

Greening

15 de febrero de 2024, 8:15h

Eduardo Imedio Cano
Equity Research Analyst

Inicio de cobertura: la estrella de los tejados

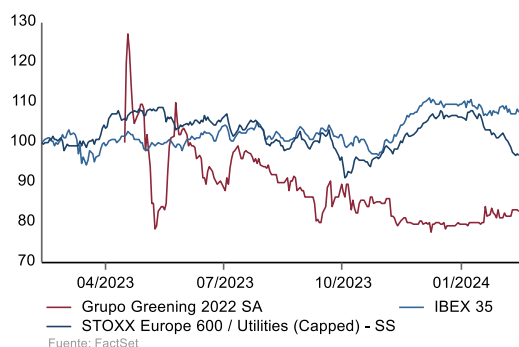
SOBREPONDERAR

Precio objetivo: 7,47 eur

Precio actual: 5,35 eur

Potencial: 39,6 %

Evolución bursátil



Comportamiento	1 mes	3 meses	12 meses
Absoluto	3%	5%	n.a.
Relativo	5%	0%	n.a.

GGR.MC / GGR ES

Capitalización (mln eur)	153,1
Nº acciones (mln)	29,1
Free Float	16,5%
Vol. día (mln eur)	0,1
Min/Máx 12 meses (eur)	4,88 - 9,90
Revalorización YTD	3,7%

	Comprar	Mant.	Vender
Consenso Factset	100%	0%	0%

	2022	2023e	2024e
PER	n.a.	27,5x	13,1x
VE/EBITDA	n.a.	17,8x	14,6x
VE/Ventas	n.a.	1,7x	1,7x
P/VC	0,0x	4,2x	3,2x
DN/EBITDA	4,4x	1,6x	6,3x
Pay-Out	n.a.	0,0%	0,0%
Rent. Div.	n.a.	0,0%	0,0%
FCF Yield	0,0%	-15,2%	-65,8%
ROCE	13,7%	16,9%	10,1%
ROE	25,4%	15,2%	24,1%

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

Una compañía líder en soluciones de autoconsumo industrial...

Grupo Greening es una compañía líder en soluciones de autoconsumo para empresas, con un modelo de negocio verticalmente integrado a través de 4 divisiones: **1) Soluciones de Autoconsumo:** proyectos llave en mano (EPC) de plantas de autoconsumo y utility-scale, **2) Generación de energía:** producida por las propias plantas del Grupo, **3) Comercialización:** gestión de excedentes de las instalaciones y creación de comunidades energéticas, **4) Producto:** fabricación de estructuras para plantas fotovoltaicas.

...con un modelo de negocio internacional y verticalmente integrado...

Con la integración de estas actividades bajo el mismo modelo de negocio, Greening busca convertirse en un socio en materia energética de sus clientes. Adicionalmente, la fuerte vocación internacional que mantiene desde sus inicios, siendo, según fuentes de la compañía, player n.1 en autoconsumo industrial en España y México, n.2 en Italia y mantener un fuerte posicionamiento en Estados Unidos, Francia y Alemania, permite acompañar a grandes clientes industriales en otras geografías, sirviendo como ventaja competitiva y captación de nuevos contratos.

...que se refuerza con el desarrollo de su propia cartera de proyectos...

Greening está desarrollando su propia cartera de proyectos, compuesta tanto de proyectos de autoconsumo construidos y operados por Greening (PPA on-site), como plantas a gran escala conectadas al sistema eléctrico (utility-scale), con las que suministrar al cliente energía adicional que no pueda cubrir con el autoconsumo. La cartera de proyectos supera los 5.000 MW (107 MW PPA on-site y 4.826 MW utility-scale),

...y un ambicioso Plan Estratégico 2023-2025.

De forma simultánea a la salida a bolsa en abril de 2023, Greening lanzó un Plan Estratégico a 2025, marcándose los objetivos de 1) alcanzar unos ingresos de 226 mln eur y un EBITDA de 30 mln eur (multiplicando por 10 el EBITDA de 2022) y 2) culminar su transición hacia una IPP (Productor Independiente de Energía) con 500 MW en operación y construcción.

Conclusión: SOBREPONDERAR y P.O. 7,47 eur/acc.

En un contexto de extrema volatilidad de la energía, la propuesta de Greening gana valor como vía para ofrecer un suministro de energía limpio, económico y previsible a las empresas. Nuestra valoración, realizada por una Suma de Partes (SOTP) de las distintas divisiones del Grupo, arroja un importante potencial de revalorización (40%) para tomar posiciones en una compañía líder en sector del autoconsumo industrial.

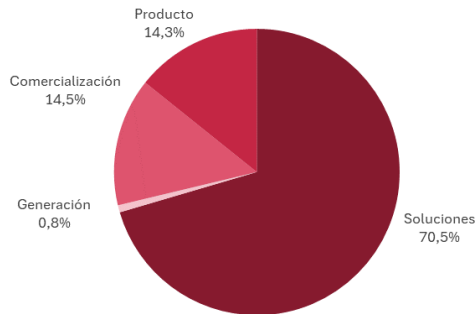
mln eur	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Ventas	12,6	17,4	43,8	101,6	163,9	219,7
EBITDA	0,4	1,2	3,3	9,6	18,7	29,1
Margen (%)	3,5%	6,9%	7,6%	9,5%	11,4%	13,3%
EBITDA consenso	0,4	1,2	3,3	9,9	20,3	29,7
Bº neto	0,2	0,7	2,3	5,7	11,9	10,8
BPA (eur)	n.a.	n.a.	n.a.	0,19	0,41	0,37
DPA (eur)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF	-4,3	-3,8	-14,6	-23,7	-102,4	-75,4
DFN + / Caja neta -	3,7	6,4	14,5	15,6	118,0	193,4

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

Greening en una página

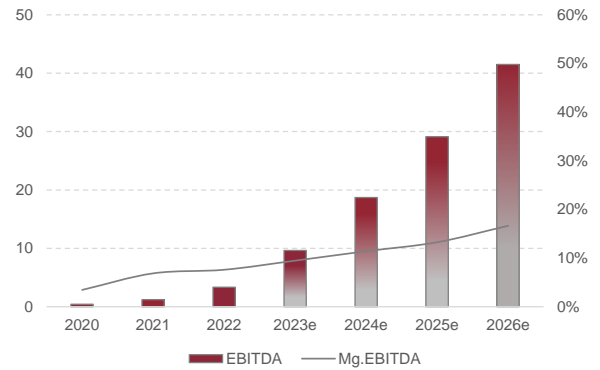
Fundada en 2011, Greening es un desarrollador de proyectos de energía renovable, verticalmente integrado y focalizado en soluciones de autoconsumo fotovoltaico, proyectos de generación renovable, comercialización de energía y fabricación de componentes para la industria renovable en Europa (España, Italia, Alemania, Francia), Norte América (Estados Unidos y México) y África (Marruecos).

Ingresos por línea de negocio 2023e



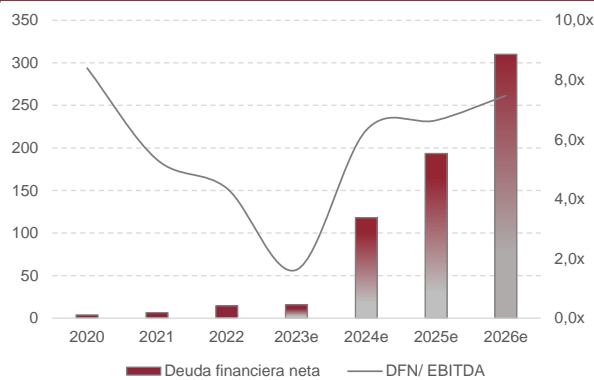
Fuente: Greening y estimaciones Renta 4 Banco

Evolución del EBITDA (mln eur)



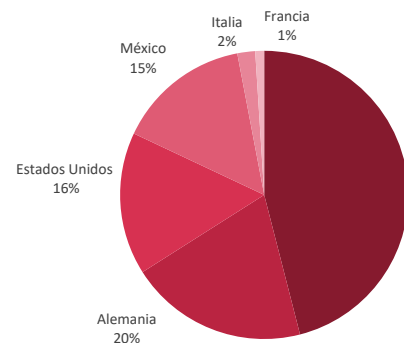
Fuente: Greening y estimaciones Renta 4 Banco

Deuda Financiera neta / EBITDA



Fuente: Greening y estimaciones Renta 4 Banco

Desglose Pipeline total por geografía 1S23



Fuente: Greening y estimaciones Renta 4 Banco

Tesis de inversión

- Los precios récord de la energía de los últimos años han provocado un **profundo cambio a la hora de abordar las necesidades energéticas de la industria**. Del mismo modo que la Unión Europea está apostando por las energías renovables como vía para lograr una mayor soberanía energética, las empresas han encontrado en el autoconsumo fotovoltaico una vía para **asegurar la estabilidad del suministro y reducir su exposición a la volatilidad** de precios de los mercados energéticos.
- Gracias a la reducción de costes de la tecnología solar fotovoltaica, el autoconsumo es en la actualidad **una de las palancas más veloces y efectivas** que tienen las empresas para **reducir sus costes energéticos y aumentar la competitividad**.
- Con un modelo de negocio integrado verticalmente y una capacidad operativa internacional, Greening está **posicionada con ventaja para captar gran parte del crecimiento esperado** por el sector del autoconsumo en los próximos años.

Catalizadores

- Obtención de nuevos contratos de autoconsumo.
- Aceleración del crecimiento en Estados Unidos.
- Aparición de nuevas oportunidades de crecimiento inorgánico a precio atractivo.
- Programas de incentivos públicos.
- Salto al Mercado Continuo.

