

Company Update

Buy
from
Share price: EUR 6.40
closing price as of 29/05/2019
Target price: EUR 9.25

Upside/Downside Potential 44.5%

Reuters/Bloomberg GRN.MC/GRN.SM

Market capitalisation (EURm) 136

Current N° of shares (m) 21

Free float 10%

Daily avg. no. trad. sh. 12 mth 5

Daily avg. trad. vol. 12 mth (m) 3.40

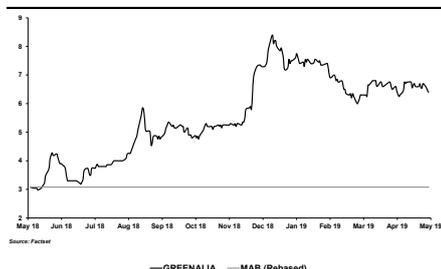
Price high/low 12 months 8.40 / 2.98

Abs Perfs 1/3/12 mths (%) -3.03/-7.91/117.69

Key financials (EUR)	12/18	12/19e	12/20e
Sales (m)	35	43	85
EBITDA (m)	2	4	28
EBITDA margin	6.5%	8.9%	32.8%
EBIT (m)	1	2	19
EBIT margin	3.7%	5.7%	22.5%
Net Profit (adj.)(m)	(3)	(5)	(9)
ROCE	1.1%	0.6%	2.8%
Net debt/(cash) (m)	88	315	515
Net Debt/Equity	nm	nm	nm
Net Debt/EBITDA	37.9	83.6	18.4
Int. cover(EBITDA/Fin.int)	2.3	2.5	2.1
EV/Sales	6.8	10.6	7.6
EV/EBITDA	nm	nm	23.3
EV/EBITDA (adj.)	nm	nm	23.3
EV/EBIT	nm	nm	34.0
P/E (adj.)	nm	nm	nm
P/BV	60.0	42.8	18.0
Op/FCF yield	-42.1%	-162.8%	-138.9%
Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%
EPS (adj.)	(0.12)	(0.26)	(0.42)
BVPS	0.12	0.15	0.36
DPS	0.00	0.00	0.00

Shareholders

Founder family 90%;



Analyst(s)

Víctor Peiro Pérez
victor.peiro@gvcgaesco.es
+34 91 436 7812

Reason: Initiation of coverage

30 May 2019

Greenalia: renovable por los cuatro costados

Greenalia ha iniciado una nueva etapa desde la bioenergía a la generación renovable a través de solar, eólico y biomasa. Su know how, su acceso a la materia prima y sus activos para la recogida, procesamiento y transporte de biomasa, marcan la diferencia frente a otros operadores respecto a la entrada en la generación de electricidad con ese combustible.

- ✓ El año 2019 seguirá siendo de transición en la compañía en el plano de los resultados, ya que es en este año cuando se pondrán en funcionamiento los primeros parques eólicos, que contribuirán en 2020, así como la planta de biomasa de Curtis, cuya construcción está avanzada en más de un 75%.
- ✓ El investment case de la empresa gira casi al 100% alrededor de los proyectos de renovables que ya tiene en construcción y desarrollo, porque actualmente el 100% de sus resultados provienen de la actividad de bioenergía, forestal y logística (cuyo Ebitda crece significativamente en 2018 y 1T19).
- ✓ El plan financiero de la empresa para 2019-2021 contempla la puesta en marcha de 178 MW eólicos en 2019, 50 MW de biomasa en 2020 y 243MW eólicos en 2021. Además el plan de inversiones añade 154MW eólicos y 230 MW SFV en 2022 y 197MW eólicos y 200 MW SFV en 2023.
- ✓ La cartera de proyectos de Greenalia alcanza en la actualidad más de 2.137 MW en las tres tecnologías y más de 240MW están o en construcción (97MW) o tienen ya acuerdos de terrenos, conexión, esquema de precios definidos, TS de los bancos y 90% de probabilidad de obtener los permisos.
- ✓ La primera cuestión que hay que plantearse es si hay sitio para esos desarrollos dada la proliferación de empresas con potentes carteras de proyectos por desarrollar. Nosotros hemos estimado que la capacidad renovable (principalmente fotovoltaico y eólico) en España en 2035 tendría que llegar a un mínimo de 88.000 MW desde los 28.000 MW actuales.
- ✓ La otra clave para el éxito financiero y la valoración de este tipo de compañías es el nivel de precios para la electricidad en el futuro. Nosotros nos hemos basado en nuestro modelo de costes marginales por tecnología, para concluir que un precio de 42 EUR/MW es una referencia válida para el medio plazo.
- ✓ El plan de desarrollo de la compañía puede llegar a casi 1.300 mEUR de inversiones (incluyendo las inversiones contingentes). Según la empresa este plan resultará en un Ebitda de 100 mEUR en 2023, y nuestras estimaciones alcanzan un nivel similar.
- ✓ En términos de deuda, los ratios tradicionales como apalancamiento y DN/Ebitda alcanzarán niveles bastante tensionados, pero sin embargo pensamos que el ratio DSCR (Debt Service Cash Rate) se mantendrá por debajo de los requerimientos habituales de las entidades de alrededor del 1,5x, permitiendo estructuras de financiación proyecto por encima del 60-70%.
- ✓ Fijamos nuestro precio objetivo de Greenalia en 9,25 EUR/ACC equivalente a unos 200 mEUR, a través de la media de dos metodologías. En la primera calculamos el valor de cada proyecto y por lo tanto el valor añadido actualizado a valor presente. La segunda es un DCF de los flujos de todos los proyectos.



CONTENTS

Investment Case	3
Plan 1-5-100: 1gw, 5 años, 100mEUR de Ebitda	4
Greenalia: accionistas, directivos y cotización	5
DAFO: buenas oportunidades... tomando riesgo	5
Actividades tradicionales de Greenalia: punto de partida	6
Planta de generación eléctrica con biomasa y con integración vertical	7
Las plantas de biomasa si dependen de la regulación al no ser rentables a precios de mercado	8
Financiación conseguida para todo el proyecto	9
Proyecto Eolo I: 178 MW eólicos en Galicia en 2019	11
Proyecto Eolo II: 243 MW eólicos en Galicia en 2020	12
Más proyectos eólicos a partir de 2022	12
Producción solar a partir de 2022	13
Un pipeline que da soporte al plan de desarrollo	14
Plan apoyado por el contexto en demanda y regulación...	15
...y por la mejora de la rentabilidad de las renovables	16
También el excelente entorno de financiación seguirá estando a favor	18
Venta de activos o de participaciones minoritarias en proyectos	18
Precios eléctricos: pieza clave en la rentabilidad	19
Retos del sector que pueden afear el escenario rosa...	20
...y mejoras tecnológicas que pueden aportar valor	20
Estimaciones financieras	21
Avance de resultados del 1T219	22
Situación financiera y estimación de deuda	22
Valoración: diferentes aproximaciones	23
Empresas comparables y otros agentes del sector	24

Investment Case

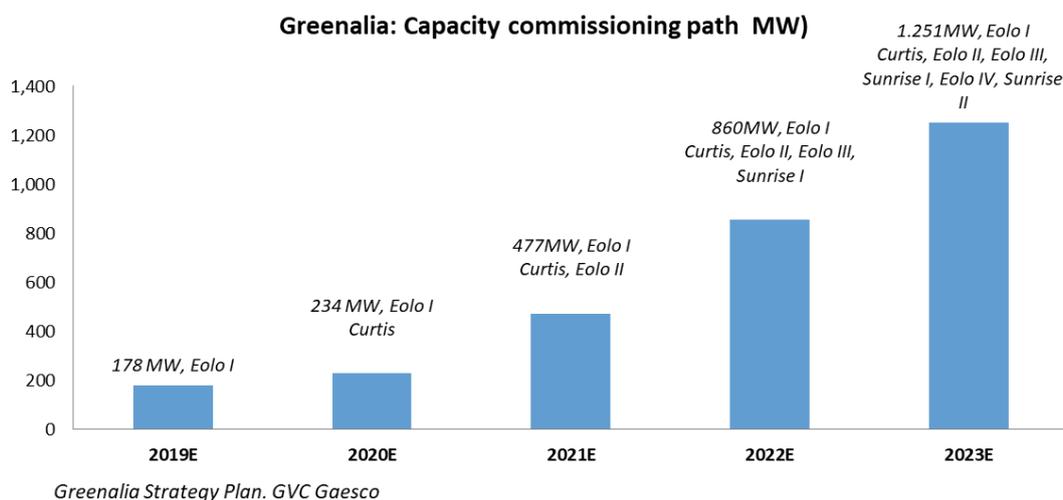
Greenalia es una empresa gallega que ha utilizado su experiencia en la gestión de la biomasa y su cercanía al terreno, para convertirse en un nuevo y sólido entrante en el sector de las renovables. Desde la experiencia y activos para la gestión de la biomasa procedente del bosque gallego, saltó al mundo de la energía renovable a través del desarrollo de un proyecto de biomasa de los mayores de España y que ya ha superado el ecuador de su construcción. La apuesta de los actuales propietarios se redobló con la adquisición de varios activos eólicos “ready to built” y la compra y adjudicación de varios derechos eólicos y solares, que le sirven para completar su apuesta verde.

Greenalia es una compañía que se puede incluir en el grupo de empresas que se han sumado al proceso de transición energética, que está sucediendo en España y en todo el mundo. En España, para cumplir el Plan Nacional de Energía y Clima para 2030 (74% de electricidad renovable en dicho año), se deben poner en marcha 26,5 GW nuevos de capacidad eólica y 30GW SFV, que a los costes unitarios actuales supondrían 29.000 y 17.000 mEUR de inversión. Es decir el plan de Greenalia supone menos de un 2% de dicha inversión potencial.

Actualmente los activos operativos de la empresa son los correspondientes a la actividad bioenergía y la recogida y venta de madera y biomasa. La planta de generación de 50 MW de biomasa está en un grado de construcción del 75% y financiada al 100% y entrara en funcionamiento en 2020. Los 178 MW eólicos del proyecto Eolo I, que se ponen en marcha a finales de 2019, ya tienen la financiación acordada, emplazamientos definidos, conexión y proveedores de equipo y explotación, habiendo comenzado la construcción. El siguiente proyecto cronológicamente hablando es el Eolo II, que supone la puesta en marcha de 243 MW eólicos en 2021.

En total la empresa tiene un pipeline de más de 2.130 GW en diferentes etapas de desarrollo, que incluye proyectos solares fotovoltaicos, y otros proyectos eólicos y de biomasa.

De cumplirse todos sus proyectos, la evolución de los activos de Greenalia será la siguiente:



Plan 1-5-100: 1gw, 5 años, 100mEUR de Ebitda

El plan financiero de la empresa abarca los años 2019-2021 e incluye la conexión de 184 MW eólicos en 2019, 50 MW de biomasa en 2020 y 243MW eólicos en 2021. El plan de inversiones tiene más horizonte y a las anteriores añade 154MW eólicos y 230 MW SFV en 2022 y 197MW eólicos y 200 MW SFV en 2023. También tiene identificados y con localización otros 80 MW de biomasa en Galicia (Lugo, 50MW) y Asturias (dos de 15MW).

En términos de visibilidad en los ingresos, hay que decir que la planta de Curtis está regulada bajo los términos de la subasta de enero de 2016, que asegura un ingreso mínimo de más de 99 EUR/MWh, con los que estimamos que podrá alcanzar una rentabilidad de proyecto de alrededor del 8%. Los parques eólicos incluidos en el proyecto Eolo I, se regulan bajo las condiciones de la subasta de julio de 2017, que asegura un precio mínimo suficiente para que con la inversión ofertada por la empresa, se alcance una rentabilidad financiera razonable, que en estos momentos se sitúa en el 7,35% (estimamos que en estos momentos equivale a un ingreso unitarios de unos 32EUR/MWh) y que en 2020 será revisado a 7,1% según la última propuesta de la CNMC, que es la que ahora tiene la función de fijar esa rentabilidad.

La ejecución de sus proyectos y los activos de los mismos, está realizada por proveedores de primer nivel y la explotación operativa de los diferentes parques, también está subcontratada con operadores de experiencia. Por ello la estructura propia de la empresa es reducida, aunque habrá que seguir de cerca la evolución de los costes de esa operación y por lo tanto su impacto en el margen Ebitda del caso base que es 80%.

La propuesta de valor de Greenalia es diferencial a otras del mercado en tres aspectos: a) parte de una estructura sin activos renovables históricos y por tanto sin legacies, b) está integrada verticalmente en la generación de biomasa, ya que aprovechará su estructura en la actividad de recogida y tratamiento de biomasa forestal y c) su proyecto incluye las principales energías renovables, biomasa, SFV y eólica a diferencia de otras empresas focalizadas en una tecnología.

Las inversiones renovables tienen mucho de proyecto financiero. A la financiación del activo con deuda proyecto, se une la financiación del equity aportado por la empresa en los proyectos. Buena parte de la valoración descansa en el valor añadido que se crea en los proyectos renovables en la fase de desarrollo del proyecto y a través de la financiación. Por supuesto también el éxito del proyecto descansa en la consecución de esos fondos.

Greenalia projects main metrics

	Capacity (MW)	Capex (mEUR)	Investments date	Contribution to P&L date	Yearly revenues	Yearly Ebitda	Ebitda Margin	Yearly Ebit	Yearly D&A	Proyect IRRe	Equity IRRe
Industrial Act.*					48.9	6.0	12.4%	3.6	-2.4		
Curtis	49.9	130	2018-19	2020	33.2	14.5	43.5%	-3.7	-18.2	8.8%	15.1%
Eolo I	178.0	206	2018-19	2020	26.2	21.0	80.0%	14.1	-6.9	8.4%	14.5%
Eolo II	243.0	280	2019-20	2021	37.5	30.0	80.0%	20.7	-9.3	8.8%	13.4%
Eolo III	153.0	165	2021-22	2023	22.5	18.0	80.0%	12.5	-5.5	8.9%	12.9%
Eolo IV	197.0	210	2022-23	2024	29.0	23.2	80.0%	16.2	-7.0	9.1%	13.1%
Sunrise I	230.0	145	2021-22	2023	18.5	14.8	80.0%	10.0	-4.8	8.4%	13.3%
Sunrise II	200.0	125	2022-23	2024	16.1	12.9	80.0%	8.7	-4.2	8.5%	13.6%
Total	1,250.9	1,261.0			232.0	140.4	60.5%	82.1	-58.3		

Greenalia BP and GVC Gaesco estimates. * Fuelwood, logistics, forestry, wood

Greenalia ha elaborado un business plan financiero hasta 2021 basando en los proyectos que ya considera que tienen una alta visibilidad. En el apartado de estimaciones veremos que nuestras previsiones se acercan a este business plan (10-20% por debajo en Ebitda).

