

Sector: Energías Renovables

Los resultados 1T21 crecen por la incorporación de nuevas plantas renovables

## Solaria

Recomendación: Neutral  
 Precio Objetivo: 18,00€  
 Potencial: +12,9%  
 Analista: Pedro Echeguren

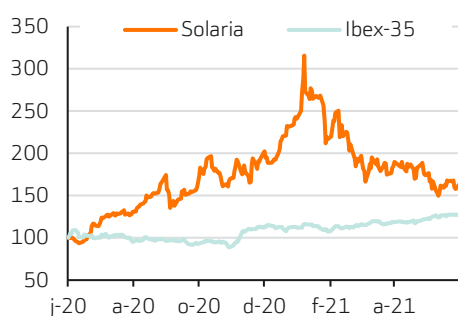
## Datos

Precio (€)	15,94
Nº acciones (M)	125,0
Capitalización (M€)	1.991,7
Máx/Mín (52 sem.) (€)	30,94 / 9,17
Comportamiento 2021	-32,6%
Cód. Reuters/Bloomberg	SLRS.MC / SLR SM

Mn€	2020	2021e	2022e	2023e
BNA	30	60	94	129
% inc.	27,4	97,4	56,7	36,7
EBITDA	49	74	138	207
% inc.	67,6	50,9	86,9	49,4
BPA (€)	0,2	0,5	0,8	1,0
% inc.	27,4	97,4	56,7	36,7
DPA (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
% inc.	n.r.	0,0	0,0	0,0
PER (x)	97,1	33,2	21,2	15,5
VE/EBITDA (x)	67,2	37,2	23,3	17,1
Rentab. div. (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
P/V (x)	13,3	7,0	5,3	3,9

Ratios	2020	2021e	2022e	2023e
DFN/EBITDA (x)	7,0	10,3	8,9	7,5
DFN/FF.PP. (x)	1,6	2,7	3,3	3,1
CF Op./DFN (%)	13,8	-3,2	6,8	8,9
DFN/CE (x)	0,6	0,7	0,8	0,8
EBITDA/CE (x)	0,1	0,1	0,1	0,1
ROCE (%)	5,8	5,0	6,2	7,2
ROE (%)	13,7	21,2	25,0	25,5

## Evolución bursátil



Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	-7,9	-17,5	62,7
Relativo	-10,8	-26,7	36,0

## Accionariado

Familia Diaz-Tejeiro:	40,0%
ZP Master Utility Fund:	4,0%
BlackRock:	3,0%
Natixis:	3,0%
Invesco:	2,5%

Fuentes: Bankinter Análisis y Mercados, Bloomberg, CNMV

Los resultados 1T20 presentan crecimientos elevados pero son esperados al ser una consecuencia de la entrada en explotación de nuevas plantas renovables. La evolución del pipeline nos hace ser optimistas respecto a la consecución de los objetivos de añadir nueva capacidad en 2021 y 2022 y que reflejan en nuestras estimaciones. No hay noticias sobre el desarrollo del objetivo a largo plazo de 18.000MW. El endeudamiento sigue siendo elevado (7,1x EBITDA). Incorporamos a nuestras estimaciones un encarecimiento del coste de inversión (acero, módulos y logística) que otras empresas comparables cifran en +0,10 €/W a 0,45 €/W. Como consecuencia, recortamos nuestro precio Objetivo a 18,00 €/acción desde 20,50 €/acción. La cotización se ha ajustado a este punto negativo. Opinamos que Solaria está correctamente valorada y mantenemos nuestra recomendación en Neutral.

## Crecimiento impulsado por la entrada en explotación de nuevas plantas

Las principales cifras 1T21 son: potencia instalada a 31-may (no hay datos a 30-mar) 807MW (+262MW en 2021), en construcción a 31-may 1.021MW (+541MW en 2021). La generación aumenta a 143 GWh (+82% a/a), precio promedio energía vendida 130,9 €/MWh (-4,5%, compara desfavorablemente vs +34% pool eléctrico (48,1 €/MWh), ventas 18,8M€ (+74% a/a), EBITDA 19,5M€ (+110%), margen EBITDA 104% (86,2% en 1T20), EBIT 15,0M€ (+188%), BAI 11,9M€ (+339%), BNA 10,4M€ (+44,2%), cash flow libre -37,2M€ (no hay dato comparable), deuda financiera neta 417,8 M€ (+21,5% desde 4T20), DFN/EBITDA 7,1x (7,0x en 4T20). [Link a los resultados.](#)