Riesgos

- Desaceleración económica que ralentice la ejecución de proyectos de autoconsumo.
- Aumento de los costes de financiación
- Caída del precio de la energía que haga menos rentable la inversión en autoconsumo

Índice

1. Origen de Greening y salida al BME Growth	4
1.1 Origen de Greening – Internacionalización e integración vertical	4
1.2 Salida al BME Growth – Aceleración del plan de inversiones	6
2. Líneas de Negocio	7
2.1 Soluciones de Autoconsumo	7
2.2 Generación de energía renovable – PPA On-Site + Utility-Scale.....	8
2.3 Comercialización de energía – Lidera Energía	8
2.4 Producto - SunSupport.....	9
2.5 Propuesta de valor – Un socio en materia energética.....	9
3. Sector fotovoltaico: Autoconsumo Industrial vs Utility Scale.....	10
3.1 Autoconsumo Industrial – Rápido despliegue gracias a una simple tramitación	10
3.2 Utility Scale – Economías de escala dependientes de la tramitación.....	12
4. Plan Estratégico 23-25 y Estimaciones R4.....	14
4.1 Plan Estratégico 23-25	14
4.2 Estimaciones R4e	16
5. Valoración y recomendación	18

1. Origen de Greening y salida al BME Growth

1.1 Origen de Greening – Internacionalización e integración vertical

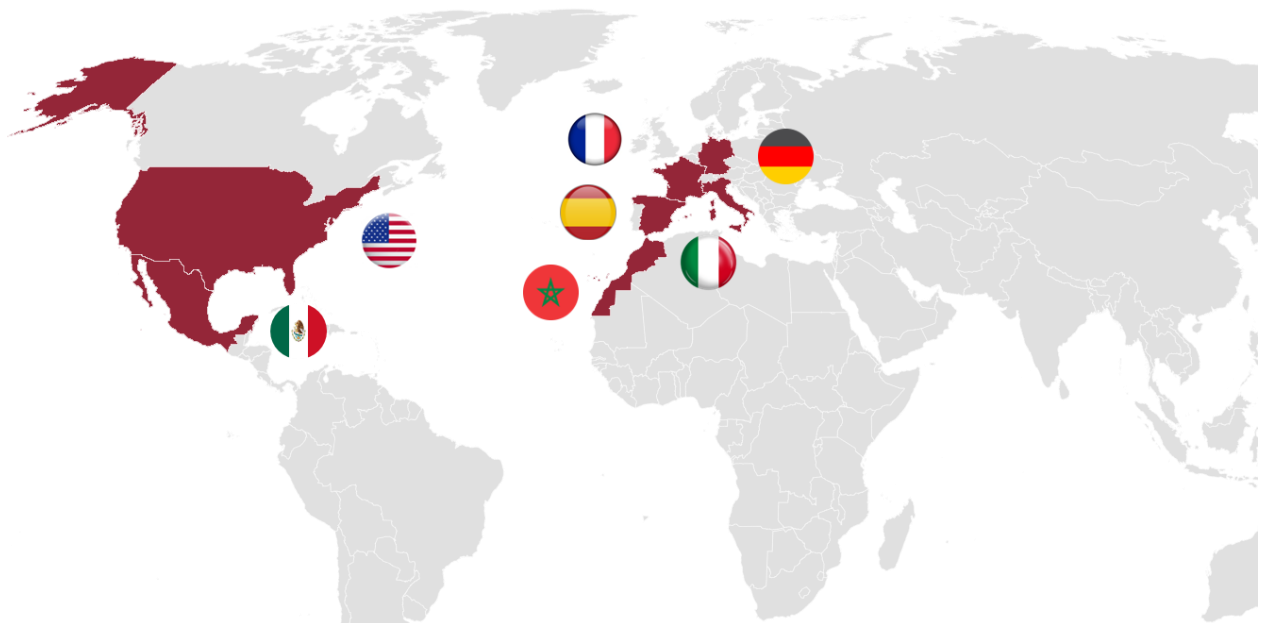
Fundada por **D. Ignacio Salcedo** (actual CEO y presidente del Consejo de Administración), **D. Antonio Palacios** (vicepresidente del Consejo de Administración) y **D. Manuel Mateos** (consejero ejecutivo) Greening comienza su actividad en **2011** como un **Spin-Off de la Universidad de Granada** para desarrollar pequeños proyectos de autoconsumo fotovoltaico, con el objetivo de ayudar a los agricultores en la **instalación de sistemas de regadío y bombeo impulsados por energía fotovoltaica**.

Debido a la **crisis financiera y los cambios legislativos** que sufrió el sector renovable en España entre los años 2012 y 2015 (implementación del RD 900/2015, también conocido como “impuesto al sol”), Greening comenzó su **proceso de diversificación geográfica** con la apertura de una sede en Marruecos, aprovechando la necesidad de instalaciones fotovoltaicas que permitiesen el bombeo de agua potable. Posteriormente Greening continuó abriendo nuevas geografías: **México** (2019), **Italia** (2021), **Alemania** y **Estados Unidos** (2022) y **Francia** (2023).

El **proceso de internacionalización** emprendido por Greening ayudó a la compañía a **sobrellevar los cambios regulatorios** del sector fotovoltaico, sector que en sus inicios tenía una gran **dependencia de las subvenciones públicas**. Con el paso de los años, la reducción de los costes de la tecnología ha posibilitado que el autoconsumo sea no solamente rentable sin ningún tipo de ayuda o esquema retributivo regulatorio, sino una gran opción para las empresas de obtener un **suministro de electricidad barato, limpio y estable**, lo que le hace menos vulnerable a los cambios políticos.

La fuerte **vocación internacional** de Greening es a día de hoy una de sus mayores ventajas competitivas, sirviendo como **fuentes de captación de nuevos contratos** al **posibilitar el acompañamiento a grandes clientes** industriales en otras geografías.

Cuadro 1. Greening está presente en las mayores economías del mundo

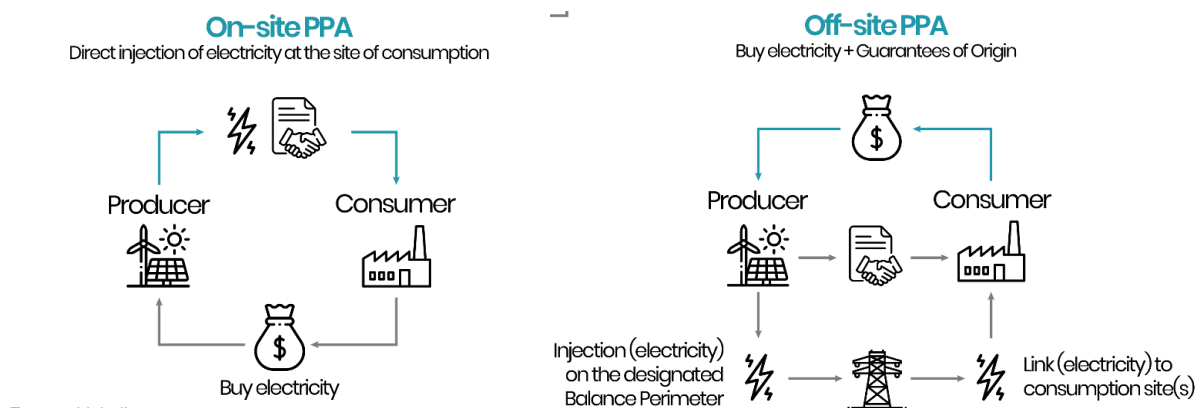


Fuente: Greening y Renta 4

De forma paralela a la apertura de nuevos mercados, Greening comenzó paulatinamente a **transformar su modelo de negocio**, ampliando sus capacidades para **integrar más fases de la cadena de valor**. De realizar únicamente proyectos de autoconsumo, Greening **inició la fabricación de cuadros eléctricos, estructuras y soportes metálicos** sobre los que se montan los módulos fotovoltaicos, desde una fábrica en Jerez del Marquesado, Granada (SunSupport). Posteriormente, viendo que algunos clientes tenían mayores necesidades energéticas de las que la instalación de autoconsumo podía generar, comenzó a **suministrar energía de la red a través de su propia comercializadora (Lidera Energía)**, pudiendo así cubrir el consumo de energía en las horas no solares y gestionar la compensación de los excedentes generados.

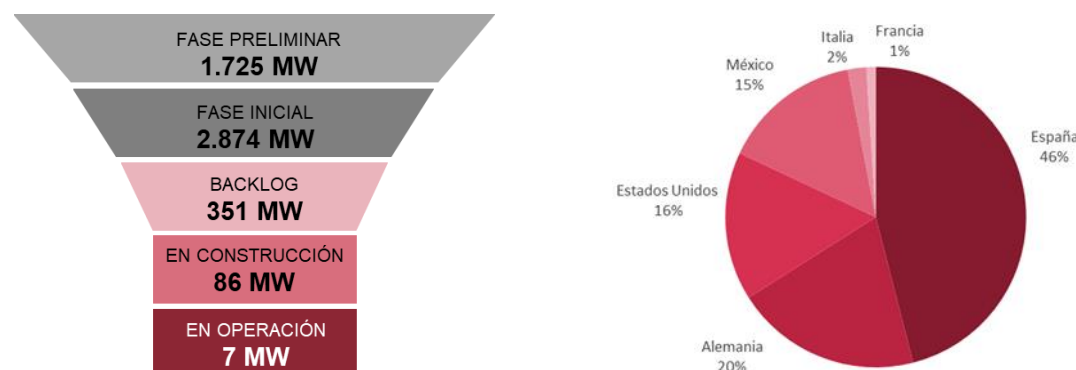
Hasta ese momento, Greening trabajaba bajo **contratos de EPC**, siendo **el cliente quien afrontaba el coste íntegro de la instalación**. Para esquivar esta limitación, Greening comienza a ofrecer **contratos PPA on-site**, contratos de compraventa de energía a largo plazo con la propia instalación de autoconsumo. Bajo este formato, Greening realiza la construcción de la planta en las instalaciones del cliente (el *off-taker*), quien **se compromete a comprar toda o gran parte de la energía generada a un precio cerrado**, normalmente por **periodos de entre 10 y 20 años**. Una vez terminado el contrato, la instalación revierte al cliente a coste cero. De esta forma, el cliente puede seguir realizando la instalación de autoconsumo sin incrementar el activo y la deuda de su balance, mientras que Greening obtiene un **flujo estable y recurrente de ingresos**.

