

Greening 2S23: cumple previsiones apoyada en el negocio internacional

Jueves, 18 de abril de 2024, 7:45h

Eduardo Imedio Cano – Equity research analyst

Greening ha publicado los resultados correspondientes al ejercicio 2023, cumpliendo con el guidance dado en la salida a bolsa y mostrando una positiva evolución de todas las divisiones del Grupo. En un contexto de precios de la electricidad deprimidos en España, los cuales están sembrando dudas acerca de la rentabilidad de los nuevos proyectos fotovoltaicos, destacamos el esfuerzo de la compañía por **aumentar el peso del negocio en mercados donde las dinámicas de mercado son estructuralmente favorables** (escasa penetración renovable en la generación eléctrica, pirámides de población estables, o crecimiento de la demanda eléctrica). **El peso del negocio internacional aumenta del 54% al 76%**, impulsada por la elevada demanda de los mercados americanos (México y EE.UU.) y europeos (Alemania e Italia).

A pesar del **excelente comportamiento de la cotización** (especialmente vs el débil desempeño del sector) desde que publicamos nuestro **informe de inicio de cobertura** el pasado mes de enero ([ver Greening: la estrella de los tejados](#)), creemos que la tesis de inversión continúa siendo válida. Reiteramos nuestra recomendación de **SOBREPONDERAR** con **P.O 7,64 eur/acc**. La compañía ofrecerá una **conferencia de resultados** el próximo **miércoles 24 a las 10:00h**.

Principales cifras:

	Sobreponderar			
(mln de euros)	2022	2023	Var %	R4 2023e
Ingresos consolidados	43,8	100,6	129,6%	101,6
Soluciones	39,8	94,6	137,6%	96,0
Generación	2,6	9,3	258,5%	1,0
Comercializadora	8,7	14,1	62,4%	14,7
Producto	7,5	15,3	104,6%	12,1
Ajustes intragrupo	-14,7	-32,8	n.a.	-22,2
EBITDA consolidado	3,3	10,2	209,1%	9,6
Margen EBITDA	7,5%	10,1%	2,6 pp	9,4%
Soluciones	2,7	6,7	149,5%	6,8
Generación	-0,6	1,2	n.a.	0,7
Comercializadora	0,3	0,7	114,8%	0,2
Producto	0,5	1,6	258,1%	2,9
Ajustes intragrupo	0,4	0,0	n.a.	-1,0
Beneficio neto	2,3	3,4	45,7%	5,7
Margen Neto	5,3%	3,3%	-1,9 pp	5,6%
Deuda Financiera Neta	14,5	26,3	81,2%	15,6
DFN/EBITDA (x)	4,4x	2,6x	n.a.	1,6x
Cartera de pedidos - Soluciones (Meur)	68	235	245,6%	n.a.

Destacamos:

- ▶ **La cifra de ingresos total crece un 130% vs 2022**, registrando fuertes crecimientos en todas las líneas de negocio del grupo. **La división de Soluciones** continúa siendo la principal división generadora de ingresos y EBITDA del Grupo. En este sentido, la cartera de pedidos (backlog) aumenta hasta los 235 mln eur vs 68,2 mln eur en 2022. **El ratio book to bill se sitúa en 2,48x, lo que anticipa otro fuerte año de crecimiento** para esta división. Las cifras de Generación se sitúan por encima de nuestras estimaciones gracias a las operaciones de M&A ejecutadas por el grupo (venta de 10 MW a EiDF) y a la mayor capacidad instalada.
- ▶ **La cartera de proyectos propios en fases maduras alcanza los 174 MW (+134 MW vs 2022)**. La cartera total asciende a 6,9 GW. En este sentido, recordamos que el objetivo de Greening es alcanzar 500 MW en operación y construcción en 2025.
- ▶ **El beneficio neto se sitúa por debajo de nuestras estimaciones**, debido a provisiones no esperadas (-1,8 mln eur vs 0,0 mln eur R4e), mayores gastos financieros (-1,9 mln eur vs -1,4 mln eur R4e) e impuestos (-2,3 vs -1,9 mln eur).
- ▶ **La Deuda Financiera Neta se sitúa por encima de nuestras estimaciones**, fruto de operaciones de M&A (adquisición de 4 proyectos PV de 45 MW en RtB) y mayores inversiones que aceleran la construcción de la cartera de proyectos. **El ratio DFN/EBITDA se sitúa en 2,6x (1,7x R4e)**, manteniendo un nivel de apalancamiento controlado, con margen para afrontar el plan de inversiones del Grupo.
- ▶ **Guidance.** La compañía reitera las previsiones dadas en la salida a bolsa:
 - **2024:** cifra de negocios consolidada de 164 mln eur y 21 mln eur de EBITDA (12,7% Mg. EBITDA).
 - **2025:** cifra de negocios consolidada de 226 mln eur y 30 mln eur de EBITDA (13,3% Mg. EBITDA).

En este sentido, recordamos que nuestra valoración está basada en unas hipótesis ligeramente más conservadoras (**2024: 165 mln eur y 19 mln eur y 2025: 220 y 29 mln eur**), asumiendo márgenes planos en la división de Soluciones (7,0% Mg. EBITDA) y considerando que el objetivo de 500 MW instalados se alcanza con 12 meses de retraso.