## Nuestra valoración de los resultados es neutral

Los crecimientos son elevados pero esperados al ser una consecuencia de la entrada en explotación de las plantas conectadas en los trimestres anteriores y que lleva a aumentar la generación (+82% a/a). El precio por MWh vendido se reduce -4,5% vs +34% en el pool eléctrico, se debe a la firma de acuerdos PPA a precios inferiores al pool. El margen EBITDA es 104% al incluir ingresos extraordinarios por penalizaciones motivadas por retrasos en la construcción de plantas. La información de la cartera de proyectos es posterior a la fecha de formulación de las cuentas trimestrales, a 31-may hay 1.828MW en explotación y construcción y se alcanza el objetivo 30-mar. La compañía ha conectado 262MW en España y Portugal e iniciado la construcción de una planta de 626MW en Trillo. A la vez, reitera sus objetivos de tener 2.150MW en explotación en 2021 y 3.150MW en 2022 que están reflejados en nuestras estimaciones. Opinamos que el endeudamiento es elevado (7,1x EBITDA). No hay noticias sobre el desarrollo del objetivo a largo plazo de 18.000MW.

## Recortamos nuestro Precio Objetivo a 18,00 €/acción

Incorporamos a nuestras estimaciones un encarecimiento del coste de inversión que otras empresas comparables cifran en +0,10 €/W a 0,45 €/W por mayores precios en acero, módulos y logística. Como consecuencia, recortamos nuestro precio Objetivo a 18,00 €/acción desde 20,50 €/acc. La cotización se ha ajustado a este punto negativo. Mantenemos invariada nuestra recomendación en Neutral.

## Los resultados aumentan por el impulso de nuevas plantas renovables

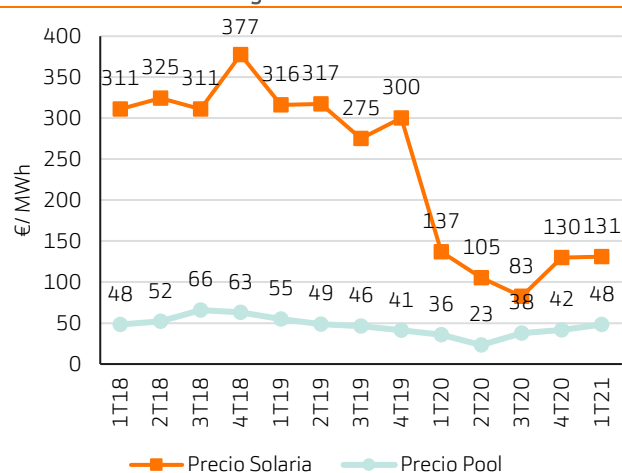
- La generación aumenta en 1T21 a 143GWh (+82% a/a) tras incrementar la potencia instalada a 807 (+124%, este dato es a 31-may, no se ha publicado al 30-mar). El precio de venta de la electricidad retrocede a 131 €/MWh (-4,5%) en un entorno de mayores precios en el pool que aumentan +34%. Las ventas son 18,8M€ (+73,8%).
- El margen EBITDA es 104% (86,2% en 1T20) al incluir ingresos extraordinarios por penalizaciones motivadas por retrasos en la construcción de plantas. Consecuentemente, EBITDA aumenta a 19,5M€ (+110%).
- El BNA aumenta a 10,4 M€ (+44,2%).
- Cash flow libre negativo -37,2M€ (no hay datos comprobables 1T20), donde el cash flow de explotación es +18,6M€ y las inversiones -55,8M€. La deuda financiera neta aumenta a 417,8M€ (+21,5% desde 4T20). La ratio DFN/EBITDA sube a 7,1x (7,0x a 4T20).

