

Sector: Energías Renovables

Recomendación: Vender

Precio Objetivo: 16,15€

Potencial: -37,6%

Analista: Pedro Echeguren

La valoración no es sostenible, cambiamos nuestra recomendación a Vender

Solaria

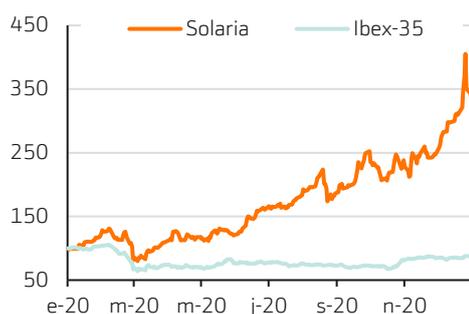
Datos Básicos

Precio (€)	25,88
Nº acciones (M)	125,0
Capitalización (M€)	3.233,7
Máx/Mín (52 sem.)(€)	30,94 / 6,1
Comportamiento 2021	9,5%
Cód. Reuters/Bloomberg	SLRS.MC / SLR SM

Mn€	2019	2020e	2021e	2022e
BNA	24	40	60	100
% inc.	11,8	68,1	50,6	64,7
EBITDA	29	47	78	134
% inc.	2,9	59,9	66,9	71,3
BPA (€)	0,2	0,3	0,5	0,8
% inc.	11,8	68,1	50,6	64,7
DPA (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
% inc.	n.r.	n.r.	n.r.	n.r.
PER (x)	35,6	80,6	53,5	32,5
VE/EBITDA (x)	37,1	78,4	49,3	31,6
Rentab. div.	0,0	0,0	0,0	0,0
P/V (x)	4,4	13,9	11,0	8,2

Ratios	2019	2020e	2021e	2022e
DFN/EBITDA	8,1	9,4	8,0	7,5
DFN/FF.PP. (x)	1,2	1,9	2,1	2,5
CF Op./DFN	6,1	-5,7	7,3	8,6
DFN/CE (x)	0,6	0,7	0,7	0,7
EBITDA/CE (x)	0,1	0,1	0,1	0,1
ROCE (%)	3,8	4,0	5,7	7,2
ROE (%)	12,4	17,2	20,6	25,3

Evolución bursátil



Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	31,4	43,9	239,0
Relativo	28,9	22,5	251,5

Accionariado

Familia Diaz-Tejeiro:	40,0%
BlackRock:	6,6%
iShares:	3,1%
Invesco:	3,0%

Fuentes: Bankinter Análisis y Mercados, Bloomberg, CNMV

La reciente entrada en el accionariado de iShares, Invesco y el aumento de la participación de BlackRock (colectivamente han adquirido en los últimos meses el 7,6% del capital) se ha reflejado en una revalorización de +44% en los últimos tres meses (+239% en los últimos 12 meses). En nuestra opinión, antes de estos movimientos, la acción estaba correctamente valorada en el entorno de 15 a 16 €/acción. Al precio actual, Solaria cotiza a nada menos que a 11x P/V 2021e y 49x VE/EBITDA, multiplicadores que calificamos de insostenibles. Nuestra valoración es mediante un modelo de descuento de dividendos, la tasa de descuento es 4,25%. Estimamos que el pago de dividendos empezará en 2027 una vez que la compañía recorte su endeudamiento neto a 3,1x EBITDA desde 9,4x en 2020e. Rebajamos nuestra recomendación a Vender. Nuestro precio objetivo es 16,15 €/acción, potencial negativo -37,6%.

Un sector que atrae interés y con pocos jugadores donde invertir

No es necesario recordar que las energías renovables están de moda, hay una **sustitución de las energías térmicas más antiguas por plantas solares y eólicas**. Además y en el caso de España, está el interés por la **próxima subasta de renovables** (26 de enero) en la que se espera se adjudiquen 3.000 MW de nueva potencia (el 3% de la capacidad instalada en España) y que la energía solar fotovoltaica se adjudique la mayoría de la capacidad subastada. Solaria (y Solarpack) tiene la ventaja de ser **una de las pocas compañías cotizadas dedicadas en exclusiva a la generación solar fotovoltaica** (Greenergy y Audax combinan esta tecnología con la eólica). Recientemente Solaria **entró en el Ibex-35**, lo que obligó a los fondos indexados a adquirir acciones.

