

GREENING

Electricidad y gas

N.A. (desde 02/06/23)

Virginia Romero 91 782 9158
 ROMEROVI@bancsabadell.com

Actualización Plan Estratégico 2024-2026

Cierre (10-05-24): 5,80 euros/acc.

Rango P.O.: Bajo Revisión

En la actualización del Plan Estratégico 2024-2026, GGR ha fijado objetivos ambiciosos de desarrollo en capacidad a 2026e, con alto peso internacional, enfoque multitecnológico (hibridación solar con baterías y eólica, así como biometano) e integración vertical y una estrategia de financiación basada principalmente en la rotación de activos y alianzas con socios.

El plan se centra en cinco focos principalmente:

1. **Diversificación internacional:** se centrarán en 6 países en los que ya opera actualmente. En Europa (España, Alemania, Italia y Francia) y en Norte América (México y EE.UU.).
 2. **Multitecnológico:** ampliarán más allá del fotovoltaica a baterías, eólica y biometano; donde la hibridación con baterías y eólica aportará sinergias de costes y rentabilidad a los proyectos (actualmente > 10%).
 3. **Alianzas con socios financieros** para acelerar el desarrollo del pipeline. Actualmente cuentan con 6 GW que tendrían necesidades de capital.
 4. **Rotación de activos propios (Proyecto Escipión)** con el fin de generar el equity necesario para invertir en los proyectos de generación. En tres años GGR pretende rotar 450 MW en COD&UC para minimizar el impacto en caja. El primer acuerdo de rotación de cartera está en fase final y se espera cerrar en breve: 50 MW en 2024e, 150 MW en 2025e y 250 MW en 2026e. Teniendo en cuenta unas plusvalías c. 200-250.000 eur/MW se generará un equity acumulado en el período c. 100 M euros (a una valoración 1,3x EV/Capex). Parte de los activos que roten se vincularán a la comercializadora y a soluciones por lo que aflorarán 20 M euros en EBITDA en construcción que ahora no es visible al estar consolidado.
 5. **Desarrollarán con socios financieros el negocio de generación.** Pretenden **aumentar la generación propia** para poder distribuir en el actual modelo de integración vertical.
- **Operativamente, mantienen el objetivo de EBITDA24e, pero aumentan el de 2025e.** Así, el EBITDA 2024e continúa en 21 M euros (en línea con el PE anterior y BS) con una capacidad COD&UC de 300 MW (250 MW propios). En 2025e, el EBITDA se incrementará hasta 45 M euros consolidados (vs 31 M euros PE anterior y BS) al considerar un nuevo objetivo de capacidad de 700 MW (vs 500 MW anterior y 500 MW propios ya que 200 MW COD&UC estarán bajo el plan de socios financieros). En 2026e, el objetivo de EBITDA se situará en 70 M euros con una capacidad COD&UC acumulada de 1.250 MW (800 MW propios, 80% solar). El objetivo del pipeline ascenderá a 10GW en 2026e (2GW México, 2 GW EE.UU., 4GW España, 2 GW México, 1GW Alemania) vs c. 6GW actual.
 - **Generación de caja 2026e positiva:** el CF operativo ascenderá a 31,5 M euros (teniendo en cuenta el EBITDA del período en 137 M euros, control de las NOF en -71 M euros con un ciclo de conversión de caja ajustado c. 60 días y una vez excluidos los dividendos del Project Finance c. 34 M euros). Por su parte, el CF de financiación tiene en cuenta la Deuda Project Finance (336 M euros), deuda corporativa (170 M euros) y *partners* financieros (30 M euros); 47 M euros irían destinados a gastos financieros e impuestos. Finalmente, el CF de inversión ascenderá a 510 M euros en el período, teniendo en cuenta un capex de 480 M euros y 30 M euros para gastos de desarrollo con socios (coste medio c. 600.000 euros/MW). Todo ello supondría una generación de caja a 2026e positiva (22,8 M euros).
 - **Endeudamiento con recurso, controlado:** seguirán utilizando Project Finance en la cartera de inversión para mejorar la ratio DFN/EBITDA con recurso, que debería situarse c. 3,5x a 2026e (teniendo en cuenta la DFN corporativa de 170 M euros en el período 24-26e y 30 M euros de 2023 y un EBITDA26e ex generación c. 51 M euros). Contrariamente, la DFN/EBITDA26e total podría situarse en el rango de 7x.
 - **PPA vs merchant:** seguirán con un perfil conservador manteniendo PPA con la comercializadora (con clientes empresas medianas y pequeñas principalmente en España) y con clientes finales industriales en Norteamérica.
 - **M&A:** no se plantean operaciones de M&A transformacionales más allá de algunas operaciones puntuales de cara a incrementar carteras de clientes en España o adquirir algún desarrollador pequeño en Francia.
 - Pretender salir al mercado continuo más adelante, entonces harían una ampliación de capital e incrementarían el free float.

