

Sector: Energías Renovables

Recomendación: Neutral

Precio Objetivo: 17,00€

Potencial: +1,0%

Analista: Pedro Echeguren

La ejecución del plan de inversiones se refleja en el crecimiento de los resultados 9M 2021

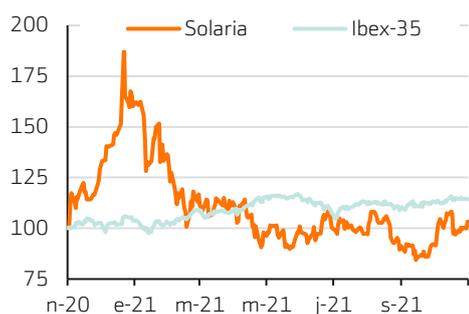
Solaria

Datos	
Precio 16/11/2021; 15:00h (€)	16,82
Nº acciones (M)	125,0
Capitalización (M€)	2.101,7
Máx/Mín (52 sem.)(€)	30,94 / 13,675
Comportamiento 2021	-29,2%
Cód. Reuters/Bloomberg	SLRS.MC / SLR SM

Mn€	2020	2021e	2022e	2023e
BNA	30	40	57	86
% inc.	27,4	32,1	40,8	51,9
EBITDA	49	89	138	207
% inc.	67,6	81,5	55,4	49,4
BPA (€)	0,2	0,3	0,5	0,7
% inc.	27,4	32,1	40,8	51,9
DPA (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
% inc.	0,0	0,0	0,0	0,0
PER (x)	n.r.	52,3	37,1	24,4
VE/EBITDA (x)	67,2	32,0	24,0	17,6
Rentab. div. (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
P/V (x)	13,3	8,0	6,6	5,2

Ratios	2020	2021e	2022e	2023e
DFN/EBITDA (x)	7,0	8,4	8,8	7,4
DFN/FF.PP. (x)	1,6	2,8	3,8	3,8
CF Op./DFN (%)	13,8	-1,2	6,9	9,0
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	6,6	6,5	7,6
ROE (%)	13,7	15,3	17,7	21,2

Evolución bursátil



Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	13,4	7,0	3,8
Relativo	12,0	4,8	-10,4

Accionariado

Familia Diaz-Tejeiro:	40,0%
DWS Investment:	3,3%
BlackRock:	3,1%
Invesco:	3,0%
Amundi:	3,0%

Fuentes: Bankinter Análisis y Mercados, Bloomberg, CNMV

Los resultados 3T 2021 destacan por unos crecimientos elevados, reflejo de la entrada en explotación de parques solares y que están en línea con los trimestres anteriores. La compañía prosigue con su plan de desarrollo de nuevas plantas solares. Nuestra valoración de los resultados es neutral, coinciden con lo esperado y con las indicaciones de la compañía. Las medidas para contener el precio de la luz en España se suavizan y excluye a los PPAs, lo que favorece a Solaria. Este cambio nos hace recortar la prima de riesgo de nuestro modelo de valoración, pero el efecto positivo prácticamente se compensa contra la subida de la tasa libre de riesgo asociada a un ascenso en la rentabilidad de los bonos. De esta manera, ajustamos muy ligeramente nuestro Precio Objetivo a 17,00 €/acción desde 16,10 €/acción. Nuestra recomendación se mantiene invariada en Neutral.

Las plantas conectadas entre 4T 2020 y 2T 2021 impulsan el crecimiento

Las principales cifras del 3T 2021 estanco son: potencia instalada 825 MW (+87,5% a/a y 0% t/t), generación 31,8 GWh (+31,8% a/a, 0% t/t), precio obtenido 97,5 €/MWh (+18,1%) que compara desfavorablemente vs precio *pool* eléctrico de 121,9 €/MWh (+224%) en un trimestre de fuertes subidas en el *pool*, ventas 27,8M€ (+55,7%), EBITDA 27,6M€ (+82,1%), EBIT 22,5M€ (+103,1%), BNA 13,9M€ (+34,5%). Por lo tanto, en 9M 2021, la generación es 715 GWh (+73,5%), precio obtenido 99 €/MWh (-0,5%) y compara con el precio *pool* de 82,7 €/MWh, +159%), ventas 70,8€ (+72,7%), EBITDA 70M€ (+86,5%), EBIT 55,9M€ (+115%), BNA 37,6M€ (+49,5%), *cash flow* libre -67,7M€ (no hay comparable 9M 2020), deuda financiera neta 475,2M€ (+38,1% desde 4T 2020), ratio DFN/EBITDA 5,8x vs. 7,0x 4T 2020. [Link a los resultados](#).

