

## Inicio de cobertura

### Liderando el Autoconsumo Industrial en Energía Solar y Abriendo Caminos al Prometedor Futuro del Biometano.

**Impulso de Ventas y Rentabilidad.** En el 1S 2023, Greening logró €45,92 millones en ventas, un aumento del 178% a/a, con un margen del 8%. El EBITDA alcanzó €3,69 millones, tras un avance del 292,6%, y el EBIT creció a €2,51 millones, con un margen estable del 5,5%, señalando la expansión rentable de la empresa.

**Guías 2023 reiteradas:** Los resultados recientes de Greening (6M 2023) resaltan el continuo crecimiento, reafirmando su compromiso de alcanzar un EBITDA de €9,9 millones en 2023 y multiplicarlo por 2x, llegando a €21,0 millones en 2024. Esto refleja la confianza en la expansión de la empresa. Además, se aspira a que el EBITDA represente un 70% de los ingresos en 2024 y a largo plazo, un 50%. Estos logros están respaldados por un aumento significativo en las ventas, proyectando alcanzar €103 millones, en comparación con los €43,81 millones registrados en 2022.

**Impulso el Negocio Global y Diversifica Ingresos:** Greening mejora la visibilidad de sus ingresos mediante la creación de O&M Global, la incursión en el negocio del Biometano y la consolidación del negocio internacional, con presencia en seis países, que incluyen EE.UU., México, Italia, Marruecos, Alemania y España.

**Convenio con Banco Sabadell:** Marca el comienzo de una etapa transformadora para Greening con una aportación de hasta €12,1 millones. La alianza con Banco Sabadell, entidad con fuerte presencia internacional, proporcionará a Greening la capacidad financiera necesaria para acelerar su crecimiento y desarrollo, lo que incluye la ejecución de 30 MW en proyectos de autoconsumo industrial y la generación de energía a través de PPAs., así como la expansión internacional.

**Conclusión:** Greening se encuentra en una fase activa de expansión internacional, la cual anticipamos generará un crecimiento significativo. Para apoyar este desarrollo, la compañía ha logrado un acuerdo de financiación con Banco Sabadell, que se espera impulse sustancialmente el crecimiento del EBITDA. Creemos que este potencial de crecimiento aún no se ve reflejado en el valor de mercado actual de la empresa, representando así una atractiva oportunidad de inversión. Hemos valorado las acciones de Greening en €8,10, lo que implica un descuento del 41,9% en comparación con su precio actual de mercado. En consecuencia, asignamos una firme recomendación de COMPRA.

#### Estimates (€m)

GREENING	2022A	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Revenue (m)	43,81	103,00	167,99	225,74	270,89	311,52
EBITDA (m)	4,00	10,11	21,99	30,11	32,42	36,54
y/y	91,4%	152,7%	117,5%	36,9%	7,7%	12,7%
EBIT (m)	3,20	6,94	16,80	24,83	27,09	31,15
Net Income (m)	2,27	3,86	11,54	17,52	19,42	22,73
EPS adj. (€)	0,078	0,133	0,397	0,602	0,667	0,781
y/y	223,3%	69,8%	198,9%	51,8%	10,8%	17,0%
DPS (*)	-	-	-	-	-	-
ROE (%)	24,8%	18,4%	27,2%	28,8%	24,5%	22,6%

#### Valuation Ratios

GREENING	2022A	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Share price (€)	5,090	5,090	5,090	5,090	5,090	5,090
Shares outstanding (# m)	29,102	29,102	29,102	29,102	29,102	29,102
Mkt Cap (€ m)	148,1	148,1	148,1	148,1	148,1	148,1
Enterprise Value (€ m)	162,1	165,6	157,0	157,0	157,0	157,0
EV / Revenue	3,70x	1,61x	0,93x	0,70x	0,58x	0,50x
EV / EBITDA	40,5x	16,4x	7,1x	5,2x	4,8x	4,3x
EV / EBIT	50,7x	23,9x	9,3x	6,3x	5,8x	5,0x
FCF Yield	(3,3)%	2,7%	14,9%	16,7%	18,7%	22,0%
P/E	65,2x	38,4x	12,8x	8,5x	7,6x	6,5x
PBV	16,19x	4,52x	2,85x	2,13x	1,66x	1,33x
Dividend yield	-	-	-	-	-	-

Estimaciones GPM

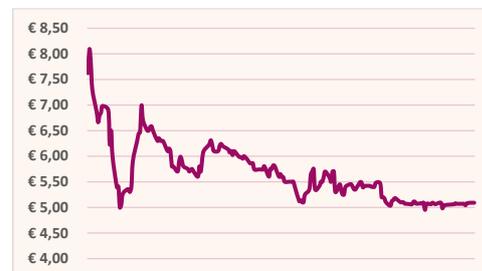
12 de enero de 2024

### Recomendación

COMPRA  
(reiterada)

### Valoración

€ 8,10/acc.



<b>Ticker</b>	<b>GGR SM</b>
<b>Fecha</b>	11.01.24
<b>Cotización</b>	€ 5,09
<b>Max 52 semanas</b>	€ 9,90
<b>MIN 52 semanas</b>	€ 4,88
<b>Accs. Circulación (m)</b>	29,10
<b>Capitalización (m)</b>	€ 148,13
<b>Retorno semanal (%)</b>	<b>0,4%</b>
<b>Variación de precio 1M (%)</b>	<b>0,4%</b>
<b>IBEX 35</b>	(1,7)%
<b>Variación de precio 3M (%)</b>	<b>(4,5)%</b>
<b>IBEX 35</b>	7,5%
<b>Variación de precio 6M (%)</b>	<b>(17,9)%</b>
<b>IBEX 35</b>	8,7%
<b>Variación de precio YTD (%)</b>	<b>0,4%</b>
<b>IBEX 35</b>	(0,5)%
<b>Variación precio 1A (%)</b>	<b>nd</b>
<b>IBEX 35</b>	15,4%
<b>Volumen diario (media 30d)</b>	3.425
<b>Volumen diario (media 10d)</b>	2.823
<b>Free Float (estimated)</b>	26,3%
<b>Rating Analistas</b>	<b>nd</b>
<b>Precio Objetivo (mediana)</b>	<b>nd</b>
<b>PO Máximo</b>	<b>nd</b>
<b>PO Mínimo</b>	<b>nd</b>

Fuente Bloomberg

Analista: Javier Bernat

[jbernat@gmpatrimonios.com](mailto:jbernat@gmpatrimonios.com)

Dpto. Análisis Fundamental GPM

Teff: 34 913 191 684

GPM <https://gpmvs.com>

Broker <https://gpmbroker.com>

**Contenido**

▪ ¿Por qué Greening? Crecimiento, rentabilidad y potencial de inversión.	3
▪ Descripción de la Compañía	4
▪ Modelo de Negocio Integrado (Comercialización, Autoconsumo y Generación)	5
▪ Acuerdo con Banco Sabadell: Financiar la Expansión Internacional	7
▪ Estrategia: EBITDA Internacional con un peso del 50% vs 31%	8
▪ Empresa Estructurada en Siete Compañías	9
▪ Guía de Negocio 2023 y Resultado 1S 2023	9
▪ Comentario Financiero y Estimaciones	11
▪ Comentario del Balance	12
▪ Cartera de Proyectos y de Obra en Curso	12
▪ Cartera de Clientes: Versátil y Diversificada	17
▪ Accionistas	18
▪ Valoración de €8,10 / acción	19
▪ Valoración por Comparables	19
▪ ANEXOS	24
▪ Información Financiera	28

## ¿Por qué Greening? Crecimiento, rentabilidad y potencial de inversión.

**Consolidación Internacional:** Greening tiene una clara visión hacia la expansión y fortalecimiento en el mercado global de energías renovables. A través de la expansión geográfica (6 países), el fortalecimiento en mercados claves y la mejora en eficiencia operativa y en rentabilidad, la empresa se posiciona para capitalizar la creciente demanda de energía limpia y sostenible y consolidar su posición como líder en el sector. El objetivo de la estrategia de "Consolidación Internacional" pone el foco en el crecimiento en EE.UU., México e Italia, el inicio de operaciones en Francia, y metas de ventas y EBITDA predominantemente internacionales.

**70% de Ventas y 50% del EBITDA Internacional:** En el pasado mes de octubre de 2023, la compañía reafirmó su objetivo a *largo plazo* de que el 70% de sus ingresos provenga de las operaciones internacionales, y que el EBITDA internacional contribuya en un 50% a sus ganancias (en este último caso, Greening anticipa que para 2024, el EBITDA generado transitoriamente representará aproximadamente el 70% del total reportado para ese año). Estas guías no solo denotan un enfoque en la expansión geográfica, sino que también subraya la importancia de la eficiencia operativa y la rentabilidad en mercados más allá del mercado doméstico.

**Expansión internacional de la cartera de generación Utility Scale:** La cartera de proyectos de generación "Utility Scale" (4.825,57 MW) refleja una presencia equilibrada entre Norteamérica (35% y Europa (65%), enfocada en proyectos de gran escala y con una estrategia de gestión de riesgos a través de la diversificación. En el futuro, esperamos una expansión en ambas regiones (probablemente también en mercados emergentes) y un aumento en la capacidad total a medida que se desarrollen nuevos mercados y crezca la demanda de energías renovables.

**Diversificación en Biometano:** La incursión de Greening en el Biometano, con ingresos que se elevan a €1,25 millones, refleja una estrategia acertada hacia la diversificación y la sostenibilidad. Esta línea de negocio aumentará los ingresos de Greening y contribuirá también a reforzar su perfil de sostenibilidad y de la economía circular.

**Acuerdo entre Greening y Banco Sabadell.** Este convenio marca el comienzo de una etapa transformadora para Greening con una aportación de hasta €12,1 millones. La alianza con Banco Sabadell, entidad con fuerte presencia internacional, proporcionará a Greening la capacidad financiera necesaria para acelerar su crecimiento y desarrollo. Esto incluye la ejecución de 30 MW en proyectos de autoconsumo industrial y la generación de energía a través de PPAs, así como la expansión internacional en mercados clave como EE.UU., México e Italia.

**Resultado 1S2023:** Greening ha experimentado un notable aumento en sus ventas, alcanzando los €45,92 millones, lo que representa un incremento del 178% con respecto al año anterior. El EBITDA se ha disparado a €3,69 millones, evidenciando un crecimiento del 292,6% y un margen más sólido del 8,0%, en comparación con el 5,7% del 1S 2022. Además, el EBIT también ha experimentado un crecimiento significativo (178% a/a), alcanzando los €2,51 millones, con un margen prácticamente constante del 5,5%. Estos resultados reflejan la capacidad de Greening para expandir sus operaciones manteniendo la rentabilidad en sus principales líneas de negocio.

**Optimización a través de O&M Global:** Greening fortalece su posición con la creación de una empresa de Operación y Mantenimiento (O&M) que operará a nivel global. El objetivo principal de esta nueva compañía es convertirse en líder tecnológico tanto a nivel nacional como internacional, centrándose en maximizar la eficiencia y productividad de instalaciones fotovoltaicas, sistemas de almacenamiento en batería y plantas de biometano. Greening aspira a especializarse en O&M en los seis países en los que opera. La empresa proporcionará asesoramiento técnico y seguimiento continuo para optimizar el rendimiento de los activos, identificar oportunidades de mejora y abordar la obsolescencia de equipos e instalaciones.

## Descripción de la Compañía

**Grupo Greening SA (Greening) es una empresa líder, con una integración vertical que abarca toda la cadena de valor de la energía, incluyendo la generación, el diseño y construcción de proyectos, la fabricación de productos y la comercialización de energía, especializándose especialmente en instalaciones de autoconsumo fotovoltaico.**

**Se constituye en el año 2011**, con el objetivo de acercar tanto a empresas públicas como privadas el impulso de las energías renovables a través del diseño, construcción de instalaciones de autoconsumo industrial, bombeo de agua con energía solar y el desarrollo de proyectos de eficiencia energética.

**Greening está formada por 6 compañías**, cada una especializadas en un área de servicio lo que le permite estar verticalmente integrada en toda la cadena de valor (Diseño, Construcción, Generación, Financiación, O&M, Almacenamiento, Eficiencia Energética, Comercialización).

**Tiene presencia en siete países y en tres continentes** (Europa, América y África); con sedes en España (Granada, Sevilla, Madrid, Barcelona), Italia (Milán y Roma), México (Ciudad de México y Monterrey), Alemania (Düsseldorf), EEUU (Miami), Francia (Lyon).

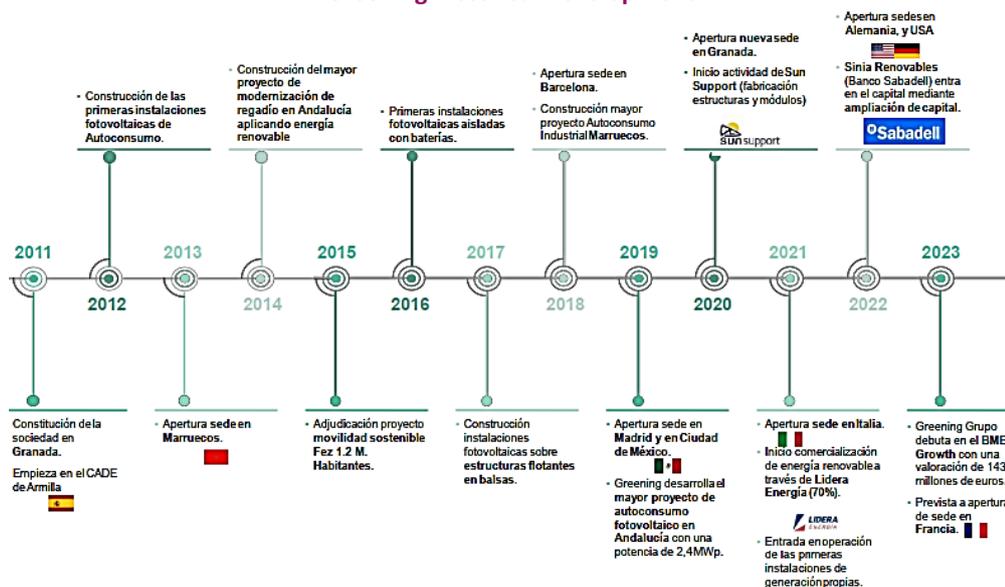
### Presencia Geográfica



Fuente Greening

Hasta la fecha, Greening ha desarrollado una capacidad total de 255 MW (MW) en instalaciones de autoconsumo industrial. Además, gestiona y administra más de 2.000 puntos de suministro de energía 100% verde y sostenible en los tres continentes.

### Greening Historical Development



## Modelo de Negocio Integrado (Comercialización, Autoconsumo y Generación)

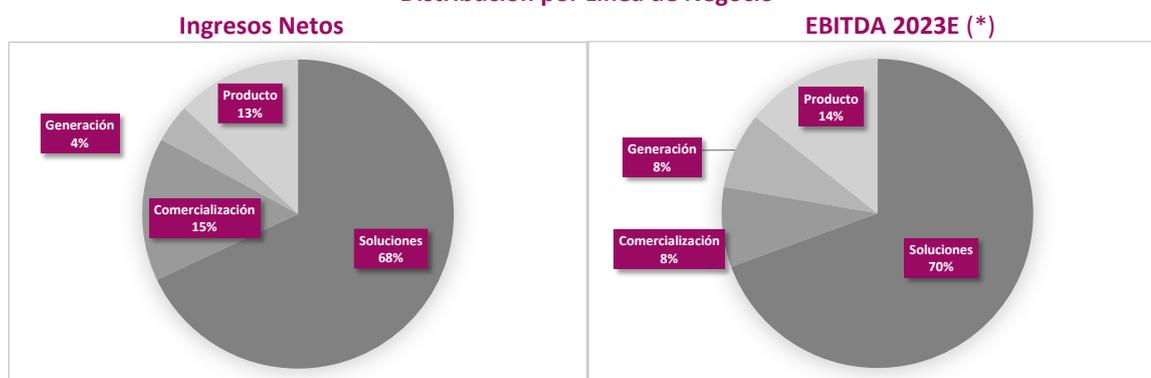
El modelo de negocio de Greening se basa en tres pilares fundamentales: la Comercialización, el Autoconsumo y la Generación de energía, con presencia en toda la cadena de valor (desarrollo, ingeniería, construcción y mantenimiento de proyectos hasta la generación y comercialización de energía), lo que no solo mejora la eficiencia, sino que también aumenta la rentabilidad al facilitar la retención y la adquisición de nuevos de clientes.