VALORACIÓN

La actualización del Plan Estratégico 2024-2026 pone de manifiesto el buen desempeño de la compañía en 2023e, el que previsiblemente consiga también con facilidad en 2024e, a la luz de un objetivo de capacidad COD&UC conservadora (250 MW propios vs 174 MW 2023) y un backlog en soluciones de partida elevado. Para **2025e y 2026e los objetivos parecen más ambiciosos** y muy **condicionados al éxito del Proyecto Escipión** (rotación de activos de 150 MW en 2025e y 250 MW en 2026e con unas ganancias de capital c. 200-250.000 eur/MW y que supondrían c. 90 M euros de equity). De cumplirse, se podrían alcanzar los objetivos planteados en capacidad y endeudamiento (DFN/EBITDA_{26e} con recurso controlada c. 3,5x). Aunque habrá que ver la ejecución del Proyecto Escipión, la **diversificación geográfica** (objetivo c. 80% EBITDA_{26e} internacional) de la cartera y la **mejora de rentabilidad que aportarán a los proyectos otras tecnologías** como la hibridación (de baterías y eólica) serán **vientos de cola para esta estrategia** de rotación de activos. **Ajustaremos el rango de más conservador de nuestra valoración al alza** (actualmente 4,96 eur/acc-8,5 eur/acc) para **incorporar los nuevos objetivos del Plan Estratégico 2024-2026**.

HADDADA @ bancsabadel.com

Dirección Análisis

Assistants

Ana Torrente: TorrenteA@bancsabadell.com
Eamon Donoghue: DonoghueE@bancsabadell.com
Concha Galán: GalanC@bancsabadell.com

Director Análisis

Nicolás Fernández: FernandezNi@bancsabadell.com

Financieras

M.ª Paz Ojeda: OjedaM@bancsabadell.com
Javier Esteban: EstebanJ@bancsabadell.com

Utilities, gas y energía

Álvaro del Pozo: Alvaro.DelPozo@bancsabadell.com
Virginia Romero: RomeroVi@bancsabadell.com
Andrés Bolumburu: BolumburuA@bancsabadell.com

TMTs

Álvaro del Pozo: Alvaro.DelPozo@bancsabadell.com
Andrés Bolumburu: BolumburuA@bancsabadell.com

Industriales

Óscar Rodríguez: RodriguezOsc@bancsabadell.com
Luis Arredondo: ArredondL@bancsabadell.com
Andrés Bolumburu: BolumburuA@bancsabadell.com
Alfonso Mariátegui: MariateguiA@bancsabadell.com

**Farmacia, química y
papeleras**

Luis Arredondo: ArredondL@bancsabadell.com
Andrés Bolumburu: BolumburuA@bancsabadell.com
Rafael Bonardell: BonardellR@bancsabadell.com

**Construcción, materiales
de construcción,
inmobiliarias y REITS**

Ignacio Romero: RomeroIgnacio@bancsabadell.com
Luis Arredondo: ArredondL@bancsabadell.com

