

## GREENING

Electricidad y gas

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

Virginia Romero 91 782 9158  
ROMEROVI@bancsabadell.com

# Mensajes de la Conference Call Rdos. 2023

**Cierre (19-04-24): 5,70 euros/acc.**

**Rango P.O.: 4,96-8,50 euros/acc.**

De la conference call de Rdos. 2023 destacamos:

- **Guidance 2024e:** el guidance considera superar 21 M euros en EBITDA (en línea plan negocio actual y BS), controlando los niveles de DFN/EBITDA <4x. La expansión será internacional con el foco en Norte América y Europa. También se **actualizará el Plan de Negocio 23-25 en breve**, de cara a adaptarse a la nueva realidad, **donde creen que se podrían superar los objetivos inicialmente planteados**. Los pilares de este nuevo plan girarán en torno a una Plataforma integral renovable a nivel global. Harán más gestión de cartera (M&A para generar equity y nuevas inversiones) y simplificación de la estructura de la compañía en tres áreas (Generación, construcción y comercialización).
- **Soluciones:** en 2023 ha sorprendido esta división, donde se cuenta con una cartera para construir de 235 M euros (con grandes oportunidades en EEUU y México). Actualmente el 76% de la cartera es internacional (80 M euros México, 56 M euros EEUU, 37 M euros en Italia vs 58 M euros España).
- **Generación:** ha conseguido 174 MW COD y en construcción vs 90 MW guidance (en parte por Bachoco en México y la cartera comprada en España). La cartera total de generación asciende a 6,9 GW (EEUU c. 1,8 GW en desarrollo y 2,6 GW en España). Las rentabilidades de los proyectos se sitúan c. doble dígito (más ajustado en Europa que México). Así, los PPA cerrados en los diferentes países varían con el mayor ajuste en España (c. 40/45 euros/MWh aunque para GGR sería superior dado el PPA firmado con la comercializadora). En Biometano cuentan con una cartera de 138 MW, (con 2 proyectos muy avanzados para construir a finales de 2024); principalmente estarían estudiando el mercado de EEUU y México al tener mucho más potencial que Europa.
- **Comercialización:** se multiplica por dos la cartera de clientes, aunque se queda algo por debajo en ingresos (por caída de precios y menores instalaciones de autoconsumo residencial). En 2023 se ha lanzado Lidera en Italia y se espera abrir también en Alemania a finales de 2024e.
- **Producción:** ha conseguido un margen interno superior al esperado.
- **Diversificación en las fuentes de financiación:** en 2023 se ha cerrado un acuerdo marco de pagarés por 20 M euros y otro con Susi Partners (para PPA en Europa sin recurso). En 1T'24 se ha cerrado el acuerdo para financiar 47 MW de Bachoco (PPA) con B.Santander.
- **Incremento de gastos financieros, impuestos de sociedades y provisiones:** los impuestos han aumentado por la alta concentración de bases imponibles en España, México e Italia que no se habría visto compensado con las de otros países con bases imponibles negativas (pero que se irán compensando a futuro). Por su parte, los intereses bancarios ascienden a 1,8 M euros por mayores tipos de interés en 2023, un mayor volumen de inversión a financiar y la alta concentración de la deuda de México (donde todavía no se estaría viendo la total rentabilidad de sus activos). Por último, también aumentan las provisiones; por el criterio de prudencia se han dotado potenciales desviaciones de los costes de proyectos (que se espera vayan mitigándose a futuro).
- **CF evoluciona positivamente:** el flujo de la actividad de explotación mejora significativamente por el incremento de Rdos. y la caída de NOF (por mejor capacidad de negociación de los contratos y la mayor confianza de los proveedores). Por su parte, los flujos de financiación también se incrementan en 2023 tras la salida a bolsa, emisión de deuda (a través de pagarés, *project finance* y deuda bancaria) y el repago de deuda (en parte con el acuerdo con Susi Partners). En total el CF aporta 11 M euros y favorece la mejora en la posición de caja del balance.
- **Deuda Financiera:** la DFN/EBITDA con recurso se sitúa en 1,4x y la DFN/EBITDA total c. 2,35x. El 44% de la deuda sería a tipo fijo (coste medio de la deuda bruta actual c. 5,4% vs <4% la neta) y el 78% sería deuda corporativa y 22% *project finance* donde se repartiría deuda en pagarés (2M euros), financiación circulante (25 M en pólizas de crédito y otros prestamos), y deuda a l/p (12,4 M euros; en PF sin recurso y 3 M euros con recurso a la matriz).
- **RRHH:** se está haciendo un gran esfuerzo en el talento, especialmente contratando a nivel internacional y aumentando el peso de la contratación femenina.

### VALORACIÓN

La Conference de Rdos. 2023 **pone de manifiesto el buen *delivery* de la compañía de cara a conseguir los objetivos del Plan Estratégico 23-25, gracias a la internacionalización** y el viento de cola que está suponiendo Norte América y Europa (a diferencia de España). Destacamos también **positivamente la evolución del CF** (en parte por la mejora del circulante) y el **compromiso con la ratio de DFN/EBITDA < 4x**, incluso bajo el actual proceso de inversión; para ello, la **gestión en M&A de la cartera de generación será clave** para generar equity (**con la cartera de España algo más cuestionada**) y poder controlar los gastos financieros y el apalancamiento. A corto plazo, será relevante conocer la **actualización del plan de negocio y ver los nuevos objetivos (si se reiteran los anteriores o se superan)** así como la estrategia internacional de la compañía a medio plazo. A pesar de que GGR no se haya visto penalizada en los últimos meses (c. +14% YTD) con el castigo sufrido en el sector renovable, la **compañía actualmente estaría cotizando en el rango medio de nuestra valoración (4,96-8,5 eur/acc) lo que implicaría descontar un escenario de capacidad a 2025e inferior a 500 MW del Plan Estratégico actual.**

**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: ArredondoL@bancsabadell.com  
Andrés Bolumburu: BolumburuA@bancsabadell.com  
Alfonso Mariátegui: MariateguiA@bancsabadell.com

**Farmacia, química y  
papeleras**

Luis Arredondo: ArredondoL@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: ArredondoL@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: ArredondoL@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](http://www.bsanalisis.com) o a través del servicio de banca a distancia BSONline 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, Aedas Homes, Banco Santander, BNP Paribas, CAF, Cellnex, CIE, Ence, FCC, Ferrovial, Fluidra, Greening, ING Bank, Meliá, Metrovacesa, Sacyr, Societé 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, Meriin 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<sup>a</sup> 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](http://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.