Greenalia: Business Plan

mEUR	2019	2020	2021	2022	2023
MW (new)	184	50	243	384	396
MW (cum)	184	234	477	861	1257
Revenues	46,00	105,00	146,40		
Ebitda	3,34	34,70	64,10		
Ebit	2,26	15,50	30,00		
Net Income	0,29	0,72	5,94		

Greenalia: accionistas, directivos y cotización

Greenalia es una compañía española que cotiza en el MAB desde el 1 de diciembre de 2017, cuando debutó en el mercado con un valor del equity de 43,1 mEUR (2,03 euros/acc). Actualmente cotiza a 6,5 EUR/ACC y tiene una capitalización de unos 150 mEUR. Debido a este tamaño, el valor está incluido en el Ibex MaB15. También fue nominada como Star 2018 y 2019 por BME. La compañía está auditada por EY.

Otra presencia en el mercado proviene de la emisión de un programa de notas MTF en el mercado de Luxemburgo por 25 mEUR, del cual ya se han emitido dos tramos por un importe total de 9 millones de euros. Estas operaciones han permitido al grupo cubrir las necesidades de fondos propios para aportar al proyecto de la planta de generación eléctrica con biomasa de 50MW. Además estos bonos fueron calificados como “Green bonds” y cumplen con las condiciones de ser incluidos en la plataforma LGX, que es líder mundial en emisiones dedicadas a instrumentos financieros sostenibles.

El número de acciones actual es de 21.233.472 y el accionista principal de Greenalia, Manuel García Pardo, controla un 89,33% y adicionalmente es el CEO y el Presidente del Consejo de Administración.

El CFO de la compañía es Antonio Fernández-Montells y el COO es Mario Coucheiro. Los responsables de las unidades de negocio de renovables, logística, industrial y forestal son respectivamente Manuel García Pardo, Carlos Armenteros, Felipe Ovalle y Adrián Corredoria. La responsable legal es Laura Luaces.

El personal de la compañía está formado por 35 personas y se han incrementado en 5 puestos netos respecto a 2017. Se han producido varias incorporaciones de expertos del sector provenientes de otras compañías energéticas y legales, lo cual es positivo, porque en este tipo de compañías emergentes en renovables, una de las preguntas típicas de los potenciales inversores es si la gestión está suficientemente profesionalizada o es muy personalista y poco dimensionada.

DAFO: buenas oportunidades... tomando riesgo

La transición energética que se está produciendo a nivel global viene impulsada por dos vectores. Uno relativamente “artificial” es la decisión política de impulsar estas tecnologías para reducir la emisión de gases de efecto invernadero. El segundo sería la propia ganancia de rentabilidad de estas tecnologías por la bajada del coste de inversión y por lo tanto aumento de competitividad.

Al calor de este cambio y de la liberalización del sector, se abre un hueco para nuevos entrantes en el mercado, que roban cuota de mercado a las grandes eléctricas, igual que sucedió en el sector de telecomunicaciones.

Greenalia está dentro de ese grupo de empresas, pero aporta palancas diferenciadoras. Es una empresa muy pegada al terreno, algo que es muy importante en el papel de desarrollador de renovables y tiene experiencia en desarrollar EPCs, como se ha demostrado en la construcción de la planta de Curtis. Los mayores riesgos de estas empresas están del lado de la financiación de la parte del equity aportado en los proyectos.

Fortalezas

- Sólido track record y conocimiento en la gestión de biomasa
- Integración vertical en bioenergía y generación con biomasa
- Portfolio de proyectos diversificados por tecnología
- Cartera de proyectos apoyada en localizaciones y conexiones

Debilidades

- Incipiente reconocimiento por parte del mercado
- Necesidad de financiación alternativa
- Competencia sectorial por personal especializado
- Falta de experiencia provada en energía SFV

Oportunidades

- Gigante potencial de crecimiento en las renovables
- Amplia oferta de financiación por los bajos tipos de interés
- Posibilidad de realizar rotación de activos
- Posibilidad de M&A por el elevado apetito por las renovables

Amenazas

- Cambios inexperados en regulación o tecnologías
- Cambios en los mercados de financiación (tipos o riesgo)
- Cuellos de botella y retrasos en conexiones y suministros
- Descenso en precios de venta de la electricidad

Actividades tradicionales de Greenalia: punto de partida

Aunque el valor y la estrategia de la empresa pasa por los proyectos renovables, es necesario recordar que la vocación de la empresa y los accionistas por las actividades de energía renovables, procede de la presencia de unos 20 años en la actividad forestal en Galicia. A partir de la estructura en ese sector, Greenalia se ha ido integrando verticalmente y horizontalmente hacia la producción de energía con la biomasa como materia prima en un principio y expandiéndose a las renovables posteriormente. En las actividades de producción de energía con biomasa comenzaron hace 12 años, en 2006, a través de la producción de energía eléctrica, térmica y de biocombustibles (pellets y astilla seca). En los últimos años y sobre todo con la adjudicación de la planta de biomasa de Curtis en 2016 y la compra y adjudicación de varios proyectos en las energías eólicas y fotovoltaicas la empresa ha entrado de lleno en las energías renovables.

Las principales actividades “tradicionales” de la empresa son las siguientes:



Forestal: Greenalia es una empresa líder del sector forestal en la península ibérica, y greenalia forest es la empresa del grupo responsable de la compra a los propietarios forestales y posterior comercialización de los productos a sus clientes. Actualmente gestiona un volumen superior a las 600.000 toneladas de productos forestales al año. Con una dilatada experiencia en el sector, la empresa es líder en la península ibérica en la actividad de suministro de materia prima forestal para diferentes actividades (celulosa, tablero, pellets, aserrado, producción de energía eléctrica, térmica, etc.). El proceso productivo de la empresa abarca todas las áreas desde la compra hasta la comercialización de los productos forestales. Para ello la compañía cuenta con elementos industriales como camiones, autotransportadores y empaquetadoras de última generación. La madera que suministra tiene en un 100% los certificados FSC y PEFC, que garantizan la gestión social y económicamente sostenible de los bosques y de la explotación de los recursos maderables y no maderables. Entre los principales clientes de esta actividad se encuentran Altri, Navigator Company y Ence.

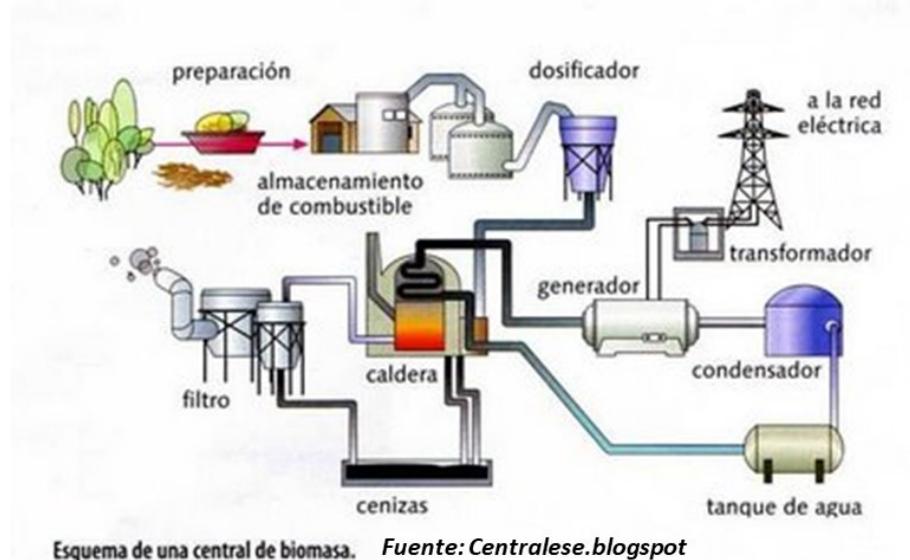
Logística: Greenalia Logistics es la sociedad del grupo que desarrolla la actividad logística, no solo relacionada con la actividad forestal sino también con otras actividades empresariales, para el Grupo y para terceros. La actividad logística contribuye a la integración vertical del grupo, e incluye todas las áreas, desde el almacenaje, la estiba, el transporte, la agencia consignataria y aduanera. La empresa ha adquirido recientemente un barco con bases en Ferrol y Figueira da Foz, que transporta mercancías no peligrosas, para el Grupo y para terceros, y que ya genera más de 600.000 EUR de Ebitda al año. La empresa tiene autorización de estiba para el puerto de Ferrol y los otros puertos de Galicia gestionados por la Autonomía.

Actividades relacionadas: Greenalia Industry está especializada en la producción de biocombustibles (Pellets y Astilla Seca) que posteriormente se consumen, por terceros o por instalaciones que gestiona bajo la modalidad de contrato de servicios energéticos (calor y frío), como hospitales, hoteles, fabricas agroalimentarias. Greenalia Heating & Cooling gestiona y ejecuta dichos contratos bajo la modalidad de servicios energéticos con producción de energía térmica (calor y frío) procedente exclusivamente de biocombustibles.

El conjunto de estas actividades es el que ha proporcionado la base de los resultados hasta 2018. Con una facturación conjunta de unos 40 mEUR, un margen Ebitda medio del 5% y una deuda de unos 5 mEUR. La integración vertical que supondrá la reciente compra del barco y sobre todo la puesta en marcha de la planta de biomasa, permitirán un salto de la facturación a más de 50 mEUR y añadirá un Ebitda de 1,5 mEUR.

Planta de generación eléctrica con biomasa y con integración vertical

El proyecto Curtis, consta de una planta de casi 50 MW alimentada con biomasa, que se sitúa a 150 km de Vigo y 50 km de A Coruña. La inversión prevista es de 135 millones de euros (128 mEUR de capex y el resto de inversiones contingentes y existencias de combustible) y la vida regulatoria es de 25 años. La ingeniería de la planta comenzó en septiembre de 2017 y se espera que las obras finalicen en septiembre de 2019, con el inicio de la producción comercial en marzo de 2020. A cierre de 2018 se habían invertido en el proyecto casi 100 mEUR con un grado de avance del 75%.



El load factor de este tipo de planta de biomasa se puede alrededor del 90%, aunque lo reducimos al 75-80%, ya que aproximadamente un 13-15% se consume en la propia planta. Como veremos abajo, la producción que se beneficia de la regulación está limitada a 6.500 horas, aunque el resto se puede vender a precios de mercado.

Como se puede ver en la imagen, la planta de Curtis ya tiene instalados los principales componentes de la misma y además tiene ya preparado el aprovisionamiento de biomasa para dos meses, como exigen los contratos de financiación. El avance de la obra se sitúa alrededor del 75%.



Las plantas de biomasa si dependen de la regulación al no ser rentables a precios de mercado

La regulación de esta planta, al provenir de la subasta de 2016, asegura un ingreso por RO (retribución por operación) suficiente como para que el ingreso total teniendo en cuenta ese incentivo más lo percibido por la venta de la electricidad en el mercado, alcance algo más de 99 EUR/MWh. Dado que la estimación del gobierno es que el precio de mercado este en 52 EUR/MWh, el valor actual del Ro es de 47,70. Nosotros estimamos que el medio plazo se mantendrá entre 40 y 50 EUR/MWh. Este incentivo se reconoce si las horas de funcionamiento se mantienen en un máximo de 6.500 y un mínimo de 3.000 horas al año.

Pool price estimates to calculate Ro

EUR/MWh	2017	2018	2019	>2019
LS2	49.81	48.3	48.68	60
LS1	46.33	44.92	45.28	56
Estimated pool price	42.84	41.54	41.87	52
LI1	39.35	38.16	38.46	48
LI2	35.87	34.78	35.06	44
Real Avg Price *	53.175	58.16	55.76	56

Spanish regulator. Omie. * GVC Gaesco estimate for 2019

El juego de los límites anteriores hace que en teoría el ingreso máximo por las horas reguladas pueda llegar a ser de 104 EUR/MWh, y el mínimo de 95 EUR/MWh, pero a medio plazo lo normal es que se sitúe en la media de 99,94 EUR/MWh.

Por lo tanto los ingresos regulados anuales por operación serán equivalentes al producto de la producción anual multiplicada por la suma del precio del pool más la Ro. Adicionalmente hemos incluido en los ingresos de Curtis, la venta de la electricidad generada en las horas que superen las 6.500 al precio de mercado, que en nuestras estimaciones es constante a 42 EUR/MWh.

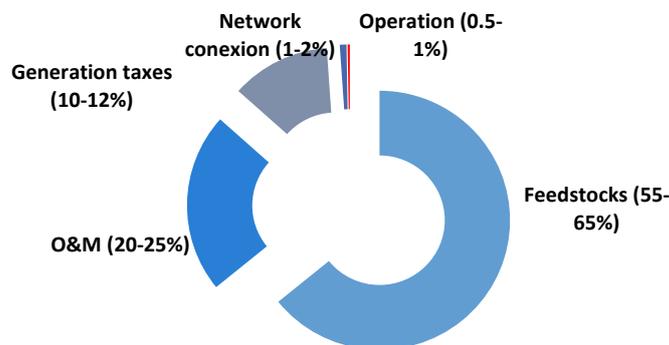
Los precios estimados por el regulador, se revisan cada tres años y las desviaciones generadas entre el precio real de venta en el mercado y dicha estimación, se compensan en parte, dependiendo de los límites superiores e inferiores mostrados en la tabla anterior.

En términos económicos estimamos unos ingresos de unos 32 mEuros y un margen Ebitda sobre ventas de alrededor del 40-45%, lo que supone unos 14 mEUR de Ebitda al año cuando esté en pleno funcionamiento. Esta estimación está basada en 6.480 horas de producción al año y 42 EUR/MWh de precio de pool más 57,5 EUR/MWh de Ro, sin incluir inflación en ambos casos. Adicionalmente estimamos e incorporamos el ingreso de la venta a precio de mercado (sin Ro) de la producción por encima de las 6.480 horas. También incorporamos un ratio de agotamiento del 0,5% anual desde el décimo año de funcionamiento.

Greenalia tiene proyectos de biomasa en estudio por otros 130MW en Galicia y Asturias, de los cuales 80 MW están en un desarrollo bastante avanzado y 50 MW aún están en "early stage".

El negocio de la generación con biomasa puede ser muy diferente en función del combustible que se utilice para realizar la combustión. En el siguiente gráfico, exponemos una estructura de costes general para este tipo de plantas, que puede variar en función del tipo de combustible y de los contratos de O&M que se firmen. La caldera instalada por Greenalia es de lecho fluido en lugar de parrilla, lo que le da una mayor flexibilidad y está construida por la empresa finlandesa Valmet, lo que le ha permitido acceder a la financiación de la Agencia de Crédito a la Exportación finlandesa (ECA), con un coste financiero reducido.

Biomass Plant cost structure



GVC estimates

El catálogo de energía producida con biomasa es muy amplio ya que puede abarcar muchos tipos de materias primas para alimentarse siendo los principales los residuos vegetales, incluyendo forestales y los residuos orgánicos. Las primeras generaciones de plantas de biomasa solían basarse en residuos de la caña de azúcar o del maíz. La segunda generación está basada más combustibles no ligados a alimentos, como residuos forestales, que es precisamente la materia que utilizará la planta de Curtis.

Con una eficiencia de alrededor del 34-35%, la planta de biomasa de Curtis consumiría unas 500.000 Tn/año, y Greenalia a través de su actividad forestal, gestiona unas 600.000 Tn/año, por lo que el suministro de biomasa queda garantizado.

