuatoriano de los plazos establecidos para el otorgamiento de permisos contando con un PPA no indexado de 30 años, uno de 45,5 usd/MWh y otro de 48 usd/MWh (factor de carga 70%, capex 1,5-1,6 usd/MW, 25% *equity*, 75% *project finance* a un coste del 10% variable aproximadamente, sistema dolarizado, sistema con incentivos a la inversión) cuyo inicio de construcción, siempre que finalmente se aprueben los proyectos, está previsto que se inicien en verano de 2023 con puesta en marcha estimada en 2024.
- ▶ Estiman poder realizar proyectos por una capacidad entre 300 y 350 MW al año. Con una estrategia que focaliza su crecimiento en los países de la OCDE y la Unión Europea analizando la entrada en Grecia y Rumanía, así como la obtención de proyectos en Canadá, Polonia, Italia o Serbia.

- ▶ La compañía considera que tienen capacidad financiera para acometer las inversiones prevista hasta 2024, a partir de ahí analizarán las distintas posibilidades y la situación del balance para tomar la decisión de financiación del crecimiento.
- ▶ Seguimos reiterando la visión positiva en la compañía basado en un crecimiento rentable a medio plazo, una potente diversificación tecnológica (única dentro de las IPPs cotizadas) que les otorga una gran resiliencia a los ingresos, la gran capacidad para la firma de PPA atractivos y la identificación de nuevas geografías. Si bien es verdad que la liquidez del valor es limitada y consideramos que este factor no permite reflejar adecuadamente el valor intrínseco de los activos. Reiteramos sobreponderar y P. O. 8 eur.

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), Making Science (asesor registrado) e Inversa Prime Socimi (asesor registrado). Asimismo, tiene un contrato de servicios bancarios, inversión y/o gestión con Grupo Ezentis, S.A., Atrys Health, Repsol, Making Science, Inversa Prime Socimi 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 Opdenery.

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

Del total de recomendaciones elaboradas por el Departamento de Análisis de Renta 4 Banco: 61% Sobreponderar, 35% Mantener y 4% Infraponderar.