

Inicio de Cobertura. Compañía BME Growth

Sector: Energías Renovables

Un grupo en expansión con una gran experiencia en la energía fotovoltaica

Umbrella Solar

Recomendación: Comprar

Precio Objetivo: 7,60€

Potencial: +37,0%

Analista: Pedro Echeguren

Datos

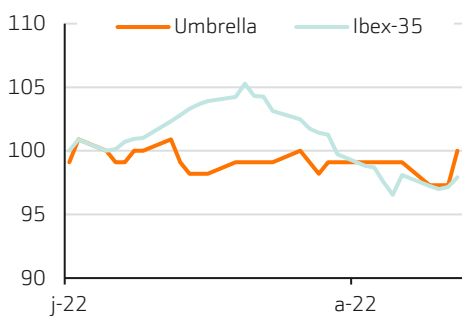
Precio 08/09/2022; 17:35h (€)	5,55
Nº acciones (M)	21,6
Capitalización (M€)	119,6
Máx/Mín (52 sem.) (€)	5,60 / 5,40
Comportamiento en 2022	—
Cód. Reuters/Bloomberg	USIS.MC / USI SM

Mn€	2021	2022e	2023e	2024e
BNA	2	4	6	18
% inc.	-10,3	152,0	46,3	174,8
EBITDA	2	6	9	30
% inc.	15,4	261,1	62,0	239,7
BPA (€)	0,08	0,20	0,30	0,82
% inc.	-10,3	152,0	46,3	174,8
DPA (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
% inc.	0,0	0,0	0,0	0,0
PER (x)	68,8	27,3	18,7	6,8
VE/EBITDA (x)	87,6	22,4	22,3	7,9
Id. ajustado ⁽¹⁾	83,4	18,6	11,6	3,5
Rentab. div. (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
P/V (x)	27,5	3,5	2,3	1,7

Ratios	2021	2022e	2023e	2024e
DFN/EBITDA (x)	9,2	0,7	8,9	4,0
Id. ajustado ⁽¹⁾	4,9	Caja	Caja	Caja
DFN/FF.PP. (x)	3,2	0,1	1,5	1,7
CF Op./DFN (%)	-26,9	15,5	-0,1	2,5
DFN/CE (x)	0,8	0,1	0,6	0,6
EBITDA/CE (x)	0,1	0,1	0,1	0,2
ROCE (%)	11,5	11,5	5,2	11,0
ROE (%)	40,0	12,7	12,1	24,9

⁽¹⁾ Sin deuda Project Finance

Evolución bursátil



Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	0,9	—	—
Relativo	5,7	—	—

Accionariado

Presidente y CEO:	78,0%
Equipo directivo:	1,6%
Autocartera:	0,4%
Free float:	20,0%

Fuentes: Bankinter Análisis y Mercados, Bloomberg, Reuters, CNMV

En julio de 2022, Umbrella Solar empieza a cotizar en el BME Growth mediante una OPS por el 20% de su capital con la que obtiene c.24M€. Desde 2004, desarrolla, construye, mantiene y es propietario de parques fotovoltaicos e instalaciones de autoconsumo industrial en España y Chile. También comercializa componentes. Ha diseñado y lanzado con éxito SunBox, un equipo novedoso para la gestión de instalaciones solares domésticas. Los principales atractivos son el crecimiento que aporta a sus negocios la transición energética hacia fuentes sostenibles, su cartera de proyectos de 860MW, la subida del precio de la energía y, el potencial de SunBox. Los fondos de la OPS se destinarán a desarrollar proyectos en propiedad e, impulsar la comercialización y desarrollo de SunBox. Esperamos que el mercado ponga progresivamente en valor las acciones de Umbrella a medida que madure su cartera de proyectos.

El atractivo de la energía solar ha aumentado recientemente

La expansión de las energías renovables es clave para la transición a un escenario energético sostenible. Prevemos que la capacidad renovable mundial se multiplicará por 5x en 2020-2050 y por 4x para la energía solar fotovoltaica. Este escenario es muy favorable a medida que se acelera la adjudicación de licencias de construcción de grandes plantas fotovoltaicas e instalaciones de autoconsumo industrial, campos donde Umbrella está presente. La subida del precio en el mercado mayorista de electricidad (206€/MWh promedio 1S 2022, +253% a/a) aumenta el atractivo del sector, especialmente para las plantas de nueva construcción con el objetivo de vender energía al pool sin suscribir contratos de precio cerrado, o PPA's.

Umbrella Solar es un grupo experimentado en el desarrollo de plantas solares

Desde 2004, Umbrella ha desarrollado y construido más de 171MW de parques fotovoltaicos (de gran tamaño y para autoconsumo industrial), opera y mantiene parques, tiene 8,5MW en plantas propias de generación y, comercializa productos para instalaciones de autoconsumo, incluyendo el SunBox. Este es un equipo de diseño propio que optimiza la gestión fotovoltaica en hogares. Su cartera de proyectos asciende a 860MW en España, Chile y Reino Unido e incluye 212MW en proyectos de generación que está construyendo en España y, que mantendrá en propiedad.

Un reenfoco estratégico aumentará el peso de generación y comercialización

La compañía potencia las actividades de generación y la comercialización de SunBox. Estimamos que invertirá c. 160M€ en 2022e-2024e con estos fines. Tiene comprometida financiación por 150M€ para desarrollar 212MW. Mediante una OPS en la que ha colocado el 20% del capital ha obtenido c.24M€ para aportar a este proyecto e impulsar la comercialización e incorporación de nuevas prestaciones a SunBox.

Recomendamos Comprar, con un Precio Objetivo de 7,60 €/acción

Recomendamos Comprar. Nuestro Precio Objetivo (diciembre 2023) son 7,60 €/acción, un potencial de +37%. Los multiplicadores y valor por MW son inferiores a las comparables cotizadas. Creemos que la acción se revalorizará progresivamente al madurar los 860MW en proyectos y, que SunBox se afiance a nivel internacional.

Índice

	Página
Escenario Inversor	3
Descripción de Umbrella	4
Umbrella en seis cuadros	6
Actividades de Umbrella	7
Composición del grupo y principales filiales	8
Principales hitos	9
Desarrollo y construcción de plantas solares fotovoltaicas	10
Operación y mantenimiento	14
Generación de energía fotovoltaica	15
Proyecto Infinity Solar	16
Componentes y equipos para instalaciones	19
Umbrella en Chile	22
Evolución y perspectivas de la energía solar fotovoltaica	24
Concentración de clientes y proveedores	28
Equipo directivo con dilatada experiencia en el sector	29
La maduración de proyectos impulsará las ventas y beneficios	30
Estructura de balance	31
Metodología de valoración	32
Riesgos	34
Anexos: Estimaciones	36

Escenario Inversor

➤ Expansión de las energías renovables

La expansión de las energías renovables es clave para impulsar la transición a un escenario energético sostenible. Preveemos que la capacidad renovable mundial se multiplicará por 5x en el periodo 2020-2050, apoyada por la reducción de costes, los objetivos de política energética y, que representen el 90% del sistema eléctrico en 2050 (actualmente 26%) a medida que sustituyen progresivamente a instalaciones térmicas y nucleares. Los principales impulsores son las energías solar fotovoltaica (x4) y eólica marina (x7), la eólica terrestre crecerá a un ritmo inferior (x3). Se prevé que las energías solares y eólicas sean las más competitivas en costes en 2030. Este escenario es favorable a la adjudicación de licencias de construcción de grandes plantas fotovoltaicas e instalaciones de autoconsumo industrial, campos donde Umbrella está presente.

➤ Umbrella es un operador experimentado e integrado en la generación renovable

Umbrella inicia su actividad en 2004. Se ha posicionado con éxito en (i) el desarrollo y construcción de parques fotovoltaicos tanto para generación como para el autoconsumo de empresas, (ii) generación y venta de energía, (iii) operación y mantenimiento de parques solares fotovoltaicos y, (iv) desarrollo, diseño, producción y comercialización de componentes para instalaciones fotovoltaicas de autoconsumo residencial. Umbrella está presente en todas las fases de un parque solar, desde su desarrollo hasta la operación comercial y mantenimiento. Tiene una presencia consolidada en España y Chile, países de expansión para la energía solar.

➤ El plan de desarrollo de proyectos renovables sitúa a Umbrella en el foco de interés de los inversores

El reenfoque hacia la propiedad de plantas de generación fotovoltaicas mejora la visibilidad y recurrencia de los resultados, integra verticalmente la compañía, aumenta los márgenes de explotación y, posiciona a Umbrella ante los inversores atraídos por esta temática. El principal riesgo es la ejecución de los proyectos. La compañía tiene una cartera de plantas en desarrollo de 852MW (292MW en España, 275MW en Chile, 285MW en Reino Unido) más otros 8,5MW propios en explotación en España. Prevé añadir otros 212MW entre 2023 y 2024. Un hecho diferencial es la comercialización de SunBox, una solución propia para la eficiencia energética de autoconsumo residencial gestionada mediante una aplicación de software basada en inteligencia artificial que optimiza el uso de la electricidad solar generada, con la consiguiente mejora del ahorro energético.

➤ Los proyectos se financiarán con deuda ya comprometida y con c.24M€ procedentes de la reciente OPS

Preveemos c.160M€ en inversiones en 2022e-2024e para construir plantas de generación en propiedad e impulsar SunBox. Estas inversiones se financiarán con capital y deuda comprometidos con dos inversores (Incus e Infragreen). Umbrella debe aportar capital por c.10M€ para sus proyectos de generación, fondos ya obtenidos mediante la reciente OPS (julio de 2022) tras la cual la compañía cotiza en el mercado BME Growth. La oportunidad de negocio está esperar a que el mercado ponga las acciones en valor a medida que maduren sus inversiones, se revaloricen sus proyectos renovables y, se consolide SunBox como un equipo de referencia.

➤ Recomendamos Comprar con un Precio Objetivo de 7,60 €/acción (potencial +37%)

Nuestra valoración consiste en una suma de partes basada en modelos DDM y DCF. Nuestro Precio Objetivo para diciembre de 2023 son 7,60 €/acción, un potencial de +37%. Los multiplicadores resultantes son inferiores a los de las comparables cotizadas. Creemos que las acciones de Umbrella se revalorizarán progresivamente a medida que madure su plan de inversiones, se revaloricen sus proyectos y, que SunBox se convierta en un producto de éxito a nivel internacional.

Descripción de Umbrella

Umbrella Solar Investment (“Umbrella”) es una compañía española con amplia experiencia en el sector de la energía solar fotovoltaica. El grupo inicia su andadura empresarial en el año 2004 y, desde entonces, ha desarrollado una actividad integrada en (i) el desarrollo y construcción de parques fotovoltaicos para generación y autoconsumo de empresas, (ii) producción independiente de energía solar fotovoltaica, (iii) operación y mantenimiento de parques fotovoltaicos y, (iv) desarrollo, diseño, producción y comercialización de componentes para instalaciones fotovoltaicas de autoconsumo residencial. La actividad de Umbrella abarca todas las fases de un parque solar, desde el desarrollo hasta su operación comercial. Tiene una presencia consolidada en España y Chile.

Umbrella cotiza en el BME Growth desde julio de 2022 tras una OPS en la que se colocó el 20% del capital. Los c. 24M€ captados se destinarán al plan de crecimiento. El fundador y CEO posee el 78% del capital y, otros directivos el 2%.

La **actividad de Desarrollo y construcción** incluye (i) parques fotovoltaicos entre 3MW y 50MW destinados a la generación en España y Chile que vende a clientes con perfil inversor e, (ii) instalaciones de autoconsumo para empresas en España a partir de 1MW; si bien se pretende extender esta actividad también a Chile en un futuro próximo. En 2022, el Grupo ha empezado los trámites necesarios para el desarrollo de plantas fotovoltaicas destinadas a generación en el Reino Unido.

La cartera de proyectos suma 860MW: en España 300MW, Chile 275MW, Reino Unido 285MW. Tiene en construcción 76MW, desarrollo avanzado 265MW, fase temprana 510MW. Hay 220MW para mantener en propiedad, 614MW venta, 26MW autoconsumo industrial.

La **actividad de generación de electricidad o producción independiente** mediante energía solar incluye 8,5MW de plantas fotovoltaicas en propiedad en España. Umbrella va a mantener la propiedad de 14 proyectos denominados Proyecto Infinity Solar. Estos se incluyen en la cartera de proyectos en desarrollo en España con una potencia total de 212MW, de los cuales 41,5MW están en construcción.

Operación y mantenimiento (O&M) preventivo y correctivo de (i) parques en España, con una potencia de 70MW, y (ii) parques en Chile, con una potencia de 101MW. Suelen ser contratos con una duración de 2 años y es habitual renovarlos al vencimiento. También es habitual que los clientes de la división Desarrollo y construcción encomienden a Umbrella realizar el O&M de las plantas adquiridas al grupo.

La actividad de **Desarrollo, diseño, producción y comercialización de componentes y productos** destinados a instalaciones fotovoltaicas de autoconsumo residencial comercializa baterías de ion litio, inversores de red, paneles solares, cargadores y reguladores, tanto de terceros como de diseño propio, en cuyo caso la fabricación se subcontrata. En los últimos años el Grupo ha centrado sus esfuerzos en el desarrollo de un novedoso producto inteligente de gestión y de almacenamiento de energía denominado **SunBox**, una solución para la eficiencia energética del autoconsumo residencial que reduce y simplifica los tiempos de montaje, con una capacidad de almacenamiento de energía ampliable. El SunBox se gestiona mediante una aplicación de software basada en inteligencia artificial, también desarrollada internamente y para la cual se está tramitando una patente. Se puede visualizar desde diferentes dispositivos y, que optimiza el uso de la electricidad solar generada, con la consiguiente mejora del ahorro energético. Esta actividad es un hecho diferencial frente a las comparables cotizadas.

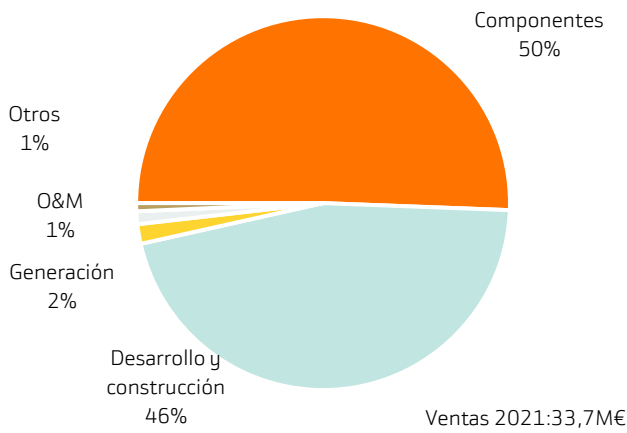
Desarrollo de negocio. Umbrella prevé (i) continuar incorporando nuevos desarrollos tanto en España (generación y autoconsumo) y en Chile (generación y extender la actividad también al autoconsumo en empresas), y (ii) iniciar el desarrollo de proyectos en otros países como el Reino Unido. También prevé incrementar, en la medida en que tenga acceso a los recursos necesarios, la parte de su negocio de generación, sumando, a las ya previstas en España, nuevas plantas fotovoltaicas en propiedad, e iniciar esta actividad también en Chile. Además, seguirá operando y manteniendo las nuevas instalaciones de energía solar fotovoltaica que vaya desarrollando y construyendo, tanto para terceros como en propiedad. Por último, en el área de negocio centrada en el diseño, producción y comercialización de productos destinados a

instalaciones de energía fotovoltaica para el autoconsumo residencial, el Grupo continuará sus esfuerzos en potenciar comercialmente SunBox, en España y a nivel internacional y, en desarrollar nuevas funcionalidades en hardware y software.

Estrategia financiera. El endeudamiento neto en 2021 es 9,2x EBITDA y 4,9x sin deuda proyecto. Estimamos que Umbrella invertirá c.160M€ en 2022e-2024e para desarrollar su modelo de negocio y que financie sus inversiones mediante la combinación de los fondos captados en la ampliación de capital previa a su salida a bolsa, aportaciones de un socio minoritario en generación (Infragreen IV por hasta 42M€) y endeudamiento (acuerdo de financiación con Incus Capital por hasta 106,5M€), mayoritariamente con estructuras de *project finance* y sin apenas recurrir a deuda corporativa. No esperamos que la empresa pague dividendos en los próximos años.

