

Sector: Energías Renovables

Los resultados 4T20 decepcionan y el nuevo Plan 2030 está lleno de incertidumbres

Solaria

Recomendación: Vender
 Precio Objetivo: 20,50€
 Potencial: -16,5%
 Analista: Pedro Echeguren

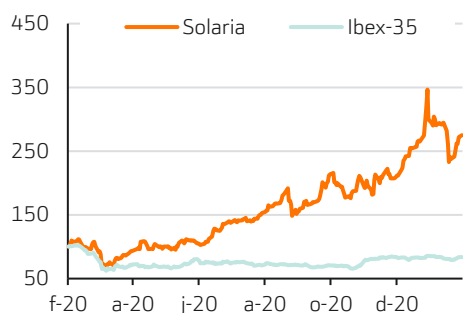
Datos Básicos

Precio (€)	24,56
Nº acciones (M)	125,0
Capitalización (M€)	3.068,8
Máx/Mín (52 sem.)(€)	30,94 / 6,1
Comportamiento 2021	3,9%
Cód. Reuters/Bloomberg	SLRS.MC / SLR SM

Mn€	2019	2020	2021e	2022e
BNA	24	30	61	103
% inc.	11,8	27,4	101,7	67,6
EBITDA	29	49	73	137
% inc.	2,9	67,6	48,5	88,3
BPA (€)	0,2	0,2	0,5	0,8
% inc.	11,8	27,4	101,7	67,6
DPA (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
% inc.	n.r.	n.r.	n.r.	n.r.
PER (x)	35,6	97,1	50,0	29,9
VE/EBITDA (x)	37,1	67,2	51,4	29,9
Rentab. div.	0,0	0,0	0,0	0,0
P/V (x)	4,4	13,3	10,8	7,9

Ratios	2019	2020	2021e	2022e
DFN/EBITDA	8,1	7,0	9,3	7,5
DFN/FF.PP. (x)	1,2	1,6	2,4	2,7
CF Op./DFN	6,1	13,7	-3,6	8,5
DFN/CE (x)	0,6	0,6	0,7	0,7
EBITDA/CE (x)	0,1	0,1	0,1	0,1
ROCE (%)	3,8	5,8	5,4	7,3
ROE (%)	12,4	13,7	21,6	26,6

Evolución bursátil



Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	-6,5	39,9	175,0
Relativo	-4,8	29,8	191,3

Accionariado

Familia Diaz-Tejeiro:	40,0%
BlackRock:	8,0%
iShares:	3,4%
Invesco:	3,0%

Fuentes: Bankinter Análisis y Mercados, Bloomberg, CNMV

Nos decepcionan los resultados 2020 a pesar de los crecimientos, fruto de las inversiones en parques solares. La generación y ventas en 4T20 son escasas, creemos que las conexiones de las nuevas plantas se logran al final del 4T20 y no se alcanzan la generación y ventas esperadas. Lo negativo es el precio de venta de la energía (-71% t/t) y el elevado endeudamiento (7,0x EBITDA). La reciente entrada en el accionariado de iShares, Invesco y el aumento de la participación de BlackRock tras la incorporación al Ibex-35, los rumores de operaciones corporativas (hoy Iberdrola ha renunciado a comprar Solarpack) y el apetito por el sector llevaron la cotización a niveles no justificables, el precio ya ha empezado a corregir. Nuestro nuevo precio Objetivo son 20,50 €/acción (potencial -16,5%) y asume un cumplimiento parcial del Plan 2030. Vemos el riesgo de una ampliación de capital y seguimos recomendando Vender.

Los resultados 4T20 decepcionan, el precio de venta energía cae -71% en 4T20

Las principales cifras 4T20 son: potencia instalada 550 MW (+25% t/t), generación 507 GWh (+134%), precio promedio de energía 4T20 24,2 €/MWh (-70,6% y compara desfavorablemente con 40,2 €/MWh del pool eléctrico), ventas 12,3M€ (-31,0%), EBITDA 11,5M€ (-23,9%), EBIT 7,1 M€ (-36,1%), BAI 3,8 M€ (-54,2%), BNA 5,3M€ (-48,9%), cash flow libre -29,2M€ (-25,5M€ en 3T20). Por lo tanto, en 2020 las ventas son 53,3M€ (+54,2%, consenso 62,6M€), EBITDA 49,1M€ (+55,8%), EBIT 33,1 M€ (+106%, consenso 32M€), BAI 20,4 M€ (+250%), BNA 30,4M€ (+27,4%), cash flow libre -106,8M€ (-108,9M€ en 2019), deuda financiera neta 343,9 M€ (+45%), DFN/EBITDA 7,0x (6,9x en 3T20).

