

Sector: Energías Renovables

Recortamos Pr. Obj. a 10,30€/acc. ante la baja del precio de la luz y el escenario de tipos

## Solaria

Recomendación: Neutral  
 Precio Objetivo: 10,30€  
 Potencial: +6,7%  
 Analista: Pedro Echeguren

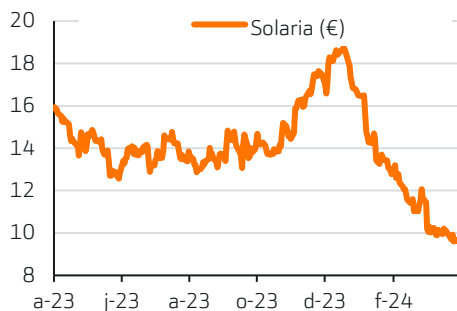
## Datos Básicos

Precio 11/04/2024; Cierre (€)	9,65
Nº acciones (M)	125,0
Capitalización (M€)	1.205,8
Máx/Mín (52 sem.)(€)	18,74 / 9,43
Comportamiento en 2024	-48,1%
Cód. Reuters/Bloomberg	SLRS.MC / SLRSM

M€	2023	2024e	2025e	2026e
BNA	108	110	120	106
% inc.	19,4	1,9	10,0	-11,7
EBITDA	200	231	264	279
% inc.	35,9	15,8	14,1	5,8
BPA (€)	0,9	0,9	1,0	0,9
% inc.	19,4	1,9	10,0	-11,7
DPA (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
% inc.	0,0	0,0	0,0	0,0
PER (x)	21,6	11,0	10,0	11,3
VE/EBITDA (x)	16,6	10,1	10,0	10,9
Rentab. div. (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
P/V (x)	4,4	1,9	1,6	1,4

Ratios	2023	2024e	2025e	2026e
DFN/EBITDA (x)	4,9	4,9	5,5	6,6
DFN/FF.PP. (x)	1,9	1,8	1,9	2,1
CF Op./DFN (%)	9,9	12,9	13,8	9,7
DFN/CE (x)	0,7	0,6	0,7	0,7
EBITDA/CE (x)	0,1	0,1	0,1	0,1
ROCE (%)	11,2	8,2	7,4	5,9
ROE (%)	20,6	17,3	16,0	12,4

## Evolución bursátil



Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	-5,4	-41,4	-39,1

## Accionariado

Familia Diaz-Tejero:	34,9%
Norges Bank:	4,5%
Blackrock:	3,9%
Amundi:	3,1%
Natixis IM:	3,0%

Fuentes: Bankinter Análisis y Mercados, Bloomberg, CNMV

Nuestra valoración de los resultados 4T 2023 es neutral. Reflejan el efecto combinado de la incorporación de parques solares en 1S 2024 que impulsa el crecimiento de las ventas y compensa parcialmente la caída del precio de venta de la energía. El principal atractivo es el plan de alcanzar 6.200MW conectados en 2026 desde los 1.658MW actuales, objetivo que reflejamos en nuestras estimaciones. Este reto exige añadir +1.500MW anualmente vs. +200MW en 2022 y +650MW en 2023 (la previsión para 2023 eran +1.000MW), superar retos logísticos y esquivar las demoras administrativas. La valoración refleja un entorno bajista de precios en el *pool* eléctrico y un escenario menos favorable para los recortes de tipos de interés. Recortamos nuestro Precio Objetivo hasta 10,30€/acc. desde 13,00 €/acc. por el efecto de la subida de la TIR de los bonos y la caída del precio de la energía. Reiteramos nuestra recomendación Neutral.

## La incorporación de parques solares en 1S 2023 impulsa las ventas y beneficios y compensa parcialmente la caída del precio de la electricidad

Las principales cifras del 4T 2023 estanco son: potencia instalada 1.658MW (+65,8% a/a), generación 425GWh (+65,4%), precio obtenido 79,1€/MWh (-35,2%), ventas 44,4M€ (+41,7%, consenso 60,7M€, est. BKT 41M€), EBITDA 46,3M€ (+21,5%, consenso 45M€, est. BKT 48M€) la capitalización de gastos lleva al EBITDA a superar las ventas, BNA 21,1M€ (+3,7%, consenso 21M€, est. BKT 32M€), cash flow libre -25,2M€ (vs. -79,9M€ en 4T 2022). Por lo tanto, en el año 2023, la generación es 2.270GWh (+62,1%), precio obtenido 73,6€/MWh (-21,1%) ventas 191,3M€ (+37,4%), EBITDA 199,9M€ (+35,9%), BNA 107,5M€ (+19,4%), *cash flow* libre -230,5M€ (vs -217,0M€ en 2023), deuda financiera neta 982M€ (+34,5% en 2023), ratio DFN/EBITDA 4,9x vs. 5,0x en dic.-2022 y 5,3x en sep-2023. Tiene en construcción otros 1.530MW. [Link a los resultados.](#)