Según informes del sector y de IDAE en Galicia hay un potencial de unos 5 millones de toneladas de residuos forestales al año de lo que sólo se aprovechan unos 2m. El coste medio de obtención de la biomasa forestal en España es de entre 26 y 43 EUR/Tn, de acuerdo con esos estudios. El coste de la biomasa para Curtis será de entre 20 y 25 EUR/tn, ya que Greenalia se lo venderá a precios de mercado.

Con estas hipótesis y esta regulación, estimamos que la TIR del proyecto se sitúe alrededor del 7-9% y la TIR del equity estaría alrededor del 15%, con un payback de unos 11-12 años y un valor añadido de unos 32 mEUR en valor presente, equivalente al 25% de la inversión.

Financiación conseguida para todo el proyecto

Como se ha publicado en los correspondientes hechos relevantes, la empresa ya tiene la totalidad del proyecto financiado. En nuestras estimaciones y valoración del proyecto hemos incluido un coste financiero medio del 4% y una madurez de la deuda de 15 años y un 75% de deuda.

La financiación del proyecto se ha completado con varias fuentes de endeudamiento. El tramo principal se ha materializado con deuda senior mediante un "préstamo verde" (según Standard&Poors) por 100 mEUR, aportados por el BEI, Santander - ECA e ICO. Teniendo en cuenta esos diferentes tramos de financiación estimamos que el coste de la financiación debe estar alrededor de 2,5%-3%. Hay que tener en cuenta que el proyecto cuenta con una garantía de la ECA finlandesa que supone que para ese tramo el coste es inferior al 1%.

El segundo tramo de financiación para poner en marcha de la planta, abarca un importe es de 23 mEUR a través de un préstamo mezzanine, más un préstamo participativo de Greenalia SA y el capital aportado de 5 mEUR.

Greenalia ha complementado su financiación con varios préstamos con fondos y con entidades de crédito, con costes de entre el 1% y el 8%, y con un programa de bonos simples por 25 mEUR con un coste del 6,75% en este último caso.

Curtis Plant: funding scheme

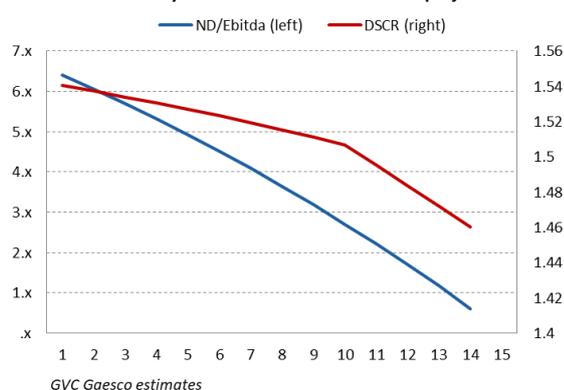
Total Investment	EURm	Cost	Maturity
Project Senior loan	76	2-3%	16
Project Senior loan (ECA financing)	24	0,5-1%	16
Mezzanine	23	11-12%	16
Equity Loan	7	11-13%	15
Equity	5		
Total	135		

Greenalia. GVC Gaesco Estimates

La planta de biomasa de Curtis, ha recibido a finales de marzo el premio a la mejor planta de biomasa de 2018 por IJ Globals, la plataforma especializada en proyectos de infraestructuras. También la financiación obtuvo la máxima calificación (E1) como préstamo verde, por la agencia de evaluación Standard&Poor's, siendo el primer proyecto de biomasa en España financiado desde sus inicios mediante la modalidad de Project Finance, lo que permitió a Greenalia convertirse en la primera pyme en emitir un bono verde en Europa.

Una de las condiciones para este tipo de préstamo es que el Ratio de Cobertura del Servicio de la Deuda no sea inferior a 1,54x durante la vida de préstamos de 16 años. Nuestra estimación para este proyecto sitúa el SD en 8,7 mEUR y el cash flow se movería entre 13,2 y 12,2 mEUR, lo que significa que el eDSCR se movería entre 1,4 y 1,5, pero hay que tener en cuenta que nuestra previsión proviene de una estimación de Ebitda de 14,5 mEUR y unos impuestos del 20%, que suponemos dan unos número algo más conservadores que los de las entidades de crédito.

Estimated key financial measures for Curtis project



Proyecto Eolo I: 178 MW eólicos en Galicia en 2019

El proyecto Eolo 1 consta de hasta 184 MW (178 MW tras los ajustes por capacidad y localizaciones) repartidos en dos zonas de Galicia e incluye los siguientes parques eólicos:

- Miñón con 24,25 MW, (admitido a trámite)
- Monte Tourado, 10,40 MW, (admitido a trámite)
- Croa, 6,9 MW, (autorizado)
- Croa II, 13,8 MW, (admitido a trámite)
- Campelo 40 MW, (admitido a trámite)
- Bustelo, 45 MW, (admitido a trámite)
- Monte Toural, 19 MW, (admitido a trámite)
- Ouro, 24 MW (autorizado)

El origen de estos parques es el desarrollo propio y adquisición. Los derechos de retribución de esos parques fueron adjudicados a Greenalia para 133 MW en la subasta de 2017 y adicionalmente se adquirieron derechos de retribución para 49 MW adjudicados en la misma subasta, a la constructora Hocensa. La inversión total estimada en este parque está cuantificada por Greenalia en unos 190-200 Meur. Esta inversión incluye todos los desembolsos necesarios para la puesta en marcha del proyecto, desde las cuentas operativas bloqueadas hasta el EPC incluyendo por supuesto los equipos. Esta definición de la inversión es importante ya que otras empresas sólo incluyen equipos y/o EPC.

El estado de este proyecto Eolo es que han finalizado todos los trabajos de preparación para los 178 MW (6MW menos de lo esperado, debido a temas de seguridad y ambientales, que se compensarán en otros proyectos futuros), las obras para 46,5 MW han comenzado, los EPC y O&M están en proceso de cierre contractual y las due diligences Legal (WFW), técnica y viento (DNV y de mercado y comercial (Poyry) ya están realizadas. Las turbinas serán Enercon para 5 parques y Siemens Gamesa para 3 parques.

En cuanto a la financiación, se trabaja con una proporción de deuda proyecto del 75%. En diciembre de 2018 se firmó el aseguramiento de un préstamo senior para este proyecto con Banco Santander, por un importe máximo de hasta 156 mEUR. La materialización de esta financiación, está aún sujeta a unos hitos como una due diligence, a la obtención de los permisos por parte de Greenalia y la obtención y cierre de un PPA satisfactorio. A día de hoy ya se ha pre-acordado un PPA financiero con swaps y floor, que garantiza un mínimo por encima del que implica la subasta de julio de 2017.

La estrategia de Greenalia es financiar su aportación, utilizando financiaciones subordinadas o alternativas como mezzanine con fondos de inversión.

Todos estos parques incluidos en el proyecto Eólo I están regulados bajo las condiciones de la subasta de julio de 2017, que garantiza un precio mínimo de venta de la electricidad de los parques de tal forma que el activo pueda alcanzar en todo caso la rentabilidad financiera razonable establecida en cada momento por el regulador, y que hasta 2019 es del 7,35% pero en el periodo regulatorio 2020-2025 puede ser de 7,1% como ha propuesto la CNMC. Sin embargo esta subasta obliga a que los parques estén conectados antes de fin de 2019, y puede que algunos MW se retrasen con lo que se perderían los avales comprometidos. El grado de avance en el que están los proyectos hace que esta situación solo afecte a pocos MW, y además el coste del aval se puede repartir con proveedores, por lo que el impacto será menor. La idea es que estos parques tengan un PPA, como esquema de precios, lo que deja en segundo plano el hecho de que les regule la subasta.

Nuestra hipótesis de precios para el sector eléctrico en los próximos 20 años es de 42 Euros/MWh, lo que nos lleva a una rentabilidad de estos proyectos del 8%, que se incrementa a nivel de rentabilidad del equity, teniendo en cuenta que el proyecto va apalancado en un 75% y que adicionalmente Greenalia financia parte del equity aportado.

Proyecto Eolo II: 243 MW eólicos en Galicia en 2020

Greenalia, además de los proyectos de EoloI, tiene una cartera adicional de proyectos eólicos de más de 850 MW en diversas fases de desarrollo, y algunos de ellos preparados para entrar en operación a finales de 2020. De estos se desprende el proyecto Eolo II que consta de 243 MW repartidos por el centro de Galicia y que incluye los siguientes parques eólicos:

- Felga con 21,0 MW, (admitido a trámite)
- Gato, 25,2 MW, (admitido a trámite)
- Penas Boas, 16,8 MW, (presentado)
- Ombra, 50 MW, (admitido a trámite)
- Monte Cordal 16,8 MW, (presentado)
- Friol, 21 MW (Autorizado)
- Pena de Cabra, 25,2 MW, (presentado)
- Suime, 33,6 MW, (admitido a trámite)
- Coto dos Chaos, 33,6 MW, (admitido a trámite)

La inversión proyectada por Greenalia en estos proyectos asciende a unos 250-260 mEur, con un grado de apalancamiento inicial del proyecto del 55-65%. La TIR que estimamos para este activo es 8%, similar a la de Eolo II, ya que consideramos unos precios de venta similares.

Más proyectos eólicos a partir de 2022

Greenalia, dentro el proceso de desarrollo de su cartera de proyectos ha identificado otros dos grupos de parques eólicos: EOLO III y EOLO IV. El primero con casi 154 MW a construir en el sur de Galicia y el segundo con más de 197 MW en el noroeste. Las inversiones respectivas en ambos grupos de proyectos son 165 y 210 mEur respectivamente.

Estos proyectos se encuentran en estado de Advanced Development, pero con permiso de acceso a la red y 55MW con permisos administrativos.

Eolo III	MW	Eolo IV	MW
Cabanelas	20.79	Pena do Pico	37.8
Lamas	33	Carballal	37.8
Fonsanta	50	Restelo	42
Alto de Rodicio	50	Acevezal	21
		Granxón	25.2
		Monteiro	33.6
Total	153.79		197.4

Greenalia

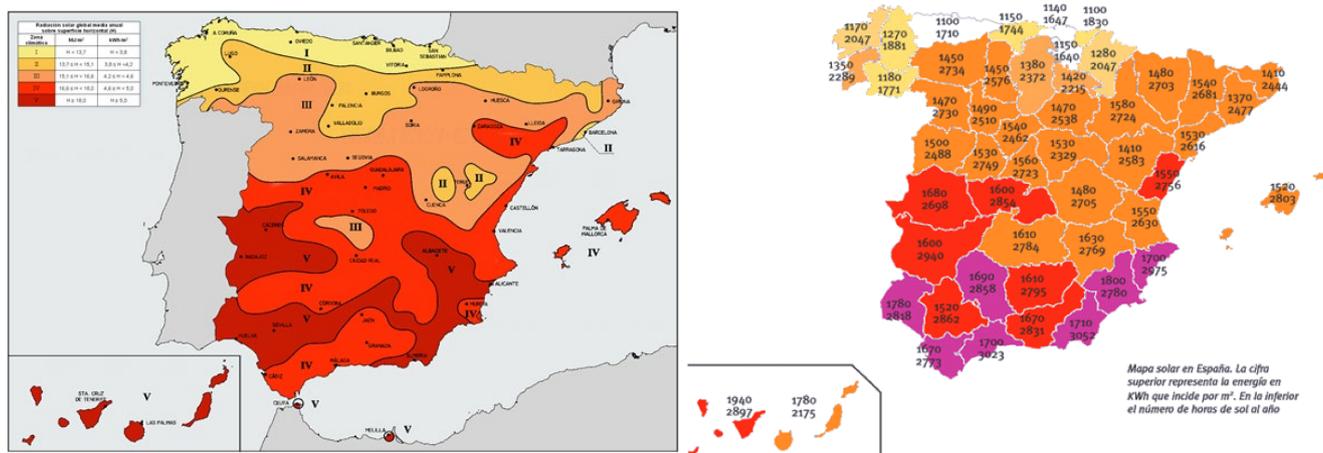
Producción solar a partir de 2022

Greenalia también ha sentado las bases para la entrada en la generación fotovoltaica con los proyectos identificados como Sunrise I y II que están previstos con entrada en funcionamiento en 2022 y 2023 respectivamente. La compañía varios proyectos fotovoltaicos de los que ahora forman Sunrise I. Tres de los proyectos están situados en Extremadura, y suman una potencia total de 129,8 MW. Los otros dos restantes se localizan en Andalucía, y alcanzan unos 100MW.

Sunrise I	localización	MW	Sunrise II	localización	MW
Valverde	Extremadura	30	Almendral	Extremadura	50
El Gordo	Extremadura	50	Olivenza	Extremadura	50
Los Manantiales	Extremadura	50	Trujillo	Extremadura	50
Maestre	Andalucía	50	Belén	Extremadura	50
La Romana	Andalucía	50			0
Total		230			200

Greenalia

Todos esos proyectos foto-voltaicos que tiene Greenalia están situados en la zona V, según la clasificación de radiación diaria por superficie y por número de horas de sol al año. El tamaño medio de los parques que espera instalar Greenalia es de 50MW y el factor de carga esperado es superior a 2.000 horas al año, lo que es coherente con los mapas de radiación publicados por diferentes asociaciones de energías renovables o instaladores.



Las magnitudes financieras de los proyectos solares son bastante estándar en el sector, aunque los factores de carga están mejorando progresivamente con la instalación generalizada de paneles con seguidores de un eje y con el aumento de la eficiencia que se está produciendo en el sector. Unas mejoras que poco a poco se están generalizando son el panel de doble cara y cierto nivel de almacenamiento.

La tecnología que está barajando Greenalia es la de un seguidor y por el momento no incluirá almacenamiento, hasta que la tecnología esté más avanzada y la regulación más clara. La empresa está incluyendo en sus hipótesis una inversión unitaria de 650.000 Euros por MW, una financiación del 60%-70% y un modelo de precio de PPA o mercado.

Un pipeline que da soporte al plan de desarrollo

En la presentación de resultados de 2018, la empresa identificó un pipeline de unos 2.136 MW, clasificados en cuatro diferentes estados de desarrollo. La empresa tiene el objetivo de desarrollar 1.000 MW para finales de 2023, y para ello ha identificado un 25% adicional de proyectos con el fin de cubrir contingencias. Estos proyectos estarían en fase de Advanced Development, y adicionalmente la cartera de pedidos tendría otros casi 700MW adicionales en early stage.

Greenalia: Pipeline

MW	Under Construction	Backlog	Advanced Developme	Early Stage	Total
Wind	46,5	135,1	760,1		941,7
SPV			380,0	635,0	1.015,0
Biomasa	50,0		80,0	50,0	180,0
Total	96,5	135,1	1.220,1	685,0	2.136,7
# projects	2+0+1	6+0+0	25+8+3	0+14+1	61

Greenalia

Aunque hay un mercado de derechos de instalación de potencia renovables, los precios son poco transparentes y varían mucho dependiendo de la fase en la que se encuentren. Según referencias que hemos podido conseguir, derechos de instalación en situación de “ready to build” alcanzan precios de 100k-150k por MW. Pero también hay que tener en cuenta que el precio pagado puede cambiar mucho dependiendo de si el comprador es un agente industrial o si es un inversor puramente financiero, ya que el objetivo de TIR será muy diferente.

