

Sector: Energías Renovables

Un plan agresivo de inversión en plantas solares con el riesgo del apalancamiento

## Solaria

Recomendación: Neutral  
 Precio Objetivo: 17,00€  
 Potencial: -5,1%  
 Analista: Pedro Echeguren

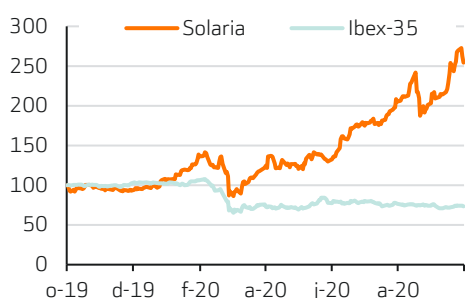
## Datos Básicos

Precio (€)	17,91
Nº acciones (M)	125,0
Capitalización (M€)	2.237,9
Máx/Mín (52 sem.)(€)	19,28 / 6,1
Cód. Reuters/Bloomberg	SLRS.MC / SLR SM

Mn€	2019	2020e	2021e	2022e
BNA	24	42	64	107
% inc.	11,8	74,2	53,9	67,0
EBITDA	29	48	82	141
% inc.	2,9	64,9	69,1	72,7
BPA (€)	0,2	0,3	0,5	0,9
% inc.	11,8	74,2	53,9	67,0
DPA (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
% inc.	n.r.	n.r.	n.r.	n.r.
PER (x)	35,6	53,8	35,0	20,9
VE/EBITDA (x)	37,1	55,4	35,0	22,9
Rentab. div. (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
P/V (x)	4,4	9,5	7,5	5,5

Ratios	2019	2020e	2021e	2022e
DFN/EBITDA (x)	8,1	9,1	7,6	7,0
DFN/FF.PP. (x)	1,2	1,9	2,1	2,4
CF Op./DFN (%)	6,1	-5,5	7,8	9,3
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	4,2	6,1	7,7
ROE (%)	12,4	17,7	21,4	26,3

## Evolución bursátil



Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	17,8	44,9	153,3
Relativo	19,4	52,5	179,4

## Accionariado

Familia Diaz-Tejero:	40,0%
BlackRock:	3,2%

Fuentes: Bankinter Análisis y Mercados, Bloomberg, CNMV

Al atractivo de ser una empresa en un sector de moda, favorecido por los objetivos de generación renovable, con un plan de inversiones muy agresivo que invierte casi 1.300M€ para pasar de 75MW de potencia solar fotovoltaica a 3.324MW en 2023 (el 3% de la potencia del sistema eléctrico español) y que entra en el Ibex-35 se opone una valoración tensionada y el riesgo que supone una estrategia de alto apalancamiento (estimamos que el ratio de DFN/EBITDA llegará a 9,1x en 2020e). Cualquier retraso en la construcción de las plantas solares puede llevar los ratios de endeudamiento a niveles superiores de lo que estimamos, salvo que amplíe capital. Nuestras estimaciones reflejan el cumplimiento del plan inversor. Nuestro precio objetivo (utilizamos un modelo de descuento de dividendos) es 17,00 €/acción (potencial -5,1%). Opinamos que no queda valor a estos precios. Nuestra recomendación es Neutral.

## Un plan muy ambicioso para construir plantas solares

El atractivo de Solaria es su plan de inversión en plantas solares fotovoltaicas que aspira a dedicar unos 1.300M€ entre 2019 y 2023e para pasar de 75 MW instalados en 2018 (la mayoría son plantas con más de 10 años de antigüedad procedentes de su pasado industrial y que perciben incentivos) a 360 MW en 2019, 410 MW actuales y 3.324 MW en 2023. La compañía ha logrado en las últimas subastas licencias sin incentivos en el precio de venta de la energía y su estrategia es firmar contratos bilaterales de venta de energía a precios inferiores al del pool eléctrico con clientes como Repsol, Statkraft o Axpo. El abaratamiento del coste de construcción desde 6M€/MW en 2007 a los 0,45 - 0,40 M€/MW actuales posibilita rentabilizar estas plantas con precios de venta inferiores a los del pool eléctrico y con una vida operativa cercana a los 50 años.

## El endeudamiento es elevado, un riesgo a tener en cuenta

En 2018, la compañía captó 95M€ mediante una ampliación de capital que aligeró el endeudamiento (en 2017 DFN/Capital Empleado 0,78x DFN/EBITDA 7,6x) y permitió iniciar el plan de inversiones. La estrategia financiera se basa en apalancamientos elevados (Bonos y *Project Finance*) para financiar las inversiones. En 2019 la compañía se apalanca de nuevo: DFN/Capital Empleado 0,55x; DFN/EBITDA 8,1x. Para 2020e estimamos 0,65x y 9,1x respectivamente. Un riesgo son los retrasos en la construcción de las plantas solares (ha sucedido en el confinamiento), lo que puede retrasar alcanzar el EBITDA esperado y deteriorar los ya tensionados ratios de deuda. Calificamos la estrategia financiera de arriesgada y apta solamente para inversores con un perfil de riesgo alto. Cabe la posibilidad de una ampliación de capital, lógicamente con descuento.