## Nuestra valoración de los resultados es neutral

Los resultados están en línea con lo esperado y cumplen con la guía de EBITDA 2023 de 200M€. Los incrementos son elevados, reflejan la incorporación de parques solares y el efecto adverso de la caída en el precio de la energía. En 4T la potencia instalada se mantiene invariada respecto a 2T y 3T en 1.658MW. Recortamos nuestras estimaciones para reflejar un entorno de precios de la energía a la baja (-48% en 2023 y -41% en 1T 2024 vs 4T 2023) y también de tipos de interés que tardarán más tiempo en bajar. La compañía recorta sus guías de EBITDA por los cambios impositivos, ahora espera en 2024 232/251M€ vs 250/270M€ ant. y en 2025 297/325M€ vs 320/350M€ ant.), la del año 2025 nos parece elevada en el actual entorno de precios de la energía.

## Reiteramos nuestra recomendación Neutral. Nuevo Pr. Objetivo 10,30€/acc.

Tras el reciente repunte en las TIRs de los bonos, elevamos la tasa de descuento de los dividendos estimados hasta 5,25% desde 5,10%. Como consecuencia, recortamos nuestro Precio Objetivo hasta 10,30 €/acc. desde 13,00 €/acc. Reiteramos nuestra recomendación Neutral. La valoración se ha ajustado hasta 10x VE/EBITDA y 2x P/V (x) y está apoyada por la posibilidad de un movimiento corporativo que englobe a Solaria.

## El aumento de la capacidad instalada se refleja en los resultados

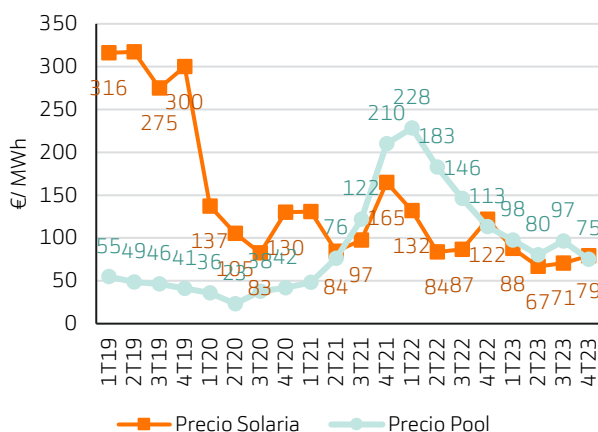
- La capacidad instalada son 1.658MW (+65,8% a/a, +0% vs. 3T 2024) y, la generación aumenta en 4T a 425GWh (+65,4%) y a 2.270GWh en 2023 (+62,1%). El precio obtenido de la energía vendida cae -35,2% en 4T y -21,1% en 2023. Las ventas alcanzan en 4T 44,4M€ (+41,7%) y, en 2023 191,3M€ (+37,4%).
- EBITDA en 4T aumenta a 46,3M€ (+21,5%), en 2023 a 199,9M€ (+35,9%). La capitalización de gastos por 16,6M€ en 2023 lleva al EBITDA a superar las ventas. El BNA en 4T es 21,1M€ (+3,7%) y en 2023 107,5M€ (+19,4%).
- El *cash flow* libre sigue siendo negativo, consecuencia de las inversiones en generación, -25,2M€ en 4T (-79,9M€ en 4T 2022) y -230,5M€ en 2023 (-217,0M€ en 2023). La deuda financiera neta aumenta a 982,8M€ (+34,6% en 2023) y, la ratio DFN/EBITDA es 4,9x (5,0x en dic.-2022).

