

# Conclusiones Greenergy 1T23: buen trimestre operativo. Se confirma la valoración de Valkyria

Miércoles, 24 de mayo de 2023, 12:15h

Eduardo Imedio – Equity Analyst

De forma adicional al informe publicado esta mañana, repasamos las conclusiones más importantes tras la conferencia de resultados de Greenergy.

## Principales cifras:



(mln de euros)	1T22	1T23	Var %	Consenso
<b>Ingresos totales</b>	<b>46,9</b>	<b>96,0</b>	<b>104,7%</b>	<b>30,7</b>
<b>EBITDA</b>	<b>7,4</b>	<b>14,3</b>	<b>93,2%</b>	<b>15,3</b>
Margen EBITDA	15,8%	14,9%	-0,9 pp	49,8%
<b>Beneficio neto</b>	<b>4,2</b>	<b>4,9</b>	<b>15,6%</b>	<b>3,5</b>
Margen Neto	9,0%	5,1%	-3,9 pp	11,4%
<b>Capacidad Instalada (MW)</b>	<b>566</b>	<b>762</b>	<b>34,6%</b>	
<b>MW en construcción</b>	<b>661</b>	<b>1.073</b>	<b>62,3%</b>	

- ▶ **Un portfolio balanceado.** Greenergy alcanza +4 GW solares en desarrollo en cada región que opera (LatAm, Europa, EE.UU.), en línea con el objetivo de diversificación geográfica. El peso de LatAm se ve compensado por una **mayor presencia en Europa** (desarrollo de proyectos de UK, Italia, Polonia y próximamente Alemania) **y EEUU** (tras la adquisición del 60% restante de Sofos Harbert). La cartera incluye **9,8 GW de proyectos de almacenamiento mediante baterías**, de los cuales Greenergy plantea dar información adicional sobre la estrategia a final de año.
- ▶ A pesar de que el backlog se reduce hasta los 235 MW (457 MW en 4T22), las oportunidades identificadas aumentan en +.2GW. Esperan recibir pronto la DIA de Clara Campoamor (575 MW), que alcanzaría la fase RtB (entrando en backlog). Avance en el desarrollo de proyectos en Alemania, que podrían incluirse ya en el próximo trimestre.
- ▶ **Reinicio de desarrollo de nuevo proyectos en México** (+155 MW en *Early Stage*). Tras la construcción de la planta San Miguel de Allende (35 MW) en 2020, Greenergy no había desarrollado más proyectos en esta geografía, la cual tiene potencial para convertirse en la región más importante de LatAm en la próxima década (por tamaño de la geografía, población creciente e irradiación solar).
- ▶ **Desglosan datos operativos por primera vez.** La capacidad de producida (+272 GWh) se incrementa un 44% vs 1T22. Así mismo, **el precio medio capturado fue de 42,3 eur/MWh** (vs 40,0 eur/MWh 1T22), de los cuales 46,6 eur/MWh provinieron de PPAs y 30,1 eur/MWh merchant.