Resultados en línea con lo esperado, nuestra valoración es neutral

Los crecimientos son elevados pero esperados y reflejan la contribución de las plantas solares incorporadas entre 4T 2020 y 2T 2021. El plan de construcción de nuevas plantas evoluciona en línea con lo esperado y Solaria prevé tener en explotación 2058 MW en diciembre de 2021, supone conectar 1233 MW en 4T 2021. El precio promedio de la energía vendida cae al añadir plantas nuevas que no perciben remuneración y que venden una parte mayoritaria de la energía producida mediante acuerdos bilaterales (PPA) a precios inferiores a los del *pool* eléctrico. El EBITDA incluye ingresos extraordinarios por penalizaciones motivadas por retrasos en la construcción de plantas. Se reduce la preocupación por las medidas recientemente introducidas en España para abaratar el precio de la luz que no van a afectar a los operadores con PPAs, como es la situación de Solaria. Aunque la desaparición de esta incertidumbre nos hace recortar la prima de riesgo de nuestro modelo de valoración, la subida de la rentabilidad de los bonos y de la tasa libre de riesgo elimina la mayoría de este efecto positivo.

Ajustamos nuestro Precio Objetivo a 17,00 €/acción. Recomendación Neutral

Hacemos ajustes menores en nuestras estimaciones y modificamos nuestro Precio Objetivo ligeramente al alza a 17,00 €/acc. (16,10 €/acc. anterior) y mantenemos invariada nuestra recomendación en Neutral.

Los resultados aumentan tras doblar la potencia instalada

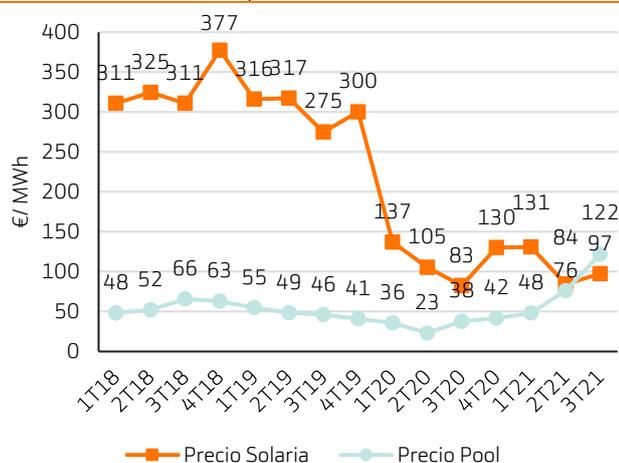
- La generación aumenta en 3T 2021 a 285GWh (+31,8% a/a y -0,6% t/t) y a 715 GWh en 9M 2021 (+73,5%) tras incrementar la potencia instalada a 825MW (+87,5% a/a, +0% t/t). El precio de venta de la electricidad retrocede en 9M 2021 a 99€/MWh (-0,4%) en un entorno de mayores precios en el pool que aumentan +159%. Las ventas son 27,8M€ en 3T (+55,7% a/a, +14,7% t/t) y 70,8M€ en 9M 2021 (+72,7%).
- EBITDA 27,6M€ en 3T (+82,1% a/a, +20,1% t/t) y 70,0M€ en 9M (+86,5%), incluye ingresos por penalizaciones de retrasos en construcción de plantas. BNA 13,9M€ en 3T (+34,5% a/a, +4,8% t/t) y 37,6M€ en 9M (+49,5%).
- *Cash flow* libre negativo -67,7M€ en 9M 2021 (no hay comparable 9M 2020). La deuda financiera neta aumenta a 475,2M€ (+38% desde 4T 2020). La ratio DFN/EBITDA es a 5,8x (7,0x a 4T 2020).

Cuadro 1. Comparativa de resultados

Millones de euros	3T20	2T21	3T21	Var. a/a %	Var. t/t %	9M20	9M21	Var. %
Potencia instalada (MW)	440	825	825	87,5	0,0	440	825	87,5
Generación (GWh)	216	287	285	31,8	-0,6	412	715	73,5
Precio obtenido (€/MWh)	82,5	84,4	97,5	18,1	15,5	99,4	99,0	-0,5
Ventas	17,8	24,2	27,8	55,7	14,7	41,0	70,8	72,7
Otros ingresos	2,1	2,4	2,9			7,6	9,4	
Gastos de explotación	-4,7	-3,6	-3,1			-10,9	-10,2	
EBITDA	15,1	22,9	27,6	82,1	20,1	37,5	70,0	86,5
Margen (%)	84,8	94,8	99,2			91,7	99,0	
Amortizaciones	-4,1	-4,6	-5,0			-11,7	-14,1	
EBIT	11,1	18,4	22,5	103,1	22,7	26,0	55,9	115,0
Margen (%)	62,2	75,9	81,1			63,4	79,0	
Gastos financieros	-2,8	-4,5	-3,8			-9,4	-11,4	
BAI	8,3	13,8	18,7	125,2	35,2	16,6	44,5	167,6
Impuestos	2,0	-0,6	-4,8			8,5	-6,9	
Beneficio neto atribuible	10,4	13,3	13,9	34,5	4,8	25,1	37,6	49,5
Cash flow de explotación							99,7	
Inversiones							-167,3	
Cash flow libre							-67,7	
IFRS-16 y Otros							-63,7	
Variación deuda financiera neta	25,4	47,9	9,5			77,6	131,3	
Deuda financiera neta	314,7	465,7	475,2	51,0	2,0	314,7	475,2	51,0
DFN/EBITDA LTM (x)	6,9	6,7	5,8			6,9	5,8	

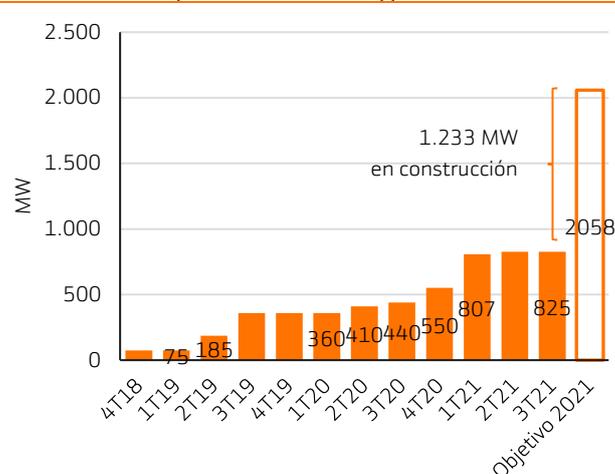
Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 2. Precio de la energía vendida



Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 3. Evolución potencia instalada y previsión Solaria

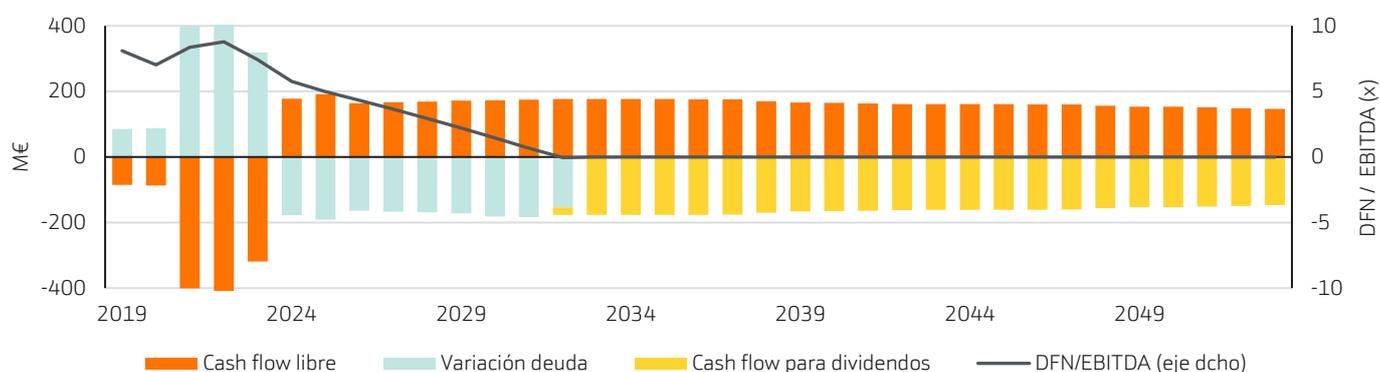


Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 4. Resumen de resultados y valoración