Las características que, según Greenalia, tienen que cumplir los activos en cada una de las fases, clasificados desde los de menor grado a los de mayor grado de avance son las siguientes:

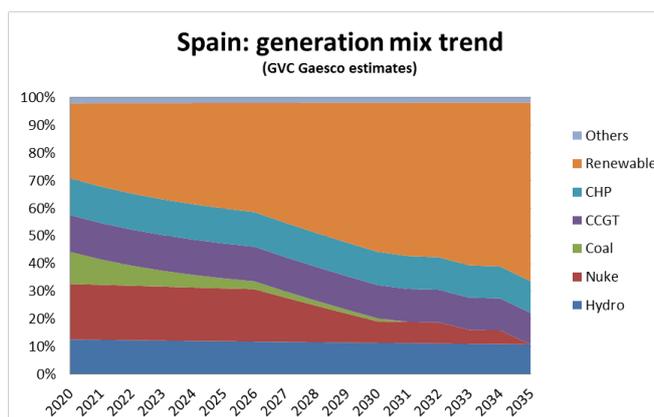
- Early Stage: incluye los proyectos que tienen alguna posibilidad de alcanzar acuerdos sobre terrenos y conexión
- Advanced Development son proyectos con un 50% de posibilidades de alcanzar acuerdos sobre terrenos y 90% de posibilidades de obtener punto de acceso y conexión.
- Backlog considera proyectos que ya tienen acuerdos de terrenos y de conexión, además tienen un 90% de posibilidades de obtener los permisos necesarios para su instalación, un esquema de precios ya definido (a través de subasta o de PPA) y un term sheet de los bancos.
- Los proyectos Under Construction considera proyectos con el visto bueno de inicio de los bancos a través de la Notice to Proceed.
- IPP/ Operación, considera proyectos y activos en operación, en funcionamiento y produciendo electricidad, es decir Brownfield.

Plan apoyado por el contexto en demanda y regulación...

El reciente proyecto de Ley presentado en el parlamento, aunque su tramitación ha quedado suspendida por las elecciones generales, gira entorno a un objetivo de que en el año 2030 las emisiones de gases de efecto invernadero del conjunto de la economía española descieran al menos, un 20% respecto del año 1990, que se alcance en el año 2030 una penetración de energías de origen renovable en el consumo de energía final de, al menos, un 35% y que en el año 2030 la generación del sistema eléctrico proceda al menos en un 70% de energías de origen renovable. Para el año 2050, la generación eléctrica deberá estar basada en un 100% en fuentes renovables.

El Gobierno realizará subastas de derechos económicos de generación renovable por al menos 3.000 MW anuales y cambiará el sistema regulatorio para que en lugar de la inversión comprometida, esa un precio fijo la variable que determine el ganador de las subastas. En dichas subastas se podrá realizar una reparación entre tecnologías, a diferencia de las subastas de 2017, donde había neutralidad tecnológica.

Adicionalmente se prohíben nuevas exploraciones de hidrocarburos y se incluyen medidas de electrificación del transporte con el objeto de que en 2040 todo vehículo nuevo sea de 0 emisiones. Para ello se obliga a las grandes gasolineras a instalar puntos de recarga rápida de VE. También se fomentarán otras medidas de aprovechamiento de energías renovables como el almacenamiento, la hibridación las centrales de bombeo o el mantenimiento de los derechos de conexión a la red y evacuación de electricidad de instalaciones no renovables que se transformen en renovables.



La capacidad de generar electricidad renovable tendrá que ser capaz de atender ese crecimiento y esos objetivos de emisiones nulas, con el cierre esperado de las instalaciones de carbón en 2030 y el recientemente acordado cierre de las plantas nucleares de forma progresiva desde 2027 a 2035.

Estimamos que para 2035 el parque de generación fotovoltaico y eólico tendrá que llegar a un mínimo de 88.000 MW desde los 28.000 MW actuales. Por la mayor complejidad y necesidad de terrenos más complejos, lo lógico es que el mayor desarrollo se produzca en la energía SFV. Los agentes del sector apuntan a unos 5.000 MW/año de instalaciones.

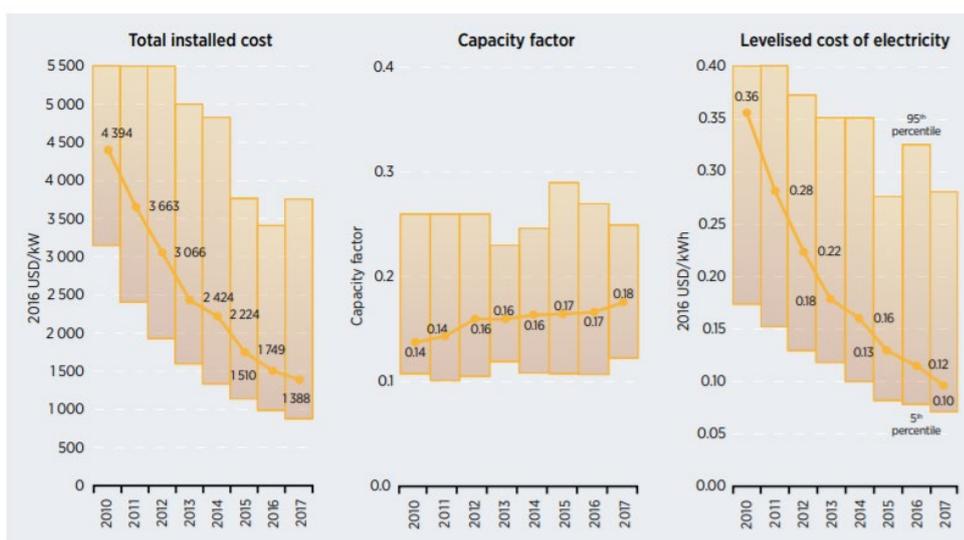
Estas fuertes inversiones necesitan de una sólida visibilidad regulatoria y en este sentido, el anteproyecto de Ley presentado por el actual gobierno, pero con acuerdo de la casi totalidad del Parlamento, que aún debe convertirse en un texto regulatorio firme, mantiene estable la tasa de rentabilidad razonable actual (7,389%) para las instalaciones anteriores al RDL 9/2013, durante los dos siguientes periodos regulatorios, es decir, hasta el 31 de diciembre de 2031.

...y por la mejora de la rentabilidad de las renovables

El fuerte desarrollo que se espera en renovables en España, es replicable en muchos mercados y no solo europeos. Greenalia está por el momento centrada en el mercado doméstico, sin embargo la gran expansión de estas tecnologías a nivel global se está traduciendo en una mejora de la eficiencia de los activos, una caída de los precios de inversión unitarios y por lo tanto una mejora de la competitividad, es decir una bajada del precio necesario para que estos activos sean rentables (LCOE, Levelized Cost of Energy).

Los costes unitarios de inversión en todas las tecnologías renovables continúan bajando como se puede ver en estos gráficos de la Agencia Internacional de la Energía Renovable.

En Solar Fotovoltaica, el coste de inversión se ha dividido por >3x desde 2010 y la tecnología ha permitido que el factor de carga haya pasado de 14% a 18% en media global, pero que en algunos lugares se ha superado ya el 20% ampliamente como en las zonas de más irradiación de España. Esto ha llevado a dividir por más de tres veces el LCOE global. Hay que destacar que el LCOE es una medida de comparación de competitividad pero que puede diferir sustancialmente del precio de venta o de un precio acordado en un PPA (Purchasing Power Agreement).



Source: IRENA Renewable Cost Database.

La mayor contribución al descenso del importe unitario de la inversión ha sido el descenso del precio de los módulos, que en Europa (monocristalino) han bajado un 83% desde 2010 a 2018. Aun así, las diferencias de precio en los módulos por países son importantes. En China e India se alcanzan los precios más bajos, ya por debajo de 0,5 mEUR/MW, algo de lo que se benefician muchas empresas españolas que importan las piezas desde esos mercados. Hay que tener en cuenta que el coste del módulo puede suponer entre el 70% y el 40% del coste total de la instalación.

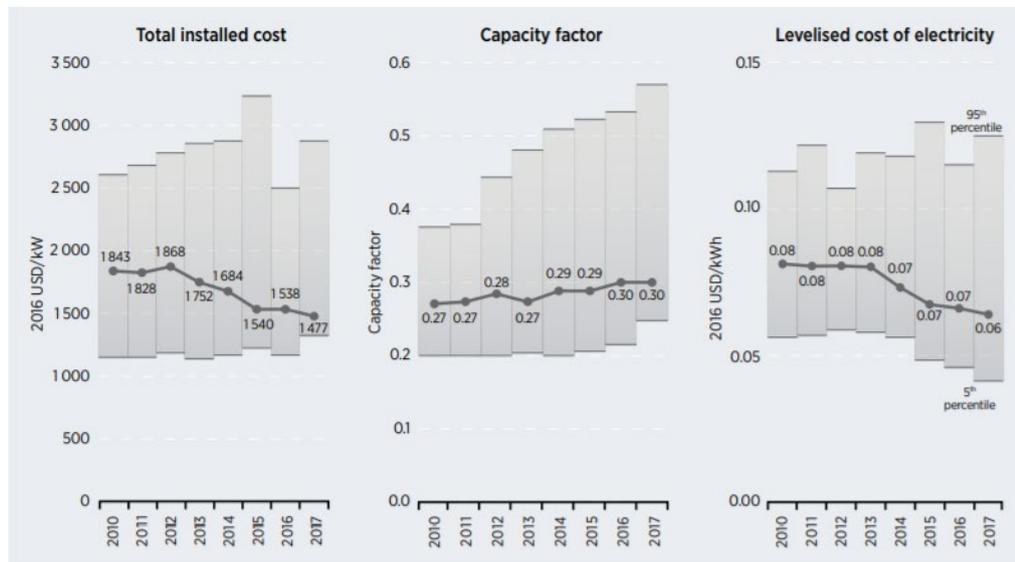
En el periodo 2010-2017 China, Japón, Alemania, Francia, Italia, UK e India, el coste total de instalación ha caído por encima del 70% y en EEUU, debido a la protección arancelaria, el descenso ha sido del 52%.

El aumento de la media del factor de carga a nivel global ha sido posible por la instalación en lugares con más irradiación, el uso de ejes de orientación y el aumento de la eficiencia.

Debido a la bajada del coste unitario de inversión, el coste de O&M está cobrando más importancia, mientras que tradicionalmente era casi irrelevante. Actualmente en países como Alemania pueden llegar a ser del 20% del LCOE.

El LCOE medio global se sitúa en la actualidad alrededor de 50 EUR/MWh, pero en los mercados más adelantados y competitivo es inferior a esa cifra, como se ha visto en recientes subastas y PPA firmados.

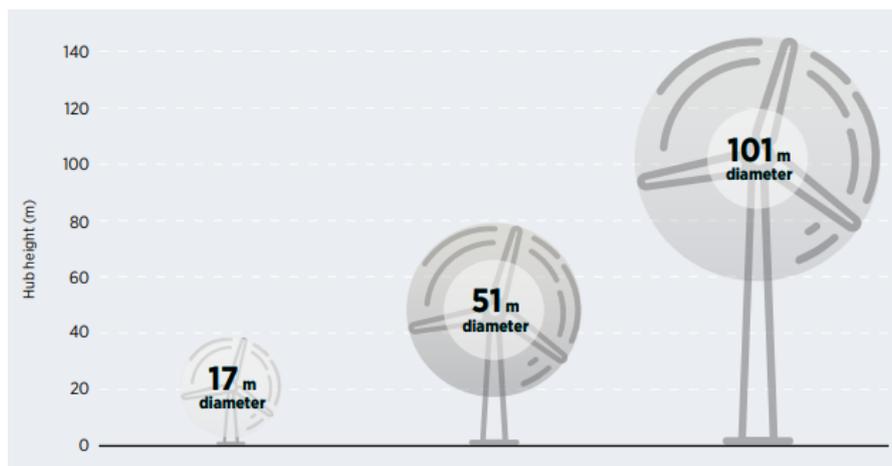
En la producción renovable eólica el cuadro es parecido.



Source: IRENA Renewable Cost Database.

En la tecnología eólica on-shore, el descenso del coste unitario por MW desde los 90's hasta ahora ha sido según la IRENA del 72% en media global, con descensos del 70% en EEUU, 52% en España y muy generalizados del 50% en países del norte de Europa como Alemania o Dinamarca. Aunque hay que mencionar que en esta tecnología, las características de los proyectos individuales pueden hacer variar mucho el coste de un proyecto a otro. Si además consideramos que los costes de O&M y el load factor, pueden ser muy diferentes de un proyecto a otro, la homogeneización en el sector eólico es más complicada.

También en la generación eólica la productividad de los equipos también sigue incrementándose de la mano de variables como la potencia unitaria, la altura y el diámetro de las turbinas que siguen creciendo, lo cual es importante teniendo en cuenta que el 65%-85% del coste de esta tecnología es la turbina (incluyendo torre y estructura y cimientos), lo que facilita el descenso del LCOE.



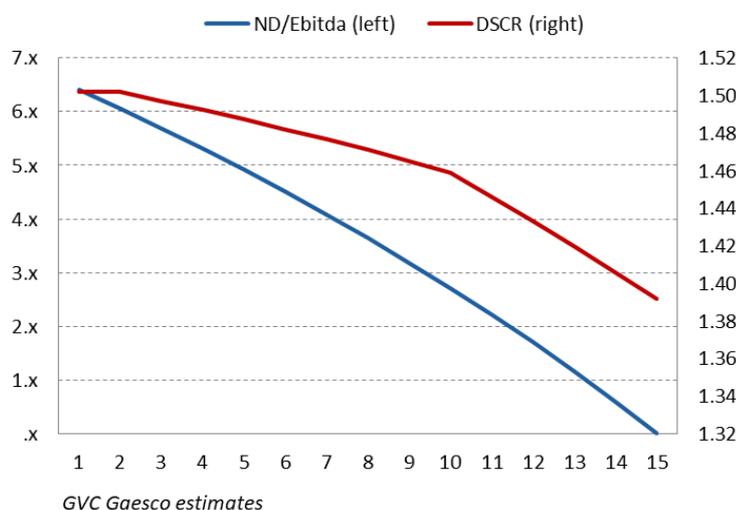
Lo que sumado a ciertos avances tecnológicos como multiplicadoras más fiables o incluso sistemas sin ese complemento o sin palas, pueden ser un riesgo para parques existentes no regulados, ya que pueden ser desplazados en competitividad de precio por las nuevas tecnologías.

También el excelente entorno de financiación seguirá estando a favor

Los proyectos de energías renovables son uno de los sectores más beneficiados por la “japoneización” de la política monetaria. El mantenimiento prolongado de una política de tipos de interés extra-bajos, hace que multitud de vehículos de inversión que necesitan una rentabilidad para sus partícipes, hayan fijado sus objetivos de inversión en proyectos y empresas de energías renovables y las entidades de financiación también están muy interesadas en capturar todo lo posible de la parte de financiación que conllevan todas las inversiones en renovables.