- ▶ **Avance en la firma de PPAs:** 1,4 GW firmados y 1,5 GW en negociación, mayoritariamente en Chile. En este sentido, Greenergy ha desglosado las cifras del negocio retail en Chile, sobre el cual se vende actualmente la energía de **Quillagua** a una cesta de grandes clientes. Las **diferencias nodales** que se registran en el mercado eléctrico de Chile producen que Greenergy no logre EBITDA positivo hasta 2024 en este segmento. El proyecto de Quillagua, localizado en Atacama, sufre de una gran diferencia entre el precio de inyección al nodo, el cual es **sensiblemente inferior al precio del nodo de retiro de la energía**. Greenergy espera incluir la energía no vendida bajo PPA de **Teno** (40%, proyecto situado en la región central de Chile y que no sufre de diferencias nodales significativas) en el segmento retail.
- ▶ **Las TIRes de proyecto se mantienen en niveles de doble dígito**, ya que los menores precios de la energía a nivel global se están viendo compensados con un capex solar que reinicia la tendencia bajista, con menores precios en módulos, inversores, trackers y logística. **Greenergy sitúa el capex en 0,47 eur/MW para 2023** (vs 0,52 eur/MW en 2022 y 0,54 eur/MW en 2021).
- ▶ **Espera una reducción del apalancamiento a final de año** (7,9x 1T23), fruto del inicio de venta de energía del proyecto de Belinchón (150 MW), y la reversión de la deuda financiera producida por el cambio de contrato con proveedores de equipo (44 mln eur, principalmente paneles solares), que volverá a ser contabilizados como proveedores en próximos trimestres. A pesar de que Greenergy no necesita equity adicional para financiar sus inversiones en 2023 y 2024, **el cierre de la operación Valkyria podría reducir de forma adicional el nivel de apalancamiento** del grupo a final de 2023.
- ▶ A nivel de financiación, el coste de la deuda para project finance en Chile se sitúa entre 6-7% y 4,5% en España. Greenergy invirtió 77 mln eur en el 1T23 y estima alcanzar o superar un capex total de 350 mln eur para el conjunto de 2023.
- ▶ **Valkyria.** Confirman una **valoración en un rango de 0,9 – 1,1 M€ / MW** para el conjunto de los activos. Esperan anunciar el cierre de la transacción a final de junio/julio. A pesar de que la moderación de los precios de energía podría estar afectando a los precios de los proyectos, Greenergy afirma que dado el nivel de PPAs firmados y que parte del portfolio está ya financiado a tipos de interés fijos muy reducidos, el portfolio en venta tiene una **menor sensibilidad en la valoración a variaciones del precio merchant** que otros proyectos.
- ▶ En conclusión, **resultados positivos**, con buenas cifras a nivel operativo y avance significativo en el pipeline de proyectos. El desglose de los principales indicadores operativos aportará una mayor transparencia.
- ▶ La cotización de Greenergy acumula un retroceso del 23% desde máximos anuales (-4% YTD). En nuestra opinión, un cierre favorable de la operación Valkyria es el **principal catalizador** del valor en el medio plazo, **incluso dentro del rango bajo** que busca Greenergy (1.000 mln eur). Esta valoración implicaría un **múltiplo implícito c.1 M€ / MW**, múltiplo superior al que descuenta la cotización actual. Por tanto, dentro de este escenario, vemos los niveles actuales de 26-27 eur/acc, atractivos para iniciar/incrementar posición en el valor. Reiteramos nuestro **P.O actual 43,95 €/acc**, con **recomendación de SOBREPONDERAR**.

## DISCLAIMER

### 1. Información objetiva

En el siguiente enlace (<https://www.r4.com/digital/re analisis/empresas.html>) podrá consultar, para este valor y sobre las recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses: (i) la fecha y la hora en la que se finalizó cada uno de los informes publicados; (ii) la recomendación y (iii) el precio objetivo. Nota: la fecha y hora se identifican con las de la primera difusión de la recomendación a la que hacen referencia.

### 2. Certificación de analistas

El Departamento de Análisis de Renta 4 Banco está integrado por los siguientes analistas: Natalia Aguirre y César Sánchez-Grande (Directores), Álvaro Arístegui, Javier Díaz, Alfonso Batalla, Pablo Fernández, Nuria Álvarez, Eduardo Imedio, Ángel Pérez e Iván San Felix (Analistas)

El/los analista/s que participan en la elaboración de la recomendación o recomendaciones de este informe de análisis, identificados en el mismo, certifican por la presente que las opiniones que se expresan reflejan fielmente sus opiniones personales.

Además, certifican que no han recibido, reciben ni recibirán, directa o indirectamente, remuneración alguna a cambio de ofrecer una recomendación determinada en este informe.

El sistema retributivo del/los analista/s del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por Renta 4 Banco, aunque éstos no reciben compensación directamente vinculada a operaciones relativas a servicios de inversión o auxiliares prestados por Renta 4 Banco a cualquier otro tipo de operaciones o comisiones de negociación que Renta 4 Banco o cualquier otra persona perteneciente al Grupo Renta 4 (en adelante "el Grupo") realice o reciba.

### 3. Información importante

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 el departamento de Análisis de Renta 4 Banco 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 ninguna de las personas del Grupo por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las entidades del Grupo no asumen compromiso alguno de comunicar 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. Las entidades del Grupo no asumen responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe 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.

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 del Grupo 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.

Los empleados del Grupo 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.

Salvo que se indique lo contrario en el presente informe, no existe intención de actualizar esta información.