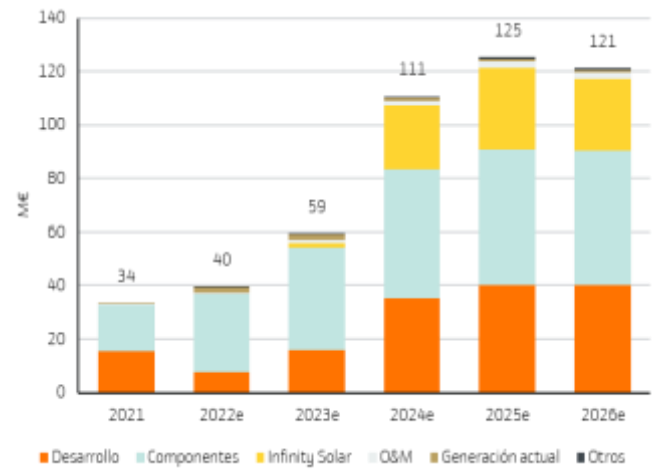
Umbrella en seis cuadros

Cuadro 1. Ventas por actividad en 2021



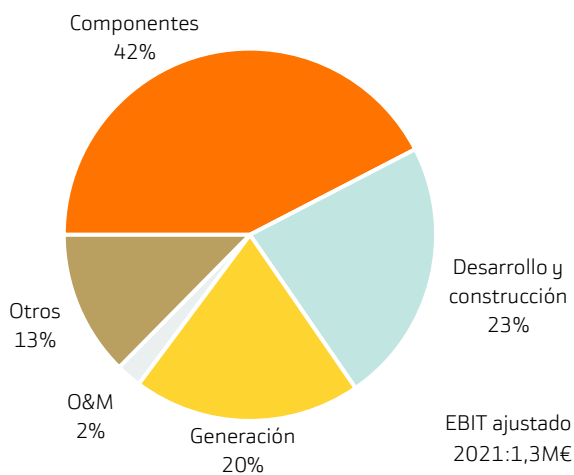
Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 2. Evolución ventas



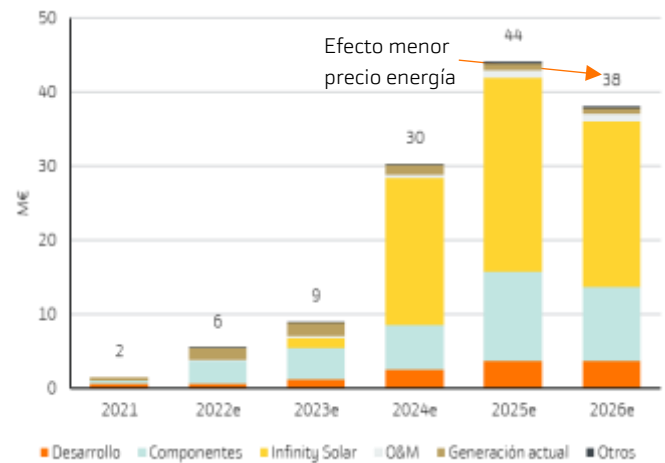
Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 3. EBIT por actividad en 2021



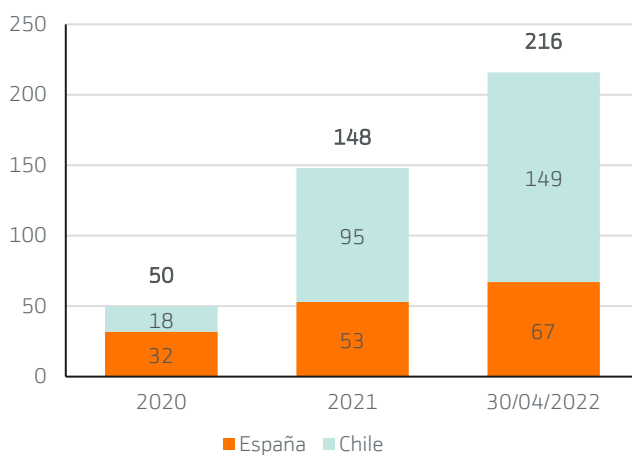
Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 4. Evolución EBITDA



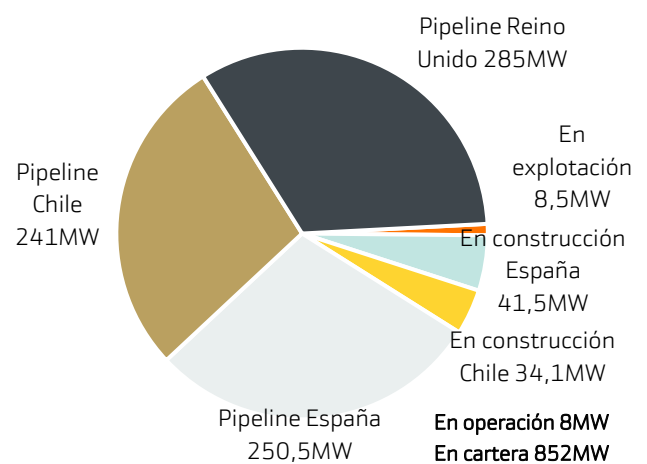
Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 5. Empleados promedio



Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 6. Plantas fotovoltaicas en explotación y en proyecto







Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Actividades de Umbrella

- Proyectos (Desarrollo y Construcción): Proyectos solares fotovoltaicos bajo la modalidad llave en mano desde su diseño y gestión de licencias, hasta la construcción y conexión de los parques o instalaciones de autoconsumo industrial.
- O&M (Operación y Mantenimiento): Gestión integral de parques solares.
- Generación de electricidad: Mediante parques solares fotovoltaicos en propiedad ubicados en suelo e instalaciones de autoconsumo industrial, habitualmente situados en cubiertas de naves y edificios industriales.
- Componentes: Desarrollo y comercialización de componentes y productos para instalaciones de energía solar y soluciones de gestión autónoma para instalaciones de tamaño industrial y doméstico.
- Actividad en España y Chile. Recientemente ha expandido su alcance al Reino Unido.

Cuadro 7. Actividades y experiencia

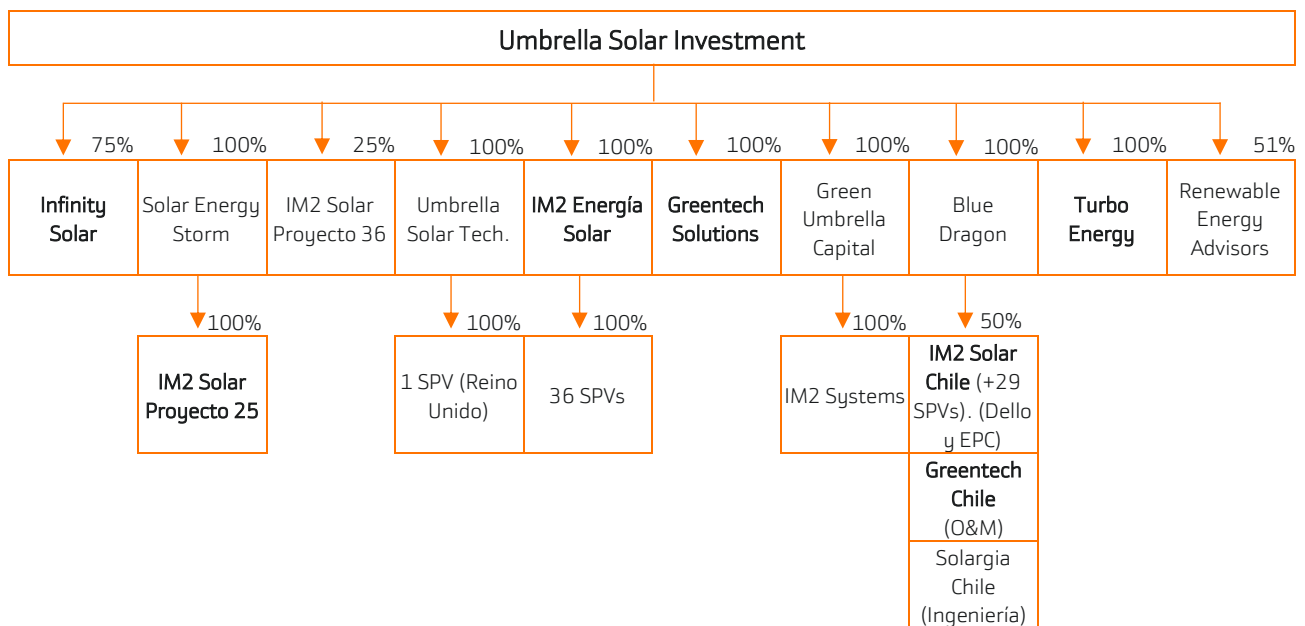
Desarrollo y construcción	O&M	Generación	Componentes
			
<p>Desarrollo y construcción de parques solares fotovoltaicos e instalaciones de autoconsumo industrial bajo la modalidad llave en mano. Diseño, ingeniería y construcción para clientes y cartera propia.</p>	<p>Gestión operativa de plantas solares. Operación comercial, tareas de mantenimiento programado, preventivo, averías y seguridad. Gestión integral de activos (técnica, administrativa y financiera).</p>	<p>Generación y venta de energía eléctrica en plantas solares fotovoltaicas en propiedad e instalaciones de gran tamaño para autoconsumo industrial.</p>	<p>Comercialización de componentes para instalaciones de energía solar. Baterías de ion litio, inversores, paneles solares, cargadores y reguladores. SunBox: solución integral propia de gestión para instalaciones de autoconsumo.</p>
<p>Histórico: +171MW instalados en España y Chile (141MW grandes plantas + 30MW autoconsumo). 852MW de proyectos en cartera: España: 251MW + 42MW en construcción. Chile: 240MW en desarrollo para Enel + 34MW en construcción. Reino Unido: 285MW.</p>	<p>Gestiona 171MW de instalaciones en España (70MW) y Chile (101MW). 141MW son grandes plantas y 30MW instalaciones de autoconsumo industrial. Es habitual lograr el contrato de O&M para las plantas que ha construido.</p>	<p>En propiedad 8,5MW: 2 plantas en Puente Genil (Córdoba) + 1 en Sollana (Valencia). Prevé añadir 212MW adicionales en España en 2022-2024 de los cuales 44MW están en construcción en 5 ubicaciones en Extremadura.</p>	<p>+8MW de inversores vendidos en 2021. +25MWh de baterías de litio vendidas en 2021. SunBox: unidad de gestión y almacenamiento hasta 10,2 kWh para instalaciones solares de autoconsumo. Vendidas +500 uds. a instaladores.</p>
<p>% ventas 2021: 46% % EBIT 2021: 36%</p>	<p>1% 2%</p>	<p>2% 20%</p>	<p>51% 42%</p>

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Composición del grupo y principales filiales

- **Umbrella Solar Investment:** Cabecera del grupo. Cotiza en bolsa (BME Growth) desde julio de 2022.
- **Generación de energía renovable:** Infinity Solar (75% y 25% fondo de infraestructuras renovables francés Infragreen IV con opción de recompra en 2027): Cartera en propiedad de proyectos solares FV de 212MW que construirá la filial IM2 Energía Solar. Se prevé su puesta en explotación en 2022-2023. Solar Energy Storm (100%) desarrolla instalaciones en propiedad de tamaño industrial en tejados. Tiene una cartera de 8,5MW. IM2 Proyecto 36 es un proyecto de autoconsumo.
- **Desarrollo y construcción:** IM2 Energía Solar (100%): Construcción de parques solares llave en mano para terceros y uso propio. Umbrella Solar Tech Desarrollo Internacional (100%): Desarrollo de proyectos internacionales.
- **O&M:** Greentech Solutions (100%): Operación y mantenimiento de parques solares.
- **Chile:** Blue Dragon (100%): Construcción de parques solares (IM2 Solar Chile, 50%, directivo local 50%), Operación y Mantenimiento (Greentech Chile y Solargia, 50%, directivo local 50%).
- **Componentes:** Turbo Energy (100%): Desarrollo y comercialización de soluciones tecnológicas de gestión y equipos y componentes para instalaciones solares.
- **Otros:** Renewable Energy Advisors (51%, 49% equipo ejecutivo): Servicios de ingeniería.

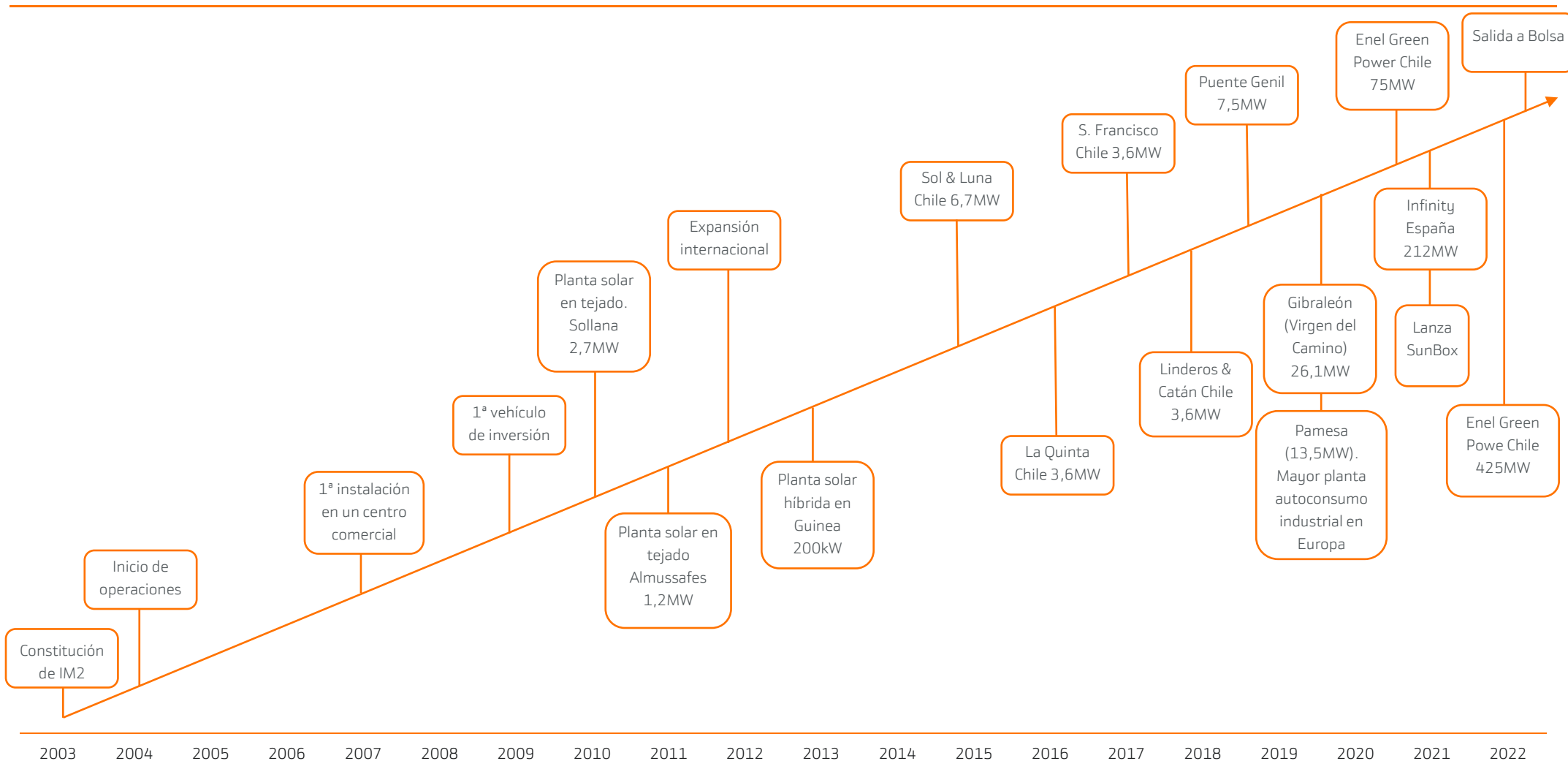
Cuadro 8. Principales filiales



Generación de energía renovable			Desarrollo y construcción		O&M	DyC + O&M	Componentes	Ingeniería
Proyectos solares en propiedad: 212MW en España	Proyectos solares en propiedad: Auto consumo industrial 8,5MW P. Genil y Sollana	Proyecto solar de auto consumo industrial	Desarrollo de proyectos solares en Reino Unido	Desarrollo y construcción de proyectos solares en España	Operación y mantenimiento: gestiona 70MW de proyectos solares	Chile: Filiales para Desarrollo y O+M (101MW). Cartera de proyectos Enel	Tecnología SunBox para gestión de instalaciones solares y otros suministros	

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Principales hitos



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. 9 de 47

Desarrollo y construcción de plantas solares fotovoltaicas

Esta actividad representó en el ejercicio 2021 el 46% de las ventas y el 23% del EBIT consolidado del Grupo excluyendo la Diferencia negativa en combinaciones de negocios.

