

Sector: Energías Renovables

Recomendación: Neutral

Precio Objetivo: 15,50€

Potencial: -8,6%

Analista: Pedro Echeguren

Resultados 9M20, cae el precio de la energía vendida y recortamos nuestro precio objetivo

Solaria

Aunque los resultados 9M20 cosméticamente son atractivos por los crecimientos elevados, el principal impulsor es la entrada en explotación de nuevas plantas solares. Valoramos negativamente el descenso en el precio de la energía vendida, se debe a que las nuevas plantas no perciben subvenciones y la electricidad generada se vende a través de contratos bilaterales a precios inferiores a los del mercado eléctrico. El precio promedio de la energía vendida en 9M20 cae -67% a/a, mientras que el precio de mercado cae -13% (y en 3T20 el precio -22% t/t vs. -19% mercado). La compañía reitera sus objetivos de multiplicar la capacidad por 3,1x en tan sólo cuatro meses y llegar a 1.375 MW, hay riesgo de retrasos. Recortamos nuestro precio objetivo a 15,50 €/acción (anterior 17,00 €/acción) al rebajar la previsión del precio de venta de energía. No vemos valor en Solaria a estos precios, nuestra recomendación es Neutral.

Los resultados aumentan debido a la entrada en servicio de nuevas plantas

En los resultados 3T20 hacemos la comparativa frente a 2T20 debido al aumento de la generación desde hace un año (+379%), reflejo de la entrada en operación de nuevas plantas (capacidad 440 MW, +22% a/a y +7% t/t). Los trimestres segundo y tercero son comparables en recurso solar. Las principales magnitudes 3T20 son: generación 216 GWh (+84,6% t/t), precio obtenido 8,3 €/MWh (-21,6%), ventas 17,8 M€ (+44,7%), EBITDA 15,1 M€ (+15,5%), margen EBITDA 84,8% vs 106,3%, EBIT 11,1 M€ (+14,4%), BNA 10,4 M€ (+36,3%). Por lo tanto, en 9M20 la generación es 412 GWh (+379% a/a), precio obtenido 9,9 €/MWh (-67,0%), ventas 41,0 M€ (+58,1%), EBITDA 37,5 M€ (+60,2%), margen EBITDA 91,7% vs 90,4%, EBIT 26,0 M€ (+85,4%), BNA 25,1 M€ (+79,4%), deuda financiera neta 314,7 M€ vs. 237,1 M€ a 4T19 y ratio DFN/EBITDA 6,9x (6,8x a 9M19). No hay desglose del cash flow. [Link a los resultados.](#)

Lo negativo: cae el precio de la energía, riesgo de retrasos, endeudamiento

Los crecimientos de resultados se deben a la entrada en funcionamiento de nuevas plantas solares. Valoramos negativamente la disminución del precio de venta de la energía: en 3T20 cae -21,6% t/t vs. -18,7% mercado eléctrico; en 9M20 Solaria -67% a/a vs. mercado -13%. Las nuevas plantas no perciben subvenciones y venden la energía a precios inferiores al mercado. Esperamos que el precio promedio siga cayendo en los próximos trimestres. La compañía reitera el cumplimiento de su objetivo de alcanzar 1.375 MW operativos a finales de 1T21 (supone multiplicar por 3,1x la potencia actual en tan solo 4 meses), hay riesgo de retrasos en la ejecución de este plan. También resaltamos que el endeudamiento sigue aumentando: +11,8% t/t en 3T20 y +32,7% desde 4T19 y esperamos que el endeudamiento suba a 9,4x EBITDA en 2020.

Recortamos nuestro Precio Objetivo a 15,50 €/acción

Valoramos la compañía mediante un modelo de descuento de dividendos. Rebajamos nuestra previsión del precio medio de la energía vendida en los nuevos contratos a 3,30 €/MWh desde 3,50 €/MWh. El promedio del mercado eléctrico en 2020 es 3,24 €/MWh. Por lo tanto, recortamos nuestro precio objetivo a 15,50 €/acción (potencial -8,6%) desde 17,00 €/acción. Nuestra recomendación es Neutral.