#### 4. Información respecto a la comunicación de intereses o conflictos de intereses

- ✓ No aplicable: El analista que firma el presente informe de análisis mantiene posiciones en la compañía analizada.
- ✓ Las entidades del Grupo cuentan con barreras de información, conforme a la normativa vigente.
- ✓ El Grupo dispone de medidas organizativas y técnicas para evitar y gestionar los conflictos de intereses. Entre otras, cuenta con un Reglamento Interno de Conducta, así como con una Política de Conflictos de Interés, ambos de obligado cumplimiento para todos los empleados. En estos documentos se recogen, entre otros, los procedimientos de control aplicables al departamento de Análisis (normas para evitar el uso de información privilegiada, la independencia en la elaboración de los informes o el régimen de incentivos, de operaciones personales o de remuneraciones).
- ✓ Aplicable: las entidades del Grupo poseen una posición larga o corta neta que sobrepase el umbral del 0,5 % del capital social total emitido por el emisor: Making Science
- ✓ No aplicable: el emisor posee participaciones que sobrepasan el 5 % de su capital social total emitido.
- ✓ No aplicable: cualquiera de las entidades del Grupo es parte en un acuerdo con el emisor relativo a la elaboración de la recomendación.
- ✓ No aplicable: cualquiera de las entidades del Grupo ha sido gestor principal o adjunto durante los doce meses anteriores a cualquier oferta de instrumentos financieros del emisor comunicada públicamente.
- ✓ El sistema retributivo del autor/es del presente informe no está basado en el resultado de ninguna transacción específica de banca de inversiones.
- ✓ Renta 4 Banco tiene contratos de liquidez con atSistemas (asesor registrado), Clínica Baviera, Grupo Ecoener, Castellana Properties (asesor registrado), Izertis (asesor registrado), Llorente y Cuenca (asesor registrado), Millenium Hotels (asesor registrado), Gigas (asesor registrado), Making Science (asesor registrado) e Inversa Prime Socimi (asesor registrado). Asimismo, tiene contratos de análisis esponsorizado con Azkoyen e Inmobiliaria del Sur, servicios por los que cobra honorarios.
- ✓ Don Juan Carlos Ureta, Presidente Ejecutivo de Renta 4 Banco S.A., es miembro del Consejo de Administración de GRUPO ECOENER S.A. y de IZERTIS S.A.

#### 5. Sistemas de recomendaciones

La información que se incluye en este informe se ha obtenido de fuentes fiables y, aunque se ha tenido un cuidado razonable para garantizar que la información que incluye y en la que se basa el presente informe no sea ni incierta ni inequívoca en el momento de su publicación, no podemos acreditar que sea exacta y completa y no debe confiarse en ella como si lo fuera.

En este sentido indicamos las principales fuentes que se han utilizado: Compañías objeto de análisis, CNMV, Bloomberg, Factset, Prensa económica (entre otros Expansión, Cinco Días, El Economista, FT, etc.), Prensa General (El Mundo, El País, ABC, La Razón, etc.), Webs de Información económica (Bolsa de Madrid, Sociedad de Bolsas, BME Growth, versiones digitales de prensa económica y general, etc.), Banco de España, Instituto Nacional de Estadística, BCE, FED, Bank of England, Bank of Japan.

Los precios objetivos y recomendaciones se establecen de acuerdo con la evolución esperada hasta el final del año natural, salvo indicación contraria en el propio informe. A partir del mes de diciembre se ofrecerán los precios objetivo y recomendaciones para el final del año siguiente. La metodología de cálculo del precio objetivo está basada, por regla general, en el descuento de flujos de caja, VAN, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, ratios comparables, Valor Neto Liquidativo.

Se establecen tres categorías o tipos de recomendación: Sobreponderar, potencial de revalorización mayor al del índice de referencia (Ibex 35) en el horizonte definido (final de año corriente, salvo indicación contraria en el propio informe); Infraponderar, potencial de revalorización inferior al del índice de referencia (Ibex35) en el horizonte definido (final de año corriente, salvo indicación contraria en el propio informe); Mantener, potencial de revalorización similar al del índice de referencia (Ibex 35) en el horizonte definido (final de año corriente, salvo indicación contraria en el propio informe). Estas definiciones son indicativas. Las recomendaciones pueden diferir de estas guías cuando esté justificado por factores de mercado, tendencias de la industria, eventos específicos de la compañía, etc.

En el siguiente enlace (<https://www.r4.com/digital/re analisis/empresas.html>) podrá consultar, a fecha actual, de las recomendaciones elaboradas por el Departamento de Análisis de Renta 4 Banco para el universo de compañías en cobertura: (i) la cotización del último informe; (ii) el precio objetivo; (iii) el tipo de recomendación; (iv) la fecha y hora del último informe; (v) el analista; (vi) la validez del precio

objetivo y (vi) el porcentaje de las categorías de recomendación (sobreponderar, infraponderar, mantener o en revisión) sobre el total de las recomendaciones realizadas en los últimos 12 meses.

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.

Renta 4 Banco es una entidad regulada y supervisada por la CNMV.