**Distribución, retail,
logística, alimentación y
bebidas**

Ignacio Romero: RomeroIgnacio@bancsabadell.com
Arancha Piñeiro: PineiroA@bancsabadell.com
Rafael Bonardell: BonardellR@bancsabadell.com

**Hoteles, transportes y
autopistas**

Rafael Bonardell: BonardellR@bancsabadell.com

Derivados, Técnico y Cuantitativo

Diego Ferrer: FerrerDiego@bancsabadell.com

Equipo Small&Medium

Javier Esteban: EstebanJ@bancsabadell.com
Ignacio Romero: RomeroIgnacio@bancsabadell.com
Luis Arredondo: ArredondL@bancsabadell.com
Andrés Bolumburu: BolumburuA@bancsabadell.com

Equipo Eurostoxx50

Óscar Rodríguez: RodriguezOsc@bancsabadell.com
Arancha Piñeiro: PineiroA@bancsabadell.com
Álvaro del Pozo: Alvaro.DelPozo@bancsabadell.com
Alfonso Mariátegui: MariateguiA@bancsabadell.com
Rafael Bonardell: BonardellR@bancsabadell.com

Equipo ESG

Virginia Romero: RomeroVi@bancsabadell.com

**Estrategia de Renta Variable y Estrategia de
Crédito**

Glen Spencer Chapman: chapmang@bancsabadell.com
Diego Ferrer: FerrerDiego@bancsabadell.com
Diego Fernández: FernandezDi@bancsabadell.com
Virginia Romero: RomeroVi@bancsabadell.com
Israel González: israel.gonzalez@bancsabadell.com
Álvaro Ferrero: FerreroAl@bancsabadell.com
Pablo Esteve: EstevePJ@bancsabadell.com

Specialist Sales

Jorge Llorente: LlorenteJo@bancsabadell.com
Manuel Yagüez: YagueezM@bancsabadell.com
Pedro Álvarez: AlvarezPe@bancsabadell.com

Agentes

Eduardo de la Fuente: Eduardo_delafuente@agentes.bancsabadell.com

Disclaimer sin asesoramiento de inversión

Sistema de recomendaciones:

El periodo al que se refiere la recomendación y la valoración presentada en el informe tiene una validez de 12 meses. La valoración está basada en hipótesis razonables sobre diversas variables en la fecha de publicación y en modelos de valoración propios disponibles en las bases de datos de la Dirección de Análisis y que pueden incluir desde el descuento de flujos de caja, a una suma de partes, comparación de ratios, descuento de dividendos y otros métodos comúnmente aceptados. La información relevante acerca de modelos propios utilizados en la recomendación de valores en esta comunicación se encuentra disponible a través de la Dirección de Análisis. Para acceder a más información acerca de dichos modelos propios puede ponerse en contacto con la Dirección (email: bsanalisisinfo@bancsabadell.com). La evolución posterior del precio de cotización de la compañía o de alguna de esas variables (como por ejemplo: cambios sobrevenidos en tipos de interés, tipos de cambio, precios de materias primas, y otras variables que pueden ser tanto específicas de la compañía, como generales de su sector) podría motivar un cambio de recomendación y/o valoración que se reflejaría mediante un nuevo informe de análisis, para lo que no hay un calendario de revisiones específico previsto.

Las recomendaciones de la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A. (Banco Sabadell o la Entidad) son COMPRAR (SOBREPONDERAR en índices y sectores de renta variable y emisores de renta fija), VENDER (INFRAPONDERAR) y BAJO REVISIÓN. La recomendación de COMPRAR se emite para aquellas compañías en las que la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A. espera una evolución mejor a la del mercado (referencia Ibex35 e Índice General de la Bolsa de Madrid para las compañías españolas cotizadas; referencia Eurostoxx50 para las compañías de la zona Euro; en índices y sectores de renta variable el benchmark es la cesta de índices y sectores en cobertura; en emisores de renta fija es el índice BERC IG €) mientras que las de VENDER se emiten para aquellas compañías en las que la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A. espera una evolución peor a la del mercado de referencia. La recomendación de BAJO REVISIÓN se emite para aquellas compañías cotizadas en las que la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A. está analizando posibles cambios en las estimaciones o valoración tras algún hecho relevante que haga posible ese análisis detallado.