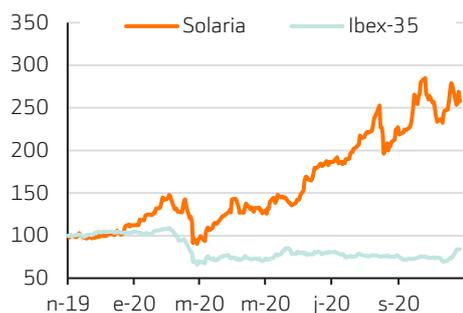
Datos Básicos

Precio (€)	16,95
Nº acciones (M)	125,0
Capitalización (M€)	2.117,9
Máx/Mín (52 sem.)(€)	19,28 / 6,1
Comportamiento 2020	149,3%
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	52,8	35,0	21,3
VE/EBITDA (x)	37,1	54,6	35,1	23,3
Rentab. div.	0,0	0,0	0,0	0,0
P/V (x)	4,4	9,1	7,2	5,4

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	-2,2	16,3	150,6
Relativo	-18,6	3,6	164,3

Accionariado

Familia Diaz-Tejeiro:	40,0%
BlackRock:	5,1%

Fuentes: Bankinter Análisis y Mercados, Bloomberg, CNMV

Nuestra comparativa de resultados es inter trimestral

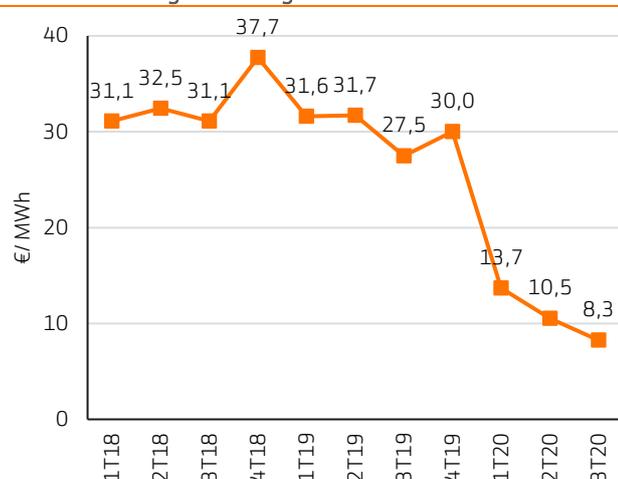
- En los resultados 3T20 hacemos la comparativa frente a 2T20 debido al aumento de la generación desde hace un año (+379%), reflejo de la entrada en operación de nuevas plantas (capacidad 440 MW, +22% a/a y +7% t/t).
- En 3T20 las ventas aumentan +44,7%, donde generación +84,6% y precio de venta -21,6%.
- EBITDA aumenta +15,5% y el margen EBITDA se normaliza (84,8%) tras un 2T20 (106%) donde otros ingresos fueron elevados.
- El BNA aumenta +36,3% apoyado por ingreso positivo del impuesto de sociedades.
- La deuda financiera neta aumenta +11,8% t/t en 3T20 y +32,7% desde 4T19. La ratio DFN/EBITDA es 6,9x.

Cuadro 1. Comparativa de resultados

Millones de euros	3T19	4T19	1T20	2T20	3T20	Var. t/t %	9M19	9M20	Var. a/a %
Potencia instalada (MW)	360	360	410	410	440	7,3	360	440	22,2
Generación (GWh)	32	29	79	117	216	84,6	86	412	378,9
Precio obtenido (€/MWh)	27,5	30,0	13,7	10,5	8,3	-21,6	30,1	9,9	-67,0
Ventas	8,8	8,6	10,8	12,3	17,8	44,7	25,9	41,0	58,1
Otros ingresos	1,2	4,6	1,2	4,3	2,1		4,4	7,6	
Gastos de explotación	-2,7	-5,2	-2,7	-3,5	-4,7		-6,9	-10,9	
EBITDA	7,4	8,1	9,3	13,1	15,1	15,5	23,4	37,5	60,2
Margen (%)	83,5	93,5	86,2	106,3	84,8		90,4	91,7	
Amortizaciones	-3,1	-5,9	-4,1	-3,4	-4,1		-9,4	-11,7	
EBIT	4,3	2,0	5,2	9,7	11,1	14,4	14,0	26,0	85,4
Margen (%)	48,5	23,3	48,1	78,7	62,2		54,1	63,4	
Gastos financieros	-2,3	-3,1	-2,5	-4,1	-2,8		-7,3	-9,4	
BAI	2,0	-0,9	2,7	5,6	8,3	48,7	6,7	16,6	148,0
Impuestos	2,1	10,7	4,5	2,0	2,0		7,3	8,5	
Tasa impositiva (%)	106,0	n.r.	165,5	35,8	24,5		109,0	51,3	
Beneficio neto atribuible	4,1	9,9	7,2	7,6	10,4	36,3	14,0	25,1	79,4
Deuda financiera neta	127,7	152,5	203,5	237,1	265,0	11,8	203,5	314,7	54,6
DFN/EBITDA LTM (x)	6,8	7,5	8,0	7,6	6,9		6,8	6,9	