Cuadro 1. Comparativa de resultados

Millones de euros	1T20	2T20	3T20	4T20	1T21	Var. a/a %
Potencia instalada (MW)	360	410	440	550	807	124,2
Generación (GWh)	79	117	216	95	143	82,0
Precio obtenido (€/MWh)	137,1	105,3	82,5	130,0	130,9	-4,5
<b>Ventas</b>	<b>10,8</b>	<b>12,3</b>	<b>17,8</b>	<b>12,3</b>	<b>18,8</b>	<b>73,8</b>
Otros ingresos	1,2	4,3	2,1	3,6	4,2	
Gastos de explotación	-2,7	-3,5	-4,7	-4,5	-3,4	
<b>EBITDA</b>	<b>9,3</b>	<b>13,1</b>	<b>15,1</b>	<b>11,5</b>	<b>19,5</b>	<b>109,7</b>
Margen (%)	86,2	106,3	84,8	93,6	104,0	
Amortizaciones	-4,1	-3,4	-4,1	-4,3	-4,5	
<b>EBIT</b>	<b>5,2</b>	<b>9,7</b>	<b>11,1</b>	<b>7,1</b>	<b>15,0</b>	<b>188,3</b>
Gastos financieros	-2,5	-4,1	-2,8	-3,3	-3,1	
<b>BAI</b>	<b>2,7</b>	<b>5,6</b>	<b>8,3</b>	<b>3,8</b>	<b>11,9</b>	<b>339,2</b>
Impuestos	4,5	2,0	2,0	1,5	-1,5	
<b>Beneficio neto atribuible</b>	<b>7,2</b>	<b>7,6</b>	<b>10,4</b>	<b>5,3</b>	<b>10,4</b>	<b>44,2</b>
Cash flow de explotación					18,6	
Inversiones					-55,8	
<b>Cash flow libre</b>					<b>-37,2</b>	<b>n.d.</b>
IFRS-16 y Otros					-36,7	
<b>Variación deuda financiera neta</b>	<b>27,9</b>	<b>24,3</b>	<b>25,4</b>	<b>29,2</b>	<b>74,0</b>	
<b>Deuda financiera neta</b>	<b>265,0</b>	<b>289,2</b>	<b>314,7</b>	<b>343,9</b>	<b>417,8</b>	<b>57,7</b>
DFN/EBITDA LTM (x)	8,0	7,6	6,9	7,0	7,1	

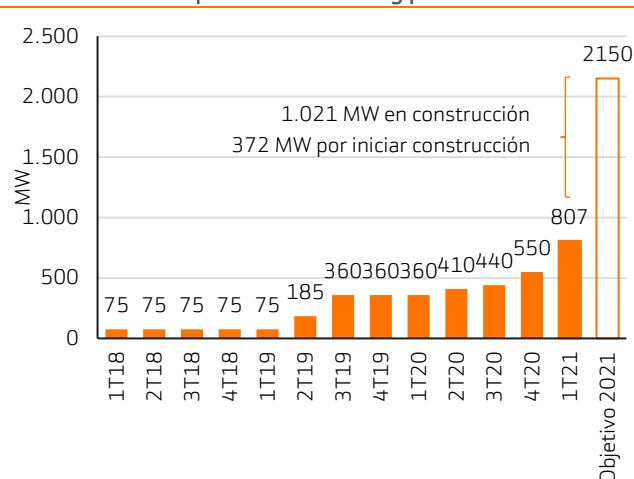
Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 2. Precio de la energía vendida



Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 3. Evolución potencia instalada y previsión Solaria

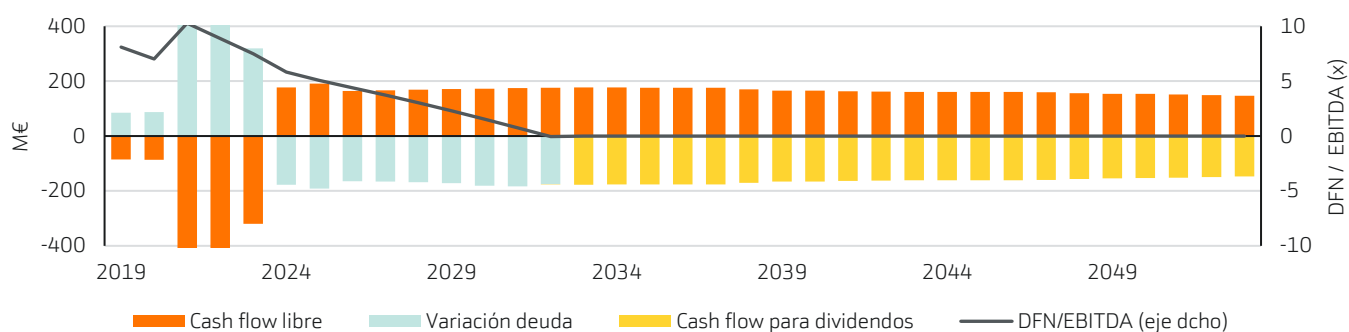


Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 4. Resumen de resultados y valoración