Cuadro 2. PPA On-Site vs PPA Off-Site



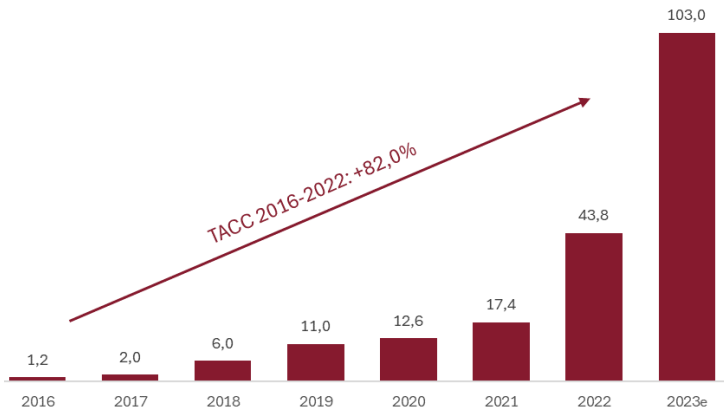
Por último, Greening comienza el **desarrollo de proyectos utility-scale** (generación off-site), plantas fotovoltaicas a gran escala conectadas al sistema eléctrico, con las que **complementar la cartera de proyectos de generación propia**. Con esta estrategia **inicia la transformación del modelo de negocio** hacia un modelo más intensivo en capital y orientado al largo plazo, alcanzando un *pipeline* total de proyectos propios (PPA on-site + utility-scale) de 5.000 MW.

Cuadro 3. Distribución *pipeline* total (PPA on-site + utility-scale) por fase



Con la internacionalización e integración vertical como señas de identidad, Greening acumula una **sólida trayectoria de crecimiento** en los últimos años, siendo capaz de hacer **crecer los ingresos a una tasa anual del 82% (2016-2022)**. En el muy corto plazo, Greening espera que esta tendencia, lejos de frenar, se acelere hasta el **135% en 2023** (presupuesto de la compañía para 2023 vs cifra de negocio consolidada 2022), con un **70% de aportación internacional**.

Cuadro 4. Evolución de la cifra de negocios (2016-2023e)



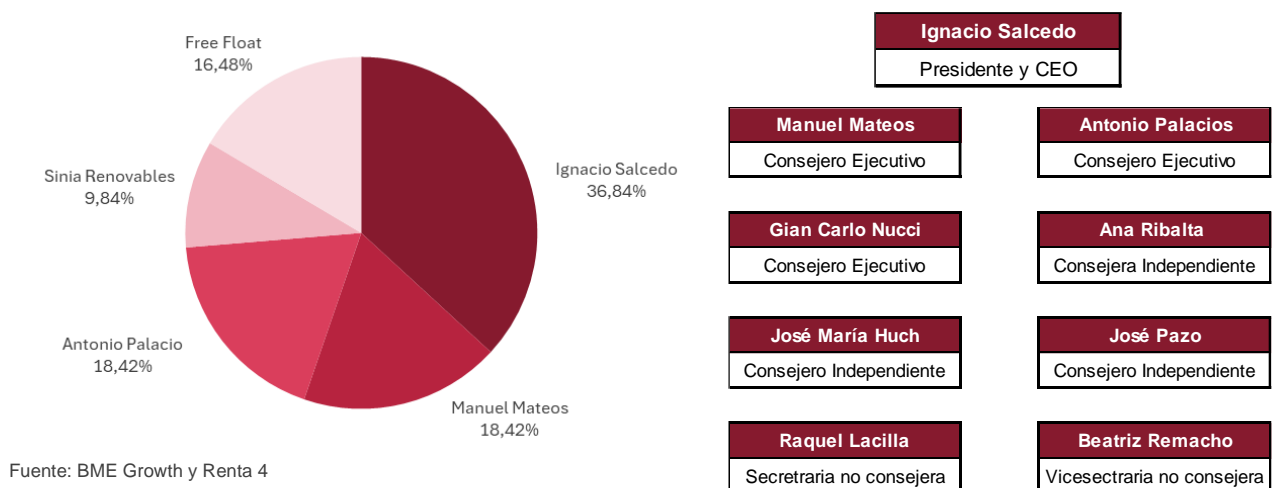
Fuente: Estimación 2023 Presupuesto Greening

1.2 Salida al BME Growth – Aceleración del plan de inversiones

Con el objetivo de acelerar su plan de inversiones, Greening se incorporó en 2023 al mercado BME Growth mediante una ampliación de capital de 23 mln eur, **valorando la totalidad del Grupo en 143 mln eur (post money)**. Greening comenzó a cotizar el 17 de abril de 2023 a un precio de 4,92 eur/acc. Tras la ampliación de capital, el *free-float* asciende al 16,48%.

Además de obtener el suficiente **pulmón financiero** para la construcción de su cartera de **proyectos de generación propia** (PPAs on-site + utility-scale), la ampliación de capital y salida al BME Growth se realizó buscando **aumentar la visibilidad internacional, incrementar la profesionalidad de la gestión y diversificar las fuentes de financiación**. De forma simultánea a la salida a bolsa, Greening lanza un ambicioso Plan Estratégico a 2025, donde, entre otros objetivos, se propuso alcanzar más de 500 MW en operación y construcción tanto en plantas de generación fotovoltaica como en PPAs industriales.

Cuadro 5. Accionistas y Consejo de Administración



Fuente: BME Growth y Renta 4

2. Líneas de Negocio

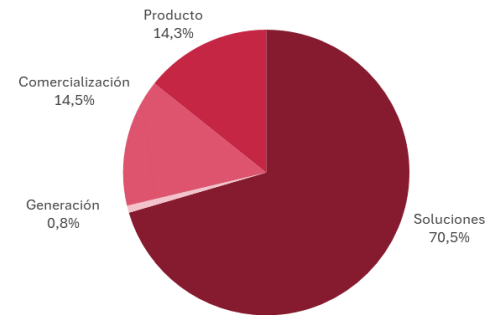
El modelo de negocio actual está basado en una elevada integración vertical. Greening provee servicios en todas las fases de la cadena de valor, **divididas en 4 principales líneas de negocio: 1) Soluciones de Autoconsumo (EPC), 2) Generación de energía (PPA on-site y utility-scale), 3) Comercialización y 4) Fabricación de Producto.**

Cuadro 6. Principales líneas de negocio



Fuente: Greening

Cuadro 7. Desglose Ingresos 2023e

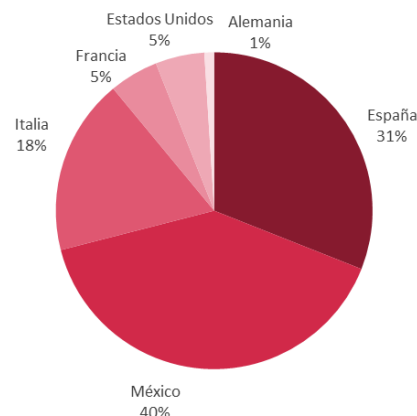


2.1 Soluciones de Autoconsumo

Principalmente se dedica al **diseño, construcción, operación y mantenimiento de plantas fotovoltaicas** (autoconsumo industrial y utility-scale), ya sea tanto de proyectos propios como de terceros. Greening trabaja bajo la modalidad proyectos llave en mano (EPC), ofreciendo un ahorro en la factura energética a los clientes sin necesidad de interrumpir sus procesos productivos. Esta división incluye también actividades de **almacenamiento de energía, eficiencia energética y sistema de recarga de vehículos eléctricos**, satisfaciendo así cualquier necesidad en materia energética que puedan tener los clientes.

La división de Soluciones ha sido la principal generadora de ingresos del Grupo hasta el momento, aportando el **66% de las ventas agregadas del Grupo en 2022 y el 82% del EBITDA**. Gracias a los fondos obtenidos en la ampliación de capital, Greening ha podido incrementar de forma significativa la cartera de contratos (101 mln eur a 1S23 vs 39,8 mln eur facturados en todo 2022, 2,5x *book to bill*), los cuales se irán ejecutando en los próximos meses.

Cuadro 8. Soluciones – Valor de los contratos firmados pendientes de ejecutar a 1S23



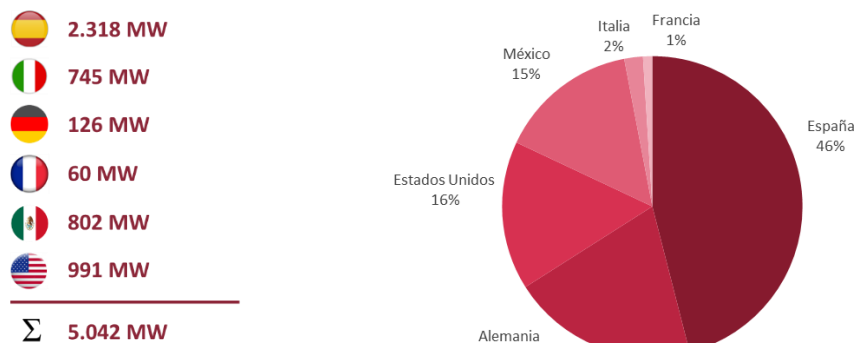
Fuente: Greening. 1) Incluyendo 5,1 mln eur en Marruecos

2.2 Generación de energía renovable – PPA On-Site + Utility-Scale

La división de generación agrupa toda la energía renovable producida por las plantas fotovoltaicas propias de la compañía, compuestas de **1) instalaciones fotovoltaicas de autoconsumo industrial** y **2) plantas fotovoltaicas utility-scale** que Greening desarrolla, diseña, construye y posteriormente opera durante toda su vida útil. Greening vende toda la producción de energía eléctrica al cliente a un precio cerrado a largo plazo, mediante la firma de acuerdos PPA (*Power Purchase Agreement*).

A pesar de que esta división apenas cuenta con presencia en el *mix* de ingresos (4,2% de las ventas agregadas en 2022), la transformación del modelo de negocio hacia una IPP (productor independiente de energía) convertirá a la Generación en la **división de mayor aportación de EBITDA del Grupo en el medio plazo**. En este sentido, Greening está desarrollando una importante cartera de más de 5.000 MW de proyectos propios, compuesta por **107 MW de proyectos PPA on-site** y **4.825 MW de proyectos utility-scale**.

Cuadro 9. Generación – Cartera de proyectos total (utility-scale + PPA on-site)



Fuente: Greening. 1) Incluyendo 5,1 mln eur en Marruecos

Por último, la división de Generación incluye una pequeña **cartera de proyectos de biometano** que la compañía está desarrollando en España. Greening realiza la identificación del terreno, el acuerdo de suministro con los generadores de residuos, el diseño de la planta, la obtención de los puntos de conexión a la red de gasoductos y la tramitación hasta **alcanzar la fase Ready to Build (RTB)**.