Cuadro 1. Comparativa de resultados

Millones de euros	4T22	4T23	Var. a/a %	Consenso	BKT est.	2022	2023	Var. a/a %
Potencia instalada (MW)	1.000	1.658	65,8			1.000	1.658	65,8
Generación (GWh)	257	425	65,4			1.400	2.270	62,1
Precio obtenido (€/MWh)	121,9	79,1	-35,2			93,3	73,6	-21,1
<b>Ventas</b>	<b>31,3</b>	<b>44,4</b>	<b>41,7</b>	<b>60,7</b>	<b>41,4</b>	<b>139,3</b>	<b>191,3</b>	<b>37,4</b>
Otros ingresos y Gastos capitalizados	15,0	13,2				28,1	38,7	
Gastos de explotación	-8,3	-11,3				-20,3	-30,1	
<b>EBITDA</b>	<b>38,1</b>	<b>46,3</b>	<b>21,5</b>	<b>45,4</b>	<b>48,5</b>	<b>147,1</b>	<b>199,9</b>	<b>35,9</b>
Margen (%)	121,5	104,2				105,6	104,5	
Amortizaciones	-7,4	-7,2				-25,0	-31,5	
<b>EBIT</b>	<b>30,7</b>	<b>39,1</b>	<b>27,4</b>	<b>34,7</b>	<b>38,5</b>	<b>122,1</b>	<b>168,4</b>	<b>37,9</b>
Margen (%)	97,9	88,1				87,7	88,0	
Gastos financieros	-7,6	-10,7				-21,0	-32,7	
<b>BAI</b>	<b>23,0</b>	<b>28,4</b>	<b>23,4</b>			<b>101,1</b>	<b>135,7</b>	<b>34,2</b>
Impuestos	-2,7	-7,3				-11,0	-28,2	
<b>Beneficio neto atribuible</b>	<b>20,4</b>	<b>21,1</b>	<b>3,7</b>	<b>21,1</b>	<b>32,0</b>	<b>90,0</b>	<b>107,5</b>	<b>19,4</b>
Cash flow neto	34,1	30,5				132,9	165,9	
NOF	-15,0	21,1				-18,4	-58,1	
Cash flow de explotación	19,1	41,9				114,5	98,1	-14,3
Inversiones	-99,0	-67,1				-331,5	-328,6	
<b>Cash flow libre</b>	<b>-79,9</b>	<b>-25,2</b>	<b>-68,4</b>			<b>-217,0</b>	<b>-230,5</b>	<b>6,2</b>
IFRS-16 y Otros	9,4	62,4				1,0	-22,3	
<b>Variación deuda financiera neta</b>	<b>70,5</b>	<b>-37,2</b>				<b>216,0</b>	<b>252,8</b>	
<b>Deuda financiera neta</b>	<b>730,0</b>	<b>982,8</b>	<b>34,6</b>			<b>730,0</b>	<b>982,8</b>	<b>34,6</b>
DFN/EBITDA LTM (x)	5,0	4,9				5,0	4,9	

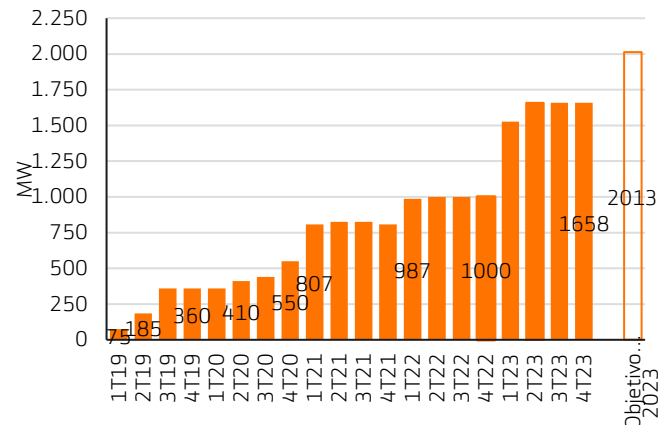
Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 2. Precio de la energía vendida



Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

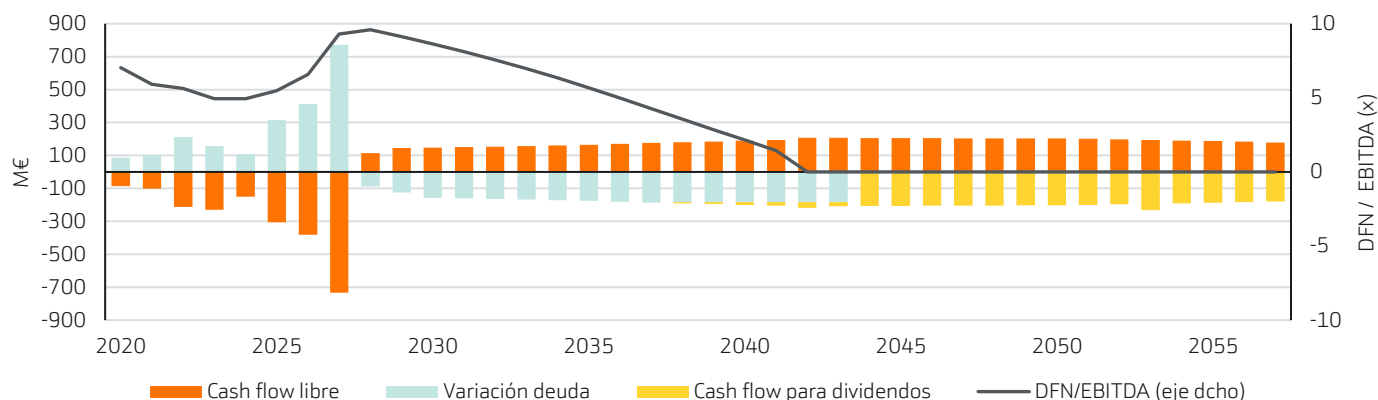
Cuadro 3. Evolución potencia instalada y objetivo 2023



Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

### Cuadro 4. Resumen de resultados y valoración

(M€)	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
<b>Cuenta de resultados</b>						
Ventas	191,3	238,3	277,3	294,4	291,5	288,7
Beneficio bruto	191,3	238,3	277,3	294,4	291,5	288,7
EBITDA	199,9	231,4	264,1	279,3	276,2	256,2
Amortización del inmovilizado	-31,5	-48,6	-58,5	-77,2	-92,2	-122,2
EBIT	168,4	182,8	205,5	202,1	184,0	134,0
Resultado financiero	-32,7	-44,5	-53,1	-67,5	-91,0	-104,5
<b>Beneficio antes de impuestos</b>	<b>135,7</b>	<b>138,3</b>	<b>152,5</b>	<b>134,5</b>	<b>93,0</b>	<b>29,6</b>
Impuesto de sociedades	-28,2	-28,8	-32,0	-28,3	-19,5	-6,5
Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Beneficio neto atribuible</b>	<b>107,5</b>	<b>109,5</b>	<b>120,4</b>	<b>106,3</b>	<b>73,4</b>	<b>23,1</b>
BPA (€)	0,86	0,88	0,96	0,85	0,59	0,18
DPA (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Estado de flujo de caja</b>						
Cash flow neto	156,2	160,6	211,0	183,5	165,6	145,2
Variaciones de NOF	-58,1	-13,4	-11,7	-5,2	0,9	-31,7
Inversión	-328,6	-298,4	-505,4	-560,8	-900,0	0,0
<b>Cash flow libre</b>	<b>-230,5</b>	<b>-151,2</b>	<b>-306,2</b>	<b>-382,4</b>	<b>-733,5</b>	<b>113,6</b>
Remuneración al accionista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otras variaciones	-21,3	-7,2	0,0	-8,7	0,0	0,0
<b>Variación deuda financiera neta</b>	<b>251,9</b>	<b>158,4</b>	<b>306,2</b>	<b>391,1</b>	<b>733,5</b>	<b>-113,6</b>
<b>Balance</b>						
Activo fijo neto	1.386,7	1.636,5	2.083,4	2.567,0	3.374,8	3.252,6
Inmovilizado financiero	71,8	71,8	71,8	71,8	71,8	71,8
Necesidades operativas de fondos (NOF)	28,6	41,9	53,7	58,9	58,0	89,6
Otros activos/(pasivos) neto	19,9	23,4	-8,7	0,0	0,0	0,0
<b>Capital empleado</b>	<b>1.506,9</b>	<b>1.773,6</b>	<b>2.200,2</b>	<b>2.697,6</b>	<b>3.504,5</b>	<b>3.414,0</b>
Recursos propios	522,9	632,4	752,9	859,2	932,6	955,7
Minoritarios	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda financiera neta	982,8	1.141,2	1.447,3	1.838,4	2.571,9	2.458,3
<b>Valoración (Modelo descuento de dividendos)</b>						