(M€)	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Cuenta de resultados</b>						
Ventas	53,3	91,1	155,7	224,2	253,6	251,4
Beneficio bruto	53,3	91,1	155,7	224,2	253,6	251,4
EBITDA	49,1	74,0	138,4	206,7	235,9	233,4
Amortización del inmovilizado	-16,0	-22,2	-38,6	-59,4	-71,4	-71,4
EBIT	33,1	51,8	99,7	147,3	164,5	162,0
Resultado financiero	-12,7	-19,8	-33,6	-46,7	-49,0	-42,9
<b>Beneficio antes de impuestos</b>	<b>20,4</b>	<b>32,0</b>	<b>66,1</b>	<b>100,6</b>	<b>115,4</b>	<b>119,1</b>
Impuesto de sociedades	10,0	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>30,4</b>	<b>60,0</b>	<b>94,1</b>	<b>128,6</b>	<b>143,4</b>	<b>147,1</b>
BPA (€)	0,24	0,48	0,75	1,03	1,15	1,18
DPA (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Estado de flujo de caja</b>						
Cash flow neto	38,3	54,2	104,7	160,0	186,9	190,5
Variaciones de NOF	9,2	-78,3	-21,2	-22,5	-9,7	0,7
Inversión	-134,4	-391,9	-553,9	-457,2	0,0	0,0
<b>Cash flow libre</b>	<b>-86,8</b>	<b>-415,9</b>	<b>-470,3</b>	<b>-319,7</b>	<b>177,2</b>	<b>191,2</b>
Remuneración al accionista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otras variaciones	-20,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Variación deuda financiera neta</b>	<b>107,7</b>	<b>415,9</b>	<b>470,3</b>	<b>319,7</b>	<b>-177,2</b>	<b>-191,2</b>
<b>Balance</b>						
Activo fijo neto	542,0	911,7	1.426,9	1.824,7	1.753,3	1.681,8
Inmovilizado financiero	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Necesidades operativas de fondos (NOF)	-42,5	35,8	57,0	79,5	89,2	88,5
Otros activos/(pasivos) neto	67,2	95,2	123,2	151,2	179,2	207,2
<b>Capital empleado</b>	<b>567,4</b>	<b>1.043,4</b>	<b>1.607,8</b>	<b>2.056,1</b>	<b>2.022,4</b>	<b>1.978,2</b>
Recursos propios	222,5	282,5	376,6	505,2	648,7	795,7
Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda financiera neta	344,9	760,8	1.231,2	1.550,9	1.373,7	1.182,5

**Valoración (Descuento de dividendos)**



VAN dividendos 2027-2053	1.434,1
VAN dividendos 2054-2068	526,2
VAN dividendos Plan 2030 (p 20%)	288
<b>Valor equity (Dic-2021e)</b>	<b>2.248,5</b>
<b>Precio objetivo (€ por acción)</b>	<b>18,00</b>

**Matriz de sensibilidad (€ por acción)**

		Cumplimiento del plan de negocio 2030				
		0%	20%	50%	80%	100%
Tasa descuento dividendos	5,3%	12,59	14,89	18,35	21,81	24,12
	4,8%	14,04	16,35	19,81	23,27	25,57
	4,3%	15,69	<b>18,00</b>	21,46	24,92	27,22
	3,8%	17,56	19,87	23,33	26,79	29,10
	3,3%	19,69	22,00	25,46	28,92	31,23

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

## Metodología de valoración

### Método de valoración

Descuento de dividendos. Estimamos los dividendos bajo consideraciones operativas (pérdida de tarifa subvencionada, generación, degradación de los módulos, vida útil, precio de venta de la energía, costes de explotación, servicio de la deuda y recuperación de la caja restringida). Valoramos por separado el Plan 2030 con su probabilidad de cumplimiento.

### Hipótesis principales

Utilizamos una tasa de descuento de 4,25% y una vida útil de las plantas hasta 2067.

### Escenarios de precio objetivo

#### Base €18,00

- Potencia instalada en 2023e: 3.500 MW
- Precio contratos venta energía 33 €/MWh
- DFN/EBITDA máxima: 10,3x en 2021e
- Pago de dividendos desde 2032
- Cumplimiento del Plan Estratégico 2030: 20%

#### Positivo €27,20

- Igual que en Base
- Cumplimiento del Plan Estratégico 2030: 100%

#### Negativo €15,70

- Igual que en Base
- Cumplimiento del Plan Estratégico 2030: 0%

#### Vectores principales

- Desarrollo de la energía solar fotovoltaica apoyada por políticas gubernamentales
- Entorno de tipos de interés bajos

#### Catalizadores

- Acuerdos de venta de energía
- Puesta en operación de nueva capacidad
- Cumplimiento del Plan Estratégico 2030

#### Riesgos

- Retrasos en la construcción de las plantas solares
- Encarecimiento coste de construcción en 2021
- 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

Rafael Alonso - Bancos

Pilar Aranda - Petróleo & Aerolíneas

Esther Gutiérrez de la Torre - Autos & Media

Luis Piñas - Alimentación/Distribución

Aránzazu Bueno - Eléctricas

Susana André - Portugal, Assistant

Álvaro Lence

Aránzazu Cortina - Industriales

Juan Moreno - Inmobiliarias & Hoteles

Pedro Echeguren - Farma & Salud

Juan Tuesta - Construcción & Tecnología

Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo y Telecom

Eduardo Cabero - Seguros

Jorge Pradilla

Adrián González

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