Un ambicioso plan de inversiones pero no exento de riesgos:

La compañía prevé **aumentar la capacidad instalada** desde 75 MW en 2018 (a 9M20 tenía 440 MW) a 1.375 MW a finales de 1T21 y 3.323 MW en 2023 para lo que estimamos invertirá 1.300 M€ (0,4 €/W instalado incluyendo gastos de desarrollo). Las **nuevas plantas no perciben subvenciones** y venden la energía a precios inferiores al mercado eléctrico mediante contratos bilaterales. Las plantas antiguas perderán la subvención a partir de 2031. Nuestra previsión del precio medio de la energía vendida en los nuevos contratos es 3,30 €/MWh. El promedio del mercado eléctrico en 2020 fue 3,40 €/MWh y 4,62 €/MWh en 2016-2020. En 9M20 el precio logrado por Solaria cayó -67% a/a vs. -13% para el mercado. Un riesgo adicional es la **estructura de capital**, el plan de inversiones se financia principalmente con deuda (67% del total). El resto es cash flow generado (20%) y la ampliación de capital de 2018 (7%). Estimamos que el **endeudamiento suba** a 9,4x EBITDA en 2020 y que la compañía no pagará **dividendos** hasta que este ratio no descienda por debajo de 3x, en 2027e.

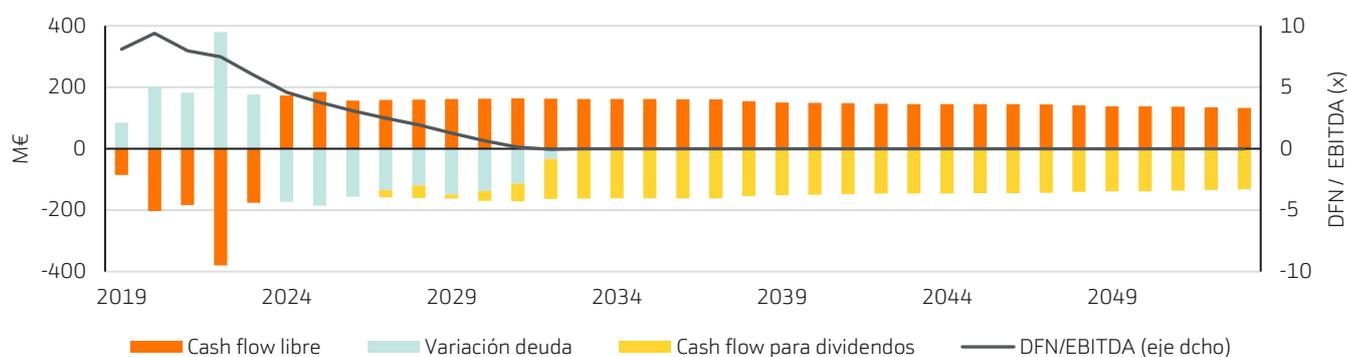
Cambiamos nuestra recomendación a Vender, Potencial negativo -38%

Valoramos la compañía mediante un modelo de descuento de dividendos. El efecto del cambio de año nos hace revisar nuestro precio objetivo ligeramente al alza, este es ahora 16,15 €/acción para diciembre de 2021 (anterior 15,50 €/acción). El potencial es negativo -37,6%. No vemos justificada la valoración a estos precios y rebajamos nuestra recomendación a Vender.

Cuadro 1. Resumen de resultados y valoración

(M€)	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Cuenta de resultados						
Ventas	61,1	99,5	155,5	218,1	241,6	239,5
Beneficio bruto	61,1	99,5	155,5	218,1	241,6	239,5
EBITDA	46,8	78,2	134,0	196,3	219,6	217,2
Amortización del inmovilizado	-20,1	-25,8	-33,2	-48,3	-58,5	-58,5
EBIT	26,8	52,4	100,7	148,0	161,1	158,7
Resultado financiero	-14,7	-19,9	-29,1	-38,9	-38,9	-32,7
Beneficio antes de impuestos	12,1	32,4	71,6	109,1	122,2	126,1
Impuesto de sociedades	28,0	28,0	28,0	28,0	28,0	28,0
Operaciones discontinuadas y Otros						
Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Beneficio neto atribuible	40,1	60,4	99,6	137,1	150,2	154,1
BPA (€)	0,32	0,48	0,80	1,10	1,20	1,23
DPA (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Estado de flujo de caja						
Cash flow neto	32,2	58,3	104,8	157,4	180,7	184,6
Variaciones de NOF	-57,1	-12,6	-18,4	-20,6	-7,7	0,7
Inversión	-177,6	-228,4	-466,4	-313,0	0,0	0,0
Cash flow libre	-202,6	-182,7	-380,0	-176,1	172,9	185,3
Remuneración al accionista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otras variaciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variación deuda financiera neta	202,6	182,7	380,0	176,1	-172,9	-185,3
Balance						
Activo fijo neto	566,5	769,1	1.202,3	1.466,9	1.408,4	1.349,9
Inmovilizado financiero	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Necesidades operativas de fondos (NOF)	25,7	38,3	56,7	77,3	85,0	84,3
Otros activos/(pasivos) neto	80,4	108,4	136,4	164,4	192,4	220,4
Capital empleado	673,2	916,4	1.396,0	1.709,2	1.686,4	1.655,3
Recursos propios	233,4	293,8	393,4	530,5	680,7	834,8
Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda financiera neta	439,8	622,5	1.002,5	1.178,7	1.005,8	820,5