Más atención a los ratios de cobertura del servicio de la deuda que a los de endeudamiento, ya que el no hacerlo puede llevar sobre considerar los niveles de riesgo financiero.

Estimated key financial measures for Curtis project



Venta de activos o de participaciones minoritarias en proyectos

Relacionado con la existencia de las excelentes condiciones de financiación de las que goza el sector de renovables en estos momentos, está la posibilidad de materializar plusvalías derivadas de dar entrada a socios financieros en proyectos desarrollados por la propia Greenalia y en situación de inmediata conexión a la red o venta completa de activos a inversores industriales interesados en el mercado renovable ibérico.

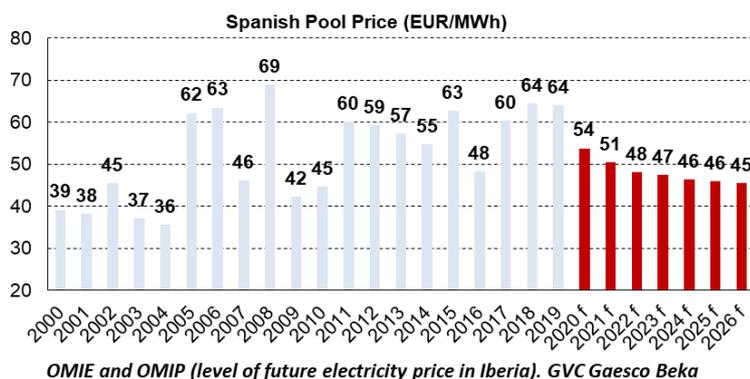
En el entorno actual de tipos, es fácil de entender agentes financieros, como un fondo de pensiones o una aseguradora, que tengan como objetivo rentabilidades aseguradas a largo plazo, puedan estar dispuestas a comprar proyectos a Greenalia u otros desarrolladores a rentabilidades inferiores a las que ellos, como promotor desde “0” de un proyecto, puedan estar generando y que están en el rango 7-9%.

Precios eléctricos: pieza clave en la rentabilidad

Uno de los interrogantes más importantes a la hora de valorar proyectos renovables es la evolución de los precios, ya que como es lógico y sobre todo en actividades que no tienen apenas costes variables, la rentabilidad del proyecto es muy sensible al mismo.

Nuestra visión del precio de la electricidad para España es de un progresivo descenso a medida que entre nueva energía renovable en el sistema, ya que como hemos descrito, la mejora de la rentabilidad de los activos se está traduciendo en una bajada del Levelized Cost Of Energy (LCOE), que a medio plazo significa un descenso del precio de mercado y de los contratos firmados en los PPA.

En el siguiente gráfico mostramos la tendencia de los últimos 20 años en el precio de la electricidad (precio del pool español) y el nivel de los futuros negociados en Omip (la plataforma de derivados del Mercado Ibérico) hasta 2026 (a fecha de mayo de 2019).



Esta esta tendencia de los futuros parece no tener en cuenta el sistema marginalista de fijación de precios, sino una especie de media ponderada de las diferentes tecnologías que permanezcan en el medio plazo. Como ya hemos visto anteriormente, esperamos el cumplimiento del acuerdo de cierre progresivo de las nucleares a partir de 2027 y hasta 2035 y el cierre de la capacidad de carbón entre 2020 y 2030. Sin embargo todos los actores están de acuerdo en que a medio plazo se necesitará la capacidad de ciclos combinados como energía de equilibrio y de respaldo ante la creciente aportación renovable.

Power price estimate for the Spanish system based on weighted average

technology	Current situation			2035 situation		
	LCOE	Price mix	Price contribution	LCOE	Price mix	Price contribution
Hydro	50	12.0%	6.0	50	10.0%	5.0
Nuke	50	20.0%	10.0	0	0.0%	0.0
Coal	75	12.0%	9.0	0	0.0%	0.0
Oil	75	2.5%	1.9	0	0.0%	0.0
CCGT	65	14.0%	9.1	65	10.0%	6.5
Wind	45	25.0%	11.3	35	35.0%	12.3
SPV	45	2.5%	1.1	35	35.0%	12.3
TS	65	1.0%	0.7	50	5.0%	2.5
CHP	65	10.0%	6.5	60	0.0%	0.0
Waste/biomass	80	1.0%	0.8	65	5.0%	3.3
wght avg.			56.3			41.8

GVC Gaesco estimates

La importancia del precio de mercado y de la regulación irá en descenso, para dar más protagonismo a los PPA. Los acuerdos firmados hasta ahora son poco transparentes y por lo que ha trascendido están entre los 7 años para los contratos físicos y los 14-15 años para coberturas financieras. Si hace pocos meses el PPA era una condición para obtener la financiación, ahora el sector financiero se ha abierto a financiar proyectos sin PPA.

En nuestra estimación de valor para las empresas renovables gira alrededor de un precio constante de 42 EUR/MWh, que se basa en el coste medio ponderado de la electricidad a medio plazo.

Retos del sector que pueden afear el escenario rosa...

En pocas ocasiones es posible encontrar un sector como el de renovables que disfrute de tal número de vientos a favor que se pueda decir que en si mismo es una mega tendencia, pero en el caso de las energías renovables nosotros pensamos que si estamos ante uno de ellos. Sin embargo por supuesto que hay interrogantes que pueden estropear la fiesta actual. Para nosotros hay temas que no nos preocupan en exceso como son un posible deterioro de la regulación, del entorno de financiación y de un descenso de la demanda. Sin embargo hay otros factores más estructurales como los cambios tecnológicos, autoconsumos, etc

Not everything is rosy

Potential Risk	Level of risk	Comment
Project overcrowding	low	<i>Global commitments for GHG reduction and renewable participation in power, efficiency gains, make the renewable bet a winner in the global energy transition</i>
Change in regulation	low	<i>LCOE is attractive now without subsidies in more markets</i>
Tightening of financing conditions	low	<i>We dont expect interest rates increase to reduce financial attractiveness of these projects for financial investors</i>
Pricing pressure	mid	<i>Tecnology gains, energy storage and over-supply poses a risk of lower prices</i>
Energy Storage	mid	<i>Double-edged sword, it is needed, but reduces the available room for growth</i>
Bottlenecks at the interconnections	mid	<i>Bottlenecks in network and international connections can delay projects</i>
Recycling issues	low	<i>Solar panels are recyclable, but due to the composition of a mixture of materials the task is not easy and there are beginning to be opinions that its recycling will be a problem in the future.</i>
Self-consumption in electricity	mid	<i>self-consumption and distributed generation, can produce redundancies and reduce room for growth</i>
Technology disruptions	high	<i>Wind turbines without blades, gearbox. More efficient SPV panels, reducing land surface needs, leaving older ones uncompetitive</i>

GVC Gaesco-ESN

...y mejoras tecnológicas que pueden aportar valor

Además de la evolución tecnológica esperada que va a seguir presionando a la baja el coste de inversión unitario en todas las formas de producción, hay dos desarrollos que pueden incrementar la productividad y las posibilidades comerciales de algunas plantas: la hibridación con otras tecnologías y el almacenamiento con baterías, que daría alas al crecimiento del autoconsumo.

Estimaciones financieras

Nuestras estimaciones del Grupo Greenalia se basan en la puesta en marcha de todos los proyectos que tiene identificados la empresa, incluyendo los que la propia compañía incluye en su Business Plan hasta 2021, como los proyectos identificados como puestas en marcha hasta 2023. La estimación de la cuenta de resultados consolidada procede de la adición de los diferentes proyectos en la fecha estimada de su contribución.

Greenalia projects main metrics

	Capacity (MW)	Capex (mEUR)	Capex date	Contrib. date to P&L	Yearly revenues	Yearly Ebitda	Ebitda Margin	Yearly Ebit	Yearly D&A	Proyect IRRe	Equity IRRe
Industrial Act.*					48.9	6.0	12.4%	3.6	-2.4		
Curtis	49.9	135	2018-19	2020	33.2	14.5	43.5%	10.0	-4.5	8.4%	14.0%
Eolo I	178.0	206	2018-19	2020	26.2	21.0	80.0%	14.1	-6.9	8.4%	14.5%
Eolo II	243.0	280	2019-20	2021	37.5	30.0	80.0%	20.7	-9.3	8.8%	13.4%
Eolo III	153.0	165	2021-22	2023	22.5	18.0	80.0%	12.5	-5.5	8.9%	12.9%
Eolo IV	197.0	210	2022-23	2024	29.0	23.2	80.0%	16.2	-7.0	9.1%	13.1%
Sunrise I	230.0	145	2021-22	2023	18.5	14.8	80.0%	10.0	-4.8	8.4%	13.3%
Sunrise II	200.0	125	2022-23	2024	16.1	12.9	80.0%	8.7	-4.2	8.5%	13.6%
Total	1,250.9	1,266.0			232.0	140.4	60.5%	95.8	-44.6		

Greenalia BP and GVC Gaesco estimates. * Fuelwood, logistics, forestry, wood

Como se puede ver en la tabla anterior, el Ebitda que estimamos para Greenalia a velocidad de crucero, si se cumple el plan de instalaciones indicativo de la empresa, es de 140 mEUR.

El margen medio de la compañía se situaría en 60,5% como resultado del mix de actividad entre las tres tecnologías (biomasa con un margen Ebitda de 40-50%, eólica con 70-75% y SFV con 75-80%).

Como regla general para elaborar nuestras estimaciones, hemos considerado medio año de aportación el primer ejercicio de puesta en marcha de los diferentes proyectos, y esta aportación la hemos aplicado tanto a ventas, como a Ebitda, gastos financieros, amortizaciones, etc.

En lo referente a gastos financieros, hemos considerado la capitalización de los gastos asociados a la deuda de los proyectos durante la duración de la construcción que en el caso de la planta de biomasa durará 2018, 2019 y un trimestre de 2020 y en las plantas eólicas unos 18 meses (2018 y 2019 en el caso de los proyectos Eolo I) y 12-15 meses en el caso de los proyectos fotovoltaicos (2021 a 2023 para los proyectos Sunrise I y II).

En aras de la visibilidad, hay que decir que con los tres vehículos que tiene en funcionamiento o en construcción, Greenalia tiene asegurado (si se llevan a buen término), la generación de 41 mEUR de Ebitda en 2021, a lo que hay que añadir otros proyectos programados para 2020, que según nuestra estimación podrían elevar el Ebitda de ese año hasta 56 mEUR.

Greenalia earnings estimates

mEUR	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
MW (End year) *	0	0	0	0	228	471	471	854	1,251	1,251	1,251
MW (Avg. year) *	0	0	0	0	158	349	471	662	1,052	1,251	1,251
Revenues	29.7	35.0	35.4	42.5	85.2	134.4	157.0	177.5	220.6	243.1	243.1
Ebitda	1.0	1.9	2.3	3.8	27.9	56.5	71.7	88.1	122.6	140.6	140.6
Ebitda Margin	3.4%	5.4%	6.5%	8.9%	32.8%	42.0%	45.7%	49.7%	55.6%	57.8%	57.8%
Depreciations	0.4	0.6	1.0	1.3	8.8	17.6	22.4	32.7	43.9	43.9	43.9
Ebit	0.6	1.3	1.3	2.4	19.2	38.9	49.4	55.4	78.7	96.7	96.7
Financial Result	-0.5	-0.5	-1.0	-1.5	-13.2	-23.0	-36.4	-52.9	-71.7	-76.0	-72.2
Net Income	0.08	0.65	0.39	0.60	4.37	11.83	9.60	1.80	5.18	15.47	18.31
Cash Flow	0.5	1.3	1.5	2.0	13.2	29.5	32.1	34.6	49.2	59.5	62.3

GVC Gaesco. * year we estimate earning contribution although 178 MW from Eolo I can be commissioned late 2019

Avance de resultados del 1T219

Junto con el cierre de los resultados de 2018, la empresa presentó un avance de los resultados del 1T19, con un alto grado de cumplimiento, y un fuerte crecimiento basado en las actividades tradicionales. Logística con la aportación del barco adquirido y la actividad industrial con Wodchips son las áreas que más crecen. También el Ebitda por el suministro de biomasa a la planta de Curtis que ya ha comenzado para completar los dos meses de existencias de materia prima que tiene que mantener por exigencias del contrato financiero.

Greenalia: 1Q19 earnings guidance

	1Q19	1Q18	Inc.	1Q19 BP	2019 BP
Revenues	11,27	8,86	27,2%	11,50	46,00
Ebitda	0,79	0,58	36,2%	0,83	3,34

Source: Greenalia. Greenalia BP

Situación financiera y estimación de deuda

Cualquiera que invierta en renovables y sobre todo en nuevos entrantes, tiene que asumir elevados niveles de endeudamiento. No es necesario decir que un volumen de deuda comparado con una generación de caja escasa o volátil o tiene nada que ver con una deuda derivada de la inversión en activos de bajo riesgo, demanda "cuasi" asegurada a largo plazo y regulación y entorno favorable.

Dicho esto Greenalia debe invertir 1.266 mEUR para completar todas sus aspiraciones de potencia instalada hasta 2025. De estos ya ha invertido más de 100 mEUR en activos que no generarán Ebitda hasta 2020/21, y tiene financiación proyecto cerrada o en vías de cerrarse por 130 mEUR y 156 mEUR respectivamente.

Greenalia financial and net debt trend

mEUR	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Ebitda	1.0	1.9	2.3	3.8	27.9	56.5	71.7	88.1	122.6	140.6	140.6
Equity	2.0	4.6	3.1	3.8	8.2	20.1	29.8	31.7	37.0	52.6	71.0
Capex	0.0	2.3	77.8	222.0	191.5	295.0	322.5	167.5	1.0	1.0	1.0
FCF	0.5	-3.3	-65.3	-221.3	-188.8	-277.7	-296.5	-138.9	35.6	51.9	61.3
Net Debt	10.0	14.2	87.7	314.7	515.3	807.8	1,125.3	1,286.2	1,256.8	1,200.7	1,134.3
DN/Ebitda	10.0x	7.5x	37.9x	83.6x	18.4x	14.3x	15.7x	14.6x	10.3x	8.5x	8.1x
DSCR					1.1x	1.7x	1.7x	1.7x	1.8x	1.8x	1.8x
Avg. Cost of Debt	3.8%	3.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%

GVC Gaesco Beka Estimates

La deuda financiera de Greenalia a cierre de 2018 asciende según nuestros cálculos a 98,3 mEUR y la deuda neta a 77,8 mEUR. La empresa no considera algunos pasivos como deuda financiera y la sitúa en 74,3 mEUR, que no es una diferencia destacable y se asigna a financiación recibida por los propios accionistas o deuda comercial.

Dentro de esta deuda destacamos:

- Unos 40 mEUR de deuda proyecto senior procedente de la financiación ya cerrada para la planta de Curtis.
- 23 mEUR de deuda mezzanine ligada al mismo proyecto
- Unos 9 mEUR de bonos simples, procedentes de un programa de 25 mEUR emitidos en el European Market (MTF de Luxemburgo) en julio de 2018. Estos bonos tienen unos covenants: a) no reparto de dividendo mientras el ratio DFN/Ebitda sea superior a 1,5x y el 100% del cupón haya sido cubierto en la cuenta de depósito, b) vencimiento anticipado por cambio de control o venta del negocio, c) mismo orden de prelación que los derechos de cobro actuales.