Un nuevo Plan Estratégico 2030 excesivamente ambicioso

El objetivo de potencia instalada en 1T21 son 1.828 MW (revisado desde 1.375 MW), reto que supone multiplicar la potencia actual por 3,3x en tres meses. El siguiente hito es alcanzar 3.500 MW en 2023. Además, la compañía anuncia un nuevo Plan Estratégico 2030 en el que ambiciona 18.000 MW. Este plan tiene poca concreción, no hay licencias, emplazamientos, puntos de conexión ni fechas para añadir nueva capacidad. El plan implica conectar aproximadamente 2.000 MW nuevos anualmente entre 2024 y 2030, algo nunca logrado por Solaria. La capacidad de endeudamiento actual es casi inexistente, prevemos que la compañía necesitará ampliar capital en c. 2.500M€ (el 80% de su capitalización actual) para poder acometer estos objetivos.

Ajustamos nuestro Precio Objetivo y seguimos recomendando Vender

Valoramos la compañía mediante un modelo de descuento de dividendos. Elevamos ligeramente nuestra valoración del plan antiguo (3500 MW) a 17,50 €/acción (anterior 17,05 €/acción). Añadimos el valor del plan Estratégico 2030 con una probabilidad de cumplimiento del 20% y suma 3,00 €/acción a nuestra valoración. El mercado asume un 40%. Por tanto, nuestro Precio Objetivo es 20,50 €/acción. Incluimos un análisis de sensibilidad en función del posible cumplimiento del Plan 2030. En nuestra opinión, la valoración de 14x P/V es excesiva y no se justifica con un ROE elevado. Las expectativas de movimientos corporativos se han desinflado al conocer que Iberdrola renuncia a adquirir el rival Solarpack por su elevada valoración. Seguimos recomendando Vender.

Nuestra comparativa de resultados es inter trimestral

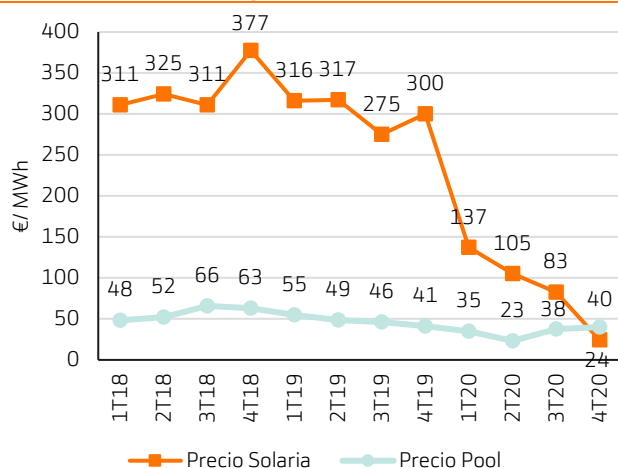
- Comparamos los resultados 4T20 con 3T20 debido al aumento de la generación desde hace un año (+341%), reflejo de la entrada en operación de 190 MW de nuevas plantas (capacidad 550 MW, +53% a/a y +25% t/t).
- En 4T20 las ventas caen a 12,3M€ (-31,0%), donde generación 216 GWh (+134,4%) y el precio de venta 24,3 €/MWh (-70,6%), este se sitúa por debajo del promedio del pool eléctrico (40 €/MWh) debido a la entrada en funcionamiento de nuevas plantas que no perciben retribuciones por explotación ni inversión. Las ventas 2020 son 53,3M€ (+54,2%), inferiores al consenso de 62,6 M€.
- El EBITDA cae a 11,5M€ (-23,9%), el 4T tiene un efecto estacional por el menos recurso solar.
- El BNA cae a 5,3 M€ (-48,9%). El BNA anual de 30,4 M€ (+27,4%) supera al consenso.
- La deuda financiera neta aumenta +9,2% t/t en \$T20 y +45,1% desde 4T19. La ratio DFN/EBITDA sube a 7,0x.