Valoración (Descuento de dividendos)



VAN dividendos 2021-2026	0,0
VAN dividendos 2027-2053	1.500,5
VAN dividendos 2054-2068	516,6
Valor equity (Dic-2020e)	2.017,1
Precio objetivo (€ por acción)	16,15

Matriz de sensibilidad (€ por acción)

		Último año de funcionamiento de las plantas				
		2058	2063	2068	2073	2078
Tasa descuento dividendos	5,3%	11,06	12,09	13,12	14,16	15,19
	4,8%	12,14	13,34	14,55	15,75	16,95
	4,3%	13,35	14,75	16,15	17,56	18,96
	3,8%	14,71	16,35	17,98	19,62	21,25
	3,3%	16,24	18,15	20,06	21,96	23,87

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Metodología de valoración

Método de valoración

Modelo de descuento de dividendos. Estimamos el flujo de dividendos en base a consideraciones operativas (pérdida de la tarifa subvencionada, generación, degradación de los módulos solares y vida útil, precio de venta de la energía, costes de explotación, servicio de la deuda y recuperación de la caja restringida).

Hipótesis principales

Utilizamos una tasa de descuento de 4,25% y una vida útil de las plantas hasta 2068.

Escenarios de precio objetivo

Base €16,15

- Potencia instalada en 2023: 3.324MW
- Precio contratos venta energía 3,3 €/MWh
- DFN/EBITDA máxima: 9,4x
- Pago de dividendos desde 2027

Positivo €19,65

- Potencia instalada en 2023: 3.324MW
- Precio contratos venta energía 3,7 €/MWh
- DFN/EBITDA máxima: 8,7x
- Pago de dividendos desde 2027

Negativo €8,55

- Potencia instalada en 2023: 2.000MW
- Precio contratos venta energía 2,7 €/MWh
- DFN/EBITDA máxima: 8,3x
- Pago de dividendos desde 2028

Vectores principales

- Desarrollo de la energía solar fotovoltaica apoyada por políticas gubernamentales
- Abaratamiento del coste de instalación
- Entorno de tipos de interés bajos

Catalizadores

- Acuerdos de venta de energía
- Evolución del plan de inversiones
- Subasta de renovables (26 enero 2021)

Riesgos

- Retrasos en la construcción de las plantas solares
- Tendencia bajista en el precio de la electricidad
- Estrategia financiera basada en apalancamientos elevados
- Retirada de las tarifas subvencionadas en las plantas solares más antiguas
- Ampliación de capital para rebajar el endeudamiento

INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website: <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>
- Las metodologías de valoración más frecuentes aplicadas en nuestro análisis de compañías son las siguientes (lista no exhaustiva): VAN FCF, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, Ratios Comparables, Valor Neto Liquidativo, Warranted Equity Value y PER Teórico

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos

NOTAS DE COMPAÑÍAS

Todas nuestras notas están disponibles en: [Link a los informes de compañías](#)

EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada - Director	Aránzazu Cortina - Industriales
Rafael Alonso - Bancos	Juan Moreno - Inmobiliarias & Hoteles
Pilar Aranda - Petróleo & Aerolíneas	Pedro Echeguren - Farma & Salud
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos & Media	Juan Tuesta - Construcción & Tecnología
Luis Piñas - Alimentación/Distribución	Ana de Castro - Analista
Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo y Telecom	Aránzazu Bueno - Eléctricas
Eduardo Cabero - Seguros	Susana André - Portugal, Assistant
Rafael Diogo - Portugal	

Tel.: 912759421

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por todo el Equipo:

- Macroeconomía
- Estrategia de Inversión
- Bonos
- Divisas
- Fondos de Inversión
- ETFs
- Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable