

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

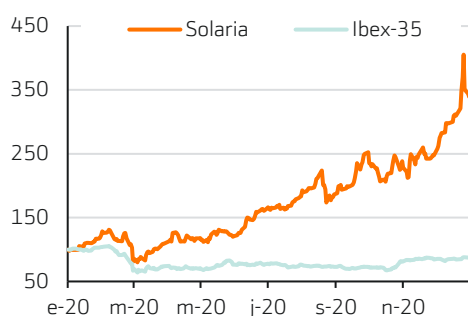
## Datos Básicos

|                        |                  |
|------------------------|------------------|
| 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 desciendo por debajo de 3x, en 2027e.

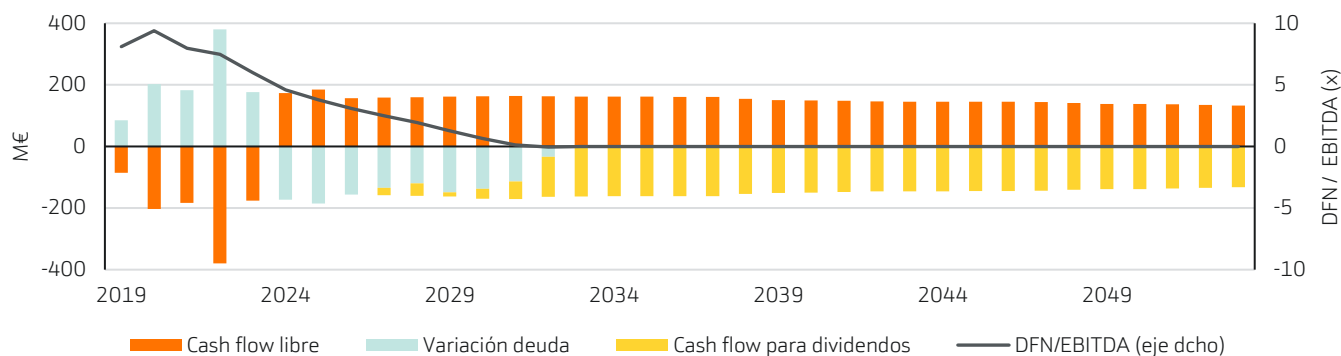
## Cambiamos nuestra recomendación a Vender, Potencial negativo -38%

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          |
|--|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Cuenta de resultados</b>            |               |               |                |                |                |                |
| 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          |
| <b>Beneficio antes de impuestos</b>    | <b>12,1</b>   | <b>32,4</b>   | <b>71,6</b>    | <b>109,1</b>   | <b>122,2</b>   | <b>126,1</b>   |
| 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            |
| <b>Beneficio neto atribuible</b>       | <b>40,1</b>   | <b>60,4</b>   | <b>99,6</b>    | <b>137,1</b>   | <b>150,2</b>   | <b>154,1</b>   |
| 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           |
| <b>Estado de flujo de caja</b>         |               |               |                |                |                |                |
| 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            |
| <b>Cash flow libre</b>                 | <b>-202,6</b> | <b>-182,7</b> | <b>-380,0</b>  | <b>-176,1</b>  | <b>172,9</b>   | <b>185,3</b>   |
| 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            |
| <b>Variación deuda financiera neta</b> | <b>202,6</b>  | <b>182,7</b>  | <b>380,0</b>   | <b>176,1</b>   | <b>-172,9</b>  | <b>-185,3</b>  |
| <b>Balance</b>                         |               |               |                |                |                |                |
| 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          |
| <b>Capital empleado</b>                | <b>673,2</b>  | <b>916,4</b>  | <b>1.396,0</b> | <b>1.709,2</b> | <b>1.686,4</b> | <b>1.655,3</b> |
| 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          |
| <b>Valor equity (Dic-2020e)</b>       | <b>2.017,1</b> |
| <b>Precio objetivo (€ por acción)</b> | <b>16,15</b>   |

### 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 | <b>16,15</b> | 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](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