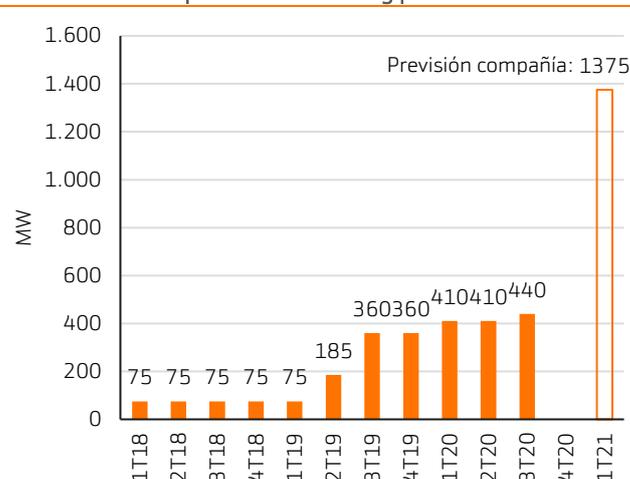
Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 2. Precio logrado energía vendida



Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 3. Evolución potencia instalada y previsión Solaria

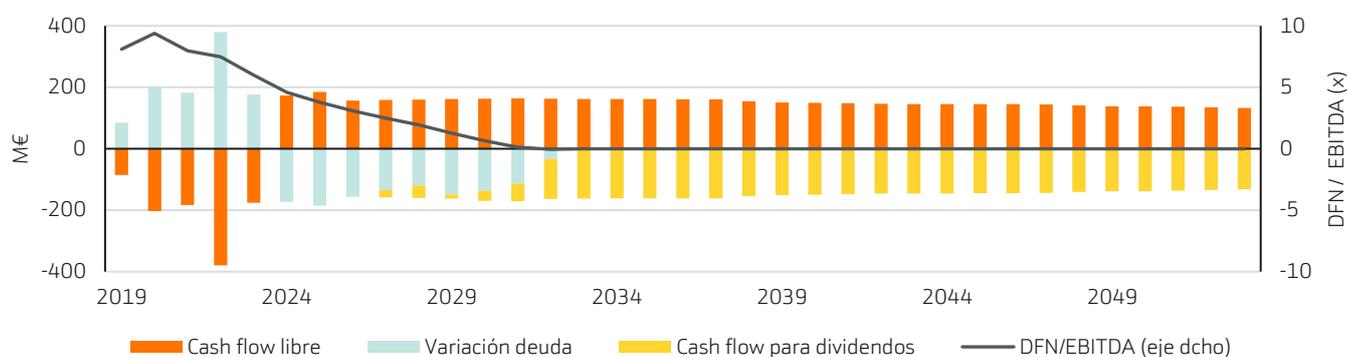


Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 4. Resumen de resultados y valoración

(M€)	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Cuenta de resultados						
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
Beneficio antes de impuestos	12,1	32,4	71,6	109,1	122,2	126,1
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
Beneficio neto atribuible	40,1	60,4	99,6	137,1	150,2	154,1
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
Estado de flujo de caja						
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
Cash flow libre	-202,6	-182,7	-380,0	-176,1	172,9	185,3
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
Variación deuda financiera neta	202,6	182,7	380,0	176,1	-172,9	-185,3
Balance						
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
Capital empleado	673,2	916,4	1.396,0	1.709,2	1.686,4	1.655,3
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	1.440,3
VAN dividendos 2054-2068	496,1
Valor equity (Dic-2020e)	1.936,5
Precio objetivo (€ por acción)	15,50

Matriz de sensibilidad (€ por acción)

		Último año de funcionamiento de las plantas				
		2058	2063	2068	2073	2078
Tasa descuento dividendos	5,3%	10,50	11,49	12,47	13,45	14,43
	4,8%	11,59	12,74	13,89	15,03	16,18
	4,3%	12,81	14,15	15,50	16,84	18,19
	3,8%	14,18	15,76	17,33	18,91	20,48
	3,3%	15,73	17,58	19,42	21,27	23,12

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 €15,50

- Potencia instalada en 2023: 3.324MW
- Precio contratos venta energía 3,3 €/MWh
- DFN/EBITDA máxima: 9,4x
- Pago de dividendos desde 2027

Positivo €19,00

- Potencia instalada en 2023: 3.324MW
- Precio contratos venta energía 3,7 €/MWh
- DFN/EBITDA máxima: 8,7x
- Pago de dividendos desde 2027

Negativo €7,90

- 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

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	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