Cuadro 1. Comparativa de resultados

Millones de euros	4T19	1T20	2T20	3T20	4T20	Var. t/t %	2019	2020	Var. a/a %	Consenso
Potencia instalada (MW)	360	410	410	440	550	25,0	360	550	52,8	
Generación (GWh)	29	79	117	216	507	134,4	115	507	341,4	
Precio obtenido (€/MWh)	300,0	137,1	105,3	82,5	24,3	-70,6	300,9	105,1	-65,1	
Ventas	8,6	10,8	12,3	17,8	12,3	-31,0	34,5	53,3	54,2	62,6
Otros ingresos	4,6	1,2	4,3	2,1	3,6		9,0	11,2		
Gastos de explotación	-5,2	-2,7	-3,5	-4,7	-4,5		-12,0	-15,4		
EBITDA	8,1	9,3	13,1	15,1	11,5	-23,9	31,5	49,1	55,8	49,4
Margen (%)	93,5	86,2	106,3	84,8	93,6		91,2	92,1		
Amortizaciones	-5,9	-4,1	-3,4	-4,1	-4,3		-15,3	-16,0		
EBIT	2,0	5,2	9,7	11,1	7,1	-36,1	16,0	33,1	106,4	32,0
Margen (%)	23,3	48,1	78,7	62,2	57,6		46,4	62,1		
Gastos financieros	-3,1	-2,5	-4,1	-2,8	-3,3		-10,4	-12,7		
BAI	-0,9	2,7	5,6	8,3	3,8	-54,2	5,8	20,4	250,0	19,9
Impuestos	10,7	4,5	2,0	2,0	1,5		18,0	10,0		
Tasa impositiva (%)	-1239,5	165,5	35,8	24,5	38,9		309,2	48,9		
Beneficio neto atribuible	9,9	7,2	7,6	10,4	5,3	-48,9	23,9	30,4	27,4	27,8
Deuda financiera neta	237,1	265,0	289,2	314,7	343,9	9,2	237,1	343,9	45,1	
DFN/EBITDA LTM (x)	7,5	8,0	7,6	6,9	7,0		7,5	7,0		

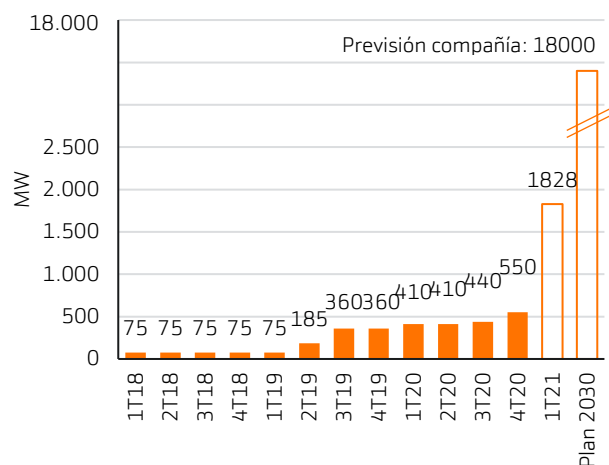
Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 2. Precio de la energía vendida



Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 3. Evolución potencia instalada y previsión Solaria