### Líneas de Negocio

Soluciones y EPC	Generación	Comercialización	Producto
Autoconsumo EPC	Parques de venta a Red	Venta de energía renovable	Fabricación de estructuras Fotovoltaicas
Eficiencia Energética	Contratos PPA Industriales y PYMES	Comunidades Energéticas	Cuadros y sistemas de control
Almacenamiento			Reciclaje electrónico

Elaboración GPM

### Distribución por Línea de Negocio



Elaboración GPM / Company guidance 2023

### I. Soluciones de autoconsumo y EPC (Greening-E) - 68% s/Ventas: Aprovechando la inercia positiva del crecimiento en Autoconsumo.

Greening-E se enfoca en diversas actividades, que incluyen el autoconsumo industrial, el almacenamiento de energía, la eficiencia energética, los servicios de EPC tanto para proyectos propios como de terceros, la operación y mantenimiento (O&M) y la instalación de cargadores para vehículos eléctricos (VE).

Esta unidad de negocio se encuentra diversificada a nivel internacional, con presencia en Europa y los EEUU. En este segmento, los principales competidores son SOLARWATT, POWEN, EIDF y SOLARPROFIT.

- **Autoconsumo Industrial:** Greening se especializa en el desarrollo de proyectos de autoconsumo industrial, ofreciendo un servicio completo de instalaciones fotovoltaicas. Hasta la fecha, se han construido más de 200 MW-pico (MWp) en instalaciones de autoconsumo industrial en Europa y América del Norte, incluyendo México y EEUU.
- **Servicios de EPC:** Ofrece servicios de diseño y construcción de plantas fotovoltaicas tanto en la modalidad de EPC (Ingeniería, Adquisición y Construcción) como en la modalidad BOS (Balance of System), tanto para proyectos propios como para terceros.
- **Operación y Mantenimiento (O&M):** Con este servicio se supervisan un total de 100 instalaciones que suman 30,44 MWp, garantizando un funcionamiento eficiente y confiable de estas plantas.

- **Otros Negocios:** i) **Almacenamiento de energía:** Greening diseña y ejecuta proyectos de almacenamiento de energía utilizando baterías de litio e hidrógeno renovable para el sector industrial. También dispone de un departamento de investigación y desarrollo (I+D) dedicado al desarrollo de aplicaciones de hidrógeno renovable industrial; ii) **Eficiencia energética:** Abarca servicios de evaluación y medición de consumos, consultoría, auditoría energética, diseño y ejecución de obras en clientes industriales y edificios terciarios. El servicio de eficiencia energética industrial abarca la planificación, gestión y ejecución de la demanda energética; iii) **Sistemas de recarga de vehículos eléctricos:** Se centra en el desarrollo de infraestructuras de recarga para suministrar energía a vehículos eléctricos. Greening ha completado más de 80 instalaciones para Verificaciones Industriales de Andalucía, S.A., que gestiona centros ITV en toda Andalucía, así como infraestructuras de recarga para clientes industriales interesados en instalar estas instalaciones en sus empresas.

## II. Generación: Ingresos Recurrentes a Largo Plazo (4% s/Ventas)

Greening realiza su actividad de generación en múltiples, abarcando PPA's para el autoconsumo industrial on-site, el desarrollo de proyectos fotovoltaicos y la generación de Biometano. La empresa ha expandido su presencia a nivel internacional, con operaciones en países como España, Italia, Alemania, EEUU y México. En este segmento, Greening se enfrenta a una serie de competidores relevantes, incluyendo a EDP, EIDF, Enerside, Endesa, Iberdrola y Naturgy.

**En el ámbito de los PPA para el autoconsumo industrial on-site**, Greening ha establecido acuerdos con clientes industriales para proporcionar energía renovable generada in situ a través de la construcción de plantas fotovoltaicas de propiedad de Greening, ubicadas dentro de las instalaciones del cliente y conectadas a su red interna. En la actualidad, la empresa opera ocho proyectos bajo esta modalidad y tiene veinticuatro proyectos adicionales en proceso de construcción.

En lo que respecta al **desarrollo de proyectos fotovoltaicos**, Greening se dedica a concebir y promocionar proyectos fotovoltaicos de su propiedad. Esto implica la identificación de terrenos adecuados y la obtención de todos los permisos, licencias y autorizaciones necesarias para iniciar la construcción, alcanzando así el estado de "Ready to Build" (RtB).

Los proyectos que ya se han desarrollado o se encuentran en fases previas al RtB pueden seguir dos rutas: se integran en la filial Greening Concesiones o se procede a su venta. Posteriormente, se lleva a cabo la construcción y operación de los proyectos. Al cierre del año 2022, Greening mantenía una cartera internacional de proyectos con diversos grados de avance, que superaba los 4.000 MW en capacidad, distribuidos geográficamente.

**Generación de Biometano**, Greening Concesiones, impulsa el desarrollo de plantas de Biometano. Greening se encarga de identificar las zonas geográficas adecuadas para estas instalaciones, negociar acuerdos de suministro a largo plazo con los generadores de residuos, diseñar las plantas, obtener los puntos de conexión a la red de gasoductos existentes y gestionar los permisos administrativos necesarios para llevar el proyecto a la fase de "Ready to Build" (RtB). Greening tiene trece proyectos de plantas de Biometano en diversas etapas de desarrollo. Estos proyectos tienen una potencia total de 67 MW y una capacidad de generación anual de 535 GWh.

## III. Comercialización "Lidera Energía" (15% s/Ventas) – 3.882 clientes

Greening se dedica a la gestión energética integral, proporcionando servicios de eficiencia energética y suministro de energía 100% renovable a través de su **comercializadora propia**, **"Lidera Energía"**. Esta compañía se enfoca en la venta de energía renovable, la provisión de soluciones de autoconsumo para clientes residenciales, la compensación de **excedentes** energéticos para lograr una factura cero, la implementación de **batería** virtual y la participación en comunidades energéticas. Destaca su crecimiento en clientes, pasando de 630 en 2021 a más de 3.882 clientes en 2022. Sus principales competidores son Audax, EIDF, Endesa, Holaluz, Iberdrola y Naturgy.

**Lidera Energía** ofrece a sus clientes, ya sean particulares o empresas, diversas opciones para gestionar sus excedentes energéticos, como la venta de excedentes en el mercado y su posterior compensación en la factura, ofrecer esos excedentes a personas designadas por el cliente, o incluso consumir esa energía en otro punto de suministro de su propiedad. Esta flexibilidad permite adaptar el servicio a las necesidades individuales de cada cliente.

Greening también se dedica a la ejecución de proyectos de autoconsumo doméstico, con planes de realizar más de 1.200 instalaciones en 2023. También se ofrecen servicios de monitorización de consumo que permiten implementar estrategias de ahorro energético basadas en los patrones de consumo de los clientes.

Comunidades energéticas: En el área de comercialización, Greening promueve la creación de comunidades energéticas, donde un grupo de consumidores puede beneficiarse del suministro de energía generada a partir de una misma instalación renovable. Para 2023, tienen como objetivo contar con 20 MW en comunidades energéticas de 100 kW, lo que representará la captación de 10.000 clientes para la comercializadora, a razón de 2 kW por cliente. Hasta finales de 2022, Greening ya ha instalado aproximadamente 1,2 millones de metros cuadrados mediante la creación de 4 comunidades energéticas de autoconsumo compartido.

#### IV. Producto “Sun Support” (13% s/Ventas)

Esta unidad de negocio se dedica a una serie de actividades clave que abarcan desde la fabricación de estructuras para paneles fotovoltaicos hasta el diseño y la producción de cuadros y sistemas de control. Además, desempeña un papel esencial en la gestión del reciclaje de componentes electrónicos, ofreciendo este servicio no solo en España, sino de manera global, con un enfoque principal en el mercado europeo.

### Acuerdo con Banco Sabadell: Financiar la Expansión Internacional

El acuerdo entre Greening y Banco Sabadell abarca varios aspectos relevantes que impulsarán a Greening en los próximos años.



Fuente Greening

Esta colaboración con Banco Sabadell, una entidad con una sólida presencia a nivel internacional, dotará a Greening de la capacidad financiera necesaria para acelerar su crecimiento y desarrollo.

También implica la ejecución de proyectos de autoconsumo industrial y en generación de energía a través de acuerdos de compra de energía (PPAs) con una capacidad total de 30 MW, así como la expansión en mercados clave como Alemania, Francia, Italia y EEUU a nivel internacional.

La alianza beneficia a Greening de diversas maneras: i) Proporciona recursos financieros (unos €12,1 millones), que respaldan el crecimiento; ii) Permitirá expandir la base de clientes a través de la extensa red de Banco Sabadell; iii) Facilitará su crecimiento tanto a nivel nacional como internacional; iv) Contribuirá a mejorar la sostenibilidad ambiental de Greening y fortalecerá su posición en el sector de energías renovables.

## Estrategia: EBITDA Internacional con un peso del 50% vs 31%

El enfoque principal de Greening se centra en los mercados europeos y norteamericanos, lo que ha llevado a la expansión de la empresa hacia Italia, Alemania, México y EEUU. Esta estrategia de internacionalización fortalece su presencia global y le permite atender a sus clientes en regiones estratégicas.

**Un 70% de las ventas y el 50% del EBITDA procederán del negocio internacional:** La dirección de Greening se ha propuesto alcanzar que más del 70% de las ventas y más del 50% del EBITDA provengan de las operaciones internacionales. Para el año 2024 se estima que, transitoriamente, el EBITDA de las operaciones internacionales contribuirá con el 70% del generado por el Grupo.

**El proceso de internacionalización de Greening** se puso en marcha en **2013** con la inauguración de una sede en *Marruecos*. A partir de **2017**, esta estrategia experimenta un significativo impulso, con la instalación de más de 1 MW-pico en proyectos fotovoltaicos. En **2018**, Greening logró un hito al desarrollar y ejecutar el proyecto de autoconsumo industrial más grande hasta la fecha en Marruecos, con una capacidad de 618 KW-pico.

En **2019**, la compañía dio un paso importante al abrir una sede en *México* como parte de su expansión hacia América del Norte y al mismo tiempo desarrolló el proyecto de autoconsumo fotovoltaico más grande de Andalucía, con una capacidad de 2,4 MW-pico.

El año **2021** marcó otro capítulo en la estrategia de internacionalización de Greening al entrar en el mercado de *Italia* y lanzar su propia comercializadora de energía, *Lidera*.

Finalmente, en **2022**, Greening dio un gran salto al recibir una inversión de €5,5 millones por parte de Sinia-Sabadell y al establecer sedes en Florida (*EE. UU.*) y Dusseldorf (*Alemania*), consolidando así su presencia global en el mercado de la energía solar fotovoltaica. Esta expansión internacional es un testimonio del éxito y crecimiento constante de Greening en el sector.

**Consolidación Internacional:** Greening tiene una clara visión hacia la expansión y fortalecimiento en el mercado global de energías renovables, con un enfoque particular en el biometano. A través de la expansión geográfica, el fortalecimiento en mercados claves y la mejora en eficiencia operativa y rentabilidad, la empresa se posiciona para capitalizar la creciente demanda de energía limpia y sostenible y consolidar su posición como líder en el sector.

El objetivo de estrategia de "Consolidación Internacional" ha puesto el foco en crecimiento en EEUU, México e Italia, el inicio de operaciones en Francia, y metas de ventas predominantemente internacionales (70% de los ingresos).

**Inicio de Operaciones en Francia:** Las operaciones en Francia diversificarán aún más la presencia geográfica de Greening y permitirá aprovechar las políticas progresistas de la Unión Europea en cuanto a energía limpia. Francia, con su compromiso hacia la transición energética, ofrece un mercado prometedor para las energías renovables.

**"O&M GLOBAL" Optimización del Negocio:** Greening fortalecerá su posición comercial con la creación (Dic'23) de una empresa de Operación y Mantenimiento (O&M) que operará a nivel global. El objetivo principal de esta nueva compañía es convertirse en líder tecnológico tanto a nivel nacional como internacional, centrándose en maximizar la eficiencia y productividad de instalaciones fotovoltaicas, sistemas de almacenamiento en batería y plantas de biometano. Greening aspira a especializarse en O&M en los seis países en los que opera, ofreciendo un servicio global de alta calidad con un enfoque centrado en el cliente. La empresa proporcionará asesoramiento técnico y seguimiento continuo para optimizar el rendimiento de los activos, identificar oportunidades de mejora y abordar la obsolescencia de equipos e instalaciones.

La nueva empresa continuará las operaciones previamente llevadas a cabo por Greening-e a través de su división de O&M, con el objetivo de optimizar la capacidad productiva mediante servicios integrales 24/7 que garanticen el mantenimiento del valor de los activos.

Para lograr estos objetivos, la nueva empresa aprovechará la experiencia previa de Greening-e en O&M y establecerá un Centro de Control centralizado. Ofrecerá una gama de servicios que incluirá operación y monitorización de plantas, mantenimiento preventivo, correctivo y predictivo, así como gestión técnica de activos.

### Empresa Estructurada en Siete Compañías

El Grupo Greening se compone de siete compañías, cada una especializada en un área de servicio específica. Esta estructura permite lograr una integración vertical en toda la cadena de valor, lo que habilita a Greening para ofrecer un servicio completo de 360°.



Elaboración GPM

### Guía de Negocio 2023 y Resultado 1S 2023

La guía para 2023 muestra un panorama generalmente positivo para Greening, con crecimiento en ventas y mejoras en el EBITDA de todas las unidades excepto en Comercialización, donde aún se espera un EBITDA total anual negativo.

Sin embargo, la recuperación del EBITDA en la segunda mitad del año para esta unidad es notable (€0,3 millones) y podría ser una señal de mejora estable. La unidad de Producto, a pesar de la disminución en EBITDA, está generando ingresos significativos y puede requerir estrategias para mejorar los márgenes. Las unidades de Soluciones y Generación muestran una rentabilidad consistente, con la primera siendo el mayor contribuidor al crecimiento del EBITDA.

#### Guía EBITDA 2023

EBITDA (€m)	1S'23	2S'23E	2023E
Soluciones	2,5	4,3	6,80
Comercialización	(0,3)	1,2	0,82
Generación	1,1	(0,3)	0,78
Producto	0,6	0,8	1,40
<b>Agregado</b>	<b>3,9</b>	<b>5,9</b>	<b>9,80</b>
Eliminaciones	-	-	0,10
<b>Consolidados</b>	<b>3,69</b>	<b>5,9</b>	<b>9,90</b>

Elaboración GPM

#### Guía Ingresos Netos 2023

Ingresos (€m)	1S'23	2S'23E	2023E
Soluciones	44,2	45,8	90,0
Comercialización	5,4	7,2	12,6
Generación	1,2	1,4	2,6
Producto	5,1	8,6	13,7
<b>Agregado</b>	<b>55,9</b>	<b>63,0</b>	<b>118,9</b>
Eliminaciones	(10,0)	(8,2)	(18,2)
<b>Consolidados</b>	<b>45,9</b>	<b>54,8</b>	<b>100,7</b>

Elaboración GPM

#### Margen Implícito 2023

Margen EBITDA (€m)	1S'23	2S'23E	2023E
Soluciones	5,7%	9,4%	7,6%
Comercialización	(0,8)%	2,5%	0,9%
Generación	2,5%	(0,7)%	0,9%
Producto	1,4%	1,7%	1,6%
<b>Agregado</b>	<b>8,7%</b>	<b>13,0%</b>	<b>10,9%</b>
Eliminaciones	-	-	0,1%
<b>Consolidados</b>	<b>8,3%</b>	<b>13,0%</b>	<b>11,0%</b>

Elaboración GPM

**Guía de Ventas:** Se anticipa que los ingresos agregados mostrarán un crecimiento continuo y robusto, aumentando de €55,9 millones a €63,0 millones en la segunda mitad, con una proyección de €118,9 millones para 2023.

**Guía de EBITDA:** También reflejará esta tendencia positiva, aumentando de €3,9 millones a €6,2 millones, con una cifra total esperada de €10,1 millones para el año.

**Margen EBITDA(implícito):** El aumento en el EBITDA agregado, junto con el crecimiento en ventas, indica que la empresa está mejorando su eficiencia y rentabilidad en general.

Los **resultados del primer semestre de 2023**, ponen de manifiesto una significativa expansión y mejora de la eficiencia operativa en Greening.

Los resultados muestran un aumento del 178% a/a en la cifra de negocio alcanzando €45,92 millones, frente a los €16,52 millones de 1S 2022. Este crecimiento está respaldado por un salto en los ingresos de generación, que aunque aún constituyen un segmento menor de la cifra total de negocio, pasaron de ser prácticamente insignificantes a €1,25 millones.