Gráfico 10. Cartera de proyectos de Biometano a 1S23

Capacidad (MW)	F. Preliminar	F. Inicial	Backlog	Construcción	Operación	TOTAL
España	87	14	11			112
TOTAL	87 MW	14 MW	11 MW	0 MW	0 MW	112 MW
<i>Prob. de éxito (%)</i>	<30%	30-65%	65-90%	>90%	100%	

Fuente: Greening y Renta 4

2.3 Comercialización de energía – Lidera Energía

A través de **Lidera Energía**, Greening gestiona los excedentes de electricidad de las **instalaciones de autoconsumo de sus clientes**, permitiendo **1)** la venta de los excedentes a mercado y compensados en la factura eléctrica, **2)** ofrecer los excedentes a las personas que ellos decidan o **3)** consumir la energía en otro punto de suministro de la propiedad del cliente. Adicionalmente, esta línea de negocio promueve la creación de **comunidades energéticas** (autoconsumo colectivo) y **autoconsumo residencial**. A cierre del 1S23 Lidera Energía contaba con una cartera de 3.882 clientes, para los que gestiona un volumen de 66 GWh de energía.

2.4 Producto - SunSupport

A través de la marca comercial de SunSupport, esta división realiza la fabricación y venta de distintos productos eléctricos, principalmente **estructuras y soportes metálicos**, para instalaciones fotovoltaicas, cuadros eléctricos y sistemas de monitorización (tanto hardware como software), desde una fábrica localizada en Jerez del Marquesado, Granada.

Greening realiza la fabricación y venta de estructuras **tanto para proyectos de terceros como proyectos propios**, completando así una elevada integración de la cadena de valor del Grupo. La división de Producto alcanzó una facturación de 7,5 mln eur en 2022 (12% de las ventas agregadas), alcanzando un Mg. EBITDA del 6,0%.

Gráfico 11. Ejemplo de estructuras comercializadas por SunSupport



Fuente: Greening y Renta 4

2.5 Propuesta de valor – Un socio en materia energética

La estrategia del Grupo Greening está basada en un modelo de negocio verticalmente integrado con presencia en todas las fases de la cadena de valor del sector de la energía solar fotovoltaica. La integración de estas actividades permite **1) diversificar las fuentes de ingresos, 2) capturar el margen** al prescindir de intermediarios, **3) tener mayor control sobre el proceso productivo** y **4) aportar mayor valor al cliente**, lo que permite fidelizarlo y captar ingresos recurrentes.

Gracias a la internacionalización, Greening **acompaña a grandes clientes industriales** en otras geografías, posicionándose así como un **socio a largo plazo materia energética**. El modelo de negocio construido es **replicable en la mayoría de los países** que tienen un marco legislativo y un sistema energético similar al de España. Esta propuesta de valor ha permitido convertirse a Greening en uno de los **principales players del sector del autoconsumo en España, Italia y México**, además de facilitar una rápida entrada en el mercado de Estados Unidos, uno de los mercados que aspira a alcanzar un mayor crecimiento en los próximos años.

Cuadro 12. Integración vertical de la cadena de valor



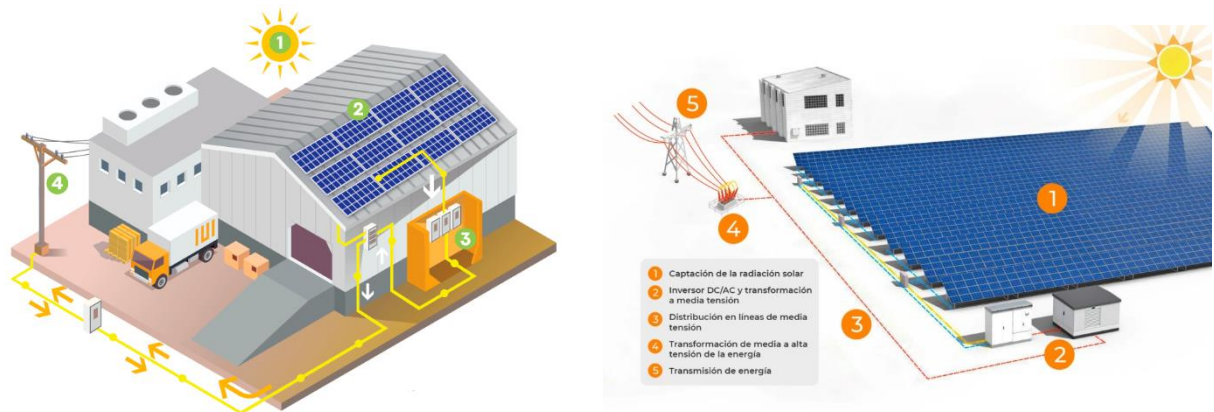
Fuente: Greening

3. Sector fotovoltaico: Autoconsumo Industrial vs Utility-Scale

Como hemos explicado en el punto anterior, Greening es una compañía verticalmente integrada, participante de todas las fases de la cadena de valor y cuyo objetivo es acercar a las empresas la producción de energía renovable a partir de energía solar fotovoltaica. La producción de esta energía fotovoltaica puede provenir de dos fuentes distintas. Por un lado, Greening diseña y construye **plantas de autoconsumo industrial que se localizan dentro de las propias instalaciones** del cliente, generalmente aprovechando el espacio disponible en las cubiertas o tejados. En los casos donde la demanda energética del cliente sea superior a la producción que puede obtener del autoconsumo, Greening suministra al cliente **energía adicional a través de sus plantas fotovoltaicas utility-scale**, plantas a gran escala conectadas al sistema eléctrico.

Pese a que ambas instalaciones realizan la conversión de radiación solar en electricidad mediante paneles fotovoltaicos y que toda la energía producida se registra bajo la misma división (Generación), existen **diferencias sustanciales entre ambos modelos de promoción y explotación**, así como diferentes retos a los que se enfrentan.

Cuadro 13. Autoconsumo vs Utility-Scale



Fuente Soluxions

3.1 Autoconsumo Industrial – Rápido despliegue gracias a una simple tramitación

Los precios récord de la energía alcanzados en los últimos años han provocado un **profundo cambio a la hora de abordar las necesidades energéticas** de la industria. Del mismo modo que la Unión Europea está apostando decididamente por las energías renovables como vía para lograr una mayor soberanía energética, las empresas han encontrado en el autoconsumo fotovoltaico una vía para aumentar la estabilidad del suministro y reducir su exposición a la volatilidad de precios de los mercados energéticos. Gracias a la reducción de costes de la tecnología solar fotovoltaica, el **autoconsumo** es en la actualidad una de las **palancas más veloces y efectivas** que tienen las empresas para **reducir sus costes energéticos y aumentar la competitividad**.

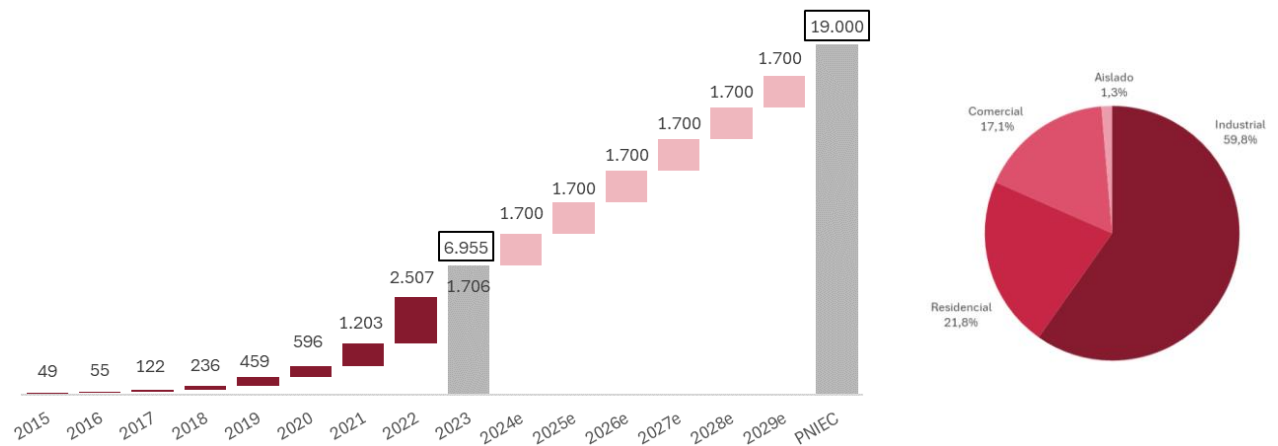
Las plantas de autoconsumo requieren de una **tramitación infinitamente más simple en comparación con las plantas de utility-scale**, lo que reduce a unos pocos meses el tiempo desde que se toma la decisión de inversión hasta que se inicia la construcción. Al situar la generación de energía junto al punto de consumo, **las instalaciones de autoconsumo no requieren tramitar permisos de acceso y conexión, avales o garantías**, exigiendo únicamente la Autorización Administrativa previa y de construcción para las instalaciones de mayor tamaño.

El proceso de tramitación de una planta de autoconsumo puede durar, en promedio, 2 meses desde que el cliente toma la decisión de inversión. El proceso de construcción dura entre 4 y 7 meses, en función del tamaño de la planta. **El plazo total desde la decisión de inversión hasta la puesta en funcionamiento o COD (Commercial Operation Date) es de 9 meses**, frente a los 3-4 años que puede requerir el mismo proceso en una planta utility-scale estándar (ver punto 3.2).

En el lado negativo, según APPA Renovables, las instalaciones industriales tienen una potencia de 70 KW en promedio, muy inferiores a las plantas fotovoltaicas utility-scale, cuya potencia varía entre los 2 y los 500 MW. Esta diferencia de magnitudes **no permite generar la misma escalabilidad de los proyectos**, lo que **incrementa entre un 15 y un 30% el coste de la inversión por MW** (800.000 eur/MW en promedio para las instalaciones de autoconsumo), teniendo también un **impacto en el acceso a la financiación**. A la hora de estructurar la financiación de un proyecto fotovoltaico, las entidades financiadoras **destinan la misma cantidad de recursos a estudiar la operación, independientemente del tamaño del proyecto**, lo que hace que se descarten proyectos menores. Para solventar esta desventaja, Greening busca **acuerdos de financiación marco** que incluyan un número mínimo de proyectos bajo la misma financiación, como el acuerdo marco alcanzado con Susi Partners por 20 mln eur.

A pesar del menor tamaño relativo, la mínima tramitación de las plantas de autoconsumo está permitiendo el rápido despliegue de este tipo de instalaciones. En España, la versión actualizada del Plan Nacional Integrado de Energía y Clima, **PNIEC 2023-2030**, fija un **objetivo de 19 GW de capacidad instalada para el autoconsumo**. Con 7 GW instalados a cierre de 2023, el sector debería instalar 1,7 GW anuales para alcanzar este objetivo.