El presente informe ha sido preparado por la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A., de forma objetiva e independiente basado en información pública disponible, empleando información de fuentes consideradas fiables, pero Banco de Sabadell, S.A. no se hace cargo ni acepta responsabilidad ante posibles errores en dichas fuentes ni en su elaboración, ni se responsabiliza de notificar cualquier cambio en su opinión o en la información contenida en el mismo o utilizada para su elaboración.

La relación completa de compañías en cobertura y las recomendaciones emitidas en los informes publicados durante los últimos 12 meses sobre los instrumentos financieros analizados por Banco Sabadell pueden consultarse a través del enlace www.bsanalisis.com o a través del servicio de banca a distancia BSOonline en los apartados "Universo de Cobertura" e "Histórico de recomendaciones" respectivamente. El "Informe mensual de Estrategia de Renta Variable", documento consultable por las mismas vías, contiene la proporción total de emisores afectados por las recomendaciones (comprar, vender o bajo revisión) a fecha de hoy y en los 12 meses previos, así como los porcentajes de compañías objeto de análisis a las que se haya prestado actividades y servicios de inversión. El acceso al servicio de análisis requiere que exista una relación contractual previa, ya sea como cliente de la Entidad (clientes depositantes) o por haber suscrito un contrato oneroso de recepción de informes de análisis (clientes no depositantes).

Banco de Sabadell, S.A. se encuentra supervisado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores y por el Banco de España.

Este informe, ha sido elaborado por la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A. con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe, y está sujeto a cambio sin previo aviso. Banco de Sabadell, S.A. no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento. En ningún caso contiene recomendaciones personalizadas, y tampoco implica asesoramiento en materia de inversión. 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 pueden servir de base a ningún contrato o compromiso.

Los inversores deben tomar sus propias decisiones de inversión, basadas en sus objetivos específicos de rentabilidad y de posición financiera y empleando los consejos independientes que consideren oportunos, y no simplemente en el contenido de este informe. Las inversiones comentadas o recomendadas en este informe podrían no ser interesantes para todos los inversores. Banco de Sabadell, S.A. no asume 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 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.

Cuando una inversión se realiza en una moneda distinta de la de referencia del inversor, la evolución del tipo de cambio podría afectar a la inversión negativamente, tanto en su valor de mercado como en su rentabilidad.

Comunicación de intereses o conflictos de interés [Reglamento Delegado (UE) 2016/958]

Durante los 12 meses precedentes a la elaboración del presente informe, Banco Sabadell ha participado en operaciones de colocación y aseguramiento de emisiones de renta variable o renta fija de las siguientes Compañías objeto de Análisis por la Dirección de Análisis de Banco Sabadell: Acciona, Acciona Energía, Aedas Homes, Banco Santander, BNP Paribas, CAF, Cellnex, CIE, Ence, FCC, Ferrovial, Fluidra, ING Bank, Meliá, Metrovacesa, Sacyr, Société Générale, Solaria y Telefónica.

A fecha de este informe (i) Banco Sabadell no mantiene una posición larga o corta neta que sobrepase el umbral del 0,5% del capital social total emitido por ningún emisor, (ii) Banco Sabadell tiene concedida la exención para las actividades de creación de mercado prevista en el artículo 17 del Reglamento (UE) 236/2012 para los siguientes valores: Abertis, Acciona, Acerinox, ACS, Aena, Amadeus, Antena 3TV, Applus Servicios, Arcelor Mittal, Banco Sabadell, Banco Santander, Bankia, Bankinter, BBVA, Bolsas y Mercados, Caixabank, Cellnex, Dia, Enagás, Endesa, Euskaltel, Ferrovial, Gas Natural, Gestamp Automoción, Grifols, Hispania Activos Inmobiliarios, IAG, Iberdrola, Inditex, Indra, Inmobiliaria Colonial, Logista, Mapfre, Mediaset, Meliá, Merlin Properties, Prosegur, Red Eléctrica, Repsol, Sacyr, Siemens, Técnicas Reunidas, Telefónica, Viscofán y (iii) Banco Sabadell actúa como proveedor de liquidez para los valores de renta variable emitidos por Azkoyen, Fluidra, Global Dominion, Iberpapel, Inmobiliaria Colonial, Libertas7 y Sacyr.