Estos bonos exigen cubrir el cupón al 100% con fondos procedentes de clientes año por año y tienen una prenda por el 12% del capital de Greenalia. También tienen una opción call al 105% en 2020 y al 103% en 2021. El coste es del 6,75% (vencimiento 2022).

Valoración: diferentes aproximaciones

Fijamos nuestro precio objetivo de Greenalia en 9,25 EUR/ACC equivalente a unos 200 mEUR, como la media de dos metodologías. Los dos métodos de valoraciones que hemos utilizado para llegar a nuestro valor teórico objetivo de Greenalia son los siguientes:

- a) La primera es un método híbrido de estática y dinámica. Calculamos el valor de cada proyecto y por lo tanto el valor añadido actualizado a valor presente. El valor del equity sería la suma de los valores a los que llegamos aplicando un factor de descuento diferente en función de la lejanía del proyecto por el riesgo de ejecución.

Greenalia projects valuation keys

mEUR	Capacity (MW)	Capex (mEUR)	Capex/M W (mEUR)	Valuation (mEUR)	NAV	Added Value	Funding structure	Funding cost	Project wacc	Project IRRe	Equity IRRe	PNAV
Greenalia		18		42.3	24.3	135.2%						24.3
Curtis	49.9	135	2.705	164.2	29.2	21.6%	78.8%	4.0%	7%	8.4%	14.0%	29.2
Eolo I	178.0	206	1.157	258.5	52.5	25.5%	70.0%	5.0%	6%	8.4%	14.5%	49.3
Eolo II	243.0	280	1.152	351.4	71.4	25.5%	60.0%	5.0%	7%	8.8%	13.4%	60.5
Eolo III	153.0	165	1.078	199.5	34.5	20.9%	55.0%	5.0%	7%	8.9%	12.9%	23.6
Eolo IV	197.0	210	1.066	233.3	23.3	11.1%	55.0%	5.0%	8%	9.1%	13.1%	13.7
Sunrise I	230.0	145	0.630	166.7	21.7	14.9%	65.0%	5.0%	7%	8.4%	13.3%	13.6
Sunrise II	200.0	125	0.625	131.7	6.7	5.4%	65.0%	5.0%	8%	8.5%	13.6%	3.5
Total	1,250.9	1,266.0	1.01	1,547.5	263.54	22.2%	64.1%	4.9%	7.1%			217.8

Greenalia BP and GVC Gaesco estimates. * Fuelwood, logistics, forestry, wood

- b) La segunda aproximación es por un descuento de flujos del total de la compañía por la vida total de cada proyecto y como valor residual hemos tenido en cuenta un 15% del valor calculado del activo.

WACC & DCF ANALYSIS

Free Risk Rate (FRR)	3.5%	Cumulated DCF	277.2	- Net Financial Debt 18	(87.7)
Company Risk Factor or Beta	2.05			- Minorities (estimated value)	0.0
Mkt Risk Premium (MRP)	5.0%	Perpetual Growth (g)	0.0%	+ Associates	0.0
Cost of Equity (Ke or COE)	13.75%	Normalised Annual CF	95.0	- Pension underfunding	0.0
Cost of Debt (gross)	4.25%	Terminal Value (TV)	42	- Off-balance sheet commitments	0.0
Debt tax rate *	20.0%	Disc. Rate of T.V.	0.16	+Capital increase	0.0
Cost of Debt net (Kd)	3.40%	Discounted T.V.	7	Equity Market Value (EUR m)	196.1
Target gearing (D/E) or % Kd	75%	PV Fiscal credit *	-	Number of shares (m)	21.2
% Ke	25.0%	Other Assets	-	Fair Value per share (EUR)	9.24
Normative Tax Rate	25%	Enterprise Value (EUR m)	284	Price (EUR)	6.50
WACC	6.0%			Potential upside (downside)	42.1%

GVC Gaesco Beka Estimates

En este caso hemos utilizado las estimaciones de flujos que hemos descrito, aplicando una wacc que va desde el 6% al 8% (en función de la lejanía y por tanto visibilidad del proyecto), un coste bruto de la deuda de entre el 4% y el 5% y un nivel de apalancamiento del 55%-75%. Dado que hemos estimado los flujos de cada uno de los proyectos hasta el fin de su vida útil, solo hemos tenido en cuenta un valor residual equivalente al 15% del valor explícito estimado para los activos. Pensamos que este valor residual refleja la creencia cada vez más generalizada de que la vida técnica de los activos de generación puede ser mucho más larga que la que se maneja actualmente con ciertas y relativamente modestas inversiones. Y eso sin hablar de repowering o mejora del activo con hibridación o elementos de almacenaje. Por otra parte ese valor residual también asigna cierto valor al pipeline, teniendo en cuenta que sólo hemos valorados los proyectos concretos de 1.250 MW y que la empresa tiene un pipeline potencial de casi un GW.

Los multiplicadores implícitos a esta valoración son los siguientes:

GREENALIA: DCF Valuation Exit Multiples

current EV	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
EV/Sales	6.7x	3.3x	2.1x	1.8x	1.6x	1.3x	1.2x	1.2x	1.2x
EV/EBITDA	75.5x	10.2x	5.0x	4.0x	3.2x	2.0x	2.0x	2.0x	2.0x
P/E	89.7x	11.1x	5.6x	4.3x	3.6x	2.6x	2.1x	2.2x	2.7x
forecasted EV	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
EV/sales	12.0x	6.0x	3.8x	3.3x	2.9x	2.3x	2.1x	2.1x	2.1x
EV/EBITDA	135.8x	25.5x	17.8x	18.4x	16.8x	10.3x	9.9x	9.5x	9.0x
P/E	329.8x	44.9x	16.6x	20.4x	108.8x	37.9x	12.7x	10.7x	9.1x

GVC Gaesco Beka

Empresas comparables y otros agentes del sector

El boom presente y esperado de las renovables, ha facilitado la aparición de empresas en el sector con más o menos tradición o anclaje en el sector. Algunas proceden del segmento de la comercialización de electricidad y han tratado de integrarse verticalmente. Otras proceden de especialistas en desarrollo de renovables que quieren crear su propio pipeline y su base de activos. El caso de Greenalia es único en la medida que su know how procede del conocimiento del sector forestal, una actividad que es clave para las plantas de biomasa por la importancia de los combustibles.

European independent renewable companies

Company	Country	Mk Cap (mEUR)	Net Debt 19e (mEUR)	Markets	Value Chain *	Technology	Capacity (MW)				Ebitda (mEUR)	
							Current	UC	RTB	Pipeline	2019e	2020e
Greenalia	Spain	143	390	Spain	Bioenergy, IPP, developer	Biomass, SPV, OSW	0	50	178	1,073	3	23
Solaria	Spain	600	318	Spain, Italy, Uruguay, Greece	IPP	SPV	75	400	1,300	525	34	54
Audax	Spain	950	350	Spain, France, Poland	IPP, Supply	SPV	185	20		129	60	80
X-Elio	Spain	na	na	Spain, Mexico, S.Africa, Italy, Japan, Chile, Peru	Developer, O&M, IPP	SPV	370	1,226		na	na	na
Solarpack	Spain	372	51	Spain, Chile, Peru, India	Developer, IPP	SPV	141	144	362	1,112	42	77
Grenergy	Spain	195	300	Chile, Spain, Mexico, Argentina, Peru	IPP, developer	SPV, OSW	12	76	200	2,500	25	31
Voltalia	France	475	620	France, Brazil, Egypt	Developer, IPP, O&M, Asset Mgt.	SPV, OSW	524	387	1,000	6,200	84	148
Falck Renewables	Italy	723	714	UK, Italy, US, France, Spain	Developer, IPP, O&M, Asset Mgt., Advising	SPV, OSW	1,026	300	404	700	184	199
Albioma	France	631	720	France, overseas, Brazil	Bioenergy, IPP, developer	Biomass, SPV, Coal	910	48	0	350	175	200

Estimates: GVC Gaesco for Greenalia and Solaria. ESN for Falck R. and Voltalia. Consensus for other companies.

Las coordenadas que hay que analizar entre las empresas de este sector emergente son las siguientes:

- empresa mono-tecnología o multi-tecnología
- ámbito geográfico diversificado o centrado en un mercado
- Focus en desarrollar, vender y rotar o focus en operar los activos
- Especialización en producción (IPP) o mantenimiento de las plantas, gestión (como Vécotor 4).
- Cantidad y calidad de pipeline
- Calidad y Know How del equipo gestor

Greenalia : Summary tables

PROFIT & LOSS (EURm)	12/2018	12/2019e	12/2020e	12/2021e	12/2022e	12/2023e
Sales	35.4	42.5	85.2	134	157	177
Cost of Sales & Operating Costs	-33.1	-38.8	-57.2	-78.0	-85.2	-89.3
Non Recurrent Expenses/Income	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	2.3	3.8	27.9	56.5	71.7	88.1
EBITDA (adj.)*	2.3	3.8	27.9	56.5	71.7	88.1
Depreciation	-1.1	-1.3	-8.8	-17.6	-22.4	-32.7
EBITA	1.3	2.4	19.2	38.9	49.4	55.4
EBITA (adj)*	1.3	2.4	19.2	38.9	49.4	55.4
Amortisations and Write Downs	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBIT	1.3	2.4	19.2	38.9	49.4	55.4
EBIT (adj.)*	1.3	2.4	19.2	38.9	49.4	55.4
Net Financial Interest	-1.0	-1.5	-13.2	-23.0	-36.4	-52.9
Other Financials	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Associates	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other Non Recurrent Items	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Earnings Before Tax (EBT)	0.3	0.9	6.0	15.9	12.9	2.5
Tax	0.2	-0.2	-1.5	-4.0	-3.2	-0.6
<i>Tax rate</i>	<i>n.m.</i>	<i>25.0%</i>	<i>25.0%</i>	<i>25.0%</i>	<i>25.0%</i>	<i>25.0%</i>
Discontinued Operations	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Minorities	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
Net Profit (reported)	0.4	0.6	4.4	11.8	9.6	1.8
Net Profit (adj.)	-2.6	-5.4	-8.8	-7.0	-14.7	-20.9
CASH FLOW (EURm)	12/2018	12/2019e	12/2020e	12/2021e	12/2022e	12/2023e
Cash Flow from Operations before change in NWC	1.5	2.0	13.2	29.5	32.1	34.6
Change in Net Working Capital	11.0	-1.3	-10.5	-12.3	-6.0	-6.0
Cash Flow from Operations	12.5	0.7	2.7	17.3	26.0	28.6
Capex	-77.8	-222	-192	-295	-323	-168
Net Financial Investments	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Free Cash Flow	-65.3	-221	-189	-278	-296	-139
Dividends	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other (incl. Capital Increase & share buy backs)	0.0	-5.8	-11.7	-14.8	-21.0	-22.0
Change in Net Debt	-65.3	-227	-201	-293	-318	-161
NOPLAT	1	2	14	29	37	42
BALANCE SHEET & OTHER ITEMS (EURm)	12/2018	12/2019e	12/2020e	12/2021e	12/2022e	12/2023e
Net Tangible Assets	87.9	309	491	769	1,069	1,204
Net Intangible Assets (incl. Goodwill)	4.5	10.3	22.0	36.9	57.9	79.9
Net Financial Assets & Other	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
Total Fixed Assets	94.5	321	515	808	1,129	1,286
Inventories	3.9	4.7	9.4	14.9	17.4	19.7
Trade receivables	7.6	9.2	18.4	29.0	33.9	38.3
Other current assets	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Cash (-)	-10.6	-10.6	-10.6	-10.6	-10.6	-10.6
Total Current Assets	22.4	24.7	38.7	54.7	62.1	68.8
Total Assets	117	346	554	862	1,191	1,354
Shareholders Equity	2.6	3.2	7.5	19.4	29.0	30.8
Minority	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9	1.0
Total Equity	3.1	3.8	8.2	20.1	29.8	31.7
Long term interest bearing debt	81.9	260	447	696	966	1,102
Provisions	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other long term liabilities	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Total Long Term Liabilities	82.0	260	447	696	966	1,102
Short term interest bearing debt	16.4	65.1	78.9	123	170	195
Trade payables	5.9	6.9	10.3	14.1	15.4	16.2
Other current liabilities	9.6	9.6	9.6	9.6	9.6	9.6
Total Current Liabilities	31.9	81.6	98.8	146	195	220
Total Liabilities and Shareholders' Equity	117	346	554	862	1,191	1,354
Net Capital Employed	90.9	319	524	828	1,155	1,318
Net Working Capital	-3.7	-2.4	8.2	20.4	26.5	32.5
GROWTH & MARGINS	12/2018	12/2019e	12/2020e	12/2021e	12/2022e	12/2023e
<i>Sales growth</i>	<i>1.2%</i>	<i>20.0%</i>	<i>100.3%</i>	<i>57.9%</i>	<i>16.8%</i>	<i>13.1%</i>
EBITDA (adj.)* growth	22.0%	62.7%	642.6%	102.1%	27.0%	22.9%
<i>EBITA (adj.)* growth</i>	<i>-4.2%</i>	<i>91.9%</i>	<i>693.0%</i>	<i>102.7%</i>	<i>27.0%</i>	<i>12.3%</i>

Greenalia : Summary tables

GROWTH & MARGINS	12/2018	12/2019e	12/2020e	12/2021e	12/2022e	12/2023e
Net Profit growth	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
EPS adj. growth	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
DPS adj. growth						
EBITDA (adj)* margin	6.5%	8.9%	32.8%	42.0%	45.7%	49.7%
EBITA (adj)* margin	3.6%	5.7%	22.5%	28.9%	31.4%	31.2%
EBIT (adj)* margin	3.7%	5.7%	22.5%	28.9%	31.4%	31.2%
RATIOS	12/2018	12/2019e	12/2020e	12/2021e	12/2022e	12/2023e
Net Debt/Equity	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Net Debt/EBITDA	37.9	83.6	18.4	14.3	15.7	14.6
Interest cover (EBITDA/Fin.interest)	2.3	2.5	2.1	2.5	2.0	1.7
Capex/D&A	7792.8%	16496.1%	2182.5%	1674.8%	1440.6%	511.9%
Capex/Sales	219.6%	522.1%	224.9%	219.4%	205.5%	94.4%
NWC/Sales	-10.3%	-5.6%	9.6%	15.2%	16.9%	18.3%
ROE (average)	-78.7%	-188.1%	-164.9%	-51.7%	-60.7%	-69.8%
ROCE (adj.)	1.1%	0.6%	2.8%	3.5%	3.2%	3.2%
WACC	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
ROCE (adj.)/WACC	0.2	0.1	0.4	0.5	0.5	0.5
PER SHARE DATA (EUR)***	12/2018	12/2019e	12/2020e	12/2021e	12/2022e	12/2023e
Average diluted number of shares	21.2	21.2	21.2	21.2	21.2	21.2
EPS (reported)	0.02	0.03	0.21	0.56	0.45	0.09
EPS (adj.)	-0.12	-0.26	-0.42	-0.33	-0.69	-0.98
BVPS	0.12	0.15	0.36	0.91	1.37	1.45
DPS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
VALUATION	12/2018	12/2019e	12/2020e	12/2021e	12/2022e	12/2023e
EV/Sales	6.8	10.6	7.6	7.0	8.0	8.0
EV/EBITDA	n.m.	n.m.	23.3	16.7	17.6	16.1
EV/EBITDA (adj.)*	n.m.	n.m.	23.3	16.7	17.6	16.1
EV/EBITA	192.7	186.4	34.0	24.3	25.6	25.7
EV/EBITA (adj.)*	192.7	186.4	34.0	24.3	25.6	25.7
EV/EBIT	n.m.	n.m.	34.0	24.3	25.6	25.7
EV/EBIT (adj.)*	n.m.	n.m.	34.0	24.3	25.6	25.7
P/E (adj.)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
P/BV	60.0	42.8	18.0	7.0	4.7	4.4
Total Yield Ratio	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EV/CE	2.7	1.4	1.2	1.1	1.1	1.1
OpFCF yield	-42.1%	-163%	-139%	-204%	-218%	-102%
OpFCF/EV	-26.9%	-49.1%	-29.0%	-29.4%	-23.5%	-9.8%
Payout ratio	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Dividend yield (gross)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EV AND MKT CAP (EURm)	12/2018	12/2019e	12/2020e	12/2021e	12/2022e	12/2023e
Price** (EUR)	7.30	6.40	6.40	6.40	6.40	6.40
Outstanding number of shares for main stock	21.2	21.2	21.2	21.2	21.2	21.2
Total Market Cap	155	136	136	136	136	136
Net Debt	88	315	515	808	1,125	1,286
<i>o/w Cash & Marketable Securities (-)</i>	<i>-11</i>	<i>-11</i>	<i>-11</i>	<i>-11</i>	<i>-11</i>	<i>-11</i>
<i>o/w Gross Debt (+)</i>	<i>98</i>	<i>325</i>	<i>526</i>	<i>818</i>	<i>1,136</i>	<i>1,297</i>
Other EV components	0	0	0	0	0	0
Enterprise Value (EV adj.)	243	451	651	944	1,261	1,422

Source: Company, GVC Gaesco Beka estimates.