Cuadro 14. Capacidad (MW) de autoconsumo instalado en España y desglose por tipología (2023)



Fuente APPA Renovables y MITECO

Las extraordinarias cifras registradas en 2022 fueron fruto del descontrolado aumento de los costes energéticos y del lanzamiento de varios programas de subvenciones públicas. Con la normalización del precio de la energía **el ritmo de instalaciones se ha desacelerado en 2023** (-32% vs 2022). **Esta desaceleración corresponde en gran parte al segmento residencial** (-54% vs 2022), un segmento más sensible a la variación de incentivos públicos y al que Greening apenas tiene exposición (realiza algunas instalaciones domésticas a través de la comercializadora). El **segmento industrial** registró una caída moderada, del 13% respecto a 2022.

Otra importante ventaja del autoconsumo es su amplia **aceptación social**. Las plantas utility scale generan rechazo en una parte de la sociedad debido a la cantidad de terreno agrícola que utilizan y el impacto visual asociado, lo que impacta en los tiempos de tramitación. Adicionalmente, en los últimos años se ha profundizado en la simplificación de la regulación del autoconsumo, como la derogación del impuesto al sol, la eliminación de ciertos trámites administrativos, la **remuneración de excedentes** o la **ampliación de las comunidades energéticas de 500m a 2km**.

Cuadro 15. Modificaciones normativas en el ámbito del autoconsumo y las comunidades energéticas



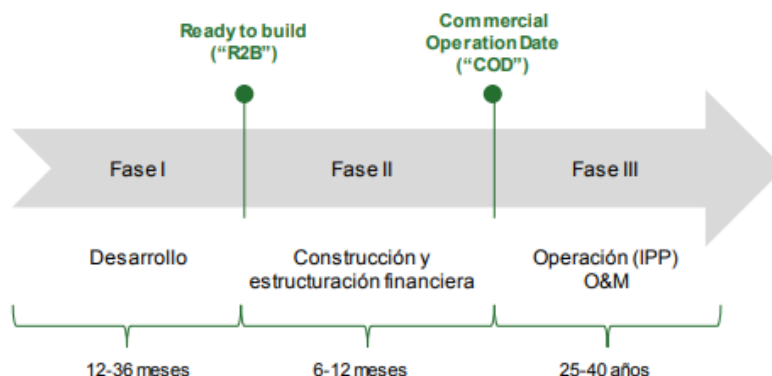
Fuente: UNEF

3.2 Utility-Scale – Economías de escala dependientes de la tramitación

Junto a los proyectos de generación de autoconsumo, Greening está impulsando una cartera de proyectos utility-scale. Greening utiliza la energía producida por las plantas como forma de **complementar a los clientes cuya instalación de autoconsumo no produzca lo suficiente** para cubrir todas sus necesidades energéticas. El desarrollo de un proyecto utility-scale estándar es similar a un proyecto de autoconsumo, con una fase de **tramitación más compleja**. Greening cubre la totalidad de la cadena de valor de los proyectos, que se compone principalmente por:

- 1) **Desarrollo: abarca desde la tramitación del proyecto hasta el inicio de la construcción** (*ready to build* o RtB): identificación de ubicaciones óptimas, obtención de terrenos, punto de conexión y tramitación de los permisos. Dentro de esta fase se incluye la **estructuración y negociación de la financiación** del proyecto, así como el **esquema de remuneración** (*PPA/Merchant*).
- 2) **Construcción (EPC)**: comprende los trabajos necesarios para que el proyecto entre en operación (COD). **Greening cuenta con su propio equipo de Engineering (E), Procurement (P) y Construction (C)**, lo que permite controlar de forma completa la construcción, que dependiendo del tamaño, puede tener una duración de 6-10 meses.
- 3) **Operación: venta de energía**, incluyendo el mantenimiento y monitorización de la planta (O&M). La operación de plantas se realiza durante un periodo superior a 25 años.

Cuadro 16. Cadena de valor estándar de un proyecto utility-scale



Fuente Renta 4 Banco

Como hemos comentado en el punto anterior, los proyectos utility-scale permiten alcanzar economías de escala superiores al autoconsumo, lo que **reduce el coste de la inversión por MW** (CapEx de construcción) y **facilita el acceso a la financiación**. En el lado negativo, el principal obstáculo a la hora de desarrollar este tipo de proyectos reside en la tramitación (junto con la oposición social), que **hace necesario la creación de equipos de desarrollo internos**, aumentando los gastos de esta etapa (CapEx de desarrollo).

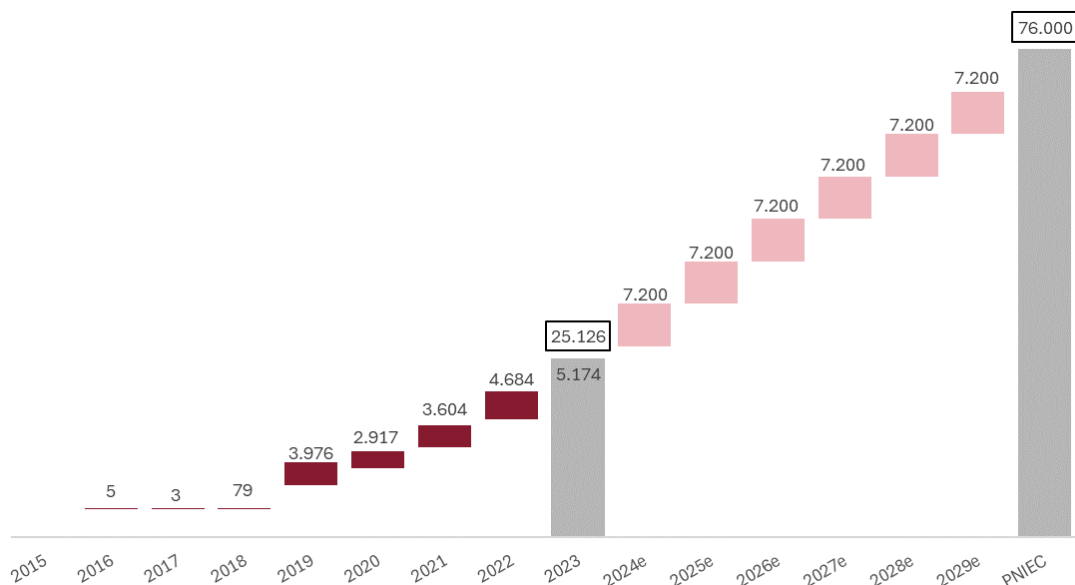
Cuadro 3. Utility-Scale vs Autoconsumo. Ventajas e inconvenientes

	Costes de desarrollo	Tramitación Pública	Oposición Social	Inversión / MW mln eur (CapEx)	Load Factor	Acceso Financiación
Utility - Scale	↓	↓	↓	↑	↑	↑
Autoconsumo	↑	↑	↑	↓	↓	↓

Fuente Renta 4 Banco

Los proyectos utility-scale alcanzaron en diciembre de 2023 una capacidad instalada total de 25 GW (según REE) en España, con 5,2 GW instalados en 2023 (4,7 GW instalados en 2022). El **PNIEC 2023-2030**, fija un **objetivo de 76 GW de capacidad instalada para el utility-scale**, debiendo alcanzar un ritmo de 7,3 GW anuales.

Cuadro 17. Capacidad (MW) fotovoltaica utility-scale en España



Fuente REE y MITECO

La situación del sector fotovoltaico en España es **extrapolable al resto de geografías donde opera Greening**. Las **fuertes bajadas registradas en el precio de los módulos fotovoltaicos**, superiores al **50% en 2023**, hasta los 0,13 eur/Wp (mínimos históricos), refuerzan las positivas perspectivas para el sector en 2024. La caída del precio de los módulos hace aún más rentable las instalaciones de autoconsumo, mientras que la volatilidad en los mercados energéticos empuja a las empresas a buscar vías de suministro estable de energía. **Greening se está posicionando con fuerza en América del Norte y Europa**. En EEUU, la ley IRA está incentivando los proyectos fotovoltaicos, mientras que México se está viendo favorecida por la deslocalización de cierta producción china.

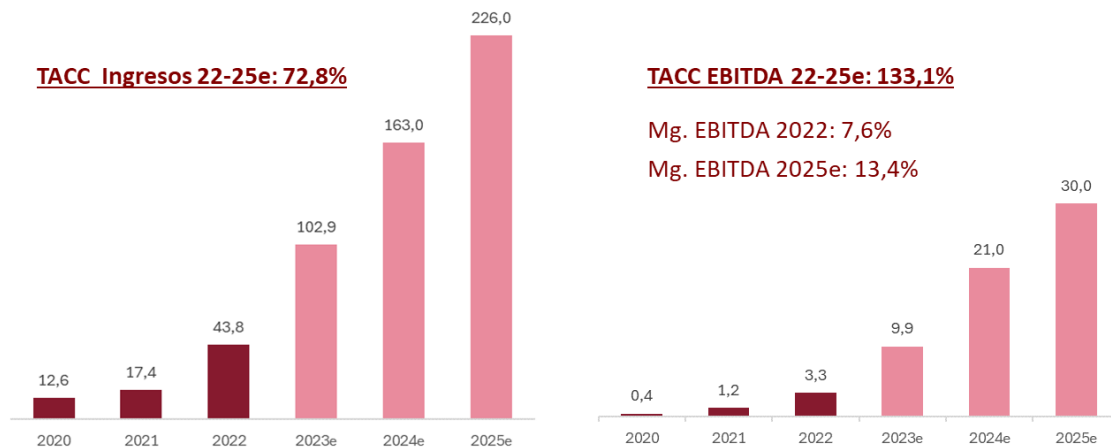
4. Plan Estratégico 23-25 y Estimaciones R4

4.1 Plan Estratégico 23-25

Con los fondos captados en la salida a bolsa, Greening cuenta con el pulmón financiero suficiente para la **ejecución del plan de negocio** para los próximos 3 ejercicios, **focalizado en continuar la expansión en Europa y América del Norte**. Greening busca apalancarse en la integración vertical del modelo de negocio y el posicionamiento internacional para alcanzar un fuerte crecimiento en los próximos años. La culminación con éxito del Plan Estratégico debería traducirse en el **salto al Mercado Continuo**, objetivo de la Compañía en el medio plazo. **Los objetivos del Plan Estratégico 23-25 son los siguientes:**

- >10.000 instalaciones fotovoltaicas gestionadas.
- 30.000 clientes en la comercializadora vs 3.882 clientes a 1S23.
- **500 MW en operación y/o construcción** (PPA on-site y utility-scale) vs 82 MW a 1S23.
- **226 mln eur Cifra de negocios consolidada 2025** vs 44 mln eur en 2022.
- **30 mln eur EBITDA 2025** (50% proveniente de Generación) vs 3,3 mln eur en 2022.