(M€)	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Cuenta de resultados							
Ventas	53,3	91,1	155,7	224,2	253,6	251,4	249,2
Beneficio bruto	53,3	91,1	155,7	224,2	253,6	251,4	249,2
EBITDA	49,1	89,0	138,4	206,7	235,9	233,4	231,0
Amortización del inmovilizado	-16,0	-22,2	-38,6	-59,4	-71,4	-71,4	-71,4
EBIT	33,1	66,8	99,7	147,3	164,5	162,0	159,6
Resultado financiero	-12,7	-19,6	-33,1	-46,1	-48,5	-42,4	-36,5
Beneficio antes de impuestos	20,4	47,3	66,6	101,2	116,0	119,6	123,1
Impuesto de sociedades	10,0	-7,1	-10,0	-15,2	-17,4	-17,9	-30,8
Operaciones discontinuadas y Otros							
Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Beneficio neto atribuible	30,4	40,2	56,6	86,0	98,6	101,7	92,3
BPA (€)	0,24	0,32	0,45	0,69	0,79	0,81	0,74
DPA (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Estado de flujo de caja							
Cash flow neto	38,3	69,5	105,2	160,5	187,4	191,1	163,8
Variaciones de NOF	9,2	-78,3	-21,2	-22,5	-9,7	0,7	0,7
Inversión	-134,4	-391,9	-553,9	-457,2	0,0	0,0	0,0
Cash flow libre	-86,8	-400,7	-469,8	-319,2	177,7	191,8	164,5
Remuneración al accionista	0,0	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	0,0
Variación deuda financiera neta	107,7	400,7	469,8	319,2	-177,7	-191,8	-164,5
Balance							
Activo fijo neto	542,0	911,7	1.426,9	1.824,7	1.753,3	1.681,8	1.610,4
Inmovilizado financiero	0,7	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	87,8
Otros activos/(pasivos) neto	67,2	60,1	50,1	35,0	17,6	-0,4	-0,4
Capital empleado	567,4	1.008,3	1.534,7	1.939,9	1.860,7	1.770,6	1.698,5
Recursos propios	222,5	262,7	319,3	405,3	503,9	605,6	697,9
Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda financiera neta	344,9	745,6	1.215,4	1.534,6	1.356,9	1.165,1	1.000,6

Valoración (DCF)



VAN dividendos 2027-2053	1.503,1
VAN dividendos 2054-2068	505,2
VAN dividendos Plan 2030 (p 10%)	115
Valor equity (Dic-2021e)	2.123,7
Precio objetivo (€ por acción)	17,00

Matriz de sensibilidad (€ por acción)

		Cumplimiento del plan de negocio 2024-2030				
		0%	10%	20%	50%	100%
Tasa descuento dividendos	5,3%	13,05	13,97	14,90	17,67	22,28
	4,8%	14,47	15,39	16,32	19,09	23,70
	4,3%	16,07	17,00	17,92	20,69	25,30
	3,8%	17,88	18,81	19,73	22,50	27,11
	3,3%	19,93	20,85	21,78	24,55	29,16

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 2024-2030 con una probabilidad de cumplimiento.

Hipótesis principales

Utilizamos una tasa de descuento de 4,25% (anterior 4,50%) y una vida útil de las plantas hasta 2067.

Escenarios de precio objetivo

Base €17,00

- Potencia instalada en 2023e: 3.500 MW
- Precio contratos venta energía 33 €/MWh
- DFN/EBITDA máxima: 8,8x en 2022e
- Pago de dividendos desde 2032
- Cumplimiento del Plan Estratégico 2024-2030: 10%

Positivo €25,30

- Igual que en Base
- Cumplimiento del Plan Estratégico 2024-2030: 100%

Negativo €16,07

- Igual que en Base
- Cumplimiento del Plan Estratégico 2024-2030: 0%

Vectores principales

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

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
- Apalancamiento elevado
- Retirada de las tarifas subvencionadas en las plantas solares más antiguas
- Entorno alcista de tipos de interés

Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
17/11/2020	Neutral	15,50
12/01/2021	Vender	16,15
09/02/2021	Vender	20,50

Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
01/06/2021	Neutral	18,00
30/09/2021	Neutral	16,10
16/11/2021	Neutral	17,00

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

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

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 & Hoteles
Pilar Aranda - Petróleo & Aerolíneas	Pedro Echeguren - Farma & Salud
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos & Media	Juan Tuesta - Construcción & Tecnología
Luis Piñas - Alimentación/Distribución	Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo & Telecom
Aránzazu Bueno - Eléctricas	Eduardo Cabero - Seguros
Jorge Pradilla - Logística	Filipe Aires - Químicas y Papel
Mariana Queirós Ferro - Telecoms	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