**Resultado 1S 2023**

Greening (€m)	1S23	1S22	a/a
<b>Cifra de negocio</b>	45,92	16,52	178,0%
<b>Ingresos de generación</b>	1,25	0,04	nm
<i>peso</i>	2,7%	0,2%	
<b>EBITDA</b>	3,69	0,94	292,6%
<i>margen</i>	8,0%	5,7%	
<b>- EBITDA de generación</b>	1,10	(0,31)	(454,8)%
<i>margen</i>	2,4%	-1,9%	
<b>EBIT</b>	2,51	0,90	178,9%
<i>margen</i>	5,5%	5,4%	
<b>Net Income</b>	1,37	0,70	95,7%
<i>margen</i>	3,0%	4,2%	

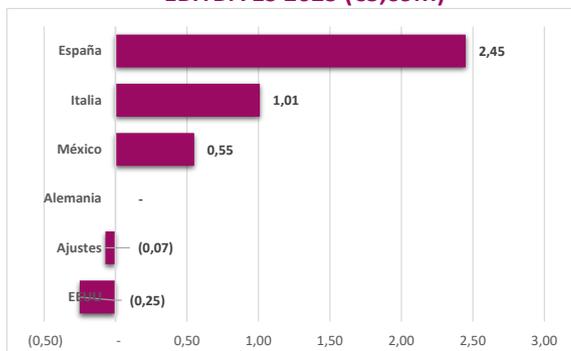
Elaboración GPM

El EBITDA también refleja un crecimiento robusto hasta €3,69 millones, que representa un aumento del 292,6%, con un mejor margen del 8%, comparado con el 5,7% del período anterior.

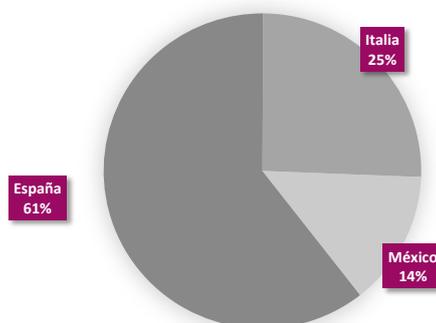
En parte, impulsado por el EBITDA de generación que en el 1S 2022 fue negativo y en 2023 es positivo al situarse en €1,10 millones con un margen del 2,4%, revelando una mejora operativa.

El EBIT sigue una tendencia similar tras un aumento del 178,9% a €2,51 millones y un margen que se mantiene casi constante, lo que indica una gestión eficaz de los gastos.

**EBITDA 1S 2023 (€3,69M)**



**(gráfico ex Alemania y EEUU)**



Elaboración GPM / El gráfico sólo incluye resultados positivos

## Comentario Financiero y Estimaciones

La capitalización de las oportunidades de crecimiento en el sector de energía y el mantener un enfoque riguroso en la eficiencia operativa. Greening no solo podrá consolidar su posición en el mercado sino también mejorar su perfil de rentabilidad en los próximos años.

### Estimación Márgenes de Negocio

Fiscal year	2022A	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	Tacc
<b>GREENING €m</b>	<i>31.dic.22</i>	<i>31.dic.23</i>	<i>31.dic.24</i>	<i>31.dic.25</i>	<i>31.dic.26</i>	<i>31.dic.27</i>	<i>'23 / 27</i>
Revenue growth	151,8%	135,1%	63,1%	34,4%	20,0%	15,0%	53,5%
Gross profit as % of sales	42,2%	42,9%	44,0%	44,0%	43,0%	43,0%	43,4%
Personnel expenses margin	20,5%	11,2%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,2%
SG&A margin	14,4%	25,0%	24,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,6%
Tax rate	27,5%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%
<b>EBITDA reconciliation</b>	<b>2022A</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>Tacc</b>
Depreciation & amortization	0,800	3,168	5,189	5,280	5,327	5,390	
Stock based compensation	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	
<b>EBITDA</b>	<b>4,000</b>	<b>10,109</b>	<b>21,988</b>	<b>30,111</b>	<b>32,415</b>	<b>36,542</b>	<b>37,89%</b>
EBTDA Margin	9,1%	9,8%	13,1%	13,3%	12,0%	11,7%	

Elaboración GPM

Nuestras proyecciones financieras reflejan una empresa en pleno crecimiento, con un fuerte aumento de los resultados y una inversión en su infraestructura operativa. A pesar del crecimiento de los ingresos, los márgenes EBITDA proyectados muestran una tendencia decreciente, en base a que en los últimos años se asiste a una fase de madurez empresarial. No obstante, estas proyecciones no tienen en cuenta el potencial impacto positivo de futuros proyectos de energía, que impulsará tanto el crecimiento de ingresos como la expansión de los márgenes.

Además, opinamos que existe margen para la mejora de la rentabilidad a través de la optimización de costes. Por ejemplo, una gestión más eficiente de los gastos generales y de personal podría resultar en una mejora sustancial de los márgenes operativos. Esta estrategia, combinada con el lanzamiento de nuevos proyectos, podría revertir la tendencia decreciente de los márgenes y contribuir a una mayor sostenibilidad financiera a largo plazo.

### Estimación Cuenta de P&G (€m)

Fiscal year	2022A	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	Tacc
<b>GREENING €m</b>	<i>31.dic.22</i>	<i>31.dic.23</i>	<i>31.dic.24</i>	<i>31.dic.25</i>	<i>31.dic.26</i>	<i>31.dic.27</i>	<i>'23 / 27</i>
Revenue	43,81	103,00	167,99	225,74	270,89	311,52	31,87%
Gross Profit	18,49	44,227	73,916	99,325	116,481	133,954	31,92%
Operating profit (EBIT)	3,20	6,941	16,799	24,831	27,089	31,152	45,55%
Pretax profit	3,14	5,362	16,027	24,335	26,976	31,563	55,76%
Net income (adj.)	2,27	3,861	11,539	17,521	19,422	22,726	55,76%
YoY growth	223,3%	69,8%	198,9%	51,8%	10,8%	17,0%	
Diluted EPS	€ 0,078	€ 0,133	€ 0,397	€ 0,602	€ 0,667	€ 0,781	55,8%

Elaboración GPM

**Aumento progresivo de los Ingresos con potencial de expansión:** La trayectoria financiera de Greening refleja un crecimiento de ingresos progresivo, partiendo de una base de €103 millones en 2023 y proyectándose hasta los €311,5 millones para 2027E, lo que implica una tasa de crecimiento anual acumulativa estimada del 31,87%. Este crecimiento estimado podría verse fortalecido por la entrada en nuevos mercados o el lanzamiento de innovaciones en el ámbito de la energía verde, lo cual está alineado con las tendencias globales hacia la sostenibilidad.

**Margen de Beneficio Bruto estable:** El margen de beneficio bruto esperamos que se mantenga relativamente estable, en torno al 41%-43% a lo largo de los años proyectados, en base a que prevemos que Greening será capaz de mantener su eficiencia en la producción y en la gestión de costes de las ventas a medida que crece.

## Comentario del Balance

La evolución de las cifras estimadas para el balance de Greening son los propios de una empresa en crecimiento y fortalecimiento financiero a lo largo del periodo proyectado. En general, nuestras cifras apuntan a una trayectoria de crecimiento saludable para Greening, con un aumento de activos y patrimonio neto y un crecimiento controlado en los pasivos.

### Balance de Situación (€m)

Fiscal year	2022A	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	
GREENING €m	31.dic.22	31.dic.23	31.dic.24	31.dic.25	31.dic.26	31.dic.27	Trend
Total current assets	25,200	42,587	56,166	73,957	93,497	117,310	— — — — —
Total assets	32,948	68,288	91,060	110,422	131,381	156,188	— — — — —
Total current liabilities	17,600	23,970	27,541	29,305	30,866	32,964	— — — — —
Total liabilities	23,800	35,490	39,060	40,825	42,386	44,484	— — — — —
Total equity	9,148	32,800	52,000	69,600	89,000	111,700	— — — — —
Balance check	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
€m	2022A	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	Trend
Net debt	13,900	17,424	8,833	(2,289)	(16,421)	(36,279)	— — — — —
Total debt	15,200	21,424	22,833	22,711	22,579	21,721	— — — — —
ST Borrowing	9,100	10,004	11,413	11,291	11,159	10,301	— — — — —
weight	60%	47%	50%	50%	49%	47%	
LT Borrowing	6,100	11,420	11,420	11,420	11,420	11,420	— — — — —
weight	40%	53%	50%	50%	51%	52,6%	

Elaboración GPM

**Evolución/Estimación del Activo:** Los activos de Greening muestran una tendencia positiva año tras año. Los activos corrientes y los activos totales prevemos que aumentarán de modo sostenido entre 2023E y 2027P, pasando los primeros de €42,59 millones a €117,3 millones en 2027 y de €68,29 millones a €156,19 millones, los Activos Totales.

Esta evolución, apunta a una gestión eficiente y recoge la expansión del negocio de Greening. El ratio de circulante, mejora desde 0,84 en 2023E hasta alcanzar un pico de 2,9x en 2027P.

**Evolución/Estimación del Pasivo:** Los pasivos de Greening evidencian un aumento controlado que a priori indica una gestión prudente del endeudamiento. Los pasivos corrientes y Totales crecen de manera moderada, los corrientes de €23,97 millones en 2023E a €32,96 millones en 2027P y de €35,49 millones a €44,48 millones los segundos, durante el mismo periodo.

El **ratio de apalancamiento** (patrimonio neto s/ Activo total), indica una mejora continua (asumimos que no se distribuyen dividendos), del 48% en 2023E al 71% en 2027P. Este mejora progresiva del ratio de apalancamiento señala que Greening estaría confiando en la financiación interna y potencialmente reduciendo su dependencia del endeudamiento externo, en los últimos años proyectados, apuntando a una mayor estabilidad financiera

## Cartera de Proyectos y de Obra en Curso

La Compañía posee una cartera diversificada de proyectos fotovoltaicos a gran escala, con un total de 5,0 GW en diferentes estados de desarrollo, frente a los 4,2 GW de principios de año. Según puede comprobarse a continuación, la mayor parte de los proyectos están en fase preliminar (34,2%) o en “Early Stage”

### Proyectos en Desarrollo/Ejecución

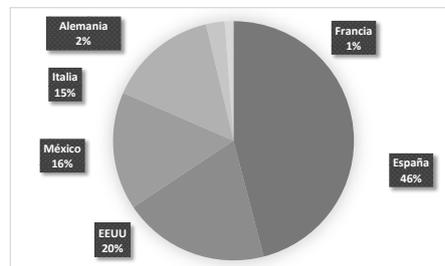
Greening (MW)	Total	Peso	Nuevo 6m'23	Peso
Fase Preliminar	1.724,8	34,2%	582,9	68,0%
Early Stage	2.873,9	57,0%	58,6	6,8%
Backlog	351,3	7,0%	157,4	18,4%
RTD+Construcción	86,4	1,7%	55,1	6,4%
COD	7,0	0,1%	3,55	0,4%
<b>Total</b>	<b>5.043,4</b>	<b>100,0%</b>	<b>857,5</b>	<b>100,0%</b>

Elaboración GPM

La cartera de proyectos de la Compañía muestra una diversificación geográfica significativa. En este sentido, España representa la mayor parte de la cartera, con un 46% de la capacidad total de proyectos del Grupo. Le siguen en importancia EEUU, con un 20%, México con un 16%, y finalmente Italia con un 15%. Estos cuatro países son donde la empresa ha desarrollado su negocio de manera más sólida y madura.

**Distribución Geográfica de la Cartera de Proyectos**

Greening (MW)	Total	Peso
<b>España</b>	2.318,0	46,0%
<b>EEUU</b>	991,0	19,7%
<b>México</b>	803,0	15,9%
<b>Italia</b>	745,0	14,8%
<b>Alemania</b>	126,0	2,5%
<b>Francia</b>	60,0	1,2%
<b>Total</b>	<b>5.043,0</b>	<b>100,0%</b>



Elaboración GPM

Adicionalmente, la Compañía ha comprometido inversiones por un valor de 75.9 millones de euros en Soluciones y EPC (Engineering, Procurement, and Construction).

Por último, la cartera de la Compañía incluye 21 proyectos de plantas de Biometano en diferentes etapas de desarrollo, con una capacidad total de 95 MW y una producción anual estimada de 767 GWh.

**Generación: Proyectos Utility Scale**

La cartera de proyectos de generación "Utility Scale" (4.825,57 MW) refleja una presencia equilibrada entre Norteamérica y Europa, enfocada en proyectos de gran escala y con una estrategia de gestión de riesgos a través de la diversificación. En el futuro, esperamos una expansión en ambas regiones (probablemente también mercados emergentes) y posiblemente, un aumento en la capacidad total a medida que se desarrollen los nuevos mercados.

**Generación: Capacidad "Utility Scale"**

MW	FASE					
	PRELIMINAR	EARLY STAGE	BACKLOG	READY TO BUILD	COD	PIPE LINE TOTAL
<b>PROBABILIDAD DE ÉXITO</b>	<30%	30-65%	65-90%	>90%		
<b>USA</b>	675 MW	197 MW	115,70 MW	987,70 MW		
<b>MEXICO</b>	435 MW	234,3 MW	60,24 MW	729,54 MW		
<b>TOTAL NORTEAMÉRICA</b>	1.110 MW	431,3MW	175,94MW	1.717,24 MW		
<b>ESPAÑA</b>	2.054,5 MW	110,74 MW	13,09 MW	0,62 MW	2.178,95 MW	
<b>ITALIA</b>	341,26 MW	374,24 MW	27,10 MW	742,60 MW		
<b>FRANCIA</b>	60 MW	60 MW				
<b>ALEMANIA</b>	126,78 MW	126,78 MW				
<b>TOTAL EUROPA</b>	<b>528,04 MW</b>	<b>2.428,74 MW</b>	<b>137,84 MW</b>	<b>13,09 MW</b>	<b>0,62 MW</b>	<b>3.108,33 MW</b>
<b>TOTAL</b>	<b>1.638,04 MW</b>	<b>2.860,04 MW</b>	<b>313,78 MW</b>	<b>13,09 MW</b>	<b>0,62 MW</b>	<b>4.825,57 MW</b>

Elaboración GPM

**Niveles de Desarrollo y Probabilidad de Éxito:** Los proyectos están repartidos en distintas fases, desde Preliminar (638 MW, <30% probabilidad de éxito) hasta Construcción (1309 MW, >90% probabilidad de éxito). Esta distribución indica una gestión de riesgo balanceada y una estrategia de inversión diversificada, manteniendo un portafolio que combina proyectos de alto riesgo y retorno potencial con otros más cercanos a la generación de ingresos.

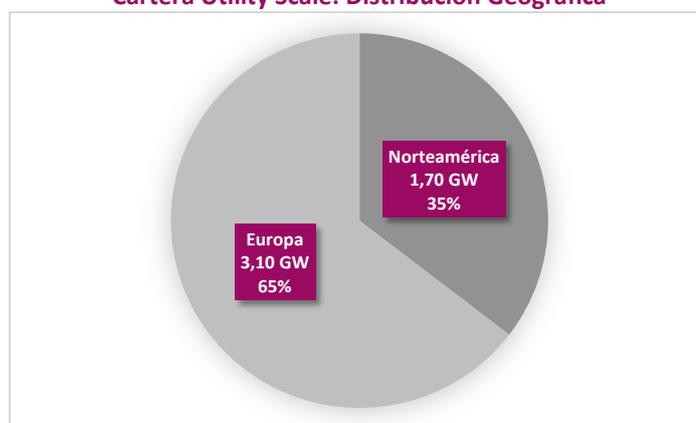
**Generación: Cartera de Proyectos Utility Scale**

ETAPA	Capacidad (MW)	Probabilidad de Éxito	Nuevo 6m'23 (MW)
Fase Preliminar	1.638,04	<30%	522,90
Early Stage	2.860,04	30-65%	58,60
Backlog	313,78	65-90%	157,40
RTB+Construcción	13,09	>90%	55,10
COD	0,62		3,55
<b>Total</b>	<b>4.825,57</b>		<b>797,55</b>

Elaboración GPM

**Capacidad Utility Scale:** La capacidad total de Utility Scale es de 4.825,57 GW. La cartera robusta y el énfasis en proyectos de gran escala reflejan un enfoque en eficiencias de escala, lo que puede redundar en menores costes y en mejora de márgenes.