El Grupo desarrolla y construye parques fotovoltaicos destinados a la generación eléctrica, para terceros o para su propiedad, en España y en Chile. En el segmento de autoconsumo para empresas sólo actúa en España; si bien pretende extender próximamente esta actividad también a Chile. A lo largo de su historia, ha instalado con éxito más de 170MW.

Incluye la construcción de grandes plantas solares en suelo (España y Chile) e instalaciones de autoconsumo industrial de gran tamaño. Umbrella prevé aumentar su presencia internacional. Tiene una cartera de proyectos de 852MW

Esperamos fuertes crecimientos en esta actividad a medida que se avanza en los objetivos de descarbonización y aumenta la construcción de plantas fotovoltaicas en los países donde el recurso solar es abundante.

Parques fotovoltaicos destinados a la generación

El desarrollo de un parque fotovoltaico puede durar entre 24 y 60 meses, y es una de las principales fuentes de creación de valor. Tiene un alto riesgo económico tanto por su coste, como por la alta tasa de mortandad de proyectos en las diferentes fases del proceso. El desarrollo incluye todas las actuaciones necesarias frente a las administraciones públicas, agentes privados, compañías distribuidoras y de transporte de electricidad, etc., hasta que se cuenta con los permisos, licencias y autorizaciones para poder iniciar la construcción de la instalación.

Umbrella sólo construye los parques fotovoltaicos que desarrolla, habitualmente mediante un contrato llave en mano, también conocido como EPC (*Engineering, Procurement and Construction*). Este incluye el diseño, instalación y suministro de materiales necesarios, así como a construir y poner en funcionamiento la planta. Los trabajos de construcción abarcan lo necesarios hasta el inicio de la explotación comercial del parque. Los tiempos de ejecución de la construcción pueden situarse, dependiendo del tamaño de la instalación, entre 3 y 18 meses. El grupo subcontrata la mayoría de las actuaciones que se acometen durante la construcción salvo las de mayor valor añadido, como es el caso de los servicios ingeniería que realiza a través de su filial Renewable Energy Advisors.

En España, el grupo ha desarrollado 70MW en parques fotovoltaicos con una potencia de entre 3MW y 50MW, principalmente para venta a clientes. Tiene en explotación y en propiedad un parque fotovoltaico en Puente Genil (Córdoba) con 5,4MW y otro en Sollana de 1,2MW y, se encuentra en proceso de conexión otra planta propia en Puente Genil de 1,6MW, que prevé comience a operar en 3T 2022. Recientemente ha vendido a Foresight una planta en Gibraleón (Huelva) con una potencia de 26,1MW. Umbrella tiene una cartera de proyectos en desarrollo en España de 292MW (fase temprana 80MW, desarrollo avanzado 171MW, construcción 42MW), de las que prevé mantener en propiedad 14 proyectos que suman 212MW y, desarrollar para vender el resto. Ver la sección "Proyecto Infinity Solar".

En Chile, Umbrella ha desarrollado más de 100MW de plantas fotovoltaicas bajo el programa PMGD, es decir, plantas conectadas a líneas de media tensión con una potencia máxima de 9MW y que pueden acceder a un mecanismo de remuneración por la venta de electricidad denominado "precio estabilizado". Ha desarrollado y construido instalaciones fotovoltaicas con una potencia total de aproximadamente 101MW.

Los desarrollos en Chile, una vez alcanzado el estado de listo para construir, se han ido vendiendo a diferentes productores independientes de energía, encargándose el Grupo también de la construcción de las instalaciones así como de su posterior puesta en marcha, operación y mantenimiento.

Desde la firma en noviembre de 2019 de un contrato marco con Enel para desarrollar plantas fotovoltaicas por 75MW, la mayoría de los proyectos desarrollados en Chile se están vendiendo a Enel. En abril de 2021 se firmó un nuevo contrato marco con Enel en virtud del cual el Grupo se compromete a hacer sus mejores esfuerzos para presentar a Enel proyectos fotovoltaicos PMGD a ejecutar entre 2021 y 2025 hasta completar al menos una producción de 425MW.

En Chile, Umbrella ha vendido recientemente 9 proyectos a Enel con 52MW. Tiene una cartera de proyectos de 275MW: 145 en fase temprana, 96MW en desarrollo avanzado, 34MW en construcción.

Cuadro 9. Principales plantas fotovoltaicas construidas en España

Planta en Gibraleón (Huelva) – potencia 26,1 MWp



Plantas en Puente Genil (Córdoba) – potencia 5,41 y 1,64 MWp



Fuente: Umbrella

Cuadro 10. Principales plantas fotovoltaicas construidas en Chile

Instalación en Linderos (R. Metropolitana) – potencia 3,6 MWp



Instalación en Colina (R. Metropolitana) – potencia 3,6 MWp



Fuente: Umbrella

Parques fotovoltaicos destinados al autoconsumo de empresas.

Las plantas fotovoltaicas para autoconsumo de empresas que acomete el Grupo se focalizan en clientes industriales y terciarios, y tienen una potencia en general a partir de 1MW, aunque en los inicios eran bastante más pequeñas. Hasta el momento el Grupo ha desarrollado y construido en España instalaciones fotovoltaicas para autoconsumo de empresas que suman una potencia total aproximada de 30MW.

El grupo ofrece a sus clientes empresas un modelo de desarrollo y construcción llave en mano acompañando al cliente en todo el ciclo del proyecto hasta la puesta en marcha de la instalación, desde los estudios de viabilidad previos, asesoramiento técnico, proyecto de ingeniería, suministro de materiales, ejecución de la obra, tramitación legal y administrativa de la instalación, gestión subvenciones, hasta la puesta en marcha de la instalación.

Normalmente la instalación construida es propiedad del cliente, encargándose el Grupo de la operación y mantenimiento tras la puesta en marcha. Los clientes obtienen una mayor independencia de la variabilidad del coste de la electricidad y un importante ahorro energético. Una vez recuperado el coste de la instalación (en torno a los 4-7 años), el coste de la energía producida es cercano a cero durante el resto de años de vida útil de la instalación (en torno a 25-30 años).

Resaltamos que Umbrella ha construido para Pamesa la mayor planta autoconsumo industrial que existe en Europa con 13,5MW.

Umbrella cuenta con una cartera contratada de 26MW que están en varias fases de desarrollo.

Cuadro 11. Principales plantas de autoconsumo

Instalación en Onda (Castellón) – potencia 13,2 MWp

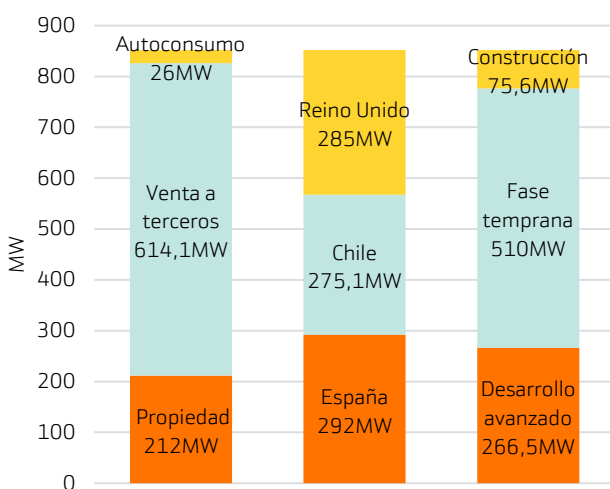


Instalación en Villareal (Castellón) – potencia 3,1 MWp



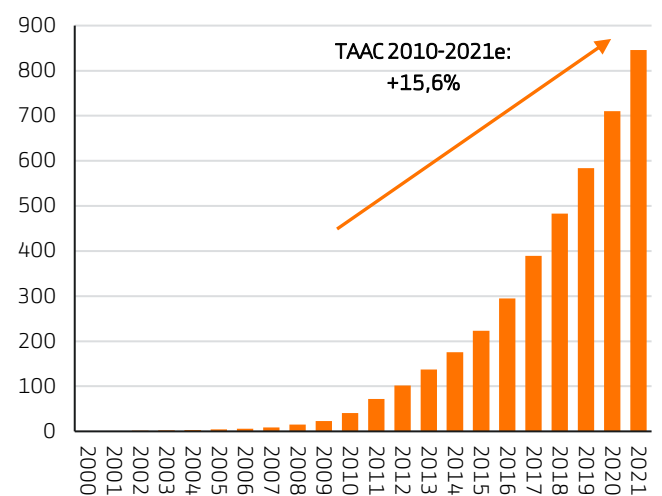
Fuente: Umbrella

Cuadro 12. Cartera de proyectos en desarrollo de 852MW



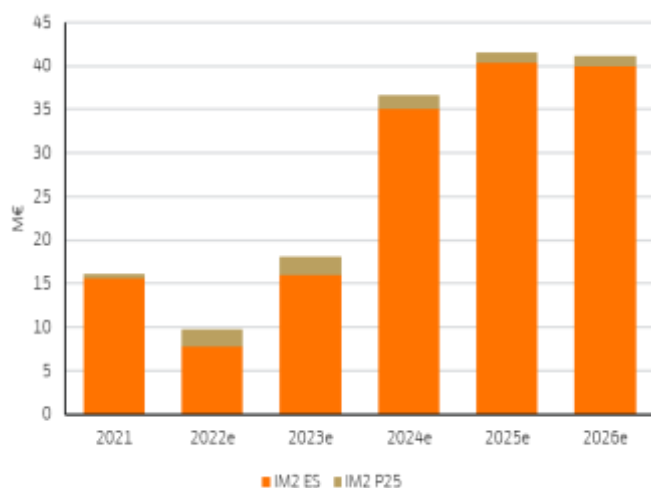
Fuente: Umbrella y Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 13. Capacidad instalada fotovoltaica mundial (GW)

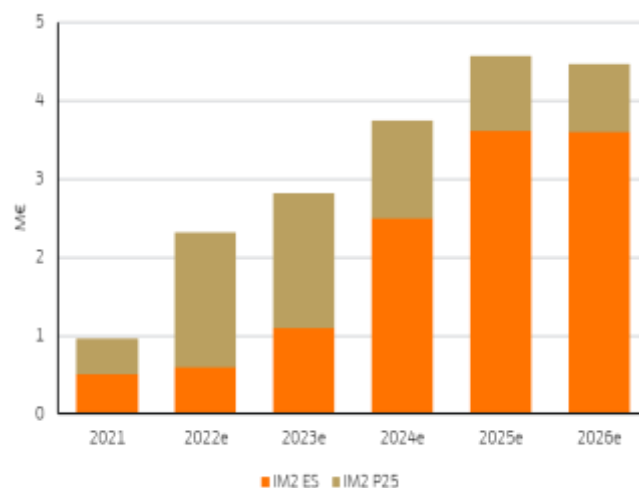


Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 14. Ventas



Cuadro 15. EBITDA



Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Los Cuadros 14 y 15 incluyen a (i) IM2 Energía Solar (Desarrollo y construcción de parques solares fotovoltaicos e instalaciones de autoconsumo industrial) y (ii) IM2 P 25 (Proyectos solares en propiedad: Auto consumo industrial Puente Genil y Sollana con 8,5 MW)

Operación y mantenimiento

Esta actividad representó en el ejercicio 2021 el 1% de las ventas y el 2% del EBIT consolidado del Grupo excluyendo la Diferencia negativa en combinaciones de negocios.

Es habitual que al formalizarse la venta de una instalación fotovoltaica a un tercero, para la generación o para el autoconsumo de empresas, desarrollada y construida por el Grupo, se asuma también la operación y mantenimiento, lo que genera unos ingresos a medida que dichas instalaciones empiezan a operar. A su vez el Grupo también realiza la operación y mantenimiento de las plantas de su propiedad.

El grupo tiene una cartera de plantas fotovoltaicas en Operación y mantenimiento de 171MW repartidas entre España y Chile.

Es habitual que al formalizarse la venta de una instalación fotovoltaica a un tercero, para la generación o para el autoconsumo de empresas, desarrollada y construida por el Grupo, se asuma también la operación y mantenimiento, lo que genera unos ingresos a medida que dichas instalaciones empiezan a operar. A su vez el Grupo también realiza la operación y mantenimiento de las plantas de su propiedad. Los contratos de operación y mantenimiento se firman, generalmente, a largo plazo, con una duración habitual de 2 años. También es habitual que los contratos se renueven al vencimiento.

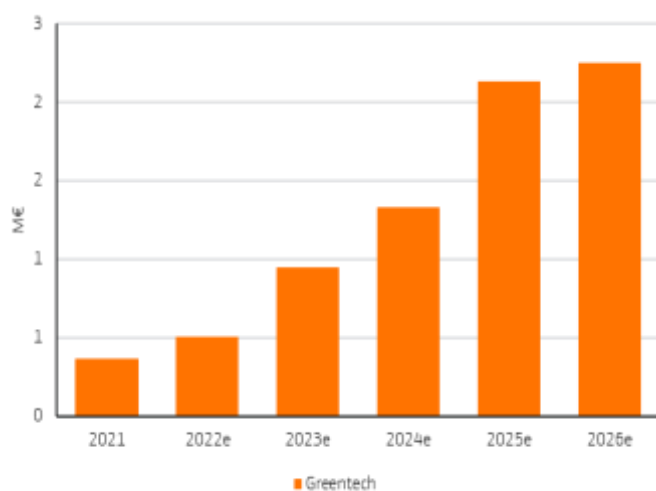
Los servicios principales de operación y mantenimiento de las instalaciones que se prestan son: Mantenimiento preventivo y correctivo, supervisión de las instalaciones en tiempo real y, realización de informes periódicos de gestión.

La mayor parte de los trabajos de operación y mantenimiento se realizan con personal propio, salvo en algunos casos que se subcontratan debido al emplazamiento de la instalación, las exigencias técnicas que requieren los trabajos a realizar o por falta de disponibilidad puntual de personal propio.

Umbrella realiza la operación y mantenimiento de instalaciones que suman 170MW. Estas se reparten entre (i) España, con una potencia total instalada de 70MW, y (ii) Chile, con una potencia total instalada de 101MW. Del total, 141MW son plantas de gran tamaño y 30MW instalaciones de autoconsumo industrial.

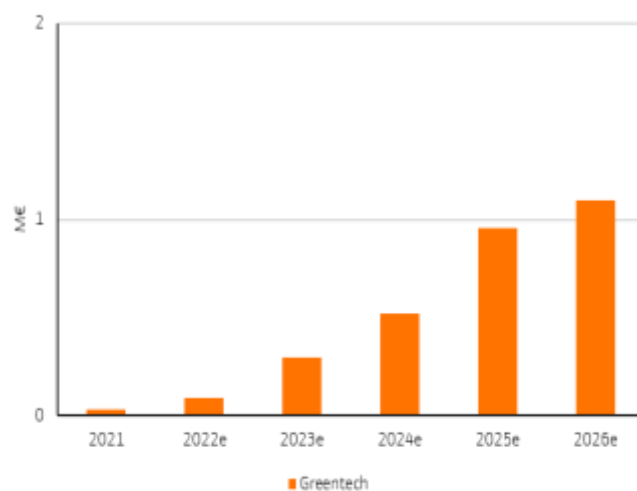
Esperamos que esta actividad irá en aumento en paralelo al Desarrollo y construcción de plantas fotovoltaicas para terceros.

Cuadro 16. Ventas



Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 17. EBITDA



Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Generación de energía fotovoltaica (plantas en operación)

Esta actividad representó en el ejercicio 2021 el 2% de las ventas y el 20% del EBIT consolidado del Grupo excluyendo la Diferencia negativa en combinaciones de negocios.

El grupo tiene en propiedad tres plantas en explotación: dos en suelo con una potencia total de 7MW más otra en una cubierta industrial con una potencia de 1,2MW que explota a través de su filial IM2 Energía Solar Proyecto 25.

El crecimiento de esta actividad en los próximos dos años viene a través del Proyecto Infinity Solar (75% Umbrella, 25%, fondo de infraestructuras renovables francés Infragreen IV) que desarrolla 212MW en 14 instalaciones en varios lugares de la geografía española y, que el grupo mantendrá en propiedad. Esta sección no incluye el proyecto Infinity Solar.

Los flujos de caja de esta actividad tienen un grado de visibilidad y recurrencia elevados.