Notes

* Where EBITDA (adj.) or EBITA (adj.) = EBITDA (or EBITA) -/+ Non Recurrent Expenses/Income and where EBIT (adj.) = EBIT -/+ Non Recurrent Expenses/Income - PPA amortisation

**Price (in local currency): Fiscal year end price for Historical Years and Current Price for current and forecasted years

Sector: Utilities/Alternative Electricity

Company Description: Renewable developer with projects in biomass, SPV and on-shore wind. Also have industrial, logistic activity related with wood, with clients in the pulp industry.

European Coverage of the Members of ESN

Aerospace & Defense	Mem(*)	Altri	CBI	Fleury Michon	CIC	Orion	OPG
Airbus Se	CIC	Arcelormittal	GVC	Hkscan	OPG	Orpea	CIC
Dassault Aviation	CIC	Corticeira Amorim	CBI	La Doria	BAK	Pihlajalinn	OPG
Latecoere	CIC	Ence	GVC	Lanson-Boc	CIC	Recordati	BAK
Leonardo	BAK	Europac	GVC	Laurent Perrier	CIC	Silmaasema	OPG
Lisi	CIC	Metsä Board	OPG	Ldc	CIC	Terveystalo	OPG
Safran	CIC	Mytilineos	IBG	Massimo Zanetti	BAK	Household Goods	Mem(*)
Thales	CIC	Outokumpu	OPG	Olvi	OPG	Abeo	CIC
Alternative Energy	Mem(*)	Semapa	CBI	Orsero	BAK	De Longhi	BAK
Siemens Gamesa Re	GVC	Ssab	OPG	Pernod Ricard	CIC	Elica	BAK
Automobiles & Parts	Mem(*)	Stora Enso	OPG	Raisio	OPG	Fila	BAK
Bittium Corporation	OPG	The Navigator Company	CBI	Remy Cointreau	CIC	Maisons Du Monde	CIC
Brembo	BAK	Tubacex	GVC	Tipiak	CIC	Industrial Engineering	Mem(*)
Ferrari	BAK	Upm-Kymmene	OPG	Vidrala	GVC	Alstom	CIC
Fiat Chrysler Automobiles	BAK	Chemicals	Mem(*)	Vilmorin	CIC	Biesse	BAK
Gestamp	GVC	Air Liquide	CIC	Viscofan	GVC	Caf	GVC
Indelb	BAK	Arkema	CIC	Vranken Pommeroy Monopole	CIC	Cargotec Corp	OPG
Kamux	OPG	Kemira	OPG	Food & Drug Retailers	Mem(*)	Carraro	BAK
Landi Renzo	BAK	Tikkurila	OPG	Carrefour	CIC	Cnh Industrial	BAK
Nokian Tyres	OPG	Electronic & Electrical Equipment	Mem(*)	Casino Guichard-Perrachon	CIC	Danieli	BAK
Piaggio	BAK	Rexel	CIC	Dia	GVC	Datalogic	BAK
Pininfarina	BAK	Vaisala	OPG	Jeronimo Martins	CBI	Emak	BAK
Sogefi	BAK	Financial Services Banks	Mem(*)	Kesko	OPG	Exel Composites	OPG
Banks	Mem(*)	Amundi	CIC	Marr	BAK	Fincantieri	BAK
Aktia	OPG	Anima	BAK	Sonae	CBI	Groupe Gorge	CIC
Alpha Bank	IBG	Azimut	BAK	General Industrials	Mem(*)	Ima	BAK
Banca Carige	BAK	Banca Farmafactoring	BAK	Aspo	OPG	Interpump	BAK
Banca Mps	BAK	Banca Generali	BAK	Cembre	BAK	Kone	OPG
Banco Sabadell	GVC	Banca Ifis	BAK	Huhtamäki	OPG	Konecranes	OPG
Banco Santander	GVC	Banca Sistema	BAK	Pöyry	OPG	Manitou	CIC
Bankia	GVC	Dobank	BAK	Sergeferrari Group	CIC	Metso Corporation	OPG
Bankinter	GVC	Finacobank	BAK	General Retailers	Mem(*)	Outotec	OPG
Bbva	GVC	Financial Services Holdings	Mem(*)	Fnac Darty	CIC	Ponsse	OPG
Bcp	CBI	Cir	BAK	Fourlis Holdings	IBG	Prima Industrie	BAK
Bnp Paribas	CIC	Corp. Financiera Alba	GVC	Inditex	GVC	Prysmian	BAK
Bper	BAK	Digital Magics	BAK	Jumbo	IBG	Talgo	GVC
Bpi	CBI	Eurazeo	CIC	Ovs	BAK	Valmet	OPG
Caixabank	GVC	Ffp	CIC	Rapala	OPG	Wärtsilä	OPG
Credem	BAK	Rallye	CIC	Stockmann	OPG	Zardoya Otis	GVC
Credit Agricole Sa	CIC	Tip Tamburi Investment Partners	BAK	Tokmanni	OPG	Industrial Transportation	Mem(*)
Creval	BAK	Wendel	CIC	Unieuro	BAK	Bollore	CIC
Eurobank	IBG	Financial Services Industrials	Mem(*)	Healthcare	Mem(*)	Ctt	CBI
Intesa Sanpaolo	BAK	Athex Group	IBG	Ab Biotics	GVC	Insurance	Mem(*)
Liberbank	GVC	Bolsas Y Mercados Espanoles	GVC	Amplifon	BAK	Axa	CIC
Mediobanca	BAK	Capman	OPG	Atrys Health	GVC	Banca Mediolanum	BAK
National Bank Of Greece	IBG	Eq	OPG	Cellnovo	CIC	Cattolica Assicurazioni	BAK
Natixis	CIC	Food & Beverage	Mem(*)	Cerenis	CIC	Generali	BAK
Nordea	OPG	Advini	CIC	Crossject	CIC	Mapfre	GVC
Piraeus Bank	IBG	Altia	OPG	Diasorin	BAK	Sampo	OPG
Poste Italiane	BAK	Atria	OPG	Ei.En.	BAK	Unipolsai	BAK
Rothschild & Co	CIC	Bonduelle	CIC	Fermentalg	CIC	Materials, Construction & Infrastructure	Mem(*)
Societe Generale	CIC	Campari	BAK	Genfit	CIC	Acs	GVC
Ubi Banca	BAK	Coca Cola Hbc Ag	IBG	Guerbet	CIC	Aena	GVC
Unicredit	BAK	Danone	CIC	Korian	CIC	Astaldi	BAK
Basic Resources	Mem(*)	Ebro Foods	GVC	Oncodesign	CIC	Atlantia	BAK
Acerinox	GVC	Enervit	BAK	Oriola-Kd	OPG	Buzzi Unicem	BAK

Capelli	CIC	Solocal Group	CIC	Agile Content	GVC	Telecom Italia	BAK
Caverion	OPG	Teleperformance	CIC	Akka Technologies	CIC	Telefonica	GVC
Cramo	OPG	Tf1	CIC	Alten	CIC	Telia	OPG
Eiffage	CIC	Ubisoft	CIC	Altran	CIC	Tiscali	BAK
Eitel	OPG	Vivendi	CIC	Amadeus	GVC	Vodafone	BAK
Ezentis	GVC	Oil & Gas Producers	Mem(*)	Assystem	CIC	Travel & Leisure	Mem(*)
Fcc	GVC	Ecoslops	CIC	Atos	CIC	Accor	CIC
Ferrovial	GVC	Eni	BAK	Axway Software	CIC	Aegean Airlines	IBG
Groupe Adp	CIC	Galp Energia	CBI	Basware	OPG	Autogrill	BAK
Groupe Poujolat	CIC	Gas Plus	BAK	Cast	CIC	Beneteau	CIC
Groupe Sfpj S.A.	CIC	Hellenic Petroleum	IBG	Digia Plc	OPG	Compagnie Des Alpes	CIC
Herige	CIC	Maurel Et Prom	CIC	Econocom	CIC	Elior	CIC
Imerys	CIC	Motor Oil	IBG	Esi Group	CIC	Europcar	CIC
Lafargeholcim	CIC	Neste Corporation	OPG	Exprivia	BAK	Finnair	OPG
Lehto	OPG	Qgep	CBI	F-Secure	OPG	Gamenet	BAK
Maire Tecnimont	BAK	Repsol	GVC	Groupe Open	CIC	I Grandi Viaggi	BAK
Maisons France Confort	CIC	Total	CIC	Indra Sistemas	GVC	Ibersol	CBI
Mota Engil	CBI	Oil Services	Mem(*)	Neurones	CIC	Int. Airlines Group	GVC
Obrascon Huarte Lain	GVC	Bourbon	CIC	Novabase	CBI	Intralot	IBG
Ramirent	OPG	Cgg	CIC	Pharmagest Interactive	CIC	Kotipizza	OPG
Sacyr	GVC	Gaztransport Et Technigaz	CIC	Reply	BAK	Melia Hotels International	GVC
Saint Gobain	CIC	Rubis	CIC	Rovio Entertainment	OPG	Nh Hotel Group	GVC
Salini Impregilo	BAK	Saipem	BAK	Sii	CIC	Opap	IBG
Sias	BAK	Technipmc Plc	CIC	Sopra Steria Group	CIC	Pierre Et Vacances	CIC
Sonae Industria	CBI	Tecnicas Reunidas	GVC	Tieto	OPG	Sg Company	BAK
Srv	OPG	Tenaris	BAK	Visiativ	CIC	Sodexo	CIC
Tarkett	CIC	Vallourec	CIC	Support Services	Mem(*)	Sonae Capital	CBI
Thermador Groupe	CIC	Personal Goods	Mem(*)	Asiakastieto Group	OPG	Tallink	OPG
Titan Cement	IBG	Amer Sports	OPG	Bureau Veritas	CIC	Telepizza	GVC
Trevi	BAK	Basicnet	BAK	Cellnex Telecom	GVC	Trigano	CIC
Uponor	OPG	Cie Fin. Richemont	CIC	Enav	BAK	Utilities	Mem(*)
Vicat	CIC	Geox	BAK	Fiera Milano	BAK	Acciona	GVC
Vinci	CIC	Hermes Intl.	CIC	Inwit	BAK	Accea	BAK
Yit	OPG	Interparfums	CIC	Lassila & Tikanoja	OPG	Albioma	CIC
Media	Mem(*)	Kering	CIC	Openjobmetis	BAK	Derichebourg	CIC
Alma Media	OPG	Luxottica	BAK	Rai Way	BAK	Edp	CBI
Heidelberg Pharma	EQB	Lvmh	CIC	Technology Hardware & Equipment	Mem(*)	Edp Renováveis	CBI
Arnoldo Mondadori Editore	BAK	Marimekko	OPG	Adeunis	CIC	Enagas	GVC
Atresmedia	GVC	Moncler	BAK	Ericsson	OPG	Endesa	GVC
Cairo Communication	BAK	Safilo	BAK	Evolis	CIC	Enel	BAK
Cofina	CBI	Salvatore Ferragamo	BAK	Hf Company	CIC	Erg	BAK
Digital Bros	BAK	Sarantis	IBG	Ingenico	CIC	Eydap	IBG
Digitouch	BAK	Swatch Group	CIC	Nokia	OPG	Falck Renewables	BAK
Gedi Gruppo Editoriale	BAK	Technogym	BAK	Osmozis	CIC	Fortum	OPG
GI Events	CIC	Tod'S	BAK	Stmicroelectronics	BAK	Hera	BAK
Impresa	CBI	Real Estate	Mem(*)	Teleste	OPG	Iberdrola	GVC
Iol	BAK	Beni Stabili	BAK	Telecommunications	Mem(*)	Iren	BAK
Ipsos	CIC	Citycon	OPG	Acotel	BAK	Italgas	BAK
Jcdecaux	CIC	Grivalia	IBG	Bouygues	CIC	Naturgy	GVC
Lagardere	CIC	Hispania Activos Inmobiliarios	GVC	Dna	OPG	Public Power Corp	IBG
M6-Metropole Television	CIC	Igd	BAK	Elisa	OPG	Red Electrica De Espana	GVC
Mediaset	BAK	Kojamo	OPG	Euskaltel	GVC	Ren	CBI
Mediaset Espana	GVC	Lar España	GVC	Iliad	CIC	Snam	BAK
Nrj Group	CIC	Merlin Properties	GVC	Masmovil	GVC	Solaria	GVC
Publicis	CIC	Realia	GVC	Nos	CBI	Terna	BAK
Rcs Mediagroup	BAK	Technopolis	OPG	Orange	CIC		
Sanoma	OPG	Software & Computer Services	Mem(*)	Ote	IBG		

LEGEND: BAK: Banca Akros; CIC: CM CIC Market Solutions; CBI: Caixa-Banco de Investimento; GVC: GVC Gaesco Beksa, SV, SA; IBG: Investment Bank of Greece, OPG: OP Corporate Bank; as of 1st January 2019

List of ESN Analysts (**)