**Cartera Utility Scale: Distribución Geográfica**



Elaboración GPM

**Generación: Proyectos PPA "On Site"**

La cartera "PPA On Site" refleja una estrategia diversificada y de largo alcance, con una presencia significativa en etapas tempranas y finales de desarrollo y una apuesta por la generación a gran escala. La evolución futura probablemente se centrará en la expansión geográfica, la transición de proyectos hacia etapas de desarrollo más avanzadas y un aumento en la capacidad total para satisfacer la creciente demanda de energías limpias.

**Capacidad PPA "On Site"**

MW	FASE			COD	PIPE LINE TOTAL
	PRELIMINAR	BACKLOG	READY TO BUILD		
<b>PROBABILIDAD DE ÉXITO</b>	30-65%	65-90%	>90%		
<b>USA</b>	3,20 MW	3,20 MW			
<b>MEXICO</b>	6,31 MW	7,07 MW	55,74 MW	3,07 MW	72,19 MW
<b>TOTAL NORTEAMÉRICA</b>	6,31 MW	10,27 MW	55,74 MW	3,07 MW	75,39 MW
<b>ESPAÑA</b>	17,34 MW	1,55 MW	5,82 MW	3,36 MW	28,07 MW
<b>ITALIA</b>	3,10 MW	3,10 MW			
<b>TOTAL EUROPA</b>	20,44 MW	1,55 MW	5,82 MW	3,36 MW	31,17 MW
<b>EUR / TOTAL</b>	76,4%	13,1%	9,5%	52,3%	29,3%
<b>TOTAL</b>	<b>26,75 MW</b>	<b>11,82 MW</b>	<b>61,56 MW</b>	<b>6,43 MW</b>	<b>106,55 MW</b>

Elaboración GPM

**Estructura de la Cartera de Proyectos PPA On Site:** La cartera se compone de diferentes fases, con un pipeline de 26,75 MW (30-65% probabilidad de éxito), un backlog de 11,82 MW (65-90% probabilidad de éxito), proyectos en construcción de 61,56 MW (>90% probabilidad de éxito) y COD de 6,43 MW.

Esta diversidad en etapas muestra un enfoque equilibrado en el manejo del riesgo y una estrategia de inversión variada, con una combinación de proyectos en distintas fases de madurez.

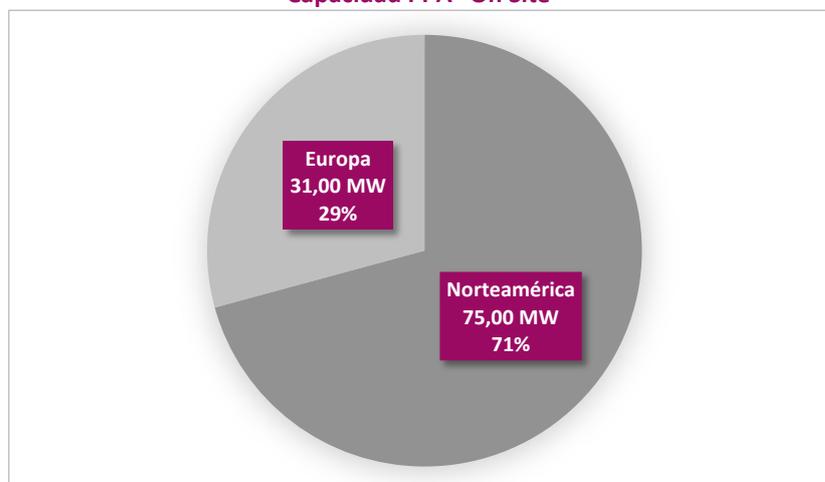
#### Capacidad PPA "On Site"

ETAPA	Capacidad (MW)	Probabilidad de Éxito	Nuevo 6m'23 (MW)
Pipeline	26,75	30-65%	(2,95)
Backlog	11,82	65-90%	0,02
Construcción	61,56	>90%	44,60
COD	6,43		2,93
<b>Total</b>	<b>106,56</b>		<b>44,60</b>

Elaboración GPM

**Distribución Geográfica de Proyectos PPA On Site:** La distribución geográfica en Norteamérica (75 MW) y Europa (31 MW) suma un total de 106,55 MW para los proyectos PPA. E

#### Capacidad PPA "On Site"



Elaboración GPM

#### Perspectivas en PPAs :

- i) *Incremento en la Escala de Proyectos:* Podría haber un aumento en el tamaño o número de proyectos para expandir la capacidad total y capturar una mayor cuota de mercado;
- ii) *Mayor Expansión Geográfica:* Es posible que se busque una mayor presencia en Norteamérica y Europa o en nuevos mercados emergentes para diversificar y expandir el alcance de la cartera;
- iii) *Diversificación en la Oferta de Proyectos:* Podría haber una tendencia hacia la diversificación en los tipos de proyectos, abarcando una gama más amplia de tecnologías de energía renovable o adaptándose a diferentes necesidades de los clientes y mercados.

#### Generación: Proyectos en Biometano

Greening enfoca este negocio en el crecimiento a largo plazo, con una significativa inversión en las primeras etapas de desarrollo y con un enfoque en el mercado europeo. La evolución futura incluye la maduración de estos proyectos, expansión geográfica y un aumento en la capacidad de biometano, reflejando la creciente importancia de las energías renovables y la transición hacia una economía más sostenible.

## Proyectos de Generación en Biometano

MW	FASE PRELIMINAR	EARLY E STAGE	BACKLOG	COD	PIPE LINE TOTAL
<b>PROBABILIDAD DE ÉXITO</b>	<30%	30-65%	65-90%		
<b>USA</b>					
<b>MEXICO</b>					
<b>TOTAL NORTEAMÉRICA</b>					
<b>ESPAÑA</b>	86,88 MW	13,92 MW	10,83 MW		111,63 MW
<b>ITALIA</b>					
<b>FRANCIA</b>					
<b>ALEMANIA</b>					
<b>TOTAL EUROPA</b>	<b>86,88 MW</b>	<b>13,92 MW</b>	<b>10,83 MW</b>		<b>111,63 MW</b>
<b>TOTAL</b>	<b>86,88 MW</b>	<b>13,92 MW</b>	<b>10,83 MW</b>		<b>111,63 MW</b>

Elaboración GPM

La cartera se compone de proyectos en diferentes fases: Fase Preliminar con 86,88 MW (<30% probabilidad de éxito), Early Stage con 13,92 MW (30-65% probabilidad de éxito), y Backlog con 10,83 MW (65-90% probabilidad de éxito).

Esta distribución indica una fuerte inversión en las etapas tempranas de desarrollo, lo que sugiere un enfoque en el crecimiento y expansión a largo plazo aunque también lleva un mayor riesgo en base a que más del 90% está en fase preliminar o Early Stage.

## Capacidad Generación Biometano

ETAPA	Capacidad (MW)	Probabilidad de Éxito	Nuevo 6m'23 (MW)
<b>Fase Preliminar</b>	86,88	<30%	86,88
<b>Early Stage</b>	13,92	30-65%	13,92
<b>Backlog</b>	10,83	65-90%	10,83
<b>RTB+Construcción</b>	-	>90%	-
<b>COD</b>	-		-
<b>Total</b>	<b>111,63</b>		<b>111,63</b>

Elaboración GPM

Distribución Geográfica: La totalidad de la capacidad de 11,163 MW está ubicada en Europa.

## Perspectivas en Biometano:

- i) *Maduración de Proyectos:* A medida que los proyectos en fase preliminar y early stage avanzan, es probable que veamos un aumento en proyectos que alcancen la fase de Backlog y eventualmente construcción y COD. Esto no solo aumentaría la capacidad de generación efectiva sino que también mejoraría la estabilidad y predictibilidad de ingresos;
- ii) *Expansión Geográfica:* Aunque actualmente la cartera está concentrada en Europa, futuras expansiones podrían incluir la diversificación geográfica hacia Norteamérica u otras regiones con políticas favorables hacia el biometano y la sostenibilidad;
- iii) *Aumento de la Capacidad:* Dada la creciente demanda de energías renovables y la necesidad de alternativas sostenibles al gas natural, podríamos esperar un aumento en la capacidad total de biometano, así como innovaciones en tecnología y eficiencia en la producción, que mejoren la productividad.

### Proyectos Pendientes de Finalizar

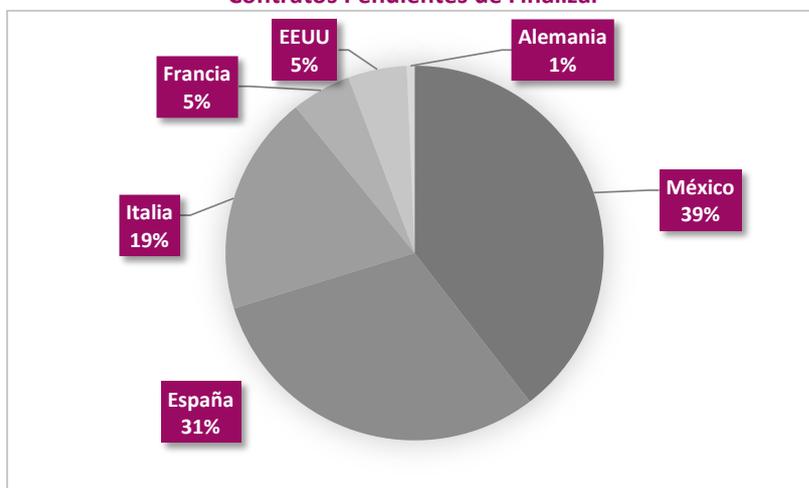
Greening posee una destacada cartera de proyectos pendientes de ejecutar, con un enfoque principal en México y España, lo que refleja su estrategia de expansión internacional. Es notable la concentración de esta cartera en estos dos países, representa el 71% del total, lo que demuestra la sólida presencia de Greening en estos mercados.

#### Valor de Contratos Pendientes de Finalizar

País	€ mn	Peso
México	40,2	39,6%
España	31,2	30,7%
Italia	19,3	19,0%
Francia	5,2	5,1%
EEUU	5,1	5,0%
Alemania	0,7	0,7%
<b>Total</b>	<b>101,6</b>	<b>100,0%</b>

Elaboración GPM

#### Contratos Pendientes de Finalizar



Elaboración GPM

El 69% del valor total de los contratos pendientes de ejecutar, que ascienden a €101,4 millones, proviene de operaciones internacionales en Norteamérica y Europa. Al analizar la distribución de la producción pendiente por países, se observa que México aporta un 40%, España un 31% e Italia un 18%, mientras que otros países como Alemania, EEUU y Marruecos contribuyen con porcentajes más bajos.

### Cartera de Clientes: Versátil y Diversificada

Greening posee una cartera diversificada que incluye empresas de renombre internacional, como Amazon y Burger King, además de otras que parecen pertenecer a sectores variados, como energía (Iberdrola, EDP), alimentación (IFFCO, Sovena), manufactura y tecnología (Persán, Attendis), servicios financieros (Cajamar), entre otros.

Este variado grupo de clientes abarca una amplia gama de industrias, lo que indica que Greening es una empresa que ofrece un servicio/producto aplicable a múltiples sectores, destacando su diversidad y versatilidad.

**Cartera de Clientes**

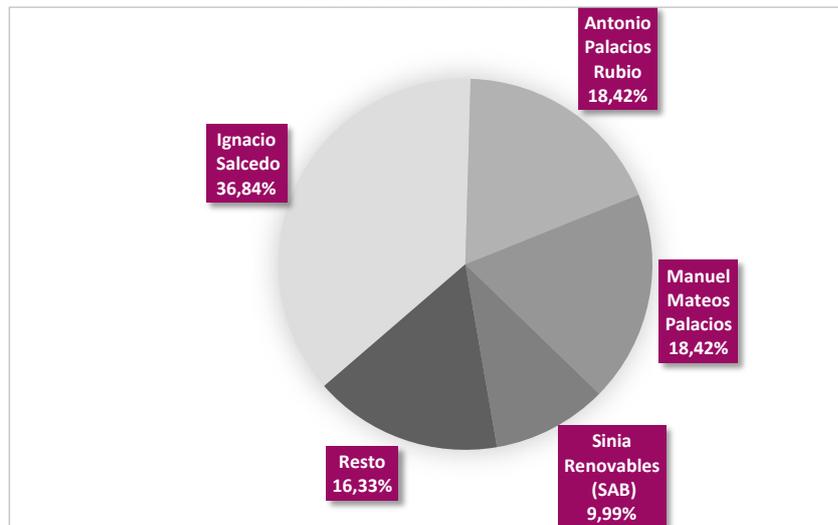


Fuente GPM

**Accionistas**

Sinia Renovables, una entidad relacionada con Banco Sabadell, ha adquirido una participación del 9,99% en el capital de Greening mediante una ampliación de capital. Este movimiento financiero refuerza la posición de Greening y su capacidad para expandir sus operaciones en el mercado de la energía renovable.

**Accionistas de Referencia**



Elaboración GPM

## Valoración de €8,10 / acción

Greening Grupo ha realizado su debut en el BME Growth el pasado 16 de abril de 2023 con un precio por acción de €4,9, con una valoración inicial de €143 millones.

Hemos valorado las acciones de Greening en **€8,10 por acción**, lo que resulta en una capitalización de mercado de **€236 millones**, en nuestro escenario base. Este valor representa un atractivo descuento del 37%. En contraste, en nuestro escenario optimista, asignamos un valor de €13,86 por acción (capitalización:€403m). Sin embargo, en un escenario pesimista, el valor que atribuimos a las acciones de Greening es de €3,92 por título (capitalización:€114m).

### Escenarios de Valoración

Escenario	PO (€)	Cotización (€)	Descuento	Potencial	Cap. (€m)
Base	<b>€ 8,10</b>	€ 5,09	(37,2)%	59,1%	<b>€ 236</b>
Optimista	<b>€ 13,86</b>	€ 5,09	(63,3)%	172,3%	<b>€ 403</b>
Pesimista	<b>€ 3,92</b>	€ 5,09	29,8%	(23,0)%	<b>€ 114</b>

Elaboración GPM

La alta dispersión en las valoraciones se justifica en parte por el fuerte crecimiento que experimentan los ingresos de Greening y el impacto de los márgenes de negocio. Esto queda evidenciado en el EBITDA del primer semestre de 2023, que muestra un incremento del 263% interanual. Aunque para el futuro anticipamos que las tasas de crecimiento se moderarán, las expectativas globales sugieren la posibilidad de una marcada variabilidad en márgenes.

## Valoración por Comparables

La valoración de mercado de Greening, basada en la mediana de empresas comparables del sector, se establece en €6,77 por acción. Este importe se constituye el punto de referencia central en nuestro análisis de valoración.

La mediana, situada en €6,77, es menor que el valor más alto observado de €9,71 y excede al valor mínimo registrado de €5,10, reflejando una variabilidad notable entre las valoraciones de empresas similares. Esta variabilidad puede atribuirse a distintos factores, incluyendo pero no limitándose a la rentabilidad y el riesgo, así como a otras características financieras y operativas propias de cada entidad dentro del conjunto analizado.