- ▶ **Conclusión. Destacamos el cumplimiento de las guías y el aumento del negocio internacional.** La fuerte generación renovable en España está permitiendo desplazar a las fuentes de generación fósiles fuera del mix energético, logrando situar el precio de la electricidad en valores históricamente bajos. Esta situación de mercado se refleja en un **menor interés en firmar nuevos PPAs** (ya sea de autoconsumo como de utility-scale), añadiendo incertidumbre sobre la rentabilidad de la nueva capacidad a instalar. En este contexto, debemos destacar los **esfuerzos de la compañía para convertirse en un actor relevante en mercados donde las dinámicas de mercado son estructuralmente favorables** (escasa penetración renovable en la generación eléctrica, pirámides de población estables, o crecimiento de la demanda eléctrica). En este sentido, debemos destacar el aumento del peso del **negocio internacional del**

54% al 76%, impulsada por la elevada demanda de los mercados americanos (México y EE.UU.) y europeos (Alemania e Italia).

- ▶ A pesar del **excelente comportamiento de la cotización** (especialmente vs el débil desempeño del sector) desde que publicamos nuestro **informe de inicio de cobertura** el pasado mes de enero ([ver Greening: la estrella de los tejados](#)), creemos que la tesis de inversión continúa siendo válida. Reiteramos nuestra recomendación de **SOBREPONDERAR** con **P.O 7,64 eur/acc**. La compañía ofrecerá una **conferencia de resultados el próximo miércoles 24 a las 10:00h**.

► DISCLAIMER

1. Información objetiva

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

2. Certificación de analistas

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

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

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

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

3. Información importante

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

El contenido del presente documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por el departamento de Análisis de Renta 4 Banco con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y está sujeto a cambios sin previo aviso.

Este documento está basado en informaciones de carácter público y en fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por ninguna de las personas del Grupo por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

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

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores.

De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas.

Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes de los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

Los empleados del Grupo pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opciones contrarias a las expresadas en el presente documento.

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

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

- ✓ No aplicable: El analista que firma el presente informe de análisis mantiene posiciones en la compañía analizada.

- ✓ Las entidades del Grupo cuentan con barreras de información, conforme a la normativa vigente.
- ✓ El Grupo dispone de medidas organizativas y técnicas para evitar y gestionar los conflictos de intereses. Entre otras, cuenta con un Reglamento Interno de Conducta <https://www.r4.com/normativa>, así como con una Política de Conflictos de Interés https://www.r4.com/download/pdf/mifid/mifid_conflictos.pdf, ambos de obligado cumplimiento para todos los empleados. En estos documentos se recogen, entre otros, los procedimientos de control aplicables al departamento de Análisis (normas para evitar el uso de información privilegiada, la independencia en la elaboración de los informes o el régimen de incentivos, de operaciones personales o de remuneraciones).
- ✓ Aplicable: las entidades del Grupo poseen una posición larga o corta neta que sobrepase el umbral del 0,5 % del capital social total emitido por el emisor: Making Science
- ✓ No aplicable: el emisor posee participaciones que sobrepasan el 5 % de su capital social total emitido.
- ✓ No aplicable: cualquiera de las entidades del Grupo es parte en un acuerdo con el emisor relativo a la elaboración de la recomendación.
- ✓ No aplicable: cualquiera de las entidades del Grupo ha sido gestor principal o adjunto durante los doce meses anteriores a cualquier oferta de instrumentos financieros del emisor comunicada públicamente.
- ✓ El sistema retributivo del autor/es del presente informe no está basado en el resultado de ninguna transacción específica de banca de inversiones.
- ✓ Renta 4 Banco tiene contratos de liquidez con atSistemas (asesor registrado), Clínica Baviera, Grupo Ecoener, Castellana Properties (asesor registrado), Izertis (asesor registrado), Llorente y Cuenca (asesor registrado), Millenium Hotels (asesor registrado), Making Science (asesor registrado), Revenga Smart Solutions, Unicaja e Inversa Prime Socimi (asesor registrado). Asimismo, tiene contrato como asesor registrado con Gigas y de análisis esponsorizado con Amper, Azkoyen, Clerhp Estructuras, DIA, General Alquiler de Maquinaria, Greening, Inmobiliaria del Sur, Nextil, Revenga Smart Solutions y Tubos Reunidos, servicios por los que cobra honorarios.
- ✓ Don Juan Carlos Ureta, Presidente Ejecutivo de Renta 4 Banco S.A., es miembro del Consejo de Administración de GRUPO ECOENER S.A. y de IZERTIS S.A.

5. Sistemas de recomendaciones

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

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

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

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

En el siguiente enlace (<https://www.r4.com/digital/re analisis/empresas.html>) podrá consultar, a fecha actual, de las recomendaciones elaboradas por el Departamento de Análisis de Renta 4 Banco para el universo de compañías en cobertura: (i) la cotización del último informe; (ii) el precio objetivo; (iii) el tipo de recomendación; (iv) la fecha y hora del último informe; (v) el analista; (vi) la validez del precio objetivo y (vi) el porcentaje de las categorías de recomendación (sobreponderar, infraponderar, mantener o en revisión) sobre el total de las recomendaciones realizadas en los últimos 12 meses.

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

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