VAN dividendos 2032-2055	691,8
VAN dividendos con posterioridad a 2055	39,3

Valor equity (Dic-2024e)	731,1
Precio objetivo (€ por acción)	10,30

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

		Años de operación de los activos a partir de 2055				
		5	10	15	20	25
Tasa descuento dividendos	6,25%	5,83	6,86	7,89	8,92	9,95
	5,75%	6,61	7,81	9,01	10,21	11,40
	5,25%	7,51	8,91	<b>10,30</b>	11,70	13,09
	4,75%	8,54	10,17	11,79	13,42	15,04
	4,25%	9,73	11,62	13,51	15,40	17,30

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Todos nuestros informes disponibles en: <https://www.bankinter.com/broker/analisis/actualidad>  
<https://www.bankinter.com/broker/analisis/informes>  
<https://www.bankinter.com/broker/analisis/videos>

Avda. de Bruselas 14  
 28108 Alcobendas, Madrid  
 Pág. 3 de 6

(1) Fecha y hora de finalización de la elaboración de la recomendación y de su difusión.

Cuadro 5. Valoración por suma de partes

	MW	Valor €/W	M€
Plantas solares en operación	1.658	0,85	1.409
Plantas solares en construcción	1.530	0,33	509
Proyectos solares con autorización medioambiental	1.300	0,20	265
Proyectos solares con punto de conexión	1.712	0,05	86
<b>Valor empresa</b>	<b>6.200</b>		<b>2.269</b>
Menos: Deuda Financiera Neta			-982
<b>Valor del capital</b>			<b>1.287</b>
<b>Precio objetivo (€ por acción)</b>			<b>10,30</b>

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

## Metodología de valoración

### Método de valoración

Primero: 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, ratio de cobertura y servicio de la deuda y, recuperación de la caja restringida). Segundo: Suma de partes, asignando un valor empresa por MW en función del grado de desarrollo de la cartera de proyectos.

### Hipótesis principales

Tasa de descuento 5,25% (anterior 5,10%). Vida útil de las plantas hasta 2070.

## Escenarios de precio objetivo

### Base €10,30

- Potencia instalada en 2027e: 6.200 MW
- Pago de dividendos desde 2038e

### Positivo €14,90

- Valoración por suma de partes a un valor empresa por W de 1,00€ para los activos en explotación y 0,55€ para los en construcción y 0,05/0,20 € para el *pipeline*

### Negativo €7,90

- Valoración por suma de partes a un valor empresa por W de 0,70€ para los activos en explotación y 0,30€ para los en construcción y 0,05/0,20 € para el *pipeline*

### Vectores principales

- Desarrollo de la energía solar fotovoltaica apoyada por políticas gubernamentales
- Obtención de nuevas licencias de construcción

### Catalizadores

- Puesta en operación de nueva capacidad
- Operaciones corporativas en el sector

### Riesgos

- Retrasos en la construcción de las plantas solares
- Inflación de costes (construcción de plantas)
- Retirada de las tarifas subvencionadas en las plantas solares más antiguas
- Evolución desfavorable del Precio Mayorista de la Energía (-48% en 2023 y -41% t/t en 1T 2024).
- Coste de financiación elevado.

### Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
30/05/2023	Neutral	15,40
29/09/2023	Neutral	15,60
16/10/2023	Neutral	15,60

Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
21/11/2023	Neutral	16,75
29/02/2024	Neutral	13,00
12/04/2024	Neutral	10,30

### INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website: <https://www.bankinter.com/broker/analisis/informes>
- 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

La identificación de las fuentes de información empleadas más relevantes se ofrece en:

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/analisis/fuentes](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/fuentes)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/analisis/responsabilidad\\_legal](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal)

### 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, Infraestructuras & Hoteles
Pilar Aranda - Petróleo & Aerolíneas	Pedro Echeguren - Farma & Salud
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos	Juan Tuesta - Construcción, Defensa & Tecnología
Aránzazu Bueno - Eléctricas	Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo & Telecoms.
Jorge Pradilla - Logística & Ciberseguridad	Eduardo Cabero - Seguros & Medios de Pago
Carlos Pellicer - Alimentación & Distribución	Pedro Ribeiro - Químicas & Papel

Tel.: 912759421

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por todo el Equipo:

- Macroeconomía
- Estrategia de Inversión
- Bonos
- Divisas
- Fondos de Inversión y Planes de Pensiones
- ETFs
- Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable
- Capital Advisor y Popcoin