### Empresas Comparables

Empresa	EV/ Ventas LTM	EV/ EBITDA LTM	EV/ EBIT LTM	P/E LTM	EV/ 2024E	EV/EBITDA 2024E	EV/EBIT 2024E	P/E 2024E	EV/ 2025E	EV/EBITDA 2025E	EV/EBIT 2025E	P/E 2025E
Audax	0,4x	12,5x	17,4x	49,7x	0,4x	10,7x	14,9x	24,2x	0,4x	11,6x	9,2x	15,8x
Solaria	15,6x	15,7x	17,3x	19,3x	13,5x	15,1x	18,4x	19,1x	10,5x	15,0x	11,9x	16,3x
Grenergy	3,4x	32,8x	46,8x	179,5x	4,8x	13,0x	15,7x	15,7x	3,4x	13,9x	10,8x	17,4x
Soltec	1,2x	23,8x	40,5x	32,9x	0,9x	10,9x	14,8x	17,3x	0,8x	8,9x	6,9x	10,9x
Ecoener	6,4x	16,6x	15,1x	14,1x	7,3x	14,2x	24,7x	25,8x	5,1x	13,0x	8,7x	12,2x
Opdenenergy	8,0x	nm	13,1x	13,5x	7,9x	10,3x	14,1x	11,8x	7,2x	13,9x	9,2x	18,7x
Acciona ER	3,6x	8,2x	13,4x	10,7x	3,5x	9,5x	13,5x	15,7x	3,4x	13,9x	8,6x	17,6x
<b>Mediana</b>	<b>3,6x</b>	<b>16,2x</b>	<b>17,3x</b>	<b>19,3x</b>	<b>4,8x</b>	<b>10,9x</b>	<b>14,9x</b>	<b>17,3x</b>	<b>3,4x</b>	<b>13,9x</b>	<b>9,2x</b>	<b>16,3x</b>
<b>High</b>	<b>7,2x</b>	<b>22,0x</b>	<b>28,9x</b>	<b>41,3x</b>	<b>7,6x</b>	<b>13,6x</b>	<b>17,0x</b>	<b>21,6x</b>	<b>6,1x</b>	<b>13,9x</b>	<b>10,0x</b>	<b>17,5x</b>
<b>Low</b>	<b>2,3x</b>	<b>13,3x</b>	<b>14,2x</b>	<b>13,8x</b>	<b>2,2x</b>	<b>10,5x</b>	<b>14,4x</b>	<b>15,7x</b>	<b>2,1x</b>	<b>12,3x</b>	<b>8,6x</b>	<b>14,0x</b>

Elaboración GPM / fuente Bloomberg @ 9.01.24

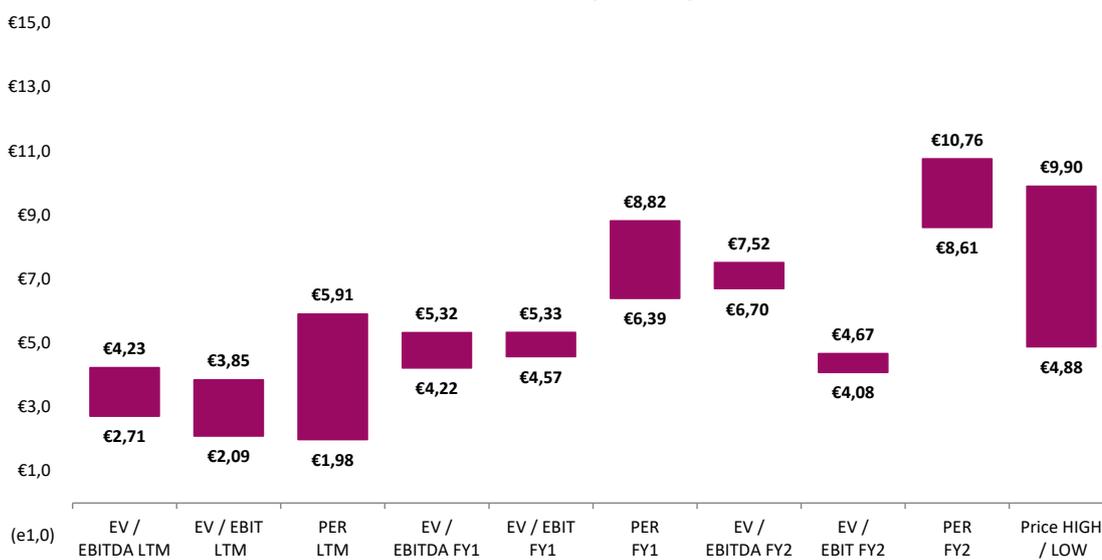
En el proceso de valoración por comparables, hemos optado por un enfoque conservador al incorporar los múltiplos basados en resultados de los últimos 12 meses, ya que estos prácticamente se sitúan por debajo del promedio proyectado para los años 2024 y 2025. Si excluyéramos los múltiplos basados en resultados de los últimos 12 meses, la mediana resultante se elevaría a €8,26 en comparación con los €6,77 aplicados en la valoración del escenario Base.

Greening: Valoración por Comparables

	LTM				Year 1 Forecast - Calendar Year				Year 2 Forecast - Calendar Year			
	EV / Revenue	EV / EBITDA	EV / EBIT	P/E	EV / Revenue	EV / EBITDA	EV / EBIT	P/E	EV / Revenue	EV / EBITDA	EV / EBIT	P/E
<b>Median</b>	3,6x	16,2x	17,3x	19,3x	4,8x	10,9x	14,9x	17,3x	3,4x	13,9x	9,2x	16,3x
<b>High</b>	7,2x	22,0x	28,9x	41,3x	7,6x	13,6x	17,0x	21,6x	6,1x	13,9x	10,0x	17,5x
<b>Low</b>	2,3x	13,3x	14,2x	13,8x	2,2x	10,5x	14,4x	15,7x	2,1x	12,3x	8,6x	14,0x
<b>Median €6,77</b>												
Valor de Empresa	369,8	163,3	120,3	137,5	806,4	229,3	250,5	386,9	777,4	412,4	226,9	556,8
Deuda neta	(22,1)	(22,1)	(22,1)	(22,1)	(22,1)	(22,1)	(22,1)	(22,1)	(22,1)	(22,1)	(22,1)	(22,1)
Valor de Mercado	391,9	185,4	142,4	159,6	828,5	251,4	272,6	409,0	799,5	434,5	249,0	578,9
Accs.circulación	57,8	57,8	57,8	57,8	57,85	57,85	57,85	57,85	57,85	57,85	57,85	57,85
<b>Valor/ acción</b>	<b>€ 6,77</b>	<b>€ 3,20</b>	<b>€ 2,46</b>	<b>€ 2,76</b>	<b>€ 14,32</b>	<b>€ 4,35</b>	<b>€ 4,71</b>	<b>€ 7,07</b>	<b>€ 13,82</b>	<b>€ 7,51</b>	<b>€ 4,30</b>	<b>€ 10,01</b>
Promedio				<b>€ 3,80</b>				<b>€ 7,61</b>				<b>€ 8,91</b>
<b>HIGH €9,71</b>												
Valor de Empresa	740,6	222,8	200,6	319,7	1.283,5	285,8	286,4	488,0	1.384,3	412,7	248,2	600,2
Deuda neta	(22,1)	(22,1)	(22,1)	(22,1)	(22,1)	(22,1)	(22,1)	(22,1)	(22,1)	(22,1)	(22,1)	(22,1)
Valor de Mercado	762,7	244,9	222,7	341,8	1.305,6	307,9	308,5	510,1	1.406,4	434,8	270,3	622,3
Accs.circulación	57,8	57,8	57,8	57,8	57,8	57,8	57,8	57,8	57,8	57,8	57,8	57,8
<b>Valor/ acción</b>	<b>€ 13,2</b>	<b>€ 4,2</b>	<b>€ 3,8</b>	<b>€ 5,9</b>	<b>€ 22,6</b>	<b>€ 5,3</b>	<b>€ 5,3</b>	<b>€ 8,8</b>	<b>€ 24,3</b>	<b>€ 7,5</b>	<b>€ 4,7</b>	<b>€ 10,8</b>
Promedio				<b>€ 6,79</b>				<b>€ 10,51</b>				<b>€ 11,81</b>
<b>LOW €5,10</b>												
Valor de Empresa	235,9	134,7	98,8	92,2	367,1	221,8	242,4	347,6	475,7	365,5	213,9	476,0
Deuda neta	(22,1)	(22,1)	(22,1)	(22,1)	(22,1)	(22,1)	(22,1)	(22,1)	(22,1)	(22,1)	(22,1)	(22,1)
Valor de Mercado	258,0	156,8	120,9	114,3	389,2	243,9	264,5	369,7	497,8	387,6	236,0	498,1
Accs.circulación	57,8	57,8	57,8	57,8	57,8	57,8	57,8	57,8	57,8	57,8	57,8	57,8
<b>Valor/ acción</b>	<b>€ 4,5</b>	<b>€ 2,7</b>	<b>€ 2,1</b>	<b>€ 2,0</b>	<b>€ 6,7</b>	<b>€ 4,2</b>	<b>€ 4,6</b>	<b>€ 6,4</b>	<b>€ 8,6</b>	<b>€ 6,7</b>	<b>€ 4,1</b>	<b>€ 8,6</b>
Promedio				<b>€ 2,81</b>				<b>€ 5,48</b>				<b>€ 7,00</b>

Elaboración GPM

Resumen de Valoración por Comparables



Elaboración GPM

### Estimación del Valor de Empresa (VE)

En la valoración por DFC de Greening, el **Valor de Empresa** se ha estimado mediante el descuento de flujos de caja, considerando tanto la tasa de crecimiento a perpetuidad “g” como el múltiplo residual EV/EBITDA.

#### Estimación del Valor de Empresa

Perpetuity approach	EURm	Exit EBITDA multiple approach	EURm
Normalized FCF in last forecast period (t)	€ 20,57	Terminal year EBITDA	€ 36,55
Normalized FCF <sup>t+1</sup>	€ 21,19	Terminal value EBITDA multiple	<b>8,0x</b>
Long term growth rate (g)	<b>3,00%</b>	Terminal value	€ 292,4
Terminal value	€ 297,27	Present value of terminal value	€ 199,1
Present value of terminal value	€ 202,48	Present value of stage 1 cash flows	€ 44,4
Present value of stage 1 cash flows	€ 44,44	<b>Enterprise value</b>	<b>€ 243,6</b>
<b>Enterprise value</b>	<b>€ 246,9</b>	Implied TV perpetual growth rate	2,56%
Implied TV exit EBITDA multiple	8,1x		

Elaboración GPM

Utilizando el enfoque del crecimiento a perpetuidad con una tasa del 3,0% (EV/EBITDA implícito de 8,1x), se presume un escenario optimista sobre la capacidad de Greening para superar consistentemente la inflación, reflejando una fuerte posición de mercado y una gestión eficiente.

En contraste, el método del múltiplo residual EV/EBITDA de 8,0x (tasa implícita de crecimiento del 2,56%), se sugiere una valoración algo más prudente. La menor tasa de crecimiento (2,56% vs 3,0%) apunta a un enfoque algo más conservador.

La alineación del EV/EBITDA implícito de 8,1x en el enfoque de perpetuidad y el múltiplo de 8,0x en el método del multiplicador residual EV/EBITDA, involucran cierta coherencia en la valoración bajo distintos escenarios.

### Estimación del Valor de Mercado (Capitalización) en €8,76

La estimación del Valor de Mercado por DFC de Greening se presenta a través de dos enfoques distintos (el método de perpetuidad y el método de la ratio residual EV/EBITDA) y un promedio de ambos.

#### Valor de Mercado (estimado)

GREENING	EURm		
	Perpetuity	EBITDA	Average
Approach			
Enterprise Value	€ 288,16	€ 251,74	€ 269,95
Net debt	€ (13,90)	€ (13,90)	€ (13,90)
Trapped cash	€ (1,00)	€ (1,00)	€ (1,00)
Market Value	<b>€ 273,26</b>	<b>€ 236,84</b>	<b>€ 255,05</b>
nº shares (adj.)	29,10	29,10	29,10
Value per share	<b>€ 9,39</b>	<b>€ 8,14</b>	<b>€ 8,76</b>
Prime/ (discount)	(45,8%)	(37,5%)	(41,9%)

Elaboración GPM

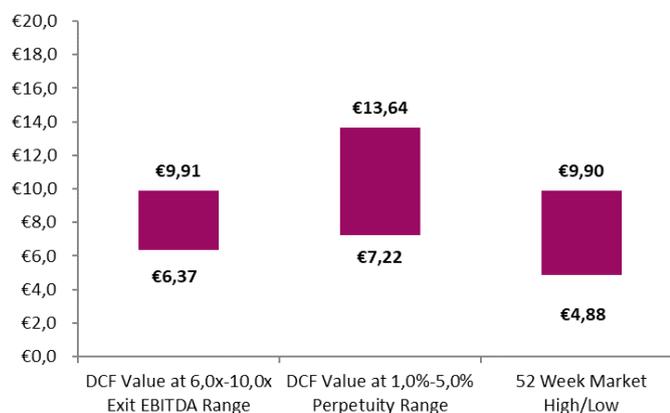
*Valoración por la Tasa de Crecimiento a Perpetuidad:* Según este método, el valor estimado por acción alcanza los €9,39, lo cual representa un descuento del 45,8% en comparación con su precio de mercado actual. Esta aproximación asume un crecimiento constante de los flujos de efectivo futuros y refleja una perspectiva conservadora respecto al valor de mercado.

*Valoración mediante el Ratio EV/EBITDA Residual:* Este enfoque arroja un valor de €8,14 por acción, evidenciando una disminución en la valoración en contraste con la obtenida por la tasa de crecimiento a perpetuidad. Con un descuento del 37,5% respecto al precio de mercado.

**Valoración Promedio:** La valoración promedio, que integra los resultados de ambas metodologías, se sitúa en €8,76 por acción, sugiriendo un término medio que contempla ambas perspectivas y señalando un descuento promedio del 41,9% frente a la cotización actual.

Además, la valoración media sugiere un potencial de apreciación del 72,2%, destacando una oportunidad de inversión basada en los valores calculados versus la cotización en el mercado.

**Resumen de Valoración**



Elaboración GPM

Estas valoraciones proporcionan una referencia útil para los inversores, aunque deben interpretarse en el contexto de las condiciones actuales del mercado y una estrategia de inversión general.

**Análisis de Sensibilidad**

Centrándonos en los parámetros de referencia, con un WACC del 9,2% y una tasa de crecimiento a perpetuidad del 3,0%, la valoración DCF nos da un valor de €9,39 por acción y un Valor de Mercado de €273,26 millones. Para el múltiplo EV/EBITDA residual de 8,0x, el valor por acción es de €8,14 y el Valor de Mercado es de €236,84 millones.

Valor / acción						Valor de Mercado					
Long term growth rate (g):						Long term growth rate (g):					
€ 9,39	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%	€ 273,26	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
<b>11,2%</b>	5,59	6,15	6,84	7,72	8,89	<b>11,2%</b>	162,8	178,9	199,0	224,7	258,8
<b>10,2%</b>	6,32	7,03	7,93	9,14	10,80	<b>10,2%</b>	183,9	204,5	230,9	265,9	314,4
<b>9,16%</b>	7,22	8,16	<b>€ 9,39</b>	11,10	13,64	<b>9,2%</b>	210,2	237,3	<b>273,26</b>	323,1	396,9
<b>8,2%</b>	8,38	9,65	11,41	14,02	18,28	<b>8,2%</b>	244,0	280,9	332,2	408,0	531,9
<b>7,2%</b>	9,93	11,74	14,42	18,79	27,22	<b>7,2%</b>	288,9	341,5	419,5	546,9	792,2

Valor / acción						Valor de Mercado					
Exit EBITDA Multiple						Exit EBITDA Multiple					
€ 8,14	6,0x	7,0x	8,0x	9,0x	10,0x	€ 236,84	6,0x	7,0x	8,0x	9,0x	10,0x
<b>11,2%</b>	5,93	6,75	7,58	8,40	9,22	<b>11,2%</b>	172,5	196,5	220,5	244,5	268,5
<b>10,2%</b>	6,14	7,00	7,85	8,71	9,56	<b>10,2%</b>	178,7	203,6	228,5	253,3	278,2
<b>9,2%</b>	6,37	7,25	<b>€ 8,14</b>	9,02	9,91	<b>9,2%</b>	185,3	211,05	<b>236,84</b>	262,6	288,4
<b>8,2%</b>	6,60	7,52	8,44	9,36	10,28	<b>8,2%</b>	192,1	218,8	245,6	272,3	299,1
<b>7,2%</b>	6,84	7,80	8,75	9,71	10,66	<b>7,2%</b>	199,2	227,0	254,7	282,5	310,2

Elaboración GPM

### Estimación del Coste del Capital

El coste de los RRPP de Greening, fijado en un 14,00%, refleja una ponderación de la beta de 1,0 (Bloomberg: 0,1), lo que implica que la volatilidad de Greening es equiparable a la del mercado general. Esta beta se ha ajustado mediante un aumento de 100pb de la prima de riesgo de mercado del 9,5% para empresas del Growth Market, elevándola hasta el 10.5%.

#### Coste del Capital

Coste del Capital (RRPP)	
Coste deuda GREENING	6,00%
Tasa impositiva	28,0%
Tasa post impuesto	4,32%
Tasa libre de riesgo ( <i>bono 10A @ 2024e</i> )	3,50%
Beta	1,000
Prima de riesgo de mercado	10,5%
<b>Coste de RRPP</b>	<b>14,00%</b>

Elaboración GPM

En relación con la ponderación del Coste del Capital (WACC), actualmente la establecemos en un 50%, a pesar de que, según los resultados de junio de 2023, representa un 91,4%. Greening posee la capacidad de endeudarse hasta los €40,1 millones y, en la actualidad, su endeudamiento supera los €20 millones. Incrementos en el endeudamiento más allá del 50% podrían traducirse en una reducción del Coste Medio Ponderado del Capital (WACC), lo cual resultaría en valores de mercado más atractivos.