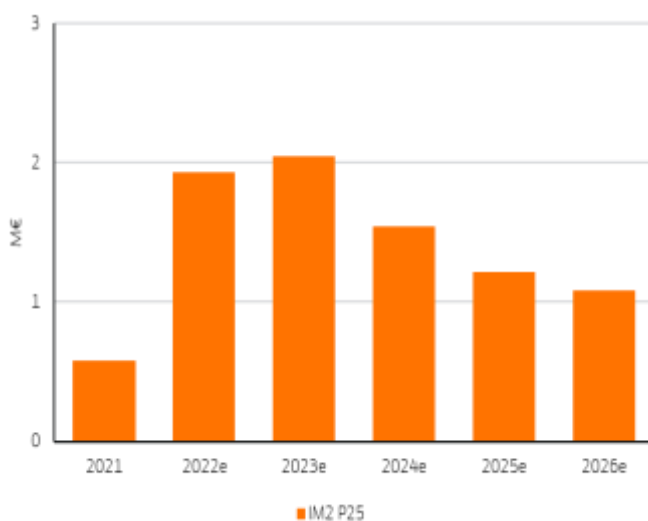
Esta sección no incluye el proyecto Infinity Solar.

Umbrella tiene en propiedad, a través de IM2 Energía Solar Proyecto 25, el 100% de dos plantas solares fotovoltaicas en Puente Genil (Córdoba) y una cubierta industrial en Sollana. La potencia conjunta son 8,5MW. Estas plantas operaran bajo un esquema retributivo de precios del mercado mayorista eléctrico (pool), si bien tienen firmado la compra de un precio cerrado para 2022. La instalación solar fotovoltaica en cubierta en Sollana (Valencia) tiene una potencia de 1,2MW y, lleva en explotación desde 2010. Esta instalación está acogida al régimen retributivo previsto en el Real Decreto 1578/2008. Esperamos que a medida que se corrijan el elevado precio de la energía en el mercado mayorista, los ingresos y EBITDA de esta actividad disminuirán para posteriormente normalizarse. Las dos plantas de Puente Genil son de construcción reciente.

Las tres instalaciones están financiadas mediante un préstamo a largo plazo con estructura de *project finance* suscrito con Triodos Bank por 6,7M€, con vencimiento 2038, tipo de interés 2,85% hasta 2030 y variable (IRS 8 años + 2%) a partir de esa fecha.

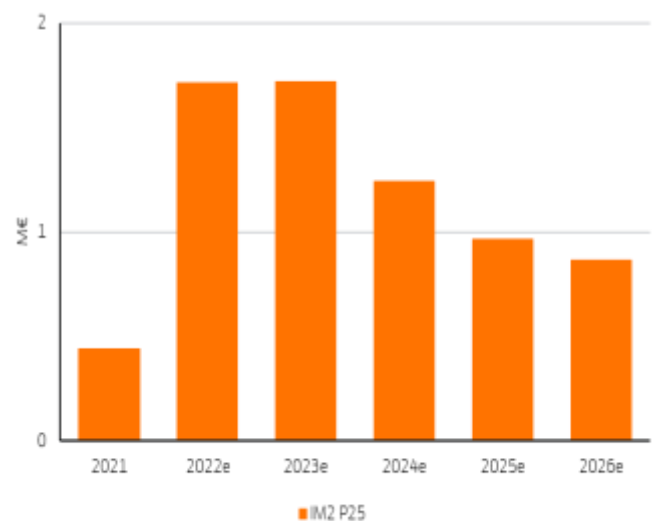
A medida que vayan entrando en funcionamiento los 14 proyectos en España del proyecto Infinity Solar, que Umbrella va a mantener en propiedad junto con Infragreen IV, los ingresos a medio y largo plazo por la venta de energía generada en sus plantas fotovoltaicas irán aumentando anualmente. Este proyecto se describe en la siguiente sección.

Cuadro 18. Ventas



Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 19. EBITDA



Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

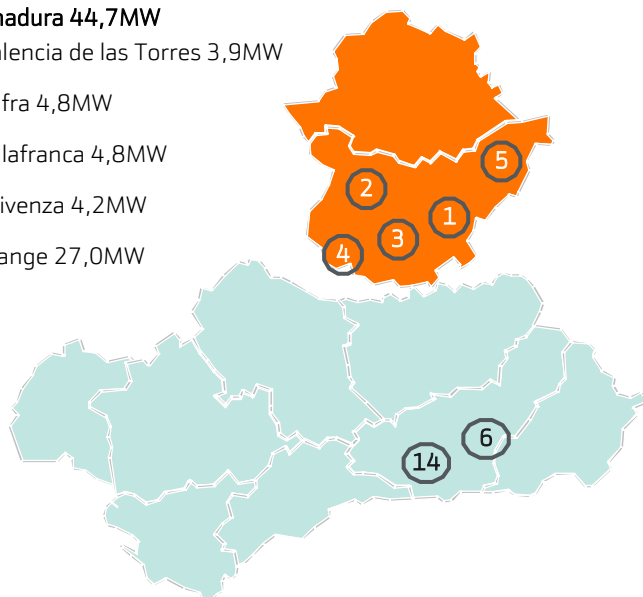
Proyecto Infinity Solar (generación energía fotovoltaica)

- 14 proyectos de plantas solares fotovoltaicas distribuidos entre la Comunidad Valenciana (7 proyectos 155,5MW), Extremadura (5 proyectos 44,7MW) y Andalucía (2 proyectos 11,9MW). Venta de energía al pool, sin PPAs.
- Los 5 proyectos en Extremadura están en construcción (44,7MW) y, los 9 restantes en tramitación con diferentes grados de avance. El objetivo es llegar al estado listo para construir en 2023 y tener todos los parques conectados en abril de 2024. Estimamos una vida útil para los parques de 32 años.
- La inversión total necesaria para la construcción y la puesta en explotación de los 14 proyectos asciende a aproximadamente 155M€ (138M€ en inmovilizado y 17M€ en financieros) en los próximos 3 años.
- Financiación: El fondo Infragreen IV, especializado en infraestructuras renovables, ha adquirido el 25% del capital y aportará hasta 42M€. El fondo Incus Capital concede 106,5M€ en préstamos para financiar los parques bajo la modalidad *project finance*, aporta el 80% del valor de los proyectos, coste deuda 5,5% y plazo 7 años.

Cuadro 20. Ubicación de los proyectos de Infinity Solar

Extremadura 44,7MW

- 1 Valencia de las Torres 3,9MW
- 2 Zafra 4,8MW
- 3 Villafranca 4,8MW
- 4 Olivenza 4,2MW
- 5 Alange 27,0MW



C. Valenciana 155,5MW

- 7 Utiel 4,9MW
- 8 Pinoso 4,6MW
- 9 Bufali 11,2MW
- 10 Villar 6,4MW
- 11 Cast. Rugat 28,6MW
- 12+13 Albaida 1+2 99,8MW

Andalucía 11,9MW

- 6 Zenete 6,9MW
- 14 Dúrcal 5,0MW

Total 212,1MW
En construcción 44,7MW

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 21. Datos operativos y permisos obtenidos

		Datos operativos			Permisos obtenidos					
		MW	Recurso (h/año)	GWh año	Punto de conexión	Terrenos arrendados	Autorización ambiental	Autorización administrativa	Calificación urbanística	Licencia obras
1	VT	3,9	2.016	7,8	✓	✓	✓	✓	✓	✓
2	ZA	4,8	2.045	9,8	✓	✓	✓	✓	✓	✓
3	VI	4,8	2.002	9,6	✓	✓	✓	✓	✓	✓
4	OL	4,2	1.989	8,4	✓	✓	✓	✓	✓	✓
5	AL	27,0	2.043	55,2	✓	✓	✓	✓	✓	✓
6	ZE	6,9	2.167	14,9	✓	✓	✓	✗	✗	✗
7	UT	4,9	1.972	9,6	✓	✓	✗	✗	✗	✗
8	PI	4,6	1.911	8,8	✓	✓	✗	✗	✗	✗
9	BU	11,2	1.855	20,8	✓	✓	✗	✗	✗	✗
10	VILL	6,4	1.889	12,1	✓	✓	✗	✗	✗	✗
11	CAS	28,6	1.916	54,7	✓	✓	✗	✗	✗	✗
12	AL1	49,9	1.863	93,0	✓	✓	✗	✗	✗	✗
13	AL2	49,9	1.863	93,0	✓	✓	✗	✗	✗	✗
14	DUR	5,0	2.046	10,2	✓	✓	✗	✗	✗	✗
Total		212,1	1.924	408,0						

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 22. Calendario de construcción y conexión

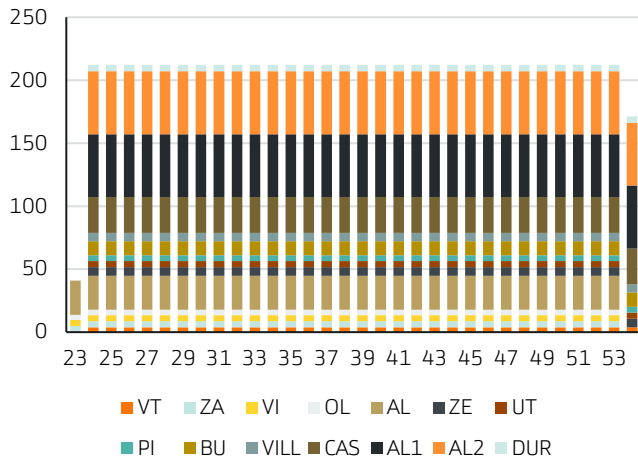
	MW	j-22	a-22	s-22	o-22	n-22	d-22	e-23	f-23	m-23	a-23	m-23	j-23	j-23	a-23	s-23	o-23	n-23	d-23	e-24	f-24	m-24	a-24	Vida estimada
1	VT	3,9	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	ene-54
2	ZA	4,8	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	nov-53
3	VI	4,8	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	dic-53
4	OL	4,2	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	nov-53
5	AL	27,0	27	27	27	27	27	27	27	27	27	27	27	27	27	27	27	27	27	27	27	27	27	oct-53
6	ZE	6,9											7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	feb-54
7	UT	4,9											5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	mar-54
8	PI	4,6												5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	mar-54
9	BU	11,2												11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	mar-54
10	VILL	6,4											6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	mar-54
11	CAS	28,6													29	29	29	29	29	29	29	29	29	ago-54
12	AL1	49,9													50	50	50	50	50	50	50	50	50	ago-54
13	AL2	49,9													50	50	50	50	50	50	50	50	50	ago-54
14	DUR	5,0													5	5	5	5	5	5	5	5	5	may-54
En construcción			45	45	45	45	45	45	45	45	18	18	30	52	43	172	168	168	134	129	129	129	0	
Conecta (mensual)											27	0	0	0	9	5	4	0	34	5	0	0	128	
Conectado (acumulado)											27	27	27	27	36	41	45	45	79	84	84	84	212	
% del total											13%	13%	13%	13%	17%	19%	21%	21%	37%	39%	39%	39%	100%	

Cuadro 23. Inversión material (no incluye inversiones financieras)

	MW	Construcción (M€)	Desarrollo (M€)	Total Capex (M€)	€/w	
1	VT	3,9	3,2	0,1	3,3	0,86
2	ZA	4,8	3,7	0,2	3,9	0,80
3	VI	4,8	4,0	0,1	4,2	0,86
4	OL	4,2	3,5	0,1	3,6	0,86
5	AL	27,0	20,2	0,6	20,8	0,77
6	ZE	6,9	5,9	0,2	6,0	0,88
7	UT	4,9	3,0	0,1	3,1	0,63
8	PI	4,6	3,0	0,1	3,1	0,67
9	BU	11,2	6,9	0,2	7,1	0,63
10	VILL	6,4	4,2	0,1	4,3	0,68
11	CAS	28,6	17,9	0,7	18,5	0,65
12	AL1	49,9	27,6	0,8	28,5	0,57
13	AL2	49,9	27,6	0,8	28,5	0,57
14	DUR	5,0	3,3	0,1	3,4	0,67
Total	212,1	133,9	4,3	138,2	0,65	

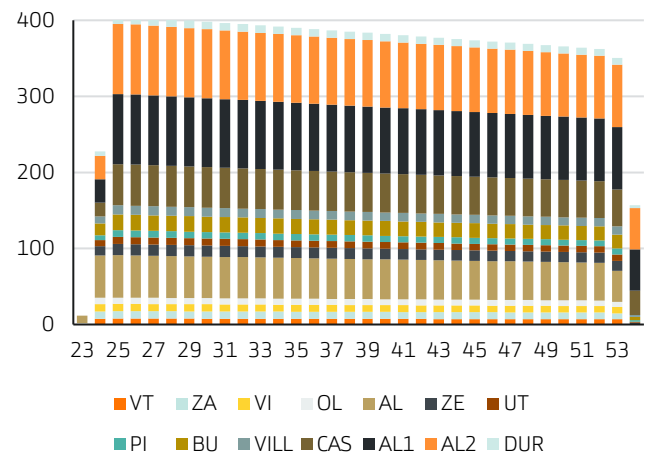
Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 24. Capacidad instalada (MW)



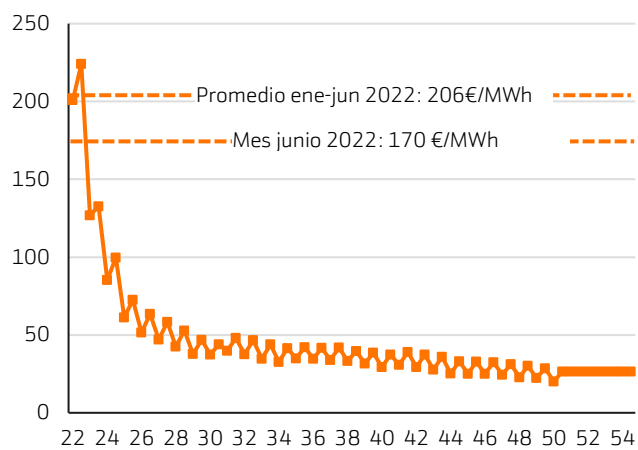
Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 25. Generación (GWh)



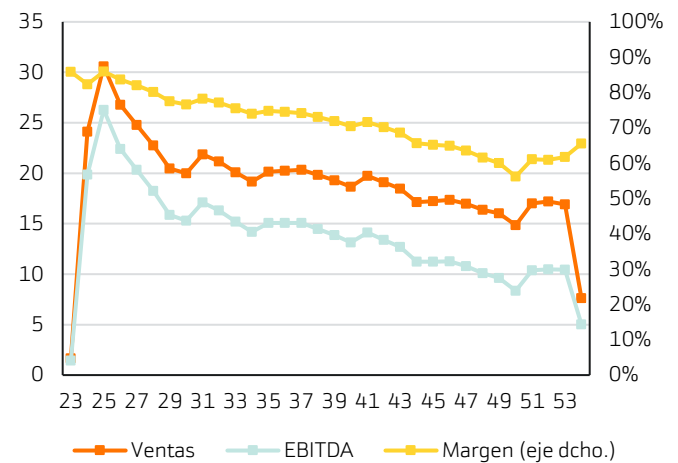
Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 26. Precio venta electricidad (€/MWh)



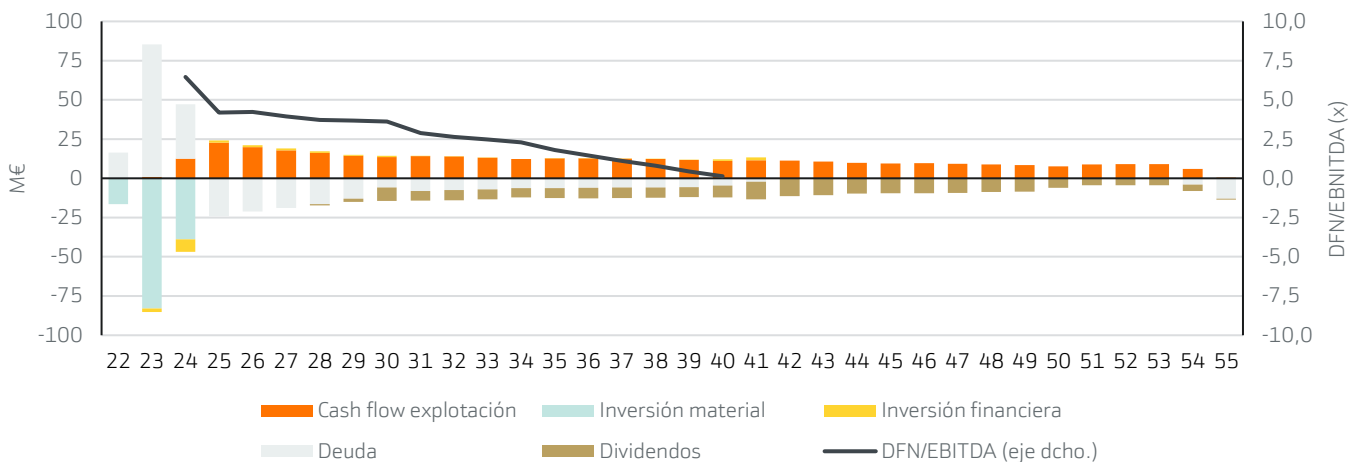
Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 27. Ventas y EBITDA



Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 28. Cash flow



Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Componentes y equipos para instalaciones

Esta actividad representó en el ejercicio 2021 el 51% de las ventas y el 42% del EBIT consolidado del Grupo excluyendo la Diferencia negativa en combinaciones de negocios.