Artur Amaro	CBI	+351 213 89 6822	artur.amaro@caixabi.pt	Jean-Christophe Lefèvre-Moulenq	CIC	+33 1 53 48 80 65	jeanchristophe.lefevre.moulenq@cmcic.fr
Helena Barbosa	CBI	+351 21 389 6831	helena.barbosa@caixabi.pt	João Miguel Lourenço	CBI	+35 121 389 6841	joao.lourenco@caixabi.pt
Javier Bernat	GVC	+34 91 436 7816	javier.bernat@gvgaesco.es	Konstantinos Manolopoulos	IBG	+30 210 817 3388	kmanolopoulos@ibg.gr
Dimitris Birbos	IBG	+30 210 81 73 392	dbirbos@ibg.gr	Fanny Meindre, PhD	CIC	+33 1 53 48 80 84	fanny.meindre@cmcic.fr
Agnès Blazy	CIC	+33 1 53 48 80 67	agnes.blazy@cmcic.fr	Borja Mijangos Blanco	GVC	+34 914 367 818	borja.mijangos@gvgaesco.es
Andrea Bonfá	BAK	+39 02 4344 4269	andrea.bonfa@bancaakros.it	Emanuele Oggioni	BAK	+39 0243 444 237	emanuele.oggioni@bancaakros.it
Jean-Baptiste Bouchet	CIC	+33 1 53 48 80 69	jeanbaptiste.bouchet@cmcic.fr	Henri Parkkinen	OPG	+358 10 252 4409	henri.parkkinen@op.fi
Giada Cabrino, CIIA	BAK	+39 02 4344 4092	giada.cabrino@bancaakros.it	Victor Peiro Pérez	GVC	+34 91 436 7812	victor.peiro@gvgaesco.es
Nuno Castro	CBI	+351 21 389 68 39	nuno.castro@caixabi.pt	Alexandre Plaud	CIC	+33 1 53 48 80 90	alexandre.plaud@cmcic.fr
Niclas Catani	OPG	+358 10 252 8780	niclas.catani@op.fi	Francis Prêtre	CIC	+33 4 78 92 02 30	francis.pretre@cmcic.fr
Pierre Chedeville	CIC	+33 1 53 48 80 97	pierre.chedeville@cmcic.fr	Jari Raisanen	OPG	+358 10 252 4504	jari.raisanen@op.fi
Emmanuel Chevalier	CIC	+33 1 53 48 80 72	emmanuel.chevalier@cmcic.fr	Hannu Rauhala	OPG	+358 10 252 4392	hannu.rauhala@op.fi
David Da Maia	CIC	+33 1 53 48 89 36	david.damaia@cmcic.fr	Matias Rautionmaa	OPG	+358 10 252 4408	matias.rautionmaa@op.fi
Christian Devismes	CIC	+33 1 53 48 80 85	christian.devismes@cmcic.fr	Eric Ravary	CIC	+33 1 53 48 80 71	eric.ravary@cmcic.fr
Andrea Devita, CFA	BAK	+39 02 4344 4031	andrea.devita@bancaakros.it	Iñigo Recio Pascual	GVC	+34 91 436 7814	inigo.recio@gvgaesco.es
Enrico Esposti, CIIA	BAK	+39 02 4344 4022	enrico.esposti@bancaakros.it	Jean-Luc Romain	CIC	+33 1 53 48 80 66	jeanluc.romain@cmcic.fr
Rafael Fernández de Heredia	GVC	+34 91 436 78 08	rafael.fernandezdeheredia@gvgaesco.es	Vassilis Roumantzis	IBG	+30 2108173394	vroumantzis@ibg.gr
Gabriele Gambarova	BAK	+39 02 43 444 289	gabriele.gambarova@bancaakros.it	Antti Saari	OPG	+358 10 252 4359	antti.saari@op.fi
Eduardo García Arguelles	GVC	+34 914 367 810	eduardo.garciaarguelles@gvgaesco.es	Paola Saglietti	BAK	+39 02 4344 4287	paola.saglietti@bancaakros.it
Pietro Gaspari, CIIA, CEFA	BAK	+39 02 4344 4238	pietro.gaspari@bancaakros.it	Francesco Sala	BAK	+39 02 4344 4240	francesco.sala@bancaakros.it
Alexandre Gérard	CIC	+33 1 53 48 80 93	alexandre.gerard@cmcic.fr	Pekka Spolander	OPG	+358 10 252 4351	pekka.spolander@op.fi
Marta Gomez Arias	GVC	+91 436 48 17	marta.gomez@gvgaesco.es	Kimmo Stenvall	OPG	+358 10 252 4561	kimmo.stenvall@op.fi
Ebrahim Homani	CIC	+33 1 53 48 80 94	ebrahim.homani@cmcic.fr	Natalia Svyrou-Svyriadi	IBG	+30 210 81 73 384	nsviriadi@ibg.gr
Carlos Jesus	CBI	+351 21 389 6812	carlos.jesus@caixabi.pt	Luigi Tramontana	BAK	+39 02 4344 4239	luigi.tramontana@bancaakros.it

(**) excluding: strategists, macroeconomists, heads of research not covering specific stocks, credit analysts, technical analysts

Information regarding Market Abuse and Conflicts of Interests and recommendation history available in our web page: www.valores.gvcgaesco.es and our offices. Potential Investors should consider this report as one of many inputs in their process of making investment decisions.

The information and opinions contained in this document have been compiled by GVC Gaesco Beka S.V., S.A., from sources believed to be reliable. This document is not intended to be an offer, or a solicitation to buy or sell relevant securities. GVC Gaesco Beka S.V., S.A., will not take any responsibility whatsoever for losses which may derive from use of the present document or its contents, GVC Gaesco Beka S.V., S.A., can occasionally have positions in some of the securities mentioned in this report, through its trading portfolio or negotiation. Additionally, there can exist a commercial relation between GVC Gaesco Beka S.V., S.A., and the mentioned companies.

As of the date of this report, GVC Gaesco Beka S.V., S.A.,

- acts as registered advisor, agent or liquidity provider for the following companies: AB Biotics; Catenon SA; Clever Global SA, Euroespes, S.A., Facephi Biometría SA., Griñó Ecologic SA, Lleidanetworks Serveis Telematics SA., NBI Bearings Europe S.A. Trajano Iberia Socimi, SA; Asgard Investment Hotels (prev: Obsido Socimi SA, Eurona Telecom SA; Secuoya Grupo de Comunicación SA; Mercal Inmuebles Socimi SA; Neuron Bio SA; Student Properties Spain (SOCIMI); Solaria Casiopea (bonos MARF); Atrys Health, Quonia (Socimi); TIER1 Technology; Excem Capital Partners Sociedad de Inversión Residencial (Socimi YEXR) ; Agile Content; Imaginarium; Noel Bio; Promorent Socimi, SA. ENCE Energía y Celulosa ;
- has participated and/or participates as lead or co-lead manager in corporate operations with the following companies: Clever Global SA; Dogi International Fabrics SA; Lleidanetworks Serveis Telematics SA, MasMovil Ibercom; Solaria (Globalsol Villanueva), ADL Bionatur Solutions
- has, during the last year, performed a significant amount of business with: Bankia; Ferrovial, Codere.
- has a contractual relationship to provide financial services, through which GVC Gaesco Beka S.V.,S.A., executes orders on the treasury stocks of the following companies: CaixaBank S.A., Grupo Ezentis S.A; Fomento de Construcciones y Contratas S.A
- has a liquidity contract as outlined by the CNMV's Circular 1/2017 with: Indra Sistemas; Melia Hotels International; Española de Viviendas en Alquiler S.A. (CEVASA);
- has signed a Corporate Brokerage agreement that includes a contractually agreed provision of research services and in return, GVC Gaesco Beka receives a compensation. These reports have been or could have been previously shown to the companies: Agile Content, Atrys Health; Gigas Hosting, Greenalia.

Recommendation history for GREENALIA

Date	Recommendation	Target price	Price at change date
29-May-19	Buy	9.25	6.40

Source: Factset & ESN, price data adjusted for stock splits.

This chart shows GVC Gaesco Beka continuing coverage of this stock; the current analyst may or may not have covered it over the entire period. Current analyst: Victor Peiro Pérez (since 30/05/2019)



ESN Recommendation System

The ESN Recommendation System is **Absolute**. It means that each stock is rated on the basis of a **total return**, measured by the upside potential (including dividends and capital reimbursement) over a **12 month time horizon**.



The ESN spectrum of recommendations (or ratings) for each stock comprises 5 categories: **Buy (B)**, **Accumulate (A)**, **Neutral (N)**, **Reduce (R)** and **Sell (S)**.

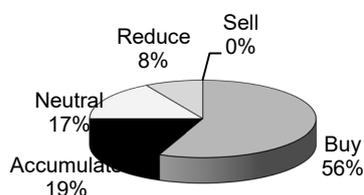
Furthermore, in specific cases and for a limited period of time, the analysts are allowed to rate the stocks as **Rating Suspended (RS)** or **Not Rated (NR)**, as explained below.

Meaning of each recommendation or rating:

- **Buy:** the stock is expected to generate total return of **over 15%** during the next 12 months time horizon
- **Accumulate:** the stock is expected to generate total return of **5% to 15%** during the next 12 months time horizon
- **Neutral:** the stock is expected to generate total return of **-5% to +5%** during the next 12 months time horizon
- **Reduce:** the stock is expected to generate total return of **-5% to -15%** during the next 12 months time horizon
- **Sell:** the stock is expected to generate total return **under -15%** during the next 12 months time horizon
- **Rating Suspended:** the rating is suspended due to a change of analyst covering the stock or a capital operation (take-over bid, SPO, ...) where the issuer of the document (a partner of ESN) or a related party of the issuer is or could be involved
- **Not Rated:** there is no rating for a company being floated (IPO) by the issuer of the document (a partner of ESN) or a related party of the issuer

Certain flexibility on the limits of total return bands is permitted especially during higher phases of volatility on the markets

GVC Gaesco Ratings Breakdown



For full ESN Recommendation and Target price history (in the last 12 months) please see ESN Website [Link](#)

Date and time of production: (29-05-2019; 18:00) **CET**

First date and time of dissemination: (30-05-2019; 09:55) **CET**

Disclaimer:

These reports have been prepared and issued by the Members of European Securities Network LLP ("ESN"). ESN, its Members and their affiliates (and any director, officer or employee thereof), are neither liable for the proper and complete transmission of these reports nor for any delay in their receipt. Any unauthorised use, disclosure, copying, distribution, or taking of any action in reliance on these reports is strictly prohibited. The views and expressions in the reports are expressions of opinion and are given in good faith, but are subject to change without notice. These reports may not be reproduced in whole or in part or passed to third parties without permission. The information herein was obtained from various sources. ESN, its Members and their affiliates (and any director, officer or employee thereof) do not guarantee their accuracy or completeness, and neither ESN, nor its Members, nor its Members' affiliates (nor any director, officer or employee thereof) shall be liable in respect of any errors or omissions or for any losses or consequential losses arising from such errors or omissions. Neither the information contained in these reports nor any opinion expressed constitutes an offer, or an invitation to make an offer, to buy or sell any securities or any options, futures or other derivatives related to such securities ("related investments"). These reports are prepared for the clients of the Members of ESN only. They do not have regard to the specific investment objectives, financial situation and the particular needs of any specific person who may receive any of these reports. Investors should seek financial advice regarding the appropriateness of investing in any securities or investment strategies discussed or recommended in these reports and should understand that statements regarding future prospects may not be realised. Investors should note that income from such securities, if any, may fluctuate and that each security's price or value may rise or fall. Accordingly, investors may receive back less than originally invested. Past performance is not necessarily a guide to future performance. Foreign currency rates of exchange may adversely affect the value, price or income of any security or related investment mentioned in these reports. In addition, investors in securities such as ADRs, whose value are influenced by the currency of the underlying security, effectively assume currency risk. ESN, its Members and their affiliates may submit a pre-publication draft (without mentioning neither the recommendation nor the target price/fair value) of its reports for review to the Investor Relations Department of the issuer forming the subject of the report, solely for the purpose of correcting any inadvertent material inaccuracies. Like all members employees, analysts receive compensation that is impacted by overall firm profitability. For further details about the analyst certification, the specific risks of the company and about the valuation methods used to determine the price targets included in this report/note, please refer to the specific disclaimer pages prepared by the ESN Members. In the case of a short note please refer to the latest relevant published research on single stock or contact the analyst named on the front of the report/note for detailed information on the valuation methods, earning estimates and risks. A full description of all the organisational and administrative measures taken by the Members of ESN to manage interest and conflicts of interest are available on the website of the Members or in the local disclaimer of the Members or contacting directly the Members. Research is available through the ESN Members sales representative. ESN will provide periodic updates on companies or sectors based on company-specific developments or announcements, market conditions or any other publicly available information. Unless agreed in writing with an ESN Member, this research is intended solely for internal use by the recipient. Neither this document nor any copy of it may be taken or transmitted into Australia, Canada or Japan or distributed, directly or indirectly, in Australia, Canada or Japan or to any resident thereof. This document is for distribution in the U.K. Only to persons who have professional experience in matters relating to investments and fall within article 19(5) of the financial services and markets act 2000 (financial promotion) order 2005 (the "order") or (ii) are persons falling within article 49(2)(a) to (d) of the order, namely high net worth companies, unincorporated associations etc. (all such persons together being referred to as "relevant persons"). This document must not be acted on or relied upon by persons who are not relevant persons. Any investment or investment activity to which this document relates is available only to relevant persons and will be engaged in only with relevant persons. The distribution of this document in other jurisdictions or to residents of other jurisdictions may also be restricted by law, and persons into whose possession this document comes should inform themselves about, and observe, any such restrictions. By accepting this report you agree to be bound by the foregoing instructions. You shall indemnify ESN, its Members and their affiliates (and any director, officer or employee thereof) against any damages, claims, losses, and detriments resulting from or in connection with the unauthorized use of this document. For disclosure upon "conflicts of interest" on the companies under coverage by all the ESN Members, on the "interests" and "conflicts" of the analysts and on each "company recommendation history", please visit the ESN website

(http://www.esnpartnership.eu/research_and_database_access/insite)

or refer to the local disclaimer of the Members, or contact directly the Member

www.bancaakros.it regulated by the CONSOB - Commissione Nazionale per le Società e la Borsa

www.caixabi.pt regulated by the CMVM - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

www.cmccms.com regulated by the AMF - Autorité des marchés financiers

www.ibg.gr regulated by the HCMC - Hellenic Capital Market Commission

www.op.fi regulated by the Financial Supervision Authority

www.valores.gvcgaesco.es regulated by CNMV - Comisión Nacional del Mercado de Valores

Members of ESN (European Securities Network LLP)



GVC Gaesco Beka, SV, SA
C/- Fortuny 17
28010 Madrid
Spain
Phone: +34 91 436 7813



Investment Bank of Greece
32 Aigialeias Str & Paradissou,
151 25 Maroussi,
Greece
Phone: +30 210 81 73 383



OP Corporate Bank plc
P.O.Box 308
Teollisuuskatu 1, 00013 Helsinki
Finland
Phone: +358 10 252 011
Fax: +358 10 252 2703