#### Coste Ponderado del Capital (WACC)

Ponderación del Capital				
	€m	Peso	Override	% of total
Valor de Mercado	148,1	91,4%	50,0%	50,0%
Deuda neta	13,9	8,6%	50,0%	50,0%
<b>Coste Ponderado del Capital (WACC)</b>				<b>9,16%</b>

#### U-27 Top Solar PV Markets Prospects

Country	2023 Total	By 2027 Total	2024-2027	2024-2027 CAGR (%)
	capacity (GW)	capacity Medium Scenario (GW)	New capacity (GW)	
Germany	82,1	158,6	76,5	17,9%
Spain	35,6	82,2	46,6	23,3%
Italy	29,5	56,7	27,2	17,7%
Netherlands	22,5	42,2	19,7	17,0%
Poland	16,8	41,9	25,1	25,7%
France	18,7	38,7	20,0	19,9%
Greece	7,2	18,1	10,9	25,9%
Belgium	9,5	16,1	6,7	14,1%
Austria	5,9	15,9	10,0	28,1%
Sweden	4,1	11,8	7,7	30,2%
Romania	2,9	11,7	8,7	41,7%
Denmark	4,9	11,5	6,5	23,8%
Czech Republic	3,6	10,2	6,6	29,7%
Bulgaria	2,9	9,8	6,9	35,6%
Portugal	3,6	9,8	6,0	28,4%

Elaborated GPM/ source: EU Market Outlook for Solar Power 2023 - 2027

ANEXOS

Acuerdo con Banco Sabadell

Acuerdo con Banco Sabadell

Compromiso con el crecimiento de Grupo Greening

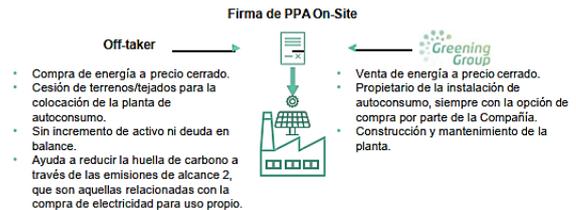


Provisión de fondos por parte de Sinia

- Sinia Renovables controla un 9,99% de Greening (pendiente de ajuste a 9,81% por integración del 30% de la comercializadora en manos de J.M. Galdón).
- Inyección de 5,5 Mn€ con la entrada en el capital.
- Deuda subordinada puente: 1,8 Mn€
- Acceso a financiación adicional otorgada por Sinia: 4,8 Mn € de los cuales se han desembolsado 715 K € para proyectos PPA

Acuerdos prescripción: facilitando la expansión

- Prescribir a clientes empresas de Banco Sabadell interesados en la instalación de plantas de autoconsumo en sus instalaciones en formato tradicional o bajo la modalidad de PPA on-site.



Elaboración GPM

Equipo Directivo

**Ignacio Salcedo**  
CEO-Fundador

- CEO de Grupo Greening. Responsable de la Dirección General de las empresas del grupo.
- Ingeniero de Caminos, Canales y Puertos por la Universidad de Granada y MBA EOI.
- Socio Fundador de Greening Energía, ha liderado su expansión desde su fundación hasta el día de hoy.

**Gian Carlo Nucci**  
CEO Internacional

- CEO Internacional del Grupo Greening. Encargado de fortalecer y ampliar las capacidades del grupo de cara a la internacionalización de la empresa.
- Licenciado en Administración de empresas y Máster en Economía por la Universidad de Anáhuac México, destaca su desarrollo en Walmart de México. También desempeñó el cargo de Presidente de Walmart Chile. Posteriormente, pasó a ser CEO de la empresa Viva Aerobus en México.

**Tobias Deissler**  
Director Greening-e

- Director de Greening-e España con 13 años de experiencia en el sector de las energías renovables. Se incorporó a Grupo Greening en el año 2019.
- Ingeniero Civil y Licenciado en Economía inició su trayectoria en Alemania, en el área de las Compras y Logística, en compañías como Berner Group o Riese & Moller.
- Anteriormente, Director de Operaciones de Assyoc Group en España y Director General de la delegación de Assyoc Asia.

**Carlos Madrid**  
Director de Concesiones

- Experiencia (+15) en puestos ejecutivos: Director de Construcción, Compras y Desarrollo de Negocio en el ámbito del Agua, Energías Industriales y Renovables.
- + 4 años en Desarrollo de Proyectos Greenfield y Brownfield, procesos de M&A, EPC, BoS, BoP y O&M.
- Ingeniero de Caminos, Canales y Puertos por la Universidad Politécnica de Madrid.

**José María Galdón**  
Director Lidera Energía

- Director General de Lidera Energía con +10 años de trayectoria en el sector de la energía.
- Ingeniero de Caminos, Canales y Puertos por la Universidad de Granada.
- Coordinador de proyectos internacionales de generación FV de +150 MW y antiguo director general de Avanzada Energía, comercializadora de energía. En 2021 se incorpora a Lidera Energía, comercializadora del Grupo Greening.

**Miguel Ángel Valenzuela**  
Director Financiero

- CFO del Grupo Greening, comenzó su trayectoria profesional en banca (Banco Santander y Caja Madrid) y después dio el salto al mundo corporativo, trabajando en compañías como Philips o Grupo Cosentino.
- Antes de incorporarse en Greening fue el Director Global de Tesorería y Financiación de Soltec Power Holding, responsable de la creación del dept. de tesorería y planificación financiera, donde también fue miembro del equipo que lideró la salida a bolsa en 2020.

**Isidro Ramirez**  
Director RRHH

- Director de RRHH de Grupo Greening.
- Licenciado en ciencias empresariales por la Universidad de Granada.
- 24 años de experiencia en RRHH, destacando 15 años de Director Corporativo de RRHH en el grupo Axesor y los otros 9 en diferentes roles del grupo Carrefour.
- En Grupo Greening aporta su experiencia en la gestión del talento, desarrollo de carreras profesionales, fomento del trabajo en equipo y reconocimiento de dotes de liderazgo

**Omar Vallecillos**  
Director Sun Support

- Director General de Sun Support y de la filial de Greening-e África, lleva ligado a la energía renovable desde el año 2012.
- Ingeniero Técnico Industrial por la Universidad Politécnica de Cataluña y Executive MBA por la Universidad Internacional de Casablanca.
- Lideró la internacionalización de Greening-e en África, como Country Manager y como Director General de la filial.

Elaboración GPM

## EUROPA: Entorno del Mercado

### Energías Renovables: Camino hacia la Autosuficiencia Energética

**Perspectiva Global:** La Unión Europea ha aumentado sus metas en cuanto a capacidad renovable y eficiencia energética, con el objetivo principal de reducir su dependencia del gas ruso. Este enfoque acelera significativamente la transformación del sector energético.

- La crisis de precios en el mercado de la energía experimentada en 2022 ha subrayado, más que nunca, la urgencia de lograr esa independencia energética.
- Durante el año 2022, se ha agregado alrededor de 41.4 gigavatios (GW) de nueva capacidad en toda Europa, lo que representa un aumento del 47% interanual.
- La presidenta de la CE se ha comprometido a llevar a cabo una reforma profunda en el mercado eléctrico. Se anticipa que esta reforma favorecerá la generación de energía a partir de fuentes renovables.

**OBJETIVOS:** En 2023, se espera que la capacidad de generación de energía solar fotovoltaica supere los 50 gigavatios (GW) en nuevas instalaciones.

- El plan RePowerEU ha elevado el objetivo de generación de energía renovable para 2030 al 45% del total, lo que significa que al menos el 45% debe provenir de fuentes renovables.
- Para alcanzar este ambicioso objetivo, se prevé que la capacidad instalada de energía solar fotovoltaica supere los 750 GW antes de 2030.
- Para lograr esta cifra de capacidad instalada en 2030, se estima que será necesario instalar más de 50 GW anuales de capacidad fotovoltaica hasta ese año.
- Debido a la crisis de precios en el mercado energético y la situación en Ucrania, se espera una fuerte aceleración con la instalación de más de 100 GW de capacidad anual hasta 2030. Esto permitirá reducir drásticamente la dependencia de las energías fósiles y lograr la independencia energética de las importaciones de gas y petróleo rusos.



**RETOS:** Para acelerar los permisos medioambientales y de construcción con las entidades gestoras, se han propuesto una serie de medidas:

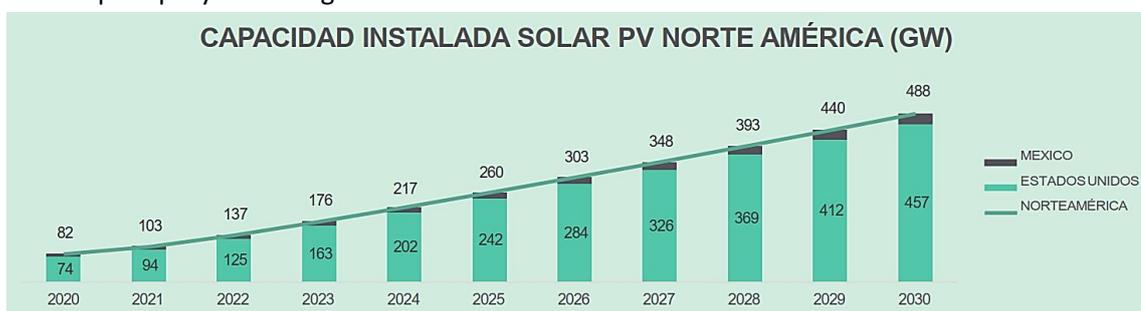
- Se han propuesto medidas de exención del requisito de Evaluación del Impacto Medioambiental (EIA) para ciertos tipos de proyectos, con el objetivo de agilizar el proceso de aprobación.
- Se busca reducir las restricciones relacionadas con la conexión a la red de distribución para proyectos de generación renovable, facilitando así su implementación y expansión.
- Se promueve la instalación de proyectos renovables en edificios comerciales y públicos. La Comisión Europea propone hacer obligatoria la instalación de sistemas renovables en los edificios de nueva construcción para fomentar esta tendencia.
- Para abordar el desafío de la capacidad logística y la dependencia de China en el sector, se está incentivando la instalación de nuevas plantas de producción de componentes en territorio europeo. Esto ayudará a reducir la dependencia de suministros extranjeros.
- La estabilidad regulatoria se considera esencial para generar confianza en los mercados y atraer inversiones en energías renovables. Por lo tanto, se enfatiza la importancia de mantener un entorno normativo estable y predecible para que los inversores aumenten su compromiso financiero en este sector.

## NORTE AMÉRICA: Entorno del Mercado

### Crecimiento Significativo de 3,5x en Capacidad

#### Perspectiva Global:

- Después de China, EEUU ocupa la posición principal en el mercado de la energía fotovoltaica.
- El año 2021 marcó un hito en EEUU, con la adición de una capacidad solar récord de 27,3 GW.
- En 2022, se promulgó la Ley de Reducción de la Inflación, que destinó un gasto histórico de USD 370.000 millones para impulsar iniciativas climáticas y energéticas.
- En México, los grandes consumidores representan más del 40% del consumo eléctrico, lo que promoverá las adiciones anuales de energía fotovoltaica gracias a instalaciones de autoconsumo de hasta 500 kW y acuerdos de compra de energía corporativos durante el período 2023-2025.
- México se destaca como uno de los países con las condiciones solares más propicias para proyectos de generación solar fotovoltaica.



Fuente Greening

**OBJETIVOS:** En los EEUU, se espera que para el año 2030, en un escenario intermedio, se alcance una capacidad solar fotovoltaica instalada de más de 40 GW. Esto equivale a adiciones anuales promedio de 40 GW de nueva capacidad. De ese total, aproximadamente 12 GW corresponderán a instalaciones de pequeño tamaño, incluyendo el segmento residencial y las PYMEs.

- Para cumplir con los compromisos del Acuerdo de París y lograr la meta de cero emisiones en los EEUU para 2050, la generación de energía a partir de fuentes renovables deberá aumentar del 21% actual al 45% en 2050.
- En México, se ha anunciado recientemente en el contexto de la cumbre climática en Egipto un compromiso de reducir las emisiones de gases contaminantes en un 35% y duplicar la generación de energía renovable para el año 2030. Además, se planea eliminar la quema de gas en las instalaciones de Pemex y añadir 30 gigavatios de capacidad renovable en los próximos ocho años.

#### RETOS:

- Se anticipa que los incentivos fiscales ITC (Crédito Fiscal) disminuyan en el año 2023 y se eliminen por completo en 2024.
- El aumento de los precios de las materias primas y las posibles amenazas de imposición de aranceles a la importación de módulos fotovoltaicos podrían tener un impacto en la instalación de nuevas plantas fotovoltaicas. Sin embargo, se ha observado una tendencia a la reducción de los costos de los módulos en los primeros meses de 2023.
- Es importante monitorear de cerca las decisiones gubernamentales relacionadas con la compensación de excedentes de energía vertida a la red (conocida como "Net Metering") por parte de los clientes. Cualquier reducción en esta compensación podría resultar en una disminución en la demanda de instalaciones para uso residencial.
- La seguridad jurídica desempeña un papel crucial en el avance de las energías renovables en México, al igual que la inversión en nuevas infraestructuras de red, ya que actualmente se enfrentan los mayores desafíos en este aspecto.

## EE.UU. Entorno de Mercado (Récord de instalaciones Fotovoltaicas)

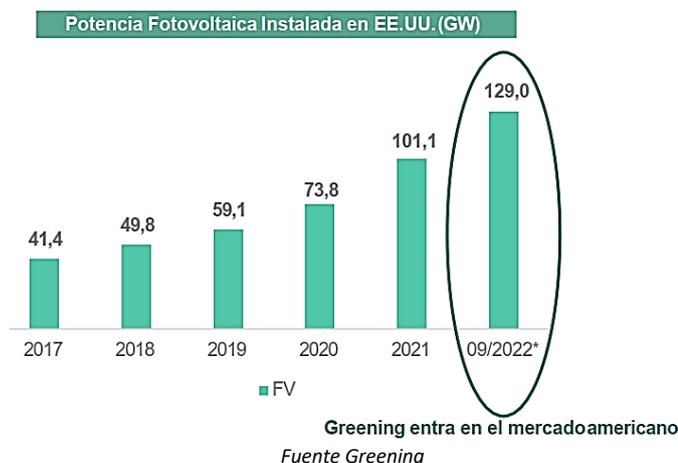
**Perspectiva Global:** El sector solar de EE. UU. ha demostrado una gran capacidad de recuperación, instalando un récord de 27,3 GW en 2021, un crecimiento interanual del 42 % desde 2020. La energía solar representó el 46 % de todas las nuevas instalaciones de energía en el país, por lo que es el tercer año consecutivo que la energía solar ocupa el primer lugar. Los servicios públicos siguen siendo el segmento principal para las instalaciones en el país con 19,7 GW instalados, frente a los 14,2 GW agregados en 2020.

**OBJETIVOS:** Se proyecta que el mercado aumente de 37.4 GW en 2023 a 41.2 GW en 2026. Los principales impulsores de este crecimiento previsto en el mercado son los siguientes:

- “Estándares de cartera de renovables” (RPSs): estas regulaciones requieren que las empresas consuman un porcentaje de electricidad proveniente de fuentes de energía renovable.
- Estímulo económico: la reducción de costos, los incentivos fiscales para la inversión en energías renovables y un excelente recurso solar han impulsado proyectos en estados como Texas, Florida y Georgia, donde la disponibilidad de terreno no es un problema. Además, los incentivos para proyectos de generación con baterías están haciendo que este tipo de instalaciones sean atractivas en otros estados.

### RETOS

- El Departamento de Comercio de EE.UU. (DOC) está considerando la imposición de tarifas antimonopolio en módulos y células fotovoltaicas de silicio cristalino procedentes de Asia.
- Dado que no existe producción nacional de obleas y células solares de silicio y la producción de módulos es inferior a 5 GW, el mercado estadounidense depende en gran medida de la producción extranjera.
- El futuro del sector solar estadounidense también está condicionado a la aprobación de la Ley Build Back Better, ya que esto determinará si se mantiene el Crédito Fiscal a la Inversión (ITC) que ha impulsado el crecimiento en los últimos años.