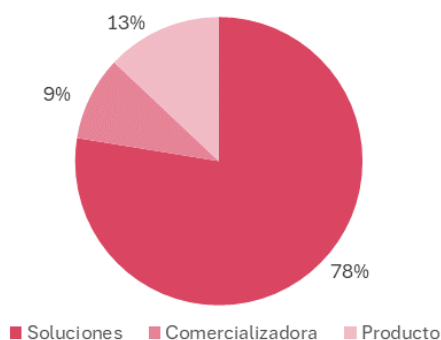
Cuadro 18. Cifra de negocios consolidada 2020-2025e Cuadro 19. EBITDA 2020-2025e



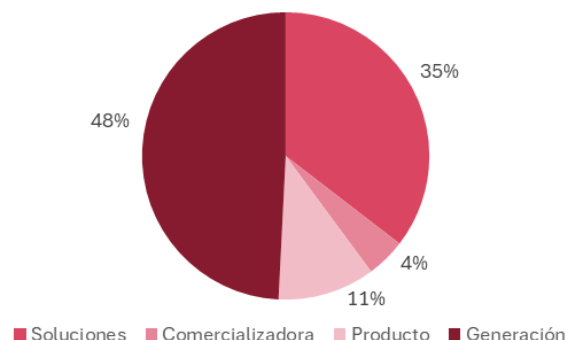
Fuente: Greening y Renta 4

Es importante destacar que más allá del crecimiento esperado, **la composición del EBITDA en 2025 será radicalmente distinta** a la actual, gracias a la **mayor contribución de la división de Generación** (c.50% del EBITDA25e). Esta mayor contribución provendrá de la paulatina **transformación del Grupo hacia una IPP** (Productor Independiente de Energía), mediante la puesta en marcha de la cartera de proyectos propios del Grupo. Una vez operativos, la división de Generación aportará un **flujo de caja estable y recurrente a largo plazo** (15 años para los PPA on-site y 30 años para las plantas utility-scale) gracias a la firma de PPAs.

Cuadro 20. Composición del EBITDA 2022









Cuadro 21. Composición del EBITDA 2025e



Fuente: Estimaciones Renta 4

De cara a alcanzar una capacidad en operación y construcción de 500 MW en 2025, Greening cuenta con una cartera de proyectos en distinto grado de desarrollo.

Cuadro 22. TIR de proyecto objetivo para los proyectos de Generación

 8-10%	 8-10%
 8-10%	 9-11%
 8-10%	 16-18%

Fuente: Greening y Renta 4

Cartera PPA on-site: alcanza 107 MW en contratos PPA on-site de autoconsumo industrial, proyectos con una visibilidad muy elevada debido a la nula tramitación requerida (ver 3. Sector fotovoltaico: Autoconsumo Industrial vs utility-scale). Es importante destacar que **la obtención de los proyectos se realiza de forma orgánica**, pasando en pocos meses de la decisión de inversión por parte del cliente a su construcción. Un ejemplo de la obtención orgánica de contratos es, por ejemplo, el anuncio del mayor contrato PPA on-site en México para una empresa cotizada del sector de alimentación. Anunciado en julio de 2023, **el contrato supone la construcción de 41,9 MW a ejecutar en un plazo de 9 meses** (posteriormente fue ampliado en otros 20 MW). De los 500 MW objetivo a 2025, Greening estima que 150 MW provendrán de proyectos PPA on-site.

Cuadro 23. Cartera de proyectos PPA on-site a 1S23

Capacidad (MW)	Pipeline	Backlog	Construcción	Operación	TOTAL
España	17	2	6	3	28
Italia	3	-	-	-	3
México	6	7	56	3	72
Estados Unidos	-	3	-	-	3
TOTAL	27 MW	12 MW	62 MW	6 MW	107 MW
<i>Prob. de éxito (%)</i>	<i>30-65%</i>	<i>65-90%</i>	<i>>90%</i>	<i>100%</i>	

Fuente: Greening y Renta 4

Cartera Utility-Scale: hasta el 30 de junio de 2023 Greening contaba con una **cartera de 4.826 MW**, dividido entre las 6 principales geografías en las que está presente. A esta capacidad debemos sumar el portfolio adquirido en enero de 2024 de 45,4 MW localizados en España a la compañía de energías renovables OX2, activos que a fecha de este informe deberían estar en construcción (con un COD estimado a finales de 2024). De los 500 MW objetivo a 2025, Greening estima que 350 MW provendrán de proyectos utility-scale.

Cuadro 24. Cartera de proyectos Utility-Scale a 1S23

Capacidad (MW)	F.Preliminar	F. Inicial	Backlog	Construcción	Operación	TOTAL
España	-	2.055	111	13	1	2.179
Italia	341	374	27	-	-	743
Francia	60	-	-	-	-	60
Alemania	127	-	-	-	-	127
México	435	234	60	-	-	730
Estados Unidos	675	197	116	-	-	988
TOTAL	1638 MW	2860 MW	314 MW	13 MW	1 MW	4826 MW
<i>Prob. de éxito (%)</i>	<i><30%</i>	<i>30-65%</i>	<i>65-90%</i>	<i>>90%</i>	<i>100%</i>	

Fuente: Greening y Renta 4

4.2 Estimaciones R4e

Para la realización de nuestras hipótesis hemos tomado como base el Plan Estratégico de la Compañía a 2025. Nuestras estimaciones recogen unos ingresos consolidados de 219,7 mln eur y un EBITDA de 28,9 mln eur a 2025, **ligeramente inferiores a los proyectados por la Compañía en su plan de negocio** (226 mln eur y 30 mln eur respectivamente).

Adicionalmente, nuestras estimaciones alcanzan el año 2026, **con el propósito de reflejar la contribución al EBITDA de los proyectos propios** una vez estén estos operativos.

Cuadro 25. Cartera de proyectos Utility–Scale a 1S23

GREENING GROUP	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	TACC 22-26e
Ingresos consolidados	17,4	43,8	101,6	163,9	219,7	249,3	54,5%
<i>Crecimiento anual</i>		151,8%	131,9%	61,3%	34,1%	13,5%	
Soluciones	16,5	39,8	96,0	139,2	156,0	168,4	43,4%
Generación	0,0	2,6	1,0	8,5	19,4	33,7	90,6%
<i>Generación Utility Scale</i>			0	2	10	22	
<i>Generación PPA OnSite</i>			1	6	9	12	
Comercializadora	0,8	8,7	14,7	32,6	61,9	65,3	65,7%
Producto	2,6	7,5	12,1	15,1	18,2	20,9	29,1%
Ajustes Intragrupos	-2,6	-12,2	-22,2	-31,6	-35,7	-38,9	
EBITDA consolidado	1,2	3,3	9,6	18,7	29,1	41,5	87,9%
<i>Mg. EBITDA (%)</i>	6,9%	7,6%	9,5%	11,4%	13,3%	16,6%	
EBITDA Soluciones	1,5	2,7	6,8	9,9	11,1	11,9	44,9%
<i>Mg. EBITDA (%)</i>	9,4%	6,8%	7,1%	7,1%	7,1%	7,0%	
EBITDA Generación	-0,1	-0,1	0,7	6,8	15,2	26,4	n.a.
<i>Mg. EBITDA (%)</i>			67,7%	79,6%	78,0%	78,5%	
<i>Generación Utility Scale</i>			0	2	9	18	
<i>Generación PPA OnSite</i>			1	5	7	9	
EBITDA Comercializadora	-0,2	0,3	0,2	0,8	1,6	2,0	56,9%
<i>Mg. EBITDA (%)</i>	-27,2%	3,8%	1,4%	2,4%	2,6%	3,0%	
EBITDA Producto	0,1	0,5	2,9	2,5	2,6	2,7	56,2%
<i>Mg. EBITDA (%)</i>	3,8%	6,0%	24,0%	16,3%	14,4%	12,8%	
Ajustes Intragrupos	-0,2	-0,1	-1,0	-1,2	-1,4	-1,5	

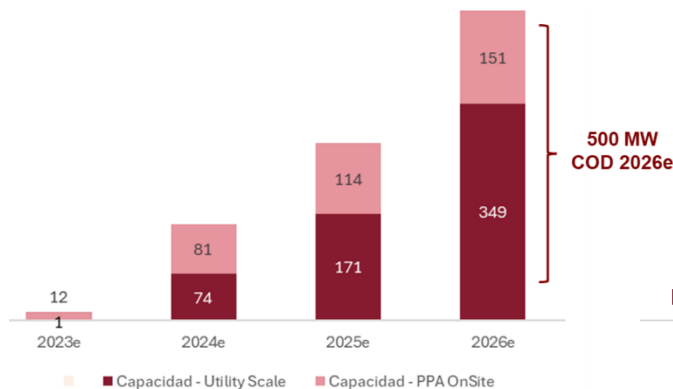
Fuente: Estimaciones Renta 4

Es importante destacar que la división de **Soluciones agrupa tanto la de construcción de los proyectos propios** (ventas intragrupo que posteriormente se eliminan), **como la construcción de parques a terceros**. Dada la magnitud de nueva capacidad fotovoltaica esperada para los próximos años, no descartamos que el sector pueda sufrir de una escasez de estos servicios. Greening, con una división de EPC completamente integrada, podría verse beneficiada de este aumento de la demanda, **elevando temporalmente sus márgenes**, un **posible catalizador** que hemos preferido no tener en cuenta por el momento (Mg. EBITDA c.7%).