Los principales componentes y productos que se comercializan son para instalaciones fotovoltaicas de autoconsumo residencial: baterías de ion litio, inversores de red, paneles solares, cargadores y reguladores.

Entre los productos inteligentes de almacenamiento de energía diseñados por el Grupo cabe destacar "SunBox", una solución con una capacidad de almacenamiento de energía, basada en inteligencia artificial y, que reduce y simplifica los tiempos de montaje.

Esta actividad es un hecho diferencial que no encontramos en las comparables cotizadas.

Componentes

Los principales componentes que comercializa el Grupo para instalaciones fotovoltaicas de autoconsumo residencial son baterías de ion litio, inversores de red, paneles solares, cargadores y reguladores. Esta actividad se realiza a través de la filial Turbo Energy, propiedad al 100% de Umbrella. Los productos comercializados son tanto de terceros como de diseño propio, en cuyo caso la producción se realiza mediante un acuerdo con un tercero fabricante. Los clientes de esta línea de negocio son fundamentalmente instaladores y empresas mayoristas especializadas en este tipo de productos.

Cabe resaltar que Umbrella es uno de los pioneros en la comercialización de baterías de ion litio para almacenamiento de energía. Esperamos que las ventas de Turbo Energy se beneficien del crecimiento del mercado de instalaciones fotovoltaicas y, de un aumento progresivo del uso de baterías solares para almacenamiento.

En 2021, el tamaño del mercado de baterías se estima en 152M\$, donde Asia-Pacífico representa el 42% del total, seguido de Europa (32%) y Norteamérica (16%). Se espera que el mercado de baterías solares crezca a una tasa compuesta de +17% entre 2021 y 2025, alcanzando 280M\$ en 2025.

Las baterías de ion-litio son el producto más demandado con una cuota de mercado del 85% frente a las de plomo (9%) y de flujo (6%). Se espera que las baterías de ion-litio sigan aumentando su cuota de mercado.

SunBox

En los últimos años el Grupo ha centrado sus esfuerzos en el desarrollo de productos inteligentes y de almacenamiento de energía solar fotovoltaica para optimizar el rendimiento de las instalaciones de autoconsumo residencial, con un alto componente de software de gestión de desarrollo propio. Esta actividad también se realiza a través de Turbo Energy.

Entre los productos inteligentes de almacenamiento de energía diseñados por el Grupo cabe destacar "SunBox", una solución que reduce y simplifica los tiempos de montaje, con una capacidad de almacenamiento de energía ampliable. SunBox es una marca de Turbo Energy.

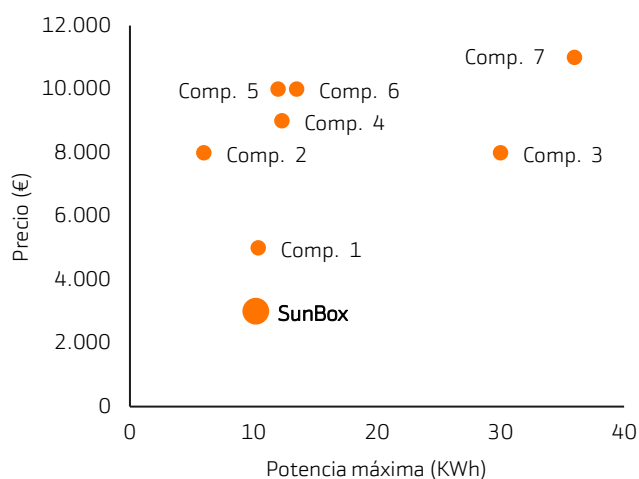
SunBox se gestiona mediante una aplicación de software basada en inteligencia artificial, también desarrollada internamente y para la cual se ha solicitado una patente, que se puede visualizar desde diferentes dispositivos, y permite optimizar el uso de la electricidad solar generada, con la consiguiente mejora del ahorro energético. Desde el inicio de la comercialización de SunBox en 2021 se han vendido más de 500 unidades en diferentes versiones del producto.

De cara a potenciar la venta de SunBox, el Grupo está explorando la posibilidad de llegar a acuerdos con alguna empresa comercializadora de energía o una gran superficie que dentro de su catálogo de productos incluya la instalación de energía solar fotovoltaica en el segmento residencial.

Los principales competidores en esta actividad son tanto compañías multinacionales como empresas locales, destacando en el ámbito del almacenamiento inteligente de energía para el segmento residencial las siguientes: Huawei <https://solar.huawei.com/>; Sonnen <https://sonnengroup.com/>; Tesla <https://www.tesla.com/>; o Ampere Energy <https://ampere-energy.es/>.

Los siguientes cuadros comparan el precio y potencia máxima entre los principales productos competidores que operan con corriente continua. Además de que SunBox es la solución más económica, ofrece más prestaciones que los equipos de la competencia.

Cuadro 29. Comparativa precio y potencia



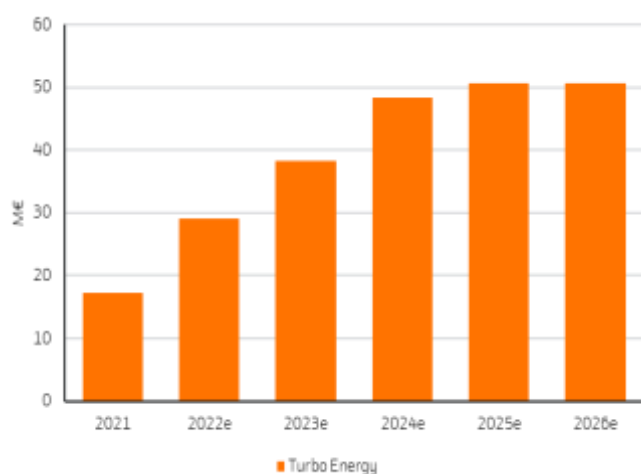
Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 30. Características principales

	Todo-en-uno	Back-up	Intelig. Artificial	Gestión de picos	App propia	Carga vehículo
SunBox	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Comp. 1	✓	✓	✗	✗	✓	✗
Comp. 2	✗	✓	✓	✗	✓	✗
Comp. 3	✗	✓	✗	✗	✓	✗
Comp. 4	✓	✗	✗	✗	✓	✗
Comp. 5	✗	✓	✓	✗	✓	✗
Comp. 6	✓	✓	✗	✗	✓	✗
Comp. 7	✓	✓	✓	✗	✓	✗

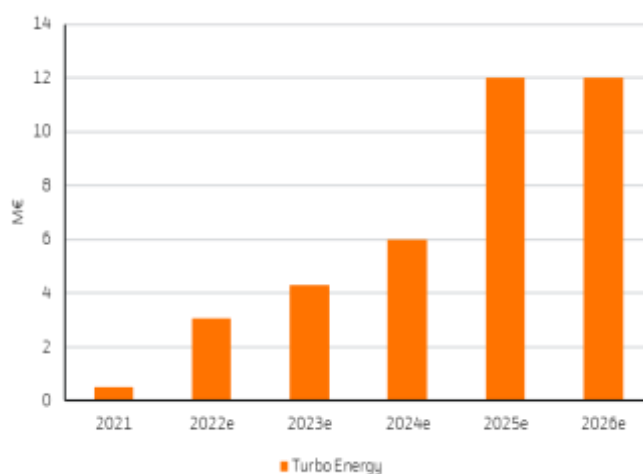
Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 31. Ventas



Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 32. EBITDA



Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

SunBox es un producto innovador y supone un diferencial frente a la competencia

SunBox es un sistema con potencia de 5 a 10 KW (con ampliaciones de hasta 76 KW), con baterías de ion-litio para instalaciones de baja tensión de autoconsumo residencial

Software propio con inteligencia artificial capaz de predecir consumo y producción, adaptándose al vector precios para uso de la energía en el momento óptimo

Monitorización constante a través de APP propia, con funcionalidades que permiten conocer el ahorro energético, medioambiental y económico

Versátil, modulable y ampliable con posibilidad de adaptación (efecto LEGO) funcionando bajo un mismo sistema integrado

Smart back-up, manteniendo reservas de batería ante posibles cortes de energía, de forma automática sin necesidad de acción humana

Sistema Plug & Play que reduce tiempos de montaje de forma rápida, fácil y segura

Diseño minimalista que se adapta perfectamente al diseño de una casa por sus excelentes acabados. Posibilidad de previsualizar 3D el efecto estético



+500

+350

4

7

Unidades vendidas



Unidades con IA



Acuerdos de distribución



Países con SunBox



SunBox, sistema integrado todo en uno basado en Inteligencia Artificial, con una APP enfocada en el usuario final, seguro para niños y mascotas, diseño minimalista y con un ahorro superior al 25% frente a la fotovoltaica tradicional

Umbrella en Chile

La estructura del negocio en Chile similar a la de España: Desarrollo y Construcción mediante IM2 Solar Chile y, Operación y mantenimiento mediante la filial Greentech Solutions Chile. No hay plantas de generación en propiedad.

Las filiales en Chile están participadas en un 50% por Umbrella y un 50% por un empresario local. Se contabilizan por el método de puesta en equivalencia. En los estados financieros de Umbrella únicamente se refleja la contribución de las filiales en Chile al beneficio neto y, su valor neto contable.

Las ventas 2021 de estas dos principales filiales en Chile fueron 23,8M€, que comparan con unas ventas consolidadas de 33,7M€ para Umbrella. El EBIT de ambas filiales chilenas fueron 0,4M€, compara con el EBIT consolidado del grupo de 1,3M€ excluyendo la Diferencia negativa en combinaciones de negocios.

Chile es un mercado de alto potencial para las instalaciones fotovoltaicas. Umbrella tiene una posición relevante en Chile.

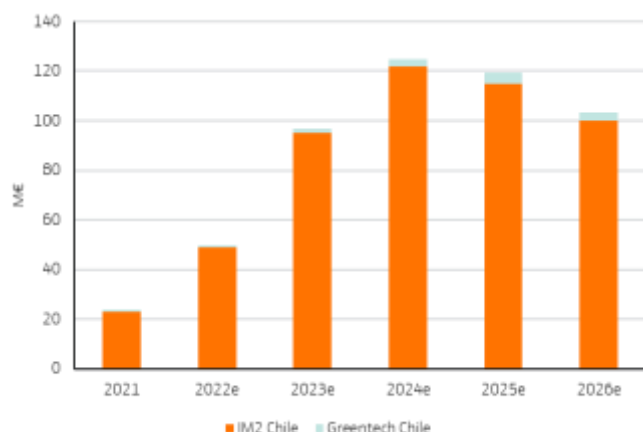
La expansión en Chile se inicia en 2012, a raíz de la suspensión en España de los incentivos para las energías renovables, tras la publicación del Real Decreto-ley 1/2012. Umbrella se implanta en Chile mediante un acuerdo para el desarrollo del negocio en el país con el empresario local D. Pablo Maestri Muñoz. El capital de las filiales chilenas se reparte al 50% entre Umbrella y el socio. Durante los años siguientes el negocio en Chile se centra en el desarrollo de proyectos fotovoltaicos en el segmento PMGD (plantas conectadas a líneas de media tensión con una potencia máxima de 9 MW y que pueden acceder a un mecanismo de remuneración por la venta de electricidad denominado "precio estabilizado"), con el propósito de ser vendidas a clientes con perfil inversor al alcanzar el estado de listo para construir, encargándose también de su construcción, puesta en marcha, operación y mantenimiento. Cabe destacar los proyectos, en 2015 "Sol" y "Luna" (3,4MW) en la región de Coquimbo, en 2016 y 2017 "La Quinta" y "San Francisco" (3,6MW) en la región Metropolitana, y en 2018 "Linderos" y "Catán" (3,6MW) en Valparaíso.

En 2019, el grupo firma en Chile un primer contrato marco con Enel para el desarrollo, construcción, puesta en marcha, y operación y mantenimiento de un total de 75MW. En 2021, se amplía el contrato marco con Enel para ejecutar 425MW entre 2021 y 2025, así como a encargarse de la construcción de los mismos y, su posterior operación y mantenimiento.

Umbrella cuenta con una cartera en Chile de proyectos en desarrollo con una potencia total de 275MW, de los cuales 145MW son proyectos en fase temprana, 96MW en desarrollo avanzado y, 34MW en construcción. Además, realiza la operación y mantenimiento preventivo y correctivo de diversos parques en Chile, con una potencia de 101MW.

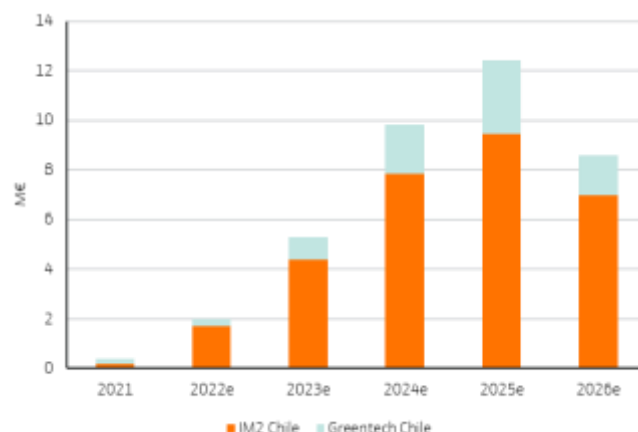
En Chile, Umbrella prevé incorporar nuevos desarrollos destinados a la generación en el segmento de PMGD y en otros de mayor tamaño de planta solar, así como extender la actividad al autoconsumo en empresas, con el objetivo de venderlos a clientes una vez construidos y conectado al sistema eléctrico. Además, espera iniciar la actividad de generación con plantas fotovoltaicas en propiedad.

Cuadro 33. Ventas



Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 34. EBITDA



Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 35. Cartera de proyectos en Chile (Desarrollo avanzado y en construcción)

Planta	Ubicación	MW	PoC e IVA	Terreno arrendado	Compatibilidad urbanística	Autorización ambiental	DUP	Licencia obra	RTB	EPC	COD
1 Piduco	Talca	3	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	ene-22	oct-22
2 Caracoles	Linares	3	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	ene-22	ago-22
3 Rinconada	Card. Caro	9	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	nov-21	jul-22
4 La Colonia	Maipo	9	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	oct-21	jul-22
5 Sharon	Cachapoal	3	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	dic-21	jun-22
6 Coinco	Cachapoal	3	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	feb-22	sep-22
7 Don Rodrigo	Talca	4,4	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	feb-22	sep-22
8 Cabimas	Talca	9	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	ago-22	feb-23
9 Pataguas	Linares	9	✓	✓	✓	✓	✗	✓	✓	ago-22	feb-23
10 Graneros	Cachapoal	3	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	sep-22	feb-23
11 Bandurrias	Card. Caro	3	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	sep-22	mar-23
12 Maitencillo	Talca	3	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	sep-22	mar-23
13 Doña	Chacabuco	3	✓	✓	✓	✓	nov-22	✗	dic-22	sep-22	feb-23
Otros	Varias	66	N/A	nov-22	✓	✗	✗	✗	jun-23	✗	dic-23
Suma		130									

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados



Evolución y perspectivas de la energía solar fotovoltaica

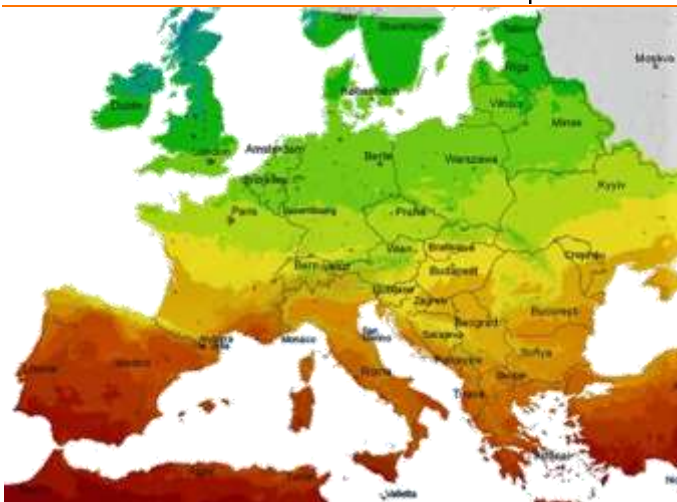
Durante los últimos años las instalaciones de energía solar fotovoltaica han experimentado un importante crecimiento a nivel mundial debido, entre otros factores, a las mejoras tecnológicas, la reducción del coste de los paneles, el aumento de la demanda de energía renovable, y el apoyo de los gobiernos.