## Información Financiera

### Cuenta de Pérdidas y Ganancias

Fiscal year	2022A	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	Tacc
GREENING €m	31.dic.22	31.dic.23	31.dic.24	31.dic.25	31.dic.26	31.dic.27	'23 / 27
<b>Revenue</b>	<b>43,81</b>	<b>103,00</b>	<b>167,99</b>	<b>225,74</b>	<b>270,89</b>	<b>311,52</b>	<b>31,87%</b>
Cost of sales	(25,32)	(58,77)	(94,08)	(126,41)	(154,41)	(177,57)	
<b>Gross Profit</b>	<b>18,49</b>	<b>44,227</b>	<b>73,916</b>	<b>99,325</b>	<b>116,481</b>	<b>133,954</b>	<b>31,92%</b>
Personnel expense	(9,00)	(11,536)	(16,799)	(22,574)	(27,089)	(31,152)	
Selling, G&Adm. expense	(6,29)	(25,750)	(40,318)	(51,920)	(62,304)	(71,650)	
<b>Operating profit (EBIT)</b>	<b>3,20</b>	<b>6,941</b>	<b>16,799</b>	<b>24,831</b>	<b>27,089</b>	<b>31,152</b>	<b>45,55%</b>
Interest income	(0,07)	0,080	0,270	0,585	0,960	1,455	
Interest expense	(0,30)	(1,659)	(1,042)	(1,081)	(1,073)	(1,044)	
Other expense	0,30	-	-	-	-	-	
<b>Pretax profit</b>	<b>3,14</b>	<b>5,362</b>	<b>16,027</b>	<b>24,335</b>	<b>26,976</b>	<b>31,563</b>	<b>55,76%</b>
Taxes	(0,86)	(1,501)	(4,488)	(6,814)	(7,553)	(8,838)	
Minority Int. in Earnings	-	-	-	-	-	-	
<b>Net Income (GAAP)</b>	<b>2,27</b>	<b>3,861</b>	<b>11,539</b>	<b>17,521</b>	<b>19,422</b>	<b>22,726</b>	<b>55,76%</b>
Abnormal Losses (Gains)	-	-	-	-	-	-	
Tax effect on abnormal items	-	-	-	-	-	-	
<b>Net income (adj.)</b>	<b>2,27</b>	<b>3,861</b>	<b>11,539</b>	<b>17,521</b>	<b>19,422</b>	<b>22,726</b>	<b>55,76%</b>
YoY growth	223,3%	69,8%	198,9%	51,8%	10,8%	17,0%	
<b>Avg. basic shares</b>	<b>29,102</b>	<b>29,102</b>	<b>29,102</b>	<b>29,102</b>	<b>29,102</b>	<b>29,102</b>	
Impact of dilutive securities	0,00	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	
<b>Avg. dilutive shares</b>	<b>29,102</b>	<b>29,102</b>	<b>29,102</b>	<b>29,102</b>	<b>29,102</b>	<b>29,102</b>	<b>0,00%</b>
<b>Basic EPS</b>	<b>€ 0,08</b>	<b>€ 0,133</b>	<b>€ 0,397</b>	<b>€ 0,602</b>	<b>€ 0,667</b>	<b>€ 0,781</b>	
<b>Diluted EPS</b>	<b>€ 0,078</b>	<b>€ 0,133</b>	<b>€ 0,397</b>	<b>€ 0,602</b>	<b>€ 0,667</b>	<b>€ 0,781</b>	<b>55,8%</b>
<b>Growth rates &amp; margins</b>							
	<b>2022A</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<i>average</i>
<b>Revenue growth</b>	151,8%	135,1%	63,1%	34,4%	20,0%	15,0%	<b>53,5%</b>
<b>Gross profit as % of sales</b>	42,2%	42,9%	44,0%	44,0%	43,0%	43,0%	<b>43,4%</b>
<b>Personnel expenses margin</b>	20,5%	11,2%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	<b>10,2%</b>
<b>SG&amp;A margin</b>	14,4%	25,0%	24,0%	23,0%	23,0%	23,0%	<b>23,6%</b>
<b>Tax rate</b>	27,5%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	<b>28,0%</b>
<b>EBITDA reconciliation</b>							
	<b>2022A</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<i>Tacc</i>
<b>Depreciation &amp; amortization</b>	0,800	3,168	5,189	5,280	5,327	5,390	
<b>Stock based compensation</b>	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	
<b>EBITDA</b>	<b>4,000</b>	<b>10,109</b>	<b>21,988</b>	<b>30,111</b>	<b>32,415</b>	<b>36,542</b>	<b>37,89%</b>
<b>EBTDA Margin</b>	9,1%	9,8%	13,1%	13,3%	12,0%	11,7%	

Elaboración GPM

### Cuenta de Pérdidas y Ganancias

GREENING Vertical analysis	2022A	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	Average
<b>Revenue</b>	<b>100,0%</b>						
Cost of sales	(57,8%)	(57,1%)	(56,0%)	(56,0%)	(57,0%)	(57,0%)	(56,6%)
<b>Gross Profit</b>	<b>42,2%</b>	<b>42,9%</b>	<b>44,0%</b>	<b>44,0%</b>	<b>43,0%</b>	<b>43,0%</b>	<b>43,4%</b>
Personnel expense	(20,5%)	(11,2%)	(10,0%)	(10,0%)	(10,0%)	(10,0%)	(10,2%)
Selling, G&A Expense	(14,4%)	(25,0%)	(24,0%)	(23,0%)	(23,0%)	(23,0%)	(23,6%)
<b>Operating profit (EBIT)</b>	<b>7,3%</b>	<b>6,7%</b>	<b>10,0%</b>	<b>11,0%</b>	<b>10,0%</b>	<b>10,0%</b>	<b>9,5%</b>
Interest income	(0,1%)	0,1%	0,2%	0,3%	0,4%	0,5%	0,3%
Interest expense	(0,7%)	(1,6%)	(0,6%)	(0,5%)	(0,4%)	(0,3%)	(0,7%)
Other expense	0,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Pretax profit</b>	<b>7,2%</b>	<b>5,2%</b>	<b>9,5%</b>	<b>10,8%</b>	<b>10,0%</b>	<b>10,1%</b>	<b>9,1%</b>
Taxes	(2,0%)	(1,5%)	(2,7%)	(3,0%)	(2,8%)	(2,8%)	(2,6%)
Minority Int. in Earnings	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Net income</b>	<b>5,2%</b>	<b>3,7%</b>	<b>6,9%</b>	<b>7,8%</b>	<b>7,2%</b>	<b>7,3%</b>	<b>6,6%</b>
Depreciation & Amort.	1,8%	3,1%	3,1%	2,3%	2,0%	1,7%	2,4%
Stock based compensation	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBITDA</b>	<b>9,1%</b>	<b>9,8%</b>	<b>13,1%</b>	<b>13,3%</b>	<b>12,0%</b>	<b>11,7%</b>	<b>12,0%</b>

Elaboración GPM

Estimación de Balance

Fiscal year	2022A	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	Trend
GREENING €m	31.dic.22	31.dic.23	31.dic.24	31.dic.25	31.dic.26	31.dic.27	
Cash & equivalents ST	1,300	4,000	14,000	25,000	39,000	58,000	
Accounts receivable	8,100	10,300	11,759	15,802	18,962	21,806	
Inventory	3,400	5,877	7,996	10,745	13,124	15,093	
Deferred tax assets	-	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	
Other current assets	12,400	22,400	22,400	22,400	22,400	22,400	
<b>Total current assets</b>	<b>25,200</b>	<b>42,587</b>	<b>56,166</b>	<b>73,957</b>	<b>93,497</b>	<b>117,310</b>	-----■
Property, plant & equipment	6,800	9,812	11,345	12,837	14,283	15,279	
Acquired intangible assets	-	0,001	0,002	0,000	0,004	0,001	
Other assets	0,948	15,888	23,548	23,628	23,598	23,598	
<b>Total assets</b>	<b>32,948</b>	<b>68,288</b>	<b>91,060</b>	<b>110,422</b>	<b>131,381</b>	<b>156,188</b>	-----■
Accounts payable	6,400	8,816	9,408	10,113	11,580	13,317	
Accrued expenses & def rev.	2,100	5,150	6,720	7,901	8,127	9,346	
Commercial paper / revolver	9,100	10,004	11,413	11,291	11,159	10,301	
<b>Total current liabilities</b>	<b>17,600</b>	<b>23,970</b>	<b>27,541</b>	<b>29,305</b>	<b>30,866</b>	<b>32,964</b>	-----■
Long term debt	6,10	11,42	11,42	11,42	11,42	11,42	
Other non-current liabilities	0,100	0,100	0,100	0,100	0,100	0,100	
<b>Total liabilities</b>	<b>23,800</b>	<b>35,490</b>	<b>39,060</b>	<b>40,825</b>	<b>42,386</b>	<b>44,484</b>	-----■
Common stock	0,060	0,723	0,723	0,723	0,723	0,723	
Additional paid in capital	5,499	28,300	28,300	28,300	28,300	28,300	
Treasury stock	-	-	-	-	-	-	
Retained earnings	-	1,400	20,627	38,149	57,571	80,297	
Minority Interest	0,109	-	-	-	-	-	
Other comprehensive income / (	3,480	2,380	2,380	2,380	2,380	2,370	
<b>Total equity</b>	<b>9,148</b>	<b>32,800</b>	<b>52,000</b>	<b>69,600</b>	<b>89,000</b>	<b>111,700</b>	-----■
Balance check	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
<b>Ratios</b>	<b>2022A</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>Trend</b>
Net debt	13,900	17,424	8,833	(2,289)	(16,421)	(36,279)	-----■
Total debt	15,200	21,424	22,833	22,711	22,579	21,721	-----■
ST Borrowing	9,100	10,004	11,413	11,291	11,159	10,301	-----■
weight	60%	47%	50%	50%	49%	47%	-----■
LT Borrowing	6,100	11,420	11,420	11,420	11,420	11,420	-----■
weight	40%	53%	50%	50%	51%	52,6%	-----■
Asset turnover	1,96x	2,03x	2,11x	2,24x	2,24x	2,17x	
Net profit margin	5,2%	3,7%	6,9%	7,8%	7,2%	7,3%	
avg.Return on Assets (ROA)	10,19%	7,63%	14,48%	17,39%	16,06%	15,81%	
avg.Return on Equity (ROE)	24,8%	18,4%	27,2%	28,8%	24,5%	22,6%	

Elaboración GPM

Estimación de Balance

BALANCE SHEET (€m)	2022A	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	Promedio
Cash & equivalents ST & LT securi	3,9%	5,9%	15,4%	22,6%	29,7%	37,1%	22,1%
Accounts receivable	24,6%	15,1%	12,9%	14,3%	14,4%	14,0%	14,1%
Inventory	10,3%	8,6%	8,8%	9,7%	10,0%	9,7%	9,4%
Deferred tax assets	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Other current assets	37,6%	32,8%	24,6%	20,3%	17,0%	14,3%	21,8%
Property, plant & equipment	20,6%	14,4%	12,5%	11,6%	10,9%	9,8%	11,8%
Acquired intangible assets (inc. c	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Other assets	2,9%	23,3%	25,9%	21,4%	18,0%	15,1%	20,7%
<b>Total assets</b>	<b>100,0%</b>						
Accounts payable	19,4%	12,9%	10,3%	9,2%	8,8%	8,5%	9,9%
Accrued expenses & def rev.	6,4%	7,5%	7,4%	7,2%	6,2%	6,0%	6,8%
Commercial paper / revolver	27,6%	14,6%	12,5%	10,2%	8,5%	6,6%	10,5%
Long term debt	18,5%	16,7%	12,5%	10,3%	8,7%	7,3%	11,1%
Other non-current liabilities	0,3%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
<b>Total liabilities</b>	<b>72,2%</b>	<b>52,0%</b>	<b>42,9%</b>	<b>37,0%</b>	<b>32,3%</b>	<b>28,5%</b>	<b>38,5%</b>
Minority Interest	0,3%	-	-	-	-	-	-
Common stock	0,2%	1,1%	0,8%	0,7%	0,5%	0,5%	0,7%
Additional paid in capital	16,7%	41,4%	31,1%	25,6%	21,5%	18,1%	27,6%
Treasury stock	-	-	-	-	-	-	-
Retained earnings / accumulatec	-	2,1%	22,7%	34,5%	43,8%	51,4%	30,9%
Other comprehensive income / (	10,6%	3,5%	2,6%	2,2%	1,8%	1,5%	2,3%
<b>Total equity</b>	<b>27,8%</b>	<b>48,0%</b>	<b>57,1%</b>	<b>63,0%</b>	<b>67,7%</b>	<b>71,5%</b>	<b>61,5%</b>
<b>Total Liabilities &amp; Equity</b>	<b>100,0%</b>						

Elaboración GPM

Proyecciones del Cash Flow

Fiscal year	2022A	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	Trend
GREENING €m	12/31/22	12/31/23	12/31/24	12/31/25	12/31/26	12/31/27	
<b>Net income</b>	<b>2,273</b>	<b>3,861</b>	<b>11,539</b>	<b>17,521</b>	<b>19,422</b>	<b>22,726</b>	— — ■ ■ ■ ■ ■ ■
Depreciation and amortization	0,800	3,168	5,189	5,280	5,327	5,390	
Stock based compensation	-	-	-	-	-	-	
Accounts receivable	(0,800)	(2,200)	(1,459)	(4,042)	(3,160)	(2,844)	— — ■ ■ ■ ■ ■ ■
Inventory	(2,500)	(2,477)	(2,119)	(2,749)	(2,379)	(1,969)	— — ■ ■ ■ ■ ■ ■
Accounts payable	4,400	2,416	0,592	0,706	1,467	1,737	— — ■ ■ ■ ■ ■ ■
Accrued expenses & def revenue	0,800	3,050	1,570	1,181	0,226	1,219	— — ■ ■ ■ ■ ■ ■
Other current assets	(12,000)	(10,000)	-	-	-	-	
Deferred tax assets (DTAs)	(0,010)	-	-	-	-	-	
Other assets	(0,503)	-	-	-	-	-	
Other non current liabilities	0,100	-	-	-	-	-	
Non-cash (PIK) interest	-	-	-	-	-	-	
<b>Cash from operating activities</b>	<b>(7,44)</b>	<b>(2,18)</b>	<b>15,31</b>	<b>17,90</b>	<b>20,90</b>	<b>26,26</b>	— — ■ ■ ■ ■ ■ ■
Capital expenditures	(2,60)	(6,18)	(6,72)	(6,77)	(6,77)	(6,39)	— — ■ ■ ■ ■ ■ ■
Purchases of intangible assets	-	(0,00)	(0,00)	(0,00)	(0,00)	(0,00)	— — ■ ■ ■ ■ ■ ■
<b>Cash from investing activities</b>	<b>(2,60)</b>	<b>(6,18)</b>	<b>(6,72)</b>	<b>(6,77)</b>	<b>(6,77)</b>	<b>(6,39)</b>	— — ■ ■ ■ ■ ■ ■
Long term debt	(0,38)	9,00	-	-	-	-	
Common dividends	-	-	-	-	-	-	
New share issuances	0,16	0,16	-	-	-	-	
Share repurchases	-	-	-	-	-	-	
Other comprehensive income / (	-	1,00	-	-	-	(0,01)	— — ■ ■ ■ ■ ■ ■
Revolver	9,66	0,90	1,41	(0,12)	(0,13)	(0,86)	— — ■ ■ ■ ■ ■ ■
<b>Cash from financing activities</b>	<b>9,44</b>	<b>11,06</b>	<b>1,41</b>	<b>(0,12)</b>	<b>(0,13)</b>	<b>(0,87)</b>	— — ■ ■ ■ ■ ■ ■
<b>Net change in cash during period</b>	<b>(0,60)</b>	<b>2,70</b>	<b>10,00</b>	<b>11,00</b>	<b>14,00</b>	<b>19,00</b>	— — ■ ■ ■ ■ ■ ■
<b>Post Foreign exchange impact (1</b>	<b>(0,60)</b>	<b>2,30</b>	<b>8,50</b>	<b>9,35</b>	<b>11,90</b>	<b>16,15</b>	— — ■ ■ ■ ■ ■ ■

Elaboración GPM

Estimación del Free Cash Flow

Fiscal year	2022A	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Fiscal year end date	12/31/22	12/31/23	12/31/24	12/31/25	12/31/26	12/31/27
EBITDA	4,000	10,109	21,986	30,112	32,415	36,543
EBIT	3,200	6,941	16,799	24,831	27,089	31,152
tax rate	25,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%
<b>EBIAT (NOPAT)</b>	<b>2,400</b>	<b>4,998</b>	<b>12,095</b>	<b>17,879</b>	<b>19,504</b>	<b>22,429</b>
<b>Unlevered CFO</b>	<b>(7,313)</b>	<b>(1,046)</b>	<b>15,865</b>	<b>18,255</b>	<b>20,983</b>	<b>25,963</b>
<b>Unlevered FCF</b>	<b>(9,913)</b>	<b>(7,227)</b>	<b>9,144</b>	<b>11,482</b>	<b>14,210</b>	<b>19,576</b>
% growth			(226,5%)	25,6%	23,8%	37,8%
Discount factor		3%	97%	197%	297%	397%
Present value of Unlevered FCF	<b>(9,913)</b>	<b>(7,208)</b>	<b>8,430</b>	<b>9,735</b>	<b>11,082</b>	<b>14,042</b>