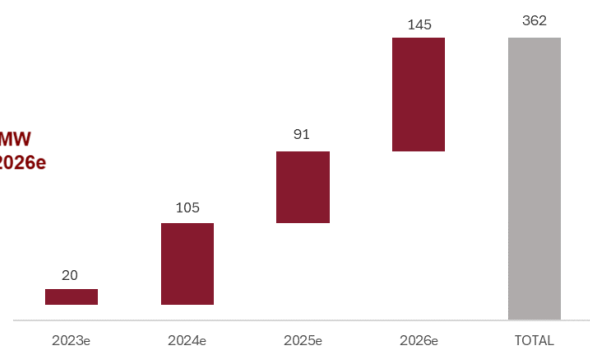
Respecto a la división de Generación, las variables utilizadas para la construcción de las hipótesis están basadas en variables que utilizamos en otras compañías bajo cobertura del sector, como la curva de precios de la electricidad, combinado con información aportada por la Compañía. Las plantas utility-scale tienen una mayor vida útil (30 años), y mayores factores de carga (1.800h en promedio), gracias a posibilidad de corregir orientaciones e instalar seguidores solares. Las plantas PPA on-site promedian una vida útil de 15 años (la vida útil es de 30 años pero al finalizar el contrato PPA la instalación revierte al cliente sin coste) y menor número de horas de funcionamiento (1.200h en promedio).

Respecto a la capacidad en operación de los proyectos propios, **el objetivo de Greening es alcanzar 500 MW en operación y/o listos para construir en 2025**. Hemos considerado 12 meses adicionales para la construcción del portfolio completo, **alcanzando 500 MW operativos al cierre de 2026**, repartidos en un 30% PPA on-site y 70% utility-scale. Para la construcción del portfolio, Greening deberá realizar unas **inversiones totales de 362 mln eur**, contemplando un CapEx de 800.000 eur/MW para PPA on-site y 650.000 eur/MW para utility-scale, en línea con las hipótesis utilizadas en otras compañías del sector.

Cuadro 26. Evolución de la Capacidad Instalada 23-26e



Cuadro 27. CapEx estimado 23-26e



Fuente: Estimaciones Renta 4

Los fondos necesarios para la construcción del portfolio provendrán de **1) el equity levantado en la ampliación de capital de salida al BME Growth, 2) financiación Project Finance (80% de apalancamiento estimado) y 3) el flujo de caja generado por la Compañía en este periodo, descartando el pago de dividendos.**

Cabe mencionar que **existe un desfase temporal entre la construcción de los proyectos y su aportación a la cuenta de resultados**. El negocio de IPP es un negocio intensivo en capital, que no recibe ningún flujo de caja hasta que el activo entra en operación y comienza a vender electricidad. **La construcción de los proyectos implicará elevar temporalmente los ratios de apalancamiento**. Gran parte de la capacidad en construcción en 2024 será visible tanto a nivel de activo inmovilizado como a nivel de deuda en este mismo año, mientras que su plena contribución al EBITDA del Grupo será a partir del año 2025. A la hora de calcular el apalancamiento del Grupo, **hemos separado la deuda con recurso a la matriz** (deuda de los negocios de Soluciones, Comercialización y Producto), **de la deuda sin recurso** (deuda tipo project finance para la construcción de la cartera de parques propios).

Cuadro 28. Deuda Financiera y DFN/EBITDA (x)

	2023e	2024e	2025e	2026e
DFN con recurso	8	29	41	57
DFN Project Finance	8	89	152	253
Deuda Financiera Neta Total	15,6	118,0	193,4	310,0
EBITDA* Soluciones+Comercialización+Producto	9	12	14	15
EBITDA Generación	1	7	15	26
EBITDA Total	9,6	18,7	29,1	41,5
DFN/EBITDA con recurso	0,9x	2,4x	3,0x	3,8x
DFN/EBITDA project financiera	11,9x	13,2x	10,0x	9,6x
DFN/EBITDA Total	1,6x	6,3x	6,6x	7,5x

Fuente: Estimaciones Renta 4

5. Valoración y recomendación

En nuestra opinión, el método más adecuado para valorar Greening es realizar una **valoración por Suma de Partes (SOTP) de las distintas divisiones que componen el Grupo**: Soluciones, Generación y Producto, ajustando por el resto de activos y pasivos. Respecto a la valoración individual de cada división, hemos realizado una **Descuento de Flujos de Caja (DCF)**, utilizando distintas tasas de descuento según tipo de negocio y geografía (ver Cuadro 29). No incluimos en nuestra valoración la división de Comercialización, puesto que si bien tiene una **importancia estratégica fundamental** en el modelo de negocio al **servir como nexo** entre las plantas utility-scale y el cliente industrial, la energía producida por estas plantas es vendida a la comercializadora, siendo esta misma energía posteriormente vendida al cliente. Por tanto, **el margen queda ya registrado en la división de Generación**.

Respecto al **negocio de Generación**, hemos realizado un **DFC sobre la cartera de proyectos PPA on-site y utility-scale**, ponderando por la **probabilidad de éxito** que otorgamos a cada fase (grado de avance). Como hemos explicado a lo largo de este informe, la tramitación de los proyectos PPA on-site es sensiblemente inferior (por no decir inexistente) frente a los proyectos utility-scale, por lo que la probabilidad otorgada es superior (ver punto 3 para mayor información).

Tras descontar la deuda neta dic-23 R4e, alcanzamos un **valor objetivo de los recursos propios de 218 mln eur y 7,47 eur/acc**, que representa un potencial de revalorización del 40%. Teniendo en cuenta la **excelente ejecución operativa que está demostrando Greening en su primer año cotizado**, con la obtención de contratos importantes y el cierre con éxito de acuerdos marco para levantar la financiación requerida en la construcción de los proyectos, creemos que los niveles de cotización actuales son ideales para tomar posiciones en el valor. Con un modelo de negocio integrado verticalmente y una capacidad operativa internacional, **Greening está posicionada con ventaja para captar gran parte del crecimiento esperado por el sector del autoconsumo** en los próximos años, mientras que cuenta con **catalizadores importantes en el corto plazo**, como el avance en la cartera de biometano (no incluido en nuestras estimaciones), incremento de márgenes en las actividades de Soluciones y Producto o el **salto al Mercado Continuo**.

Cuadro 29. SOTP

Valoración Greening Group	Método de valoración	Capacidad	Valoración	(%) EV	Múltiplo implícito
Greening Soluciones	DCF 5Y, WACC 10,5%, g 2%		84 M€	36%	
Soluciones			84		7,5x EBITDA 2025e
Greening Utility Scale	DCF 30Y, WACC*	697 MW	76 M€	33%	8,9x EBITDA 2025e
En Operación (100%)		1 MW	1		0,92 M€/MW
En Construcción / Backlog (100%)		74 MW	16		0,21 M€/MW
Fase Avanzada (40%)		97 MW	15		0,15 M€/MW
Fase Inicial (20%)		525 MW	45		0,09 M€/MW
Greening PPA On-Site	DCF 15Y, WACC*	190 MW	52 M€	22%	7,9x EBITDA 2025e
En Operación (100%)		12 MW	12		0,94 M€/MW
En Construcción / Backlog (100%)		87 MW	26		0,29 M€/MW
Backlog (100%)		32 MW	6		0,18 M€/MW
Pipeline adicional a 2025e (90%)		59 MW	9		0,15 M€/MW
Greening Producto	DCF 5Y, WACC 10,5%, g 2%		21 M€	9%	
Producto			21		8,0x EBITDA 2025e
VALOR DE EMPRESA			233 M€		
Deuda Financiera Neta 2023e			-16		
VALOR DE LOS RECURSOS PROPIOS			218 M€		
Nº acciones en circulación (mln)			29,1		
PRECIO OBJETIVO (€/acc)			7,47 €/acc		
Cotización actual (€/acc)			5,35		
POTENCIAL A OBJETIVO (%)			40%		

Fuente: Greening y Renta 4. WACC Europa 7,7%, Estados Unidos 8,5%, México 11,2%

Cifras Clave

PYG (mln eur)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC 22/25e
Ventas	12,6	17,4	43,8	101,6	163,9	219,7	38,1%
Coste de ventas	-8,5	-11,3	-30,4	-57,8	-90,6	-119,5	31,5%
Margen Bruto	4,1	6,1	13,4	43,8	73,2	100,2	49,5%
Gastos operativos	-3,7	-5,0	-10,1	-34,1	-54,5	-71,0	47,8%
EBITDA	0,4	1,2	3,3	9,6	18,7	29,1	54,3%
EBITDA ajustado	0,4	1,2	3,3	9,6	18,7	29,1	54,3%
Amortizaciones	0,0	-0,1	-0,1	-0,7	-1,7	-8,6	141,2%
EBIT	0,4	1,1	3,2	8,9	17,0	20,5	44,8%
Resultado financiero	-0,1	-0,1	-0,2	-1,4	-1,1	-6,1	95,7%
Puesta en equivalencia	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-100,0%
Otros y extraordinarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	n.a.
BAI	0,3	1,0	3,1	7,5	15,8	14,4	35,6%
Impuestos sobre beneficios	-0,2	-0,3	-0,9	-1,9	-4,0	-3,6	33,0%
Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-100,0%
Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	n.a.
Bº Neto	0,2	0,7	2,3	5,7	11,9	10,8	36,1%
Márgenes y crecimiento (%)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	
Crec. Ventas	n.a.	37,8%	151,8%	131,9%	61,3%	34,1%	
Margen Bruto	32,5%	35,3%	30,6%	43,1%	44,7%	45,6%	
Crec. EBITDA	n.a.	173,7%	179,0%	189,0%	94,4%	55,7%	
Margen EBITDA	3,5%	6,9%	7,6%	9,5%	11,4%	13,3%	
Crec. EBITDA ajustado	n.a.	173,7%	179,0%	189,0%	94,4%	55,7%	
Margen EBITDA ajustado	3,5%	6,9%	7,6%	9,5%	11,4%	13,3%	
Crec. EBIT	n.a.	172,5%	182,4%	177,4%	89,8%	20,9%	
Margen EBIT	3,3%	6,6%	7,4%	8,8%	10,4%	9,3%	
Crec. BPA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	110,1%	-9,1%	
Balance (mln eur)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	
Inmovilizado material	0,7	1,6	6,8	26,0	129,2	212,0	
Inmovilizado inmaterial	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	
Inmovilizado financiero	0,0	0,4	0,9	1,0	1,0	1,0	
Otro activo fijo	0,0	0,1	0,1	0,5	0,5	0,5	
Clientes	5,5	7,6	20,5	33,9	49,3	56,4	
Otro activo circulante	1,3	1,3	4,0	7,6	11,8	15,6	
Tesorería y equivalentes	0,3	0,6	0,7	13,4	12,6	12,8	
Total activo	7,9	11,6	32,9	82,5	204,5	298,6	
Recursos propios	0,7	1,4	9,1	37,3	49,2	60,0	
Minoritarios	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
Deuda financiera a largo plazo	2,4	2,8	6,1	7,9	89,5	152,1	
Otros pasivos a largo plazo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Deuda financiera a corto plazo	1,6	4,1	9,1	21,1	41,1	54,1	
Proveedores	3,2	2,0	6,4	13,9	22,5	30,1	
Otros pasivos a corto plazo	0,1	1,2	2,1	2,1	2,1	2,1	
Total pasivo	7,9	11,6	32,9	82,5	204,5	298,6	
Principales ratios	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	
Nº acciones (mln)	n.a.	n.a.	n.a.	29,1	29,1	29,1	
Precio (eur)	n.a.	n.a.	n.a.	5,35	5,35	5,35	
BPA (eur/acción)	n.a.	n.a.	n.a.	0,19	0,41	0,37	
DPA (eur/acción)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Payout (%)	n.a.	n.a.	n.a.	0,0%	0,0%	0,0%	
Rentabilidad por dividendo (%)	n.a.	n.a.	n.a.	0,0%	0,0%	0,0%	
VE/ Ventas (x)	n.a.	n.a.	n.a.	1,7	1,7	1,6	
VE/ EBITDA (x)	n.a.	n.a.	n.a.	17,8	14,6	12,0	
VE/ EBIT (x)	n.a.	n.a.	n.a.	19,2	16,1	17,0	
PER (x)	n.a.	n.a.	n.a.	27,5	13,1	14,4	
ROCE (%)	9,6%	14,7%	13,7%	16,9%	10,1%	8,1%	
ROE (%)	26,0%	52,7%	25,4%	15,2%	24,1%	18,0%	
Deuda neta (+) / caja neta (-) (mln eur)	3,7	6,4	14,5	15,6	118,0	193,4	
Deuda neta / EBITDA (x)	8,4	5,3	4,4	1,6	6,3	6,6	
Cobertura de intereses (x)	5,1	12,3	15,1	6,4	15,1	3,4	
Capex / ventas (%)	6,0%	5,2%	12,2%	19,7%	64,1%	41,6%	