Según *International Renewable Energy Agency* ("IRENA") a mayo de 2022, **en el periodo de 2010 a 2021 la capacidad instalada solar fotovoltaica en el mundo se ha multiplicado por más de 20x**, pasando de 40,3GW a 843,1GW y, aumentando su peso respecto a otras fuentes de energía renovable del 3,0% al 27,5%.

El sector de la energía fotovoltaica en España

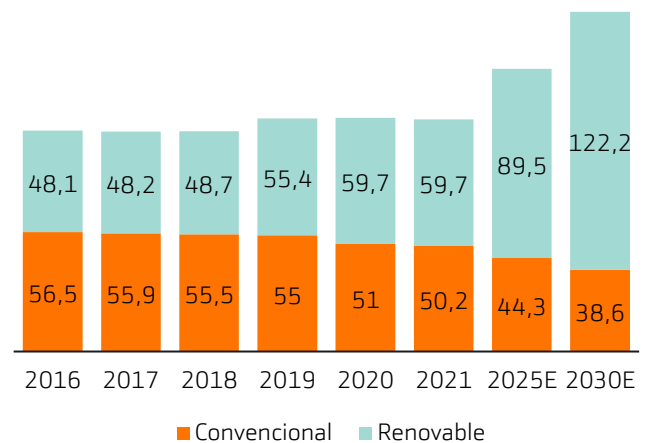
España es uno de los principales mercados de energía solar fotovoltaica de la Unión Europea y del Mundo, recibiendo unas 2.500 horas de sol al año. Presenta un gran atractivo para el desarrollo de proyectos de energía solar fotovoltaica frente a otras geografías de la Unión Europea como Francia, Italia y Grecia. Fruto de este atractivo, hay interés y apetito inversor por desarrollar proyectos solares en España, subrayado por la presencia local de actores internacionales, empresas de servicios públicos y energéticas.

Cuadro 36. Intensidad de la radiación solar en Europa



Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 37. España. Evolución de la capacidad instalada (GW)



Fuente: CNMC y BNEF

En España desde 2012 hasta 2018 hay un estancamiento en la instalación de nueva capacidad solar fotovoltaica, debido principalmente a la suspensión de los incentivos para las energías renovables en virtud del Real decreto-ley 1/2012. A partir de 2019 y ante un régimen regulatorio más favorable, la instalación de capacidad fotovoltaica se dispara, pasando, de 4,8 GW en 2018 a 13,6 GW en 2021, e incrementando su peso del 9,2% al 22,2% respecto a otras fuentes de energía renovable.

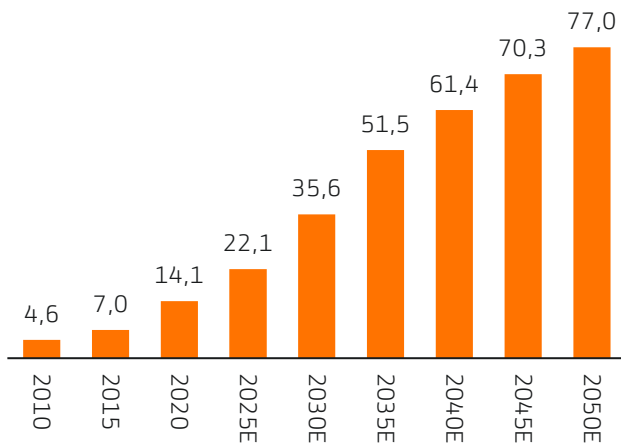
En 2021, se instalaron en España aproximadamente 4,4GW (3,4GW en 2020) de nueva capacidad solar fotovoltaica, de los cuales 3,2GW (2,8GW en 2020) son instalaciones para generación y 1,2GW (0,6GW en 2020) de autoconsumo. El autoconsumo ha doblado la capacidad instalada en 2021 respecto 2020, hasta alcanzar un total de 2,7GW y, se ha visto favorecido por la eliminación de barreras administrativas, los incentivos locales y autonómicos, así como los altos precios de la electricidad.

La abundancia de recursos naturales y los bajos costes de la tecnología favorecen la competitividad de la energía solar fotovoltaica frente a los precios del mercado mayorista, en los próximos años se explorarán nuevas vías de acceso como PPAs y proyectos *merchant*, que venden la energía al mercado mayorista eléctrico.

El desarrollo de proyectos *merchant* se ve respaldado por una dinámica de costes competitiva y el apoyo por parte de las entidades financiera que han financiado algunos proyectos *merchant* con menores niveles de apalancamiento y exigiendo mayores ratios de cobertura de deuda.

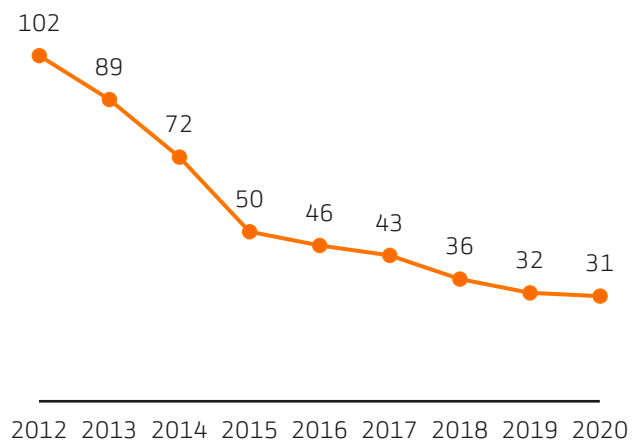
Los costes de la energía solar fotovoltaica siguen bajando hasta el punto de que las inversiones fuera de los programas de apoyo del gobierno son ahora viables. La energía solar fotovoltaica es la tecnología de generación de energía más competitiva en España y se espera que su LCOE siga disminuyendo en los próximos años. Según las estimaciones de Baringa, el precio se situará en 25 €/MWh en 2030 y 23 €/MWh en 2040.

Cuadro 38. España. Capacidad instalada solar fotovoltaica (MW)



Fuente: IRENA

Cuadro 39. Evolución del coste solar fotovoltaica (\$/MWh)



Fuente: Baringa

El mercado de PPAs ha estado en auge desde 2020 y ha sido un motor para el atraer a inversores a las subastas de energía renovable, siendo 2020 un año récord en la firma de estos contratos, situándose España como el mayor mercado de contratación corporativa de Europa. La firma de PPAs ha sido fundamental para la obtención de financiación de los proyectos. Ante el ascenso del precios de la energía, la preferencia mercado se orienta hacia los proyectos tipo *merchant*, en detrimento de aquellos basados en PPAs.

A futuro las perspectivas para el sector solar fotovoltaico en España son positivas. El Plan Nacional Integrado de Energía y Clima (PNIEC) de enero de 2020 elaborado por el Ministerio para la Transición Ecológica y el Reto Demográfico establece como objetivo para el año 2030 un incremento de la capacidad instalada de energía solar fotovoltaica hasta llegar a los 39GW desde los 13,6GW actuales favoreciendo la penetración de las energías renovables.

Los fondos NEXT Generation EU, diseñados para favorecer la recuperación de la economía europea tras la pandemia del COVID-19, de los cuales 140.000M€ corresponden a España, remarcan entre sus objetivos la transición energética, por lo que supondrán un papel clave para acelerar los objetivos del PNIEC. No obstante, el desarrollo del PNIEC acumula relevantes retrasos en su implementación por el Gobierno de España.

El sector de la energía solar fotovoltaica en Chile

El sector energético en Chile está liberalizado. Hay una fuerte dependencia de las importaciones de energía, siendo el 70% de la energía del país procedente de combustibles fósiles importados. La dependencia de mercados exteriores y sus volatilidades ha provocado unos precios de la electricidad relativamente altos que impulsan la ambición de Chile de desarrollar fuentes de energía renovables, marcando como objetivo para 2050 que el 70% de la energía provenga de fuentes renovables.

La red está sobrecargada en el norte de Chile, siendo necesarias inversiones adicionales en el sistema de transmisión para ampliar la capacidad de las energías renovables y reducir los cuellos de botella del sistema.

Chile, al igual que España, cuenta con un alto potencial para el desarrollo de proyectos de energía solar fotovoltaica, contando con cantidades excepcionalmente altas de radiación solar.

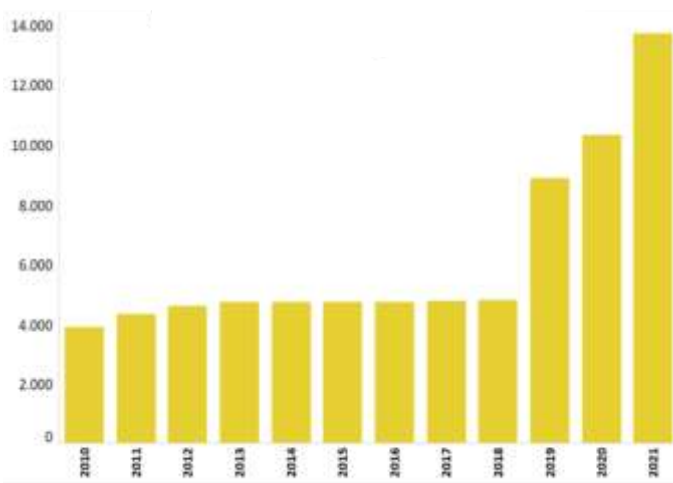
El mercado de la energía solar fotovoltaica se basaba en proyectos *merchant* hasta 2017. Desde entonces, los proyectos *merchant* de energías renovables han sido difíciles de financiar, convirtiéndose los PPAs en la principal vía para el desarrollo de los grandes proyectos solares y, situándose Chile como uno de los mayores mercados de esta tipología de contratos en América Latina.

Se espera una disminución de los costes de la tecnología, con bajadas en los precios de un 25% entre 2021 y 2026.

En Chile, la capacidad instalada solar fotovoltaica ha ido en aumento año tras año desde 2012, pasando de 0 MW a 4,4 GW en 2022, e incrementando su peso respecto a otras fuentes de energía renovable del 2,7% al 29,3%.

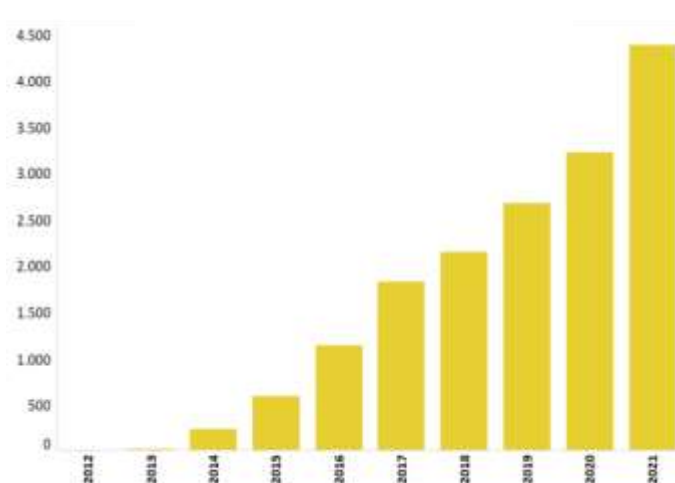
También se prevé un crecimiento muy relevante de las instalaciones solares fotovoltaicas en el país. En ese sentido, según el Sistema Eléctrico Nacional chileno, un 30% de la capacidad neta instalada en 2035, que se estima en 50,2 GW, corresponderá a energía solar, esto es, aproximadamente 15,1 GW.

Cuadro 40. España. Capacidad instalada solar fotovoltaica (MW)



Fuente: IRENA

Cuadro 41. Chile. Capacidad instalada solar fotovoltaica (MW)

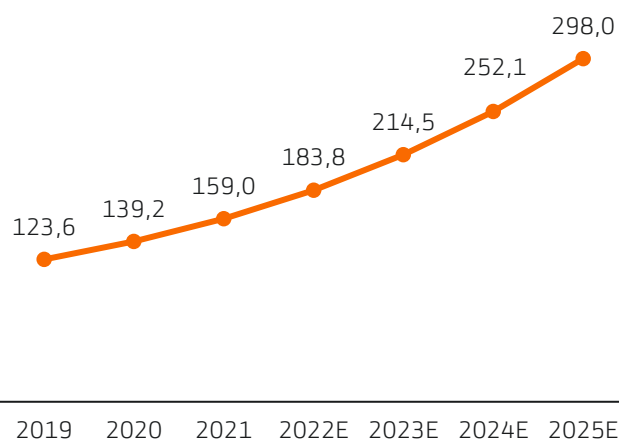


Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Las baterías solares y el desarrollo futuro del autoconsumo residencial

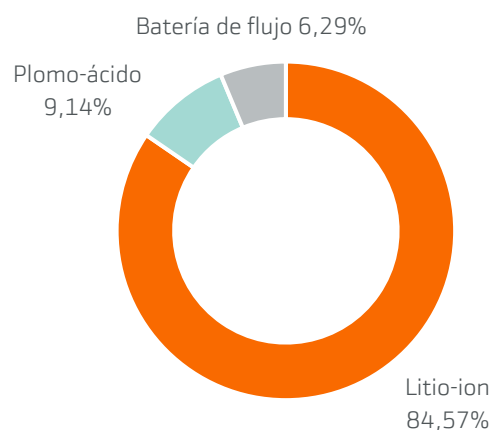
Existe un creciente interés de los actores del sector de energía solar fotovoltaica por las soluciones de almacenamiento de energía favoreciendo el ahorro económico en un entorno con costes energéticos volátiles. Como consecuencia del aumento de la industrialización y las estrictas leyes de los organismos gubernamentales para restringir las emisiones de carbono, el crecimiento del mercado de baterías solares será significativo en los próximos años fruto del incremento de demanda en el mercado residencial, industrial y comercial. Las principales regiones por cuota de mercado son Asia-Pacífico y Europa con un 40,0% y un 30,0%, respectivamente. Por tipología, las baterías de ion-litio copan el 84,6% del mercado de baterías solares. Según Baker McKenzie, el mercado del almacenamiento de energía en Europa superará los 100 GWh en 2030, con niveles de crecimientos del 910,0% desde 2019. Las principales amenazas al desarrollo del almacenamiento y por consiguiente al autoconsumo residencial son los elevados costes iniciales de las instalaciones y los elevados costes de mantenimiento que dificultan la penetración de este producto en el mercado. El desarrollo de subvenciones y créditos fiscales por parte de gobiernos será clave en los próximos años.

Cuadro 42. Global. Tamaño del mercado y perspectivas (M\$)



Fuente: Market Research Future y Grant Thornton

Cuadro 43. Global. Cuota de mercado por tipología de batería



Fuente: Market Research Future y Grant Thornton

Concentración de clientes y proveedores

Diversificación de clientes.

Los 5 primeros clientes del Grupo consolidado representaron el 52,0% del Importe neto de la cifra de negocios en 2021, y los 10 primeros el 59,6%.

El principal cliente durante el ejercicio 2021 ha sido Virgen del Carmen, S.L.U., una SPV vendida por el Grupo al fondo especializado en energías renovables Foresight, para la que se ha estado trabajando en la construcción de un parque solar fotovoltaico con una potencia de 26,1MW situado en el municipio de Gibraleón (Huelva), que se encuentra en proceso de finalización de los trabajos necesarios para la interconexión a la red a través del operador local de red. Esta concentración es habitual, al ser la venta de una planta fotovoltaica terminada construida un ingreso relevante.

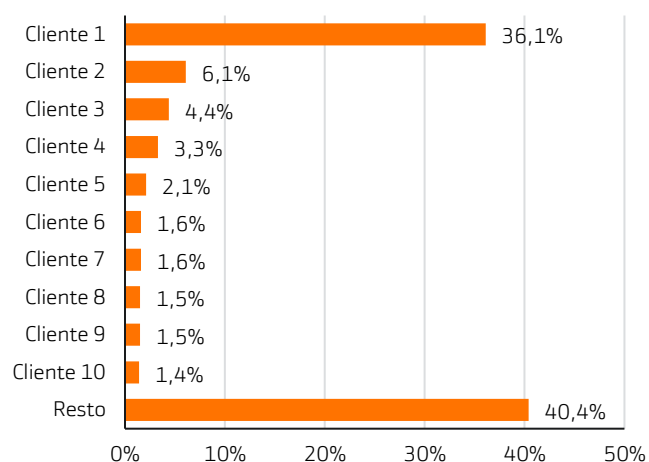
Los otros 9 clientes más relevantes del Grupo, que no se relacionan por orden de importancia, han sido en 2021 Grupo Electro Stocks, Argenta Cerámica, Sonepar Ibérica Spain, Repsol Comercializadora de Electricidad y Gas, Cottocer, Solar Lithium., Seis Solar Fotovoltaica Renovables, Evulosolar Energy, y Suministros Eléctricos Huesca.