Elaboración GPM

**Ratios Financieros**

<b>Profitability</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>Promedio</b>
Return on Assets (avg.)	10,2%	7,6%	14,5%	17,4%	16,1%	15,8%	14,3%
Return on Capital (avg.)	3,5%	4,2%	10,4%	16,4%	19,5%	25,6%	15,2%
Return on Equity (avg.)	24,8%	18,4%	27,2%	28,8%	24,5%	22,6%	24,3%
Return NAV (avg.)							
<b>Margin Analysis</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>Promedio</b>
Gross Margin	42,2%	42,9%	44,0%	44,0%	43,0%	43,0%	43,4%
Personnel / SG&A Margin	34,9%	36,2%	34,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,8%
EBITDA Margin	9,1%	9,8%	13,1%	13,3%	12,0%	11,7%	12,0%
EBIT Margin	7,3%	6,7%	10,0%	11,0%	10,0%	10,0%	9,5%
Earnings from Cont. Ops Margin	5,2%	3,7%	6,9%	7,8%	7,2%	7,3%	6,6%
Net Income Margin	5,2%	3,7%	6,9%	7,8%	7,2%	7,3%	6,6%
Normalized Net Income Margin	5,2%	3,7%	6,9%	7,8%	7,2%	7,3%	6,6%
Free Cash Flow Margin	(22,6%)	(7,0%)	5,4%	5,1%	5,2%	6,3%	3,0%
<b>Asset Turnover</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>Promedio</b>
Total Asset Turnover	2,0x	2,0x	2,1x	2,2x	2,2x	2,2x	2,2x
Fixed Asset Turnover	10,4x	12,4x	15,9x	18,7x	20,0x	21,1x	17,6x
Accounts Receivable Turnover	5,7x	11,2x	15,2x	16,4x	15,6x	15,3x	14,7x
Inventory Turnover	11,8x	12,7x	13,6x	13,5x	12,9x	12,6x	13,0x
Payables turnover	6,6x	8,1x	10,6x	13,2x	14,5x	14,4x	12,1x
<b>Short Term Liquidity</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>Promedio</b>
Cash ratio	0,10x	0,19x	0,54x	0,88x	1,30x	1,82x	0,95x
Quick Ratio	0,53x	0,60x	0,94x	1,39x	1,88x	2,42x	1,44x
Current Ratio	0,73x	0,84x	1,23x	1,76x	2,30x	2,88x	1,80x
CFO/ Current Liab. (Avg)	(0,85x)	(0,18x)	1,11x	1,22x	1,35x	1,59x	1,02x
<b>Solvency</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>Promedio</b>
Total Debt / EBITDA	3,80x	2,12x	1,04x	0,75x	0,70x	0,59x	1,04x
Net Debt / EBITDA	3,48x	1,72x	0,40x	(0,08)x	(0,51)x	(0,99)x	0,11x
ST Debt / EBITDA	2,28x	0,99x	0,52x	0,37x	0,34x	0,28x	0,50x
LT Debt / EBITDA	1,53x	1,13x	0,52x	0,38x	0,35x	0,31x	0,54x
Total Debt / EBIT	4,75x	3,09x	1,36x	0,91x	0,83x	0,70x	1,38x
Net Debt / EBIT	4,34x	2,51x	0,53x	(0,09)x	(0,61)x	(1,16)x	0,23x
EBITDA / Int.expense	13,2x	6,1x	21,1x	27,9x	30,2x	35,0x	24,1x
(EBITDA-CAPEX) / Int.expense	4,6x	2,4x	14,7x	21,6x	23,9x	28,9x	18,3x
EBIT/ Interest Expense (CF)	10,6x	4,2x	16,1x	23,0x	25,2x	29,9x	19,7x
(EBIT-CAPEX) / Interest Exp. (CF)	2,0x	0,5x	9,7x	16,7x	18,9x	23,7x	13,9x
Common Equity / Tot Assets	27,8%	48,0%	57,1%	63,0%	67,7%	71,5%	61,5%
LT Debt / Equity	66,7%	34,8%	22,0%	16,4%	12,8%	10,2%	19,2%
LT Debt / Capital	42,4%	40,2%	28,6%	19,9%	14,8%	11,5%	23,0%
LT Debt / Assets	18,5%	16,7%	12,5%	10,3%	8,7%	7,3%	11,1%
Total Debt / Equity	166,2%	65,3%	43,9%	32,6%	25,4%	19,4%	37,3%
Total Debt / Capital	105,6%	75,4%	57,1%	39,5%	29,4%	21,8%	44,6%
Total Debt / Assets	46,1%	31,4%	25,1%	20,6%	17,2%	13,9%	21,6%
Net Debt / Equity	151,9%	53,1%	17,0%	(3,3)%	(18,5)%	(32,5)%	3,2%
Net Debt / Capital	96,5%	61,3%	22,1%	(4,0)%	(21,3)%	(36,4)%	4,3%
Net Debt / Assets	42,2%	25,5%	9,7%	(2,1)%	(12,5)%	(23,2)%	(0,5)%

Elaboración GPM

## DISCLAIMER

Gestión de Patrimonios Mobiliarios S.V. S.A. (GPM) es una entidad supervisada por la CNMV y adherida al Fondo de Garantía de Inversiones (Fogain). Toda la información incluida en este informe ha sido recopilada y elaborada de buena fe a partir de fuentes que consideramos fiables. No obstante, GPM no ofrece ninguna manifestación ni garantía con relación a la integridad, veracidad o exactitud de dicha información, y por tanto, no asume ninguna responsabilidad al respecto.

GPM emite tres recomendaciones: comprar, vender y mantener. La recomendación de COMPRA se realiza para aquellas compañías en las que se espera una evolución un 10% o superior a la del mercado en el plazo de un año (según las referencias del Ibex 35 y el Índice General de la Bolsa de Madrid para valores españoles). Por otro lado, la recomendación de VENTA se emite para aquellas compañías en las que se espera una evolución un -10% o inferior a la del mercado en el mismo plazo. Finalmente, la recomendación de MANTENER se emite para aquellas compañías en las que se espera una evolución similar a la del mercado, con una horquilla de +/- 10%. Las valoraciones proporcionan una referencia útil para los inversores, aunque deben interpretarse en el contexto de las condiciones actuales del mercado y la estrategia de inversión general.

Este informe ha sido elaborado por GPM con la finalidad de proporcionar información general a la fecha de emisión del documento. El contenido del informe está sujeto a cambios sin previo aviso, y GPM no asume compromiso alguno de comunicar dichas modificaciones o actualizar el contenido del presente documento. Este informe no contiene recomendaciones personalizadas ni implica asesoramiento en materia de inversión, ya que se ha elaborado con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. Tanto el presente documento como su contenido no constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos, ni de realización o cancelación de inversiones.

Los inversores deben tomar sus propias decisiones de inversión en función de sus objetivos específicos de rentabilidad y riesgo. Se debe tener en cuenta que la recomendación proporcionada en este informe podría no ser adecuada para todos los inversores y aquellos que tengan acceso a este documento deben ser conscientes de que los valores, instrumentos o inversiones mencionados en el mismo podrían no ser convenientes para sus objetivos de inversión específicos, su posición financiera o su perfil de riesgo. Además, el inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o resultados históricos de las inversiones no garantiza la evolución o resultados futuros. En consecuencia, GPM no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Los valores e instrumentos financieros están sujetos a fluctuaciones de precios y resultados de inversión, que pueden ser adversos y resultar en la pérdida de la inversión inicial del inversor. La inversión en futuros, opciones y valores de alta rentabilidad conlleva riesgos significativos y puede no ser adecuada para todos los inversores. En ciertos casos, las pérdidas pueden superar el capital invertido y, por lo tanto, los inversores pueden necesitar realizar aportaciones adicionales para cubrir tales pérdidas. Antes de realizar cualquier transacción en estos instrumentos, los inversores deben comprender su funcionamiento, derechos, obligaciones y riesgos, así como los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir un mercado secundario para dichos instrumentos. A la fecha de publicación de este informe, GPM no mantiene una posición larga o corta neta que exceda el 0,5% del capital del emisor al que se refiere este informe.

GPM cuenta con procedimientos y medidas de control establecidos en su Reglamento Interno de Conducta para prevenir y evitar conflictos de interés en sus operaciones. La política de conflictos de interés se encuentra disponible en nuestra web corporativa ([www.gpmbroker.com](http://www.gpmbroker.com)) y en nuestras oficinas.

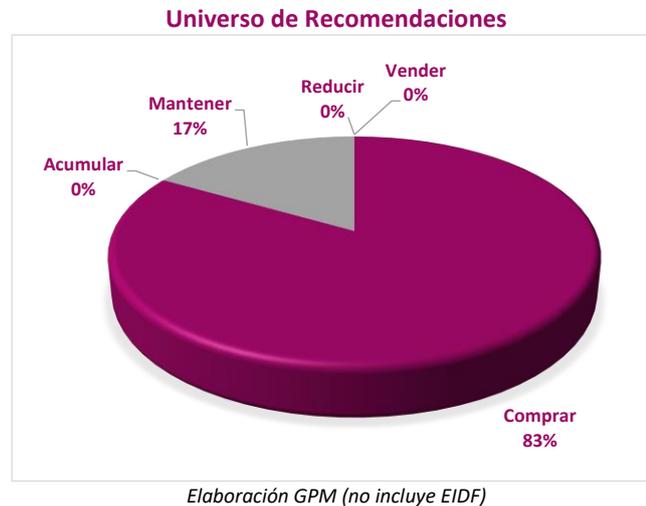
Entre estas medidas, se encuentra la prohibición para los analistas y cualquier otra persona involucrada en la elaboración del informe de operar en el valor analizado o en instrumentos relacionados, si tienen conocimiento de información no pública o no revelada a los clientes sobre las fechas de difusión o contenido probable del informe. Asimismo, el analista responsable del informe no puede realizar operaciones personales en contra de la recomendación vigente. La remuneración del personal encargado de elaborar los informes no está vinculada, ni directa ni indirectamente, a las recomendaciones u opiniones expresadas en los mismos. La remuneración del personal encargado de elaborar estos informes no se encuentra ligada, ni de forma directa ni indirecta, a las recomendaciones u opiniones que se expresen en ellos.

Fecha de distribución: 12 de enero de 2024 @ 11:30 p. m.

Fecha de elaboración 11 de enero de 2024 @ 18:30 p. m

Recomendaciones de GPM en los doce últimos meses [pinche aquí](#)

**Resumen Universo de Recomendaciones de GPM:**



**Con fecha de este informe, Gestión de Patrimonios Mobiliarios S.V., S.A.,**

- Actúa como asesor registrado, agente o proveedor de liquidez para las siguientes empresas: **ELEKTRA; AMÉRICA MÓVIL; TV AZTECA.**
- No ha participado como director o codirector en operaciones corporativas en los últimos 12 meses.
- Tiene un contrato de liquidez: **PRIM; EIDF; ATRYS; MONDO TV; IFFE FUTURA. NEINOR.**

**DISCLAIMER (ENGLISH)**

Gestión de Patrimonios Mobiliarios S.V. S.A. (GPM) is a company supervised by the CNMV (Spanish Stock Exchanges regulator) and a member of the Investment Guarantee Fund (Fogain). All the information included in this document has been compiled and prepared in good faith and from sources that we consider trustworthy, but GPM does not make any statement or give any assurance as to the integrity, veracity, and / or accuracy of these sources, not being responsible, therefore, for them.

GPM 's recommendations are BUY, SELL and HOLD. The recommendation to BUY is issued for those companies in which GPM expects a better performance to that of the market by 10% or more, within a year (reference indexes: Ibex35 and General Index of the Madrid Stock Exchange for Spanish), while that of SELL recommendations are issued for companies in which it is expected a worse performance than the market by -10% or more, in the term of one year. The HOLD recommendation is issued for those companies in which a similar performance to the general Spanish market is expected in a range of +/- 10%. Valuations provide a useful benchmark for investors, although they should be interpreted in the context of current market conditions and overall investment strategy.

This report has been prepared by GPM for the purpose of providing general information as of the date of issuance of the report, and the information is subject to change without notice. GPM makes no commitment to communicate such modifications or to update the content of this document. In no case does this document contain personalized recommendations nor does it imply investment advice, since it has been prepared regardless of the circumstances and financial objectives of the individuals who receive it. Neither this document nor its contents constitute a recommendation, invitation, or solicitation to purchase or subscribe securities or other instruments or for the implementation or cancellation of investments.

Investors should make their own investment decisions, based on their specific profitability and risk goals. The recommendation of this report might not be of interest to all investors: investors with access to this report should be aware that the securities, instruments, or investments mentioned in it may not be suitable for their specific investment goals, their financial position, or their risk profile. The investor must bear in mind that the past performance of the securities or instruments or historical results of the investments does not guarantee the future performance or results. GPM assumes no responsibility for any direct or indirect loss that may result from the use of this document or its contents.

The price of securities and instruments and the performance of investments can fluctuate against the interest of the investor and even entail the loss of the initial investment. Trades in futures, options and high-return securities or other financial instruments can involve large risks and are not suitable for all investors. In fact, in certain investments, the losses may be higher than the initial investment, being in these cases necessary to make additional principal contributions to cover all these losses. Therefore, prior to making transactions in these financial instruments, investors should be aware of their procedure, the rights, obligations and risks they incorporate, as well as the underlying securities. There may be no secondary market for such instruments. As of the date of publication of this report, GPM does not hold a long position exceeding 0.5% of the capital of the issuer to which this report refers.

GPM has procedures and control measures established in its Internal Rules of Conduct to prevent and avoid conflicts of interest in its operations. The conflict-of-interests policy can be consulted on the GPM corporate website ([www.gpmbroker.com](http://www.gpmbroker.com)) and in our offices. These measures include the prohibition of trading for the analyst or subject persons who have collaborated in the preparation of the report, or in related instruments, if they are aware of the dates of dissemination or the probable content of the report and the data has not been made public or have not been disclosed to customers. Similarly, the analyst who authored this report must not trade personally against the recommendation given here. Unless other thing indicated, the compensation of the staff who have prepared this report is not linked, either directly or indirectly, to the recommendations or opinions expressed therein.

***Gestión de Patrimonios Mobiliarios S.V. S.A. es una entidad independiente fundada en 1987 especializada en intermediación y gestión de activos financieros.***

*GPM es miembro de la Bolsa de Madrid, Bolsa de Barcelona, MAB y Latibex, legalmente autorizada para operar en los mercados bursátiles por la Comisión Nacional del Mercado de Valores con el número de registro 105.*

*GPM cuenta con cualificados profesionales que le ofrecerán un amplio rango de soluciones de inversión, tanto si es cliente particular como corporativo. Para ello, ponemos a su disposición nuestra larga experiencia en mercados financieros mundiales y nuestra atención personalizada con la que conoceremos las necesidades de inversión de cada uno de nuestros clientes. GPM tiene su sede central en Madrid y oficina en Barcelona, donde estaremos encantados de recibirle para darle una atención personalizada. Además, mantiene representantes legalmente autorizados en las principales ciudades españolas.*

*GPM ofrece a sus clientes multitud de servicios financieros para cubrir todas sus necesidades, contamos con el mejor equipo de especialistas en cada departamento con el que garantizar la calidad e independencia de nuestros servicio.*

***Gestión de Patrimonios Mobiliarios S.V. S.A. - GPM - is an independent company founded in 1987, specialized in brokerage and asset management in the financial markets.***

*GPM is a member of the Madrid Stock Exchange, Barcelona Stock Exchange, MAB, and Latibex. It is legally authorized to operate in the stock markets by the Comisión Nacional del Mercado de Valores – CNMV (National Securities Market Commission) with registration number 105.*

*GPM has a team of qualified professionals who offer a wide range of investment solutions, whether you are an individual or a corporate client. With our extensive experience in global financial markets and personalized attention, we aim to understand the investment needs of each of our clients. GPM is headquartered in Madrid and has an office in Barcelona, where we are pleased to provide personalized service. Additionally, we have legally authorized representatives in major Spanish cities.*

*GPM offers a variety of financial services to meet all your needs and boasts the best team of specialists in each department to ensure the quality and independence of our services.*

Tel.: +34 913 191 684

info@gpmbroker.com

Calle de Montesa 38 (Pasaje Martí;) Local 1;

28006 Madrid