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

Cifras Clave

EOAF (mln eur)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	0,4	1,1	3,2	8,9	17,0	20,5
Amortización de inmovilizado	0,0	0,1	0,1	0,7	1,7	8,6
Variación fondo de maniobra	-3,7	-3,3	-11,2	-9,5	-11,1	-3,3
Resultado financiero	-0,1	-0,1	-0,1	-1,4	-1,1	-6,1
Impuestos	-0,2	-0,3	-0,9	-1,9	-4,0	-3,6
Flujo de caja operativo	-3,5	-2,4	-8,8	-3,1	2,5	16,1
Inversiones netas en activo mat e inmat.	-0,8	-0,9	-5,3	-20,0	-105,0	-91,5
Otras inversiones	0,0	-0,4	-0,5	-0,6	0,0	0,0
Flujo de caja libre	-4,3	-3,8	-14,6	-23,7	-102,4	-75,4
Dividendos (sociedad dominante)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros movimientos de FF.PP.	0,5	0,0	5,5	22,6	0,0	0,0
Otros	0,1	1,1	0,9	0,0	0,0	0,0
Cambio en deuda neta	-3,7	-2,7	-8,2	-1,1	-102,4	-75,4
Deuda neta (+) / caja neta (-)	3,7	6,4	14,5	15,6	118,0	193,4

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

Comparables de mercado

Compañía	Acciones (mln)	Cotización (eur/acc)	Capitalizac. (mln eur)	Recomendación Consenso *	P.O. Consenso *	Potencial	RPD 24e
Grupo Greening 2022 SA*	29	5,35	153	Sobreponderar	7,47	39,6%	0,0%
SunPower Corporation*	175	3,45	605	Mantener	3,73	8,3%	0,0%
Sunrun Inc.	218	14,21	3.096	Sobreponderar	17,73	24,8%	0,0%
Sunnova Energy International Inc	122	9,98	1.222	Sobreponderar	18,66	86,9%	0,0%
Altus Power, Inc. Class A	159	6,14	976	Sobreponderar	8,40	36,8%	0,0%
Promedio						39,2%	0,0%

Compañía	PER 24e	PER 25e	Cto. Bº Neto 22-25e	PEG 24e	PEG 25e	ROE 24e	P/V/C 24e
Grupo Greening 2022 SA*	13,1x	14,4x	67,2%	0,2x	0,2x	24,1%	3,2x
SunPower Corporation*	n.r.	73,9x	n.r.	n.r.	n.r.	-17,7%	1,9x
Sunrun Inc.	n.r.	n.r.	-65,8%	n.r.	n.r.	-3,0%	0,5x
Sunnova Energy International Inc	n.r.	n.r.	-12,2%	n.r.	n.r.	-12,1%	0,7x
Altus Power, Inc. Class A	n.r.	131,6x	-18,7%	n.r.	n.r.	0,0%	2,2x
Promedio	n.r.	102,7x	-32,3%	n.r.	n.r.	-8,2%	1,3x

Compañía	VE/EBITDA 24e	VE/EBITDA 25e	Cto. EBITDA 22-25e	Margen EBITDA 24e	EVG 24e	EVG 25e	DN/EBITDA 24e
Grupo Greening 2022 SA*	14,6x	12,0x	106,0%	11,4%	0,1x	1,0x	6,3x
SunPower Corporation*	26,6x	7,7x	n.r.	1,9%	n.r.	4,1x	5,3x
Sunrun Inc.	459,2x	93,5x	n.r.	1,3%	n.r.	70,2x	355,5x
Sunnova Energy International Inc	28,7x	26,4x	47,0%	36,8%	0,6x	0,7x	25,3x
Altus Power, Inc. Class A	16,9x	13,5x	43,4%	61,1%	0,4x	0,2x	9,3x
Promedio	132,9x	35,3x	45,2%	25,3%	0,5x	18,8x	98,8x

Compañía	1 día	5 días	1 mes	3 meses	2023	1 año
Grupo Greening 2022 SA*	-0,6%	1,2%	3,3%	4,6%	3,7%	n.a.
SunPower Corporation*	-11,2%	13,7%	13,7%	-3,0%	-23,5%	-76,5%
Sunrun Inc.	-10,3%	5,3%	0,9%	65,0%	-22,4%	-35,0%
Sunnova Energy International Inc	-11,9%	18,0%	-9,9%	25,6%	-29,8%	-39,2%
Altus Power, Inc. Class A	-4,9%	15,6%	8,2%	41,5%	-3,7%	-11,1%
Ibex 35	-0,6%	-0,8%	-1,7%	4,9%	-1,7%	7,8%

Fuente: Factset. (*) estimaciones Renta 4 Banco.

Anexo I. Riesgos

Riesgo de cambio en el *management*: la salida de D. Ignacio Salcedo (fundador y máximo accionista) podría tener un impacto negativo en el negocio.

Riesgo financiero: elevado nivel de apalancamiento que podría limitar o reducir las inversiones y/o llevar a la ejecución de las garantías sobre los distintos activos, suponiendo un impacto en la valoración del grupo. Para el desarrollo de nuevos proyectos la compañía recurre a la financiación de terceros que representan entre el 50% y el 75% de la inversión total requerida en función de la geografía y el tipo de proyecto.

Riesgo de ejecución: consideramos que existen distintos factores externos (autorizaciones, permisos, interconexiones con la red, subsidios) que podrían afectar a la probabilidad de éxito en el desarrollo de sus proyectos en fases más iniciales y/o del *pipeline*, pudiendo suponer un retraso/cambio en los planes de desarrollo de su estrategia de crecimiento.

Riesgo de precios (materiales/equipos/transporte): la evolución de los precios de materiales como el acero, el aluminio o el silicio, así como los costes del transporte, que podrían provocar un incremento en el precio de los equipos, podría generar un impacto relevante respecto al nivel de inversión presupuestado inicialmente. Todo esto podría acarrear menores retornos de los proyectos.

Riesgo de CapEx: la firma de contratos PPA a precios establecidos antes de tener cerrada la inversión (CapEx) podría provocar una elevada presión en caso de retrasos en el desarrollo de los proyectos.

Riesgo operativo: problemas en los equipos de los activos actualmente en operación y/o una producción de electricidad inferior a la prevista (dependiente de las condiciones climatológicas) podrían conllevar menores ingresos o unos mayores gastos respecto a las previsiones iniciales, mermando significativamente la rentabilidad de los proyectos.

Riesgo regulatorio: cambios en la normativa (sobre precios, tarifas reguladas, fiscalidad, legislación o planes de desarrollo), podrían conllevar un importante cambio en los ingresos previstos inicialmente o sobre el desarrollo de la estrategia de crecimiento.

Riesgo por divisa: el 15% de la cartera utility-scale y el 67% de la cartera PPA on-site están localizados en México, donde el Grupo trabaja en moneda local. Además de la exposición a divisa, otros factores a tener en cuenta en referencia a la operación son la estabilidad política, la evolución económica y/o la seguridad jurídica.

Riesgo de competencia: la competencia en el sector para hacerse con nuevos proyectos es intensa, esto puede ocasionar retornos inferiores a los generados en la actualidad en proyectos futuros. Algunos de los competidores son grandes grupos energéticos integrados verticalmente con potentes estructuras financieras. Además, hay que tener en cuenta la competencia a través de tecnologías distintas a las desarrolladas por el grupo.

DISCLAIMER

1. Información objetiva

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

2. Certificación de analistas

El Departamento de Análisis de Renta 4 Banco está integrado por los siguientes analistas: Natalia Aguirre y César Sánchez-Grande (Directores), Álvaro Arístegui, Javier Díaz, 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 patrocinado con Amper, Azkoyen, Clerhp Estructuras, DIA, 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 del índice de referencia (Ibex35) en el horizonte definido (final de año corriente, salvo indicación contraria en el propio informe); Mantener, potencial de revalorización similar al del índice de referencia (Ibex 35) en el horizonte definido (final de año corriente, salvo indicación contraria en el propio informe). Estas definiciones son indicativas. Las recomendaciones pueden diferir de estas guías cuando esté justificado por factores de mercado, tendencias de la industria, eventos específicos de la compañía, etc.

En el siguiente enlace (<https://www.r4.com/digital/reanalisis/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.