Diversificación de proveedores.

Los 5 primeros proveedores del Grupo consolidado representaron el 58,2% de los Aprovisionamientos en el ejercicio 2021, y los 10 primeros el 81,6%.

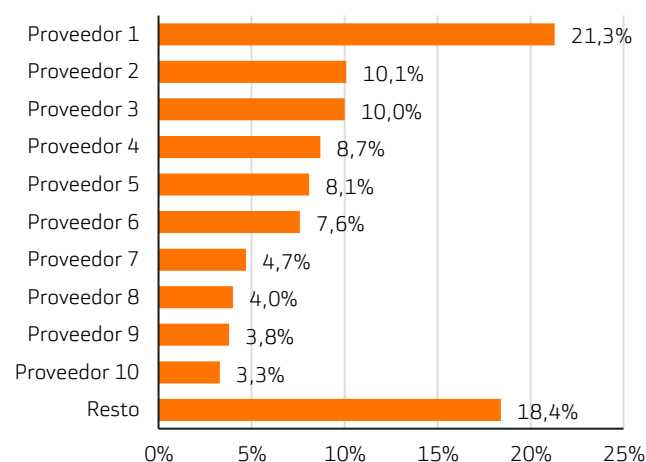
Los 10 proveedores más relevantes del Grupo, que no se relacionan por orden de importancia, en 2021 fueron Pylon Technologies, Trina Solar, PV Hardware, Longi, Canadian Solar, Endesa, Integeam, Natec Sunergy, Shaanxi Dyness Renewable Energy Group, y Baywa RE Solar Systems. Las principales partidas de aprovisionamientos son habitualmente trabajos relacionados con la construcción de plantas fotovoltaicas, módulos solares, seguidores, inversores y equipos de transformación y conexión a red.

Cuadro 44. Concentración de clientes (% ventas)



Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 45. Concentración de proveedores (% compras)



Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Equipo directivo con dilatada experiencia en el sector



Enrique Selva
CEO y Presidente
Umbrella Solar Investment
+20 años de experiencia

- Fundador y CEO de Umbrella Solar Investment, 2004 – actual
- Fundador y CEO de Innova Ingenieros Consultores, 2000 – 2004
- Vicepresidente de Energías Renovables de Asociación Valenciana de Empresas del Sector de la Energía (AVAESEN)
- Ingeniero Industrial (Universidad Politécnica de Valencia). Programa IESE



Emilio Cañavete
CFO
+12 años de experiencia

- Director Financiero de Umbrella Solar Investment, 2017 – actual
- Director Financiero de Grupo Picima Inversiones, 2010 – 2017
- Executive MBA – EDEM
- Máster en Instituciones y Mercados Financieros (CUNEF)



Mariano Soria Hernández
CIO
Umbrella Solar Investment
+15 años de experiencia

- Director de innovación de Umbrella Solar Investment, 2021 – actual
- Director General de Punt Mobles, 2012 – 2021
- Miembro del Consejo de Administración de V.I.II, Sociedad de Capital Riesgo, 2010 a 2013



Vanesa Bigatà
CLO
Umbrella Solar Investment
+11 años de experiencia

- Head de Legal de Umbrella Solar Investment, 2019 - actual
- Head de Legal y Recursos Humanos de IM2 Energía Solar, 2017-2019
- Abogada de Departamento de Recursos Humanos de Sergio Herrero, 2014-2017



Pablo Maestri
CEO
IM2 Solar LATAM
+10 años de experiencia

- Director General de IM Solar Chile, 2012 – actual
- Director General de Amalfi Inversiones, 2012 – actual



Manuel Cercós
Director DN
Turbo Energy
+20 años de experiencia

- Director Desarrollo Negocio de Turbo Energy, 2014- actual
- Director Comercial de TAB, 2013 – 2014
- Jefe de Ventas de Técnicas Aplicadas en Baterías



Jorge Clavel
MD
IM2 Energía SOLAR
+15 años de experiencia

- Director General de IM2 Energía Solar, 2015 – actual
- Manager de Desarrollo de Negocio de IM2 Energía Solar, 2013 – 2015
- Manager de Desarrollo de Negocio de Siliken, 2009 – 2012



Maria Ángeles Narbón
Director GI
Turbo Energy
+20 años de experiencia

- Directora de Gestion Interna de Turbo Energy, 2020 – actual
- Directora Financiera de Bet Solar, 2016 – 2020
- Responsable de Administración de Avinatur Producciones Avícolas, 2013 – 2016
- Directora Financiera de Técnicas Aplicadas de las Baterías, 2011 - 2013

La maduración de proyectos impulsará las ventas y beneficios

- Esperamos que las ventas se multipliquen por 3,6x en 2021-2026e. los principales impulsores son la maduración de 212MW en proyectos de generación, comercialización (incluyendo a SunBox) y, el desarrollo de 852MW.
- Un *mix* de ventas más favorable apoyado en el crecimiento de generación, debería contribuir a elevar el margen EBITDA al 31% en 2016e desde 5% en 2021 y, multiplicar el EBITDA por 25x en el periodo considerado.
- Prevemos que las inversiones se concentrarán en la actividad de generación, donde esperamos que Umbrella dedique 155M€ a desarrollar 212MW en plantas fotovoltaicas en España (Proyecto Infinity) para mantenerlos en propiedad. Otra inversión relevante es SunBox, estimamos que Umbrella podría dedicar 3,7M€ en 2022e-2026e.
- Dos inversores han comprometido la financiación para el Proyecto Infinity. La ampliación de capital con motivo de la OPS de Umbrella ha aportado el capital necesario para iniciar este proyecto e impulsar el plan de negocio de SunBox.

Cuadro 46. Resultados consolidados enero-abril 2022

Millones de euros	30-04-2021	30-04-2022	Var. % a/a
Ventas	20,30	16,32	-19,6
EBITDA	1,11	1,35	21,4
EBIT	1,00	1,25	24,5
Resultado financiero & Puesta en equivalencia	-0,16	-0,39	+143,8
Resultado del Ejercicio procedente de Op. Continuas	0,83	0,85	2,9
BAI	0,83	0,86	4,3

Fuente: Umbrella. Cifras no auditadas. 4M 2021 incluye ingresos y EBITDA no recurrentes por la venta de la planta Gibraleón a Foresight

Cuadro 47. Estimaciones financieras

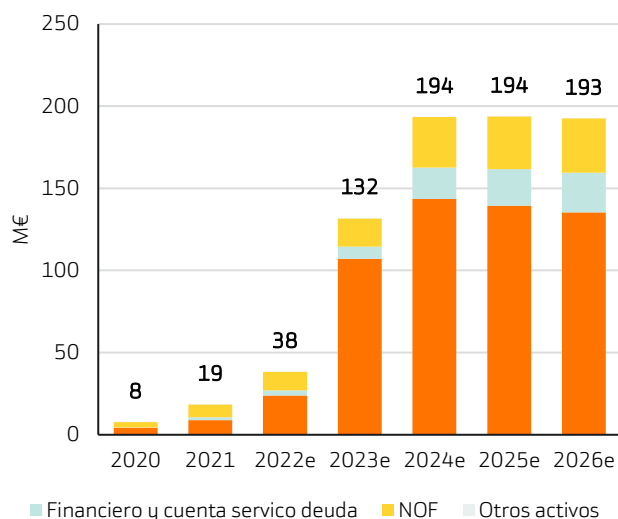
Millones de euros	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	
Desarrollo	15,5	7,8	16,0	35,1	40,3	40,0	Aumento del negocio interno en 2022
Componentes y equipos	17,2	29,1	38,3	48,3	50,6	50,6	Impulsado por ventas SunBox
O&M	0,4	0,5	0,9	1,3	2,1	2,3	Relacionado con el crecimiento de Desarrollo
Generación actual y Otros	0,6	2,2	2,4	1,9	1,7	1,7	Solamente incluye las plantas actuales
Generación Infinity Solar	0,0	0,0	1,7	24,1	30,6	26,8	Maduración proyecto 212MW para propiedad
Ventas	33,7	39,6	59,4	110,8	125,4	121,3	
Desarrollo	0,5	0,6	1,1	2,5	3,6	3,6	
Componentes y equipos	0,5	3,1	4,3	6,0	12,0	12,0	Posible estabilización presión competidores
O&M	0,0	0,1	0,3	0,5	1,0	1,2	
Generación actual y Otros	0,4	1,7	1,7	1,4	1,2	1,2	
Generación Infinity Solar	0,0	0,0	1,4	19,9	26,4	20,0	Caída en precios pool reduce el EBITDA 2026e
EBITDA	1,5	5,5	8,9	30,3	44,1	38,1	
% ventas	4,5%	13,9%	15,0%	27,3%	35,2%	31,4%	Reducción esperada precio energía
Amortizaciones	-0,2	-0,4	-0,5	-3,1	-5,0	-5,0	Entrada en explotación de centrales solares
Dif. en combinaciones de negocios	1,1	-	-	-	-	-	
EBIT	2,4	5,1	8,4	27,2	39,1	33,1	
Resultado financiero	-0,4	-0,8	-2,9	-5,4	-6,7	-5,8	
Puesta en equivalencia	0,0	0,7	2,1	3,6	4,6	3,2	Filiales en Chile: Desarrollo, O&M
BAI	2,0	5,0	7,6	25,4	37,0	30,5	
Impuestos	-0,2	-0,7	-1,4	-5,4	-8,1	-6,8	
Minoritarios	0,0	0,1	0,2	-2,4	-3,0	-2,4	25% de Proyecto Infinity
Beneficio neto atribuible	1,7	4,4	6,4	17,6	25,9	21,3	
Cash flow de explotación	-3,8	0,6	-0,1	3,0	22,7	17,9	
Inversión	-5,1	-16,2	-87,2	-44,5	5,9	7,1	La mayoría de la inversión es Proyecto Infinity
Cash flow libre	-8,8	-15,6	-87,3	-41,5	28,6	25,0	Puede generar <i>Cash flow</i> libre a partir de 2025
Ampliación de capital OPS	-	23,6	-	-	-	-	Precedentes de la ampliación y OPS julio 2022
Deuda financiera	5,2	16,1	88,6	43,0	-19,7	-18,8	Libre de deuda en 2041
Dividendos	-	-	-	-	-	-	Estimamos dividendos a partir de 2028e
Variación tesorería	-3,6	24,2	1,2	1,4	8,9	6,2	
Deuda financiera neta	14,1	3,9	79,1	120,7	92,0	67,0	
DFN/EBITDA (x)	9,2	0,7	8,9	4,0	2,1	1,8	La mayoría de la deuda es <i>Project finance</i>
DFN ex deuda proyecto/EBITDA(x)	4,9	Caja neta	Caja neta	Caja neta	Caja neta	Caja neta	Deuda corporativa y de grupo reducida

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Estructura de balance

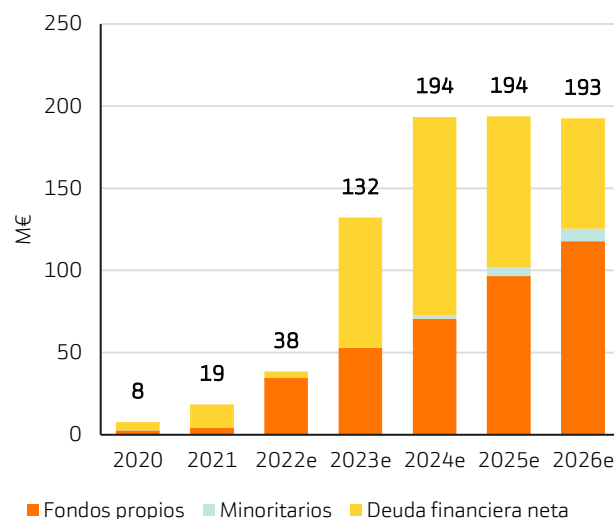
- Esperamos que Umbrella dedique c. 160M€ en 2022e-2025e en inversiones, principalmente para desarrollar el Proyecto Infinity, una cartera de parques fotovoltaicos de 212MW en 14 ubicaciones en España e, impulsar el producto SunBox. El aumento de inversiones financieras corresponde a las cuentas de servicio de deuda asociadas con la financiación del Proyecto Infinity.
- Estimamos que la inversión en NOF se eleve al 27% en 2026e vs 23% en 2021 como consecuencia de la expansión de las actividades de Desarrollo, Generación y venta de componentes incluyendo a SunBox.
- Esperamos que el plan de inversiones se financie mayoritariamente con deuda *project finance*, los fondos procedentes de la reciente OPS y, *cash-flow* generado internamente. Dos inversores aportan los 155M€ de deuda y capital necesarios para desarrollar el Proyecto Infinity.

Cuadro 48. Estructura del activo 2020-2026e



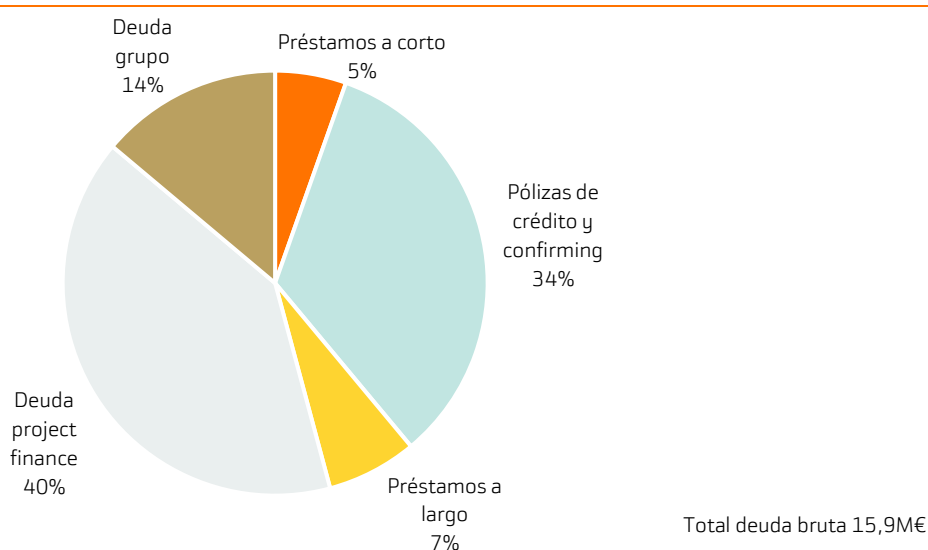
Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 49. Estructura del pasivo 2020-2026e



Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 50. Deuda bruta a 31-12-2021



Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Metodología de valoración

Método de valoración

Suma de partes distinguiendo entre las actividades de Desarrollo y Construcción, Operación y mantenimiento, Generación (autoconsumo e Infinity), Comercialización de equipos, Ingeniería y, las actividades de Desarrollo y O&M en Chile y, los fondos de la ampliación de capital asociada a la OPS de julio de 2022. Empleamos un modelo DDM para la actividad de generación y, un DCF para las demás actividades. Nuestro Precio Objetivo es para diciembre de 2023.

Hipótesis principales

Utilizamos tasas de descuento distintas en función de la actividad, grado de madurez, país donde se desarrolla y, el porcentaje de participación de Umbrella. La tasa de crecimiento perpetuo "g" considerada es 0% en todos los negocios.

Cuadro 51. Valoración de Umbrella (Suma de partes) y Precio Objetivo diciembre 2023

Actividad	Compañía	%	Método valoración	Tasa descuento	Valor Empresa M€	Valor Equity M€	%
Desarrollo	IM2 Energía Solar	100	DCF	10,0%	18,6	17,3	11
O&M	Greentech Solutions	100	DCF	9,0%	7,1	7,4	5
Generación	IM2 P25	100	DDM	6,5%	10,6	4,6	3
Generación	Infinity	75	DDM	7,5%	140,9	42,9	26
Equipos	Turbo Energy	100	DCF	12,0%	55,8	50,1	31
Ingeniería	REA	51	DCF	8,0%	1,1	1,1	1
Desarrollo	IM2 Chile	50	DCF	19,0%	14,2	12,7	8
O&M	Greentech Chile	50	DCF	17,0%	3,7	4,1	3
Ampliación de capital (OPS julio 2022)						23,7	14
Suma					258,5	163,9	100
Precio Objetivo Diciembre 2023 (€/acción)						7,60	

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Nuestra valoración de las filiales de generación es inferior a la de las comparables cotizadas. Para Proyecto Infinity (cartera en desarrollo con 212MW) el valor empresa resultante son 0,66 €/W. Para los activos en explotación (plantas y tejados industriales 8,5MW) el valor empresa son 1,25€/W. Las referencias que encontramos en la valoración implícita de las comparables suponen valorar las carteras en desarrollo por encima de 0,25 €/W y, los activos en explotación en 1,35 €/W.