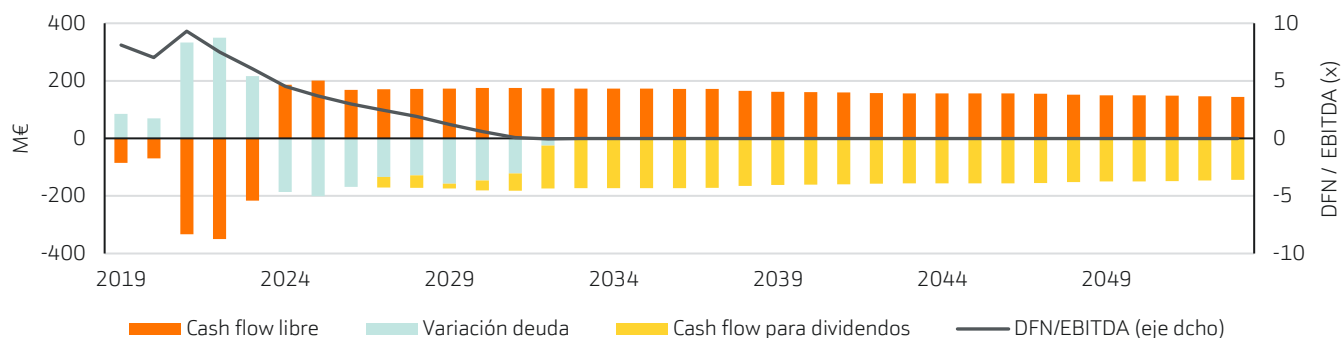


Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 4. Resumen de resultados y valoración

(M€)	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Cuenta de resultados						
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	72,9	137,2	205,5	234,7	232,3
Amortización del inmovilizado	-16,0	-21,1	-33,6	-49,9	-59,5	-59,5
EBIT	33,1	51,7	103,6	155,6	175,3	172,8
Resultado financiero	-12,7	-18,4	-28,8	-38,2	-38,7	-32,3
Beneficio antes de impuestos	20,4	33,3	74,8	117,4	136,6	140,6
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
Beneficio neto atribuible	30,4	61,3	102,8	145,4	164,6	168,6
BPA (€)	0,24	0,49	0,82	1,16	1,32	1,35
DPA (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Estado de flujo de caja						
Cash flow neto	36,4	54,5	108,4	167,4	196,1	200,0
Variaciones de NOF	11,0	-78,6	-21,2	-22,5	-9,7	0,7
Inversión	-117,1	-309,4	-437,3	-360,9	0,0	0,0
Cash flow libre	-69,7	-333,5	-350,1	-216,1	186,4	200,8
Remuneración al accionista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otras variaciones	-38,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variación deuda financiera neta	107,7	333,5	350,1	216,1	-186,4	-200,8
Balance						
Activo fijo neto	542,0	830,3	1.233,9	1.544,9	1.485,4	1.426,0
Inmovilizado financiero	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Necesidades operativas de fondos (NOF)	-42,5	36,1	57,3	79,8	89,5	88,8
Otros activos/(pasivos) neto	67,2	95,2	123,2	151,2	179,2	207,2
Capital empleado	567,4	962,2	1.415,1	1.776,6	1.754,8	1.722,6
Recursos propios	222,5	283,9	386,7	532,1	696,7	865,3
Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda financiera neta	344,9	678,4	1.028,5	1.244,6	1.058,2	857,4

Valoración (Descuento de dividendos)



VAN dividendos 2027-2053	1.628,3
VAN dividendos 2054-2068	558,4
VAN dividendos Plan 2030 (p 20%)	375
Valor equity (Dic-2021e)	2.561,3
Precio objetivo (€ por acción)	20,50

Matriz de sensibilidad (€ por acción)

		Cumplimiento del plan de negocio 2030				
		0%	20%	50%	80%	100%
Tasa descuento dividendos	5,3%	14,22	17,22	21,72	26,22	29,22
	4,8%	15,76	18,76	23,26	27,75	30,75
	4,3%	17,50	20,50	25,00	29,49	32,49
	3,8%	19,47	22,47	26,97	31,46	34,46
	3,3%	21,71	24,71	29,21	33,70	36,70

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 2068.

Escenarios de precio objetivo

Base €20,50

- Potencia instalada en 2023: 3.500 MW
- Precio contratos venta energía 33 €/MWh
- DFN/EBITDA máxima: 9,3x en 2021
- Pago de dividendos desde 2027
- Cumplimiento del Plan Estratégico 2030: 20%

Positivo €32,50

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

Negativo €17,50

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

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

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

Rafael Alonso - Bancos

Pilar Aranda - Petróleo & Aerolíneas

Esther Gutiérrez de la Torre - Autos & Media

Luis Piñas - Alimentación/Distribución

Aránzazu Bueno - Eléctricas

Rafael Diogo - Portugal

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

Susana André - Portugal, Assistant

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