

Greenergy Renovables 4T22: impactados por nuevos retrasos, pendientes de la rotación de activos

Lunes, 27 de febrero de 2023

Eduardo Imedio – Equity Analyst

Greenergy Renovables ha publicado los resultados correspondientes al 4T22, un trimestre de transición mientras se cierra la rotación del 49% del pipeline de España. El último trimestre del año ha seguido la tónica de los trimestres anteriores, aunque los retrasos registrados en varios proyectos han sido el hecho más destacado. Si bien los retrasos de los proyectos no serán bien recogidos por la cotización, creemos el mercado está más pendiente del cierre de la venta del 49% de una cartera de 1.094 MW en España

Pendientes de la conferencia (lunes 27, 11h CET), donde esperamos información adicional.

Principales cifras:

			Sobreponderar		
(mln de euros)	2020	2021	2022	Var % 22-21	2022 R4e
Ingresos totales	88	220	293	33,1%	
Ingresos por desarrollo y construcción	86	197	233	18%	
Ingresos por venta de energía	0	20	58	190%	
Ingresos por Operación y Mantenimiento	2	3	2,6	-6%	
EBITDA	24	41	50	20,7%	61
Margen EBITDA	27,0%	18,8%	17,1%	-1,8 pp	
Beneficio neto	15	16	10	-35,7%	27
Margen Neto	17,2%	7,3%	3,5%	-3,8 pp	
Capacidad Instalada (MW)	138	541	712	31,6%	566
MW en construcción	297	424	901	112,5%	1.434

- En el 4T22 los ingresos continuaron creciendo a buen ritmo, cerrando un 2022 con unos ingresos superiores a 2021 (33,1%), fruto de la contribución de las plantas puestas en funcionamiento en los últimos meses y la rotación de 1 un nuevo PMGDs en Chile. A pesar de la mayor contribución del negocio de generación de energía (negocio con márgenes cercanos al 80%), el margen EBITDA ha caído ligeramente al 17,1%, fruto de los mayores gastos de desarrollo. **La cifra de EBITDA se encuentra impactada adicionalmente por el retraso en la venta de algunos proyectos** (que se han producido en febrero de 2023), lo que ha provocado que la cifra final de EBITDA de 2022 se sitúe por debajo de nuestras estimaciones (60 mln eur R4e vs 50 mln eur).

- ▶ En el trimestre también se ha completado la **adquisición del 100% de Sofos Harbert Renewable Energy**, la plataforma de desarrollo que adquirió Greenergy para su entrada en EEUU (40% anterior).
- ▶ **La capacidad instalada aumenta hasta los 712 MW** (600 MW 3T22), mientras que la capacidad en construcción se sitúa en 910 MW (779 MW 3T22). Si bien la compañía continúa avanzando en el pipeline, **vemos retrasos en la conexión de algunos proyectos**, como Belinchón (50 MW 2T23 CODE) y en el inicio de la construcción de algunos proyectos como **José Cabrera y Ayora**, los cuales estimamos no entrarán en construcción hasta finales de 2024 (Greenergy estimaba en el 3T22 una puesta en marcha entre 4T23 y 1T24). **Los retrasos en España son comunes en todo el sector**, debido a la ingente cantidad de proyectos aprobados en la fecha límite (25 de enero de 2023). **Si bien la aprobación de los proyectos es positiva, creemos que el inicio de construcción (2S23) puede generar importantes cuellos de botella en el sector**, especialmente en pequeños desarrolladores sin capacidades de EPC.
- ▶ **Respecto al pipeline de proyectos**, a destacar la caída de proyectos en desarrollo avanzado (-509 MW) debido a 1) venta de varios proyectos en desarrollo (Emma y Lupi 222 MW), 2) Proyectos que avanzan a Backlog y 3) **Greenergy ha decidido no avanzar con un paquete de c.100 MW en Colombia** (esperamos información adicional en la CC).
- ▶ Si bien los retrasos de los proyectos no serán bien recogidos por la cotización, **creemos el mercado está más pendiente del cierre de la venta del 49% de una cartera de 1.094 MW en España**. La operación se anunció en CNMV el pasado 23 de enero, con previsión de cierre hacia mediados de 2023. La valoración final de esta cartera (Greenergy busca una valoración de 1.000 – 1.200 mln eur por el 100%). **Greenergy recibiría entre 500 y 600 mln eur por la venta del 49% de la cartera**, importe al que debemos descontar el capex que deberá desembolsar para construir los proyectos recientemente aprobados (350 mln eur R4e).
- ▶ El momento de mercado actual, donde hay un gran apetito por renovables y la oferta de proyectos es escasa, es ideal para lanzar una transacción de venta. Recordemos que Greenergy ha sabido crear valor para el accionista en el pasado con rotaciones de cartera (principalmente venta de PMGDs en Chile durante los años 2019 y 2020). En nuestra opinión, **la evolución de los últimos tres meses de los precios de la electricidad** (moderación tanto del precio spot como futuros) **y los costes de financiación** (Euribor +3,60%), **invita a pensar que Greenergy podría tener dificultados alcanzar la valoración esperada**, por lo que dado contexto y la magnitud de la transacción, la *Conference Call* cobra especial sentido y pensamos que cualquier comentario podría mover la aguja de la cotización.
- ▶ En caso de cerrarse entre los importes comentados, supondría valorar el equity de Greenergy 110-310 mln eur por encima de nuestras estimaciones, **lo que elevaría nuestro precio objetivo hasta un rango de 47,50 €/acc y 54,00 €/acc (P.O actual 43,95 €/acc, SOBREPONDERAR)**.
- ▶ Como conclusión, **resultados negativos**, afectados por retrasos destacados en algunos proyectos. Esperamos ampliar información tras la conferencia (11h CET)

respecto a la entrada del inversor financiero en el pipeline de España. Reiteramos recomendación de **SOBREPONDERAR** con **P.O 43,95 eur/acc.**

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) y 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 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

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