A fecha de este informe ninguna Compañía objeto de análisis por parte de la Dirección de Análisis de Banco Sabadell posee más de un 5% del capital de Banco Sabadell.

Los siguientes miembros del Consejo de Administración de la entidad son a su vez Consejeros independientes de las siguientes sociedades cotizadas analizadas por la Dirección de Análisis de Banco Sabadell: Doña Aurora Catá Sala de Repsol y Atrys, Don George Donald Johnston de Acerinox y Merlin, Doña Alicia Reyes Revuelta de Ferrovial, Don David Vegara Figueras de Amadeus, Doña Laura González Molero de Acerinox y Viscofan, Doña M^a José García Beato de ACS, Don Pere Viñolas Serra de Colonial. Ningún Consejero del Banco tiene una relación comercial relevante con la(s) Compañía(s) objeto de análisis en este informe.

El Grupo Banco Sabadell tiene establecidos procedimientos de actuación y medidas de control que constan en el Reglamento Interno de Conducta del Grupo Banco Sabadell en el ámbito del mercado de Valores (aprobado por el Consejo de Administración de Banco de Sabadell el 24 de mayo de 2018), aplicable a los miembros de la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A., para prevenir y evitar los conflictos de interés en el desarrollo de sus funciones. Dichas medidas incluyen la obligación de los miembros de la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A. de informar de los conflictos de interés a que estén sometidos por sus relaciones familiares, su patrimonio personal o por cualquier otra causa, y mantener dicha información actualizada, así como el establecimiento de barreras y medidas de separación entre las distintas áreas de actividad que desarrolla la entidad relacionadas con valores negociables o instrumentos financieros y con respecto al resto de áreas y departamentos de Banco de Sabadell, S.A. de conformidad con lo previsto en la legislación aplicable, a fin de que la información y documentación propia de cada área de actividad se custodie y utilice dentro de ésta y la actividad de cada una de ellas se desarrolle de manera autónoma con respecto a la de las demás. Los empleados de otros departamentos de Banco de Sabadell, S.A. u otra entidad del grupo Banco Sabadell 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; asimismo Banco de Sabadell, S.A. o cualquier otra entidad del grupo Banco Sabadell puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento.

Dicho Reglamento Interno de Conducta puede consultarse en la Web corporativa del Grupo Banco Sabadell (www.bancsabadell.com).

Ninguna parte de este documento puede ser copiada o duplicada de ningún modo, reproducida, redistribuida o citada sin el permiso previo por escrito de Banco de Sabadell, S.A.

El Banco no realiza actividades de difusión de este informe en los EE.UU. ni dispone de autorización al efecto.

A 8 de julio de 2022, Banco de Sabadell, S.A. es titular, directa o indirectamente de al menos un 3% del capital social de las siguientes compañías cuyas acciones están admitidas a negociación en algún mercado organizado y que pueden ser objeto de análisis en el presente informe: GRUPO GREENING 2022, S.L. Adicionalmente, Banco de Sabadell, S.A. o entidades vinculadas pueden tener financiación concedida a alguno de los emisores mencionados en el presente informe.

La remuneración de los analistas que han elaborado estos informes no está vinculada, ni directa ni indirectamente, a las recomendaciones u opiniones expresadas en los mismos. Los factores de remuneración de los analistas pueden incluir los resultados de Banco de Sabadell, S.A., parte de los cuales puede ser generado por actividades de banca de inversión.