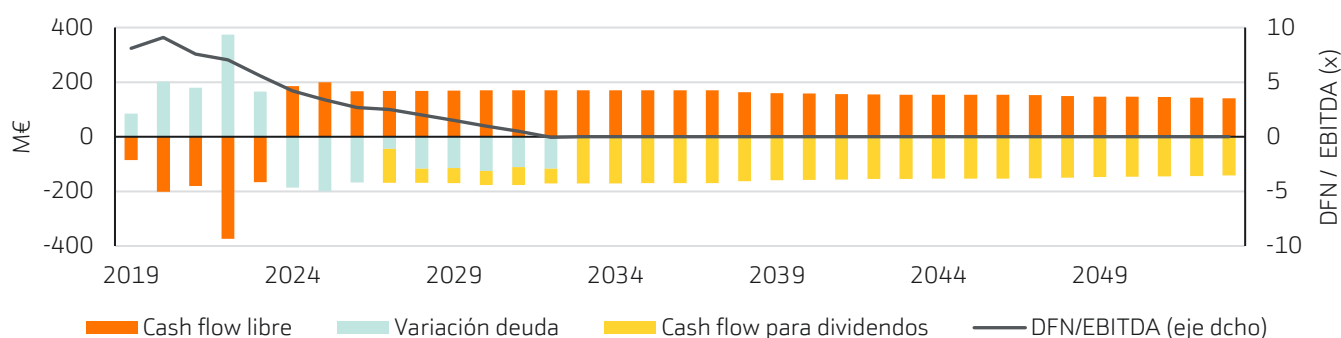
## Recomendación: Neutral Precio Objetivo: 17,00 €/acción

Valoramos la compañía con un modelo de descuento de dividendos. Asumiendo el plan de negocio, estos podrían empezar en 2027 (rentabilidad inicial 2,2%, pico 7,6% en 2033e) cuando el ratio DFN/EBITDA sea 2,2x. Nuestro modelo considera que las plantas solares estarán operativas hasta 2068, aunque no hay experiencias tan amplias (los módulos más longevos en España son los de Isofotón con 35 años en funcionamiento). Nuestro precio objetivo son 17,00 €/acción (potencial -5,1%). Recomendación: Neutral.

### Cuadro 1. Resumen de resultados y valoración

(M€)	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
<b>Cuenta de resultados</b>						
Ventas	34,5	62,9	103,7	163,4	230,0	255,1
Beneficio bruto	34,5	62,9	103,7	163,4	230,0	255,1
EBITDA	29,3	48,3	81,7	141,1	207,5	232,2
Amortización del inmovilizado	-13,1	-20,1	-25,8	-33,2	-48,3	-58,5
EBIT	16,2	28,2	55,9	107,8	159,1	173,8
Resultado financiero	-10,4	-14,6	-19,8	-28,9	-38,4	-38,0
<b>Beneficio antes de impuestos</b>	<b>5,8</b>	<b>13,6</b>	<b>36,0</b>	<b>78,9</b>	<b>120,8</b>	<b>135,8</b>
Impuesto de sociedades	18,0	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
<b>Beneficio neto atribuible</b>	<b>23,9</b>	<b>41,6</b>	<b>64,0</b>	<b>106,9</b>	<b>148,8</b>	<b>163,8</b>
BPA (€)	0,19	0,33	0,51	0,86	1,19	1,31
DPA (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Estado de flujo de caja</b>						
Cash flow neto	21,1	33,6	61,8	112,1	169,1	194,2
Variaciones de NOF	-6,5	-57,7	-13,4	-19,6	-21,9	-8,2
Inversión	-99,7	-177,6	-228,4	-466,4	-313,0	0,0
<b>Cash flow libre</b>	<b>-85,1</b>	<b>-201,7</b>	<b>-180,0</b>	<b>-373,9</b>	<b>-165,8</b>	<b>186,0</b>
Remuneración al accionista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otras variaciones	-26,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Variación deuda financiera neta</b>	<b>111,6</b>	<b>201,7</b>	<b>180,0</b>	<b>373,9</b>	<b>165,8</b>	<b>-186,0</b>
<b>Balance</b>						
Activo fijo neto	408,9	566,5	769,1	1.202,3	1.466,9	1.408,4
Inmovilizado financiero	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Necesidades operativas de fondos (NOF)	-31,5	26,2	39,7	59,3	81,2	89,4
Otros activos/(pasivos) neto	52,4	80,4	108,4	136,4	164,4	192,4
<b>Capital empleado</b>	<b>430,5</b>	<b>673,7</b>	<b>917,8</b>	<b>1.398,6</b>	<b>1.713,1</b>	<b>1.690,9</b>
Recursos propios	193,3	234,9	298,9	405,8	554,5	718,3
Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda financiera neta	237,2	438,9	618,9	992,8	1.158,6	972,6

### Valoración (Descuento de dividendos)



VAN dividendos 2021-2026	0,0
VAN dividendos 2027-2053	1.595,5
VAN dividendos 2054-2068	523,9
<b>Valor equity (Dic-2020e)</b>	<b>2.119,4</b>
<b>Precio objetivo (€ por acción)</b>	<b>17,00</b>

### Matriz de sensibilidad (€ por acción)

		Último año de funcionamiento de las plantas				
		2058	2063	2068	2073	2078
WACC	5,3%	11,68	12,72	13,77	14,81	15,86
	4,8%	12,84	14,06	15,28	16,50	17,73
	4,3%	14,14	15,57	<b>17,00</b>	18,43	19,86
	3,8%	15,60	17,27	18,95	20,63	22,31
	3,3%	17,24	19,21	21,18	23,15	25,12

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 €17,00

- Potencia instalada en 2023: 3.324MW
- Precio venta energía 3,5 €/MWh
- DFN/EBITDA máxima: 9,1x
- Pago de dividendos desde 2027

#### Positivo €20,50

- Potencia instalada en 2023: 3.324MW
- Precio venta energía 4,0 €/MWh
- DFN/EBITDA máxima: 8,4x
- Pago de dividendos desde 2027

#### Negativo €8,40

- Potencia instalada en 2023: 2.000MW
- Precio venta energía 3,0 €/MWh
- DFN/EBITDA máxima: 8,0x
- 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

#### Riesgos

- Retrasos en la construcción de las plantas solares
- 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](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