Cuadro 52. Ratios comparables

	Precio	Capitalización	PER			Valor Empresa / EBITDA			Valor Empresa / EBIT			PVC		
	€	M€	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Umbrella Solar	5,4	117	26,6	18,2	6,6	21,8	13,5	4,0	23,4	14,3	4,4	10,7	4,0	2,5
Greenergy	34,10	1.045	31,3	19,9	14,7	17,9	10,7	7,4	22,8	14,1	10,0	4,7	3,8	3,2
Eidf	79,60	1.081	49,8	33,2	22,7	30,3	20,2	14,0	32,3	21,3	14,7	17,7	11,5	7,7
Solaria	19,20	2.389	30,2	21,1	17,2	19,5	12,9	10,3	24,2	16,4	13,4	7,5	5,5	4,2
Audax	1,02	447	53,4	22,6	10,2	14,1	11,1	8,2	21,7	16,1	10,9	3,0	2,7	2,1
Solarprofit	9,30	183	60,0	n.d.	n.d.	40,0	n.d.	n.d.	43,0	n.d.	n.d.	11,0	n.d.	n.d.
Promedio cotizadas			37,6	23,6	17,2	20,1	13,4	10,0	25,4	16,7	12,5	8,8	6,2	4,6

Fuente: Bloomberg y Bankinter Análisis y Mercados. Ratios comparables según la metodología de Bloomberg

La comparativa por múltiplos es favorable a Umbrella, especialmente a partir de 2023, cuando esperamos que el grado de maduración de los proyectos impulse los resultados.

La mayoría de las acciones de los comparables se revalorizan en 2022. Así, Greenergy avanza +18%, Eidf +311%, Solaria +13%, mientras que retroceden Audax -19% y Solarprofit -7%.

Cuadro 54. Valoración implícita comparables

	Solaria			Grenergy			Audax		
	MW	€/W	M€	MW	€/W	M€	MW	€/W	M€
Solar FV en explotación	987	1,35	1.332	406	1,35	548	69	1,35	93
Eólico en explotación				60	1,5	90	177	1,5	265
En construcción	1.070	0,75	803	661	0,5	331	19	0,5	10
Pipeline cercano	2.000	0,3	600	811	0,3	243	1.246	0,2	249
Pipeline lejano	2.143	0,10	214	2.745	0,05	137	1.045	0,01	10
Comercialización de energía									350
Valor empresa	6.200		2.949	4.683		1.349	2.556		978
DFN último dato			-592			-291			-527
Valor del capital			2.357			1.058			451
Capitalización			2.389			1.045			447

	Enerside			EiDF			Umbrella		
	MW	€/W	M€	MW	€/W	M€	MW	€/W	M€
Explotación solar fv							8,5	1,35	11
En construcción	68	0,5	34	152	0,75	114	42	0,5	21
Pipeline cercano	550	0,2	110	818	0,3	245	212	0,2	42
Pipeline lejano	3956	0,01	40	1389	0,05	69	640	0,05	32
Comercialización de energía						35			
Turbo Energy								(1)	50
Otras actividades						580		(2)	21
Valor empresa	4.574		184			1.044	903		178
DFN último dato			32			-13			-14
Valor del capital			216			1.031			164
Capitalización			206			1.081			119

⁽¹⁾ Asignamos un múltiplo 11,6x EBITDA 2023e. ⁽²⁾ Múltiplo 15,0x EBITDA 2023e

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Riesgos

Dependencia de proveedores y subcontratistas

Los materiales que el Grupo emplea en las plantas fotovoltaicas que construye, así como los productos que comercializa para instalaciones destinadas al autoconsumo residencial, son adquiridos a un número limitado de proveedores. A su vez, una gran parte de los contratos de EPC y de los contratos de O&M de plantas fotovoltaicas que tiene suscritos el Grupo son objeto de subcontratación.

Retrasos o sobrecostes en la construcción de las instalaciones fotovoltaicas

La construcción por el Grupo de una instalación fotovoltaica puede verse afectada por diversas circunstancias como interrupciones, escasez de recursos o incrementos en los costes de los materiales, la maquinaria o la mano de obra. El incumplimiento en los plazos previstos de construcción por parte del Grupo o de sus subcontratistas puede conllevar, en determinados supuestos, la pérdida de garantías otorgadas, el pago de indemnizaciones a terceros o un retraso en los ingresos del Grupo por las plantas en propiedad.

Procedimientos administrativos, judiciales y de arbitraje

El Grupo ha recibido de Foresight diversas comunicaciones poniendo de manifiesto determinados incumplimientos por IM2 Energía Solar del contrato de EPC, entre otros, por retrasos en la fecha de entrega del parque y en la conexión a la red de distribución eléctrica surgiendo un perjuicio por tales incumplimientos y reclamando a IM2 Energía Solar como daños liquidables por los incumplimientos un importe de 1,66M€ así como la potencial ejecución de un aval bancario por dicho importe.

Inversiones conjuntas del Grupo con terceros

La capacidad del Grupo para controlar e influir en el funcionamiento y la gestión de las actividades o inversiones conjuntas se puede ver mermada por dicha participación conjunta, ya que implican determinadas restricciones, incluyendo acuerdos entre socios, que no existen cuando pertenecen íntegramente al Grupo, especialmente en lo relativo a la capacidad de decisión, ya que la cotitularidad supone la necesidad de alcanzar acuerdos entre los socios en determinados aspectos.

Concentración del negocio principalmente en España y Chile

Aunque la Sociedad ha comenzado un proceso de expansión internacional el 100% de los ingresos del Grupo provienen de la actividad en España y Chile. Una desfavorable situación económica de la economía española o chilena podría debilitar la posición competitiva de la Sociedad y afectar negativamente al negocio.

Sector muy competitivo y altamente regulado

Existen numerosos grupos de gran tamaño que cuentan con mayores capacidades de desarrollo de proyectos y financiación. Sector altamente regulado, donde intervienen administraciones nacionales, regionales y locales, haciendo que el proceso de obtención de estos permisos y autorizaciones resulte largo y complejo, afectando a los plazos estimados de puesta en funcionamiento de los proyectos o incluso a su viabilidad.

Obligaciones del Grupo contenidas en ciertos contratos de financiación

De conformidad con los términos de dichas financiaciones, el incumplimiento de determinadas obligaciones puede llevar aparejada la resolución anticipada de las mismas, el vencimiento de las obligaciones de pago, y la ejecución de garantías.

Nivel de endeudamiento y subida de los tipos de interés

La situación financiera se podría ver afectada con un cambio de las condiciones de financiación y un endurecimiento de la política monetaria por parte del Banco Central Europeo que esperamos combine una reducción de las compras de activos con subidas de los tipos de interés.

Cuadro 55. Resumen de resultados y valoración

(M€)	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Cuenta de resultados						
Ventas	33,7	39,6	59,4	110,8	125,4	121,3
Beneficio bruto	3,0	8,5	14,8	43,5	73,3	64,7
EBITDA	1,5	5,5	8,9	30,3	44,1	38,1
Amortización del inmovilizado	0,8	-0,4	-0,5	-3,1	-5,0	-5,0
EBIT	2,4	5,1	8,4	27,2	39,1	33,1
Resultado financiero	-0,4	-0,1	-0,8	-1,7	-2,1	-2,6
Beneficio antes de impuestos	2,0	5,0	7,6	25,4	37,0	30,5
Impuesto de sociedades	-0,2	-0,7	-1,4	-5,4	-8,1	-6,8
Minoritarios	0,0	0,1	0,2	-2,4	-3,0	-2,4
Beneficio neto atribuible	1,7	4,4	6,4	17,6	25,9	21,3
BPA (€)	n.r.	n.r.	n.r.	n.r.	n.r.	n.r.
DPA (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Estado de flujo de caja						
Cash flow neto	1,0	4,0	5,7	16,9	23,9	18,7
Variaciones de NOF	-4,8	-3,4	-5,8	-13,9	-1,2	-0,8
Inversión	-5,1	-16,2	-87,2	-44,5	5,9	7,1
Cash flow libre	-8,8	-15,6	-87,3	-41,5	28,6	25,0
Remuneración al accionista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otras variaciones	-0,1	25,7	12,1	0,0	0,0	0,0
Variación deuda financiera neta	8,9	-10,1	75,3	41,5	-28,6	-25,0
Balance						
Activo fijo neto	8,9	24,0	107,1	143,5	139,4	135,4
Inmovilizado financiero	1,7	3,1	7,5	19,1	22,3	24,2
Necesidades operativas de fondos (NOF)	7,7	11,2	17,0	30,9	32,1	32,9
Otros activos/(pasivos) neto	0,0	0,1	0,4	0,0	0,0	0,0
Capital empleado	18,4	38,4	132,0	193,5	193,8	192,5
Recursos propios	4,3	34,5	53,0	70,6	96,6	117,9
Minoritarios	0,1	0,0	-0,1	2,2	5,2	7,6
Deuda financiera neta	13,9	3,8	79,1	120,6	92,0	67,0
Valoración (Suma de partes)						
(M€)						

Desarrollo y construcción	18,6
Operación y mantenimiento	7,1
Generación - autoconsumo	10,6
Generación - Proyecto Infinity	140,9
Comercialización	55,8
Ingeniería	1,1
Chile: Desarrollo y construcción	14,2
Chile: Operación y mantenimiento	3,7

Valor empresa 252,1

Deuda financiera neta 2022e	-79,1
Otros	-9,1
Valor equity (Dic-2023e)	163,7
Precio objetivo (€ por acción)	7,60

Valoración del rango inferior: Matriz de sensibilidad a WACC y "g" perpetua (M€)

		Var Crecimiento perpetuo "g"				
		-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%
Variación WACC ⁽¹⁾	2,0%	5,93	6,11	6,31	6,56	6,84
	1,0%	6,44	6,66	6,90	7,20	7,55
	0,0%	7,05	7,30	7,60	7,96	8,40
	-1,0%	7,76	8,07	8,44	8,89	9,45
	-2,0%	8,62	9,00	9,46	10,03	10,78

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

⁽¹⁾ Cada actividad se valora con un WACC diferente. Este análisis varía el WACC de las actividades en los puntos porcentuales indicados

⁽²⁾ Promedio de rangos de valoración

Anexos: Estimaciones

Desarrollo y construcción: IM2 Energía Solar

M€	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Ventas	20,2	7,8	16,0	35,1	40,3	40,0
EBITDA	0,9	0,6	1,1	2,5	3,6	3,6
EBIT	0,9	0,6	1,1	2,5	3,6	3,6
BNA	0,8	0,4	0,8	1,7	2,5	2,5
Activo fijo neto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inmovilizado financiero	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
Necesidades operativas de fondos (NOF)	3,8	2,7	5,6	12,4	14,3	14,2
Otros activos/(pasivos) neto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Capital empleado	6,2	5,1	8,0	14,8	16,7	16,6
Recursos propios	3,2	3,6	4,4	6,1	8,6	11,1
Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda financiera neta	3,0	1,5	3,6	8,7	8,1	5,5
Cash flow neto	0,8	0,4	0,8	1,7	2,5	2,5
NOF	-5,1	1,1	-2,9	-6,8	-1,9	0,1
Capex	-0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash flow libre	-5,2	1,5	-2,2	-5,0	0,6	2,7
Dividendos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variación DFN	5,2	-1,5	2,2	5,0	-0,6	-2,7
Margen bruto	4%	6%	5%	5%	6%	6%
Rotación activo (x)	2,1	1,1	1,5	1,7	1,8	1,8
ROE (%)	24,6%	12,4%	17,4%	28,4%	29,1%	22,8%
ROCE (%)	13,3%	10,0%	10,2%	12,7%	16,2%	16,3%
DFN/EBITDA (x)	3,3	2,5	3,3	3,5	2,2	1,5
NOPLAT				1,9	2,7	2,7
Amortización				0,0	0,0	0,0
NOF				-6,8	-1,9	0,1
Capex				0,0	0,0	0,0
Cash flow libre				-4,9	0,8	2,8
Valor terminal						27,0
Flujo a descontar (Tasa descuento 10,0%)				-4,9	0,8	29,8
Coficiente (x)				0,91	0,83	0,75
VAN Flujo				-4,5	0,6	22,4
Valor Empresa				18,6		
DFN				-3,6		
Otros				2,4		
Valor Equity (diciembre 2023)				17,3		

Operación y mantenimiento: Greentech Solutions

M€	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Ventas	0,4	0,5	0,9	1,3	2,1	2,3
EBITDA	0,0	0,1	0,3	0,5	1,0	0,9
EBIT	0,0	0,1	0,3	0,5	1,0	1,2
BNA	0,0	0,1	0,2	0,4	0,7	0,8
Activo fijo neto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inmovilizado financiero	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Necesidades operativas de fondos (NOF)	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2
Otros activos/(pasivos) neto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Capital empleado	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
Recursos propios	0,1	0,2	0,4	0,8	1,5	2,2
Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda financiera neta	-0,2	-0,2	-0,4	-0,8	-1,4	-2,1
Cash flow neto	0,0	0,1	0,2	0,4	0,7	0,7
NOF	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0
Capex	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash flow libre	0,0	0,1	0,2	0,4	0,6	0,7
Dividendos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variación DFN	0,0	-0,1	-0,2	-0,4	-0,6	-0,7
Margen bruto	6%	15%	24%	30%	34%	31%
Rotación activo (x)	1,9	1,7	1,6	1,3	1,1	0,9
ROE (%)	17,6%	36,8%	52,1%	48,0%	46,7%	30,8%
ROCE (%)	n.r.	n.r.	n.r.	n.r.	n.r.	n.r.
DFN/EBITDA (x)	Caja neta	Caja neta	Caja neta	Caja neta	Caja neta	Caja neta
NOPLAT				0,4	0,7	0,7
Amortización				0,0	0,0	0,0
NOF				0,0	-0,1	0,0
Capex				0,0	0,0	0,0
Cash flow libre				0,3	0,6	0,7
Valor terminal						7,5
Flujo a descontar (Tasa descuento 9,0%)				0,3	0,6	8,1
Coficiente (x)				0,92	0,84	0,77
VAN Flujo				0,3	0,5	6,3
Valor Empresa				7,1		
DFN				0,4		
Otros				-0,1		
Valor Equity (diciembre 2023)				7,4		

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Comercialización: Turbo Energy

M€	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Ventas	17,3	29,1	38,3	48,3	50,6	50,6
EBITDA	0,5	3,1	4,3	6,0	12,1	12,0
EBIT	0,5	3,0	4,2	5,9	12,0	11,8
BNA	0,4	2,4	3,0	4,3	8,9	8,9
Activo fijo neto	0,1	0,4	1,1	1,7	2,6	3,6
Inmovilizado financiero	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Necesidades operativas de fondos (NOF)	4,6	8,0	10,3	12,9	12,5	13,9
Otros activos/(pasivos) neto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Capital empleado	4,6	8,3	11,3	14,5	14,9	17,3
Recursos propios	0,3	2,7	5,7	10,0	18,9	26,4
Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda financiera neta	4,3	5,6	5,6	4,5	-4,0	-9,2
Cash flow neto	0,0	2,4	3,1	4,4	9,0	7,6
NOF	0,0	-3,4	-2,4	-2,6	0,5	-1,4
Capex	0,0	-0,4	-0,7	-0,7	-1,0	-1,0
Cash flow libre	0,0	-1,3	0,0	1,1	8,5	5,2
Dividendos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variación DFN	0,0	1,3	0,0	-1,1	-8,5	-5,2
Margen bruto	2%	8%	8%	9%	18%	15%
Rotación activo (x)	1,9	1,9	1,9	2,0	1,9	1,4
ROE (%)	166,0%	90,6%	53,2%	43,1%	47,3%	28,4%
ROCE (%)	11,9%	31,0%	28,2%	30,6%	60,3%	43,5%
DFN/EBITDA (x)	8,1	1,8	1,3	0,8	Caja neta	Caja neta
NOPLAT				4,4	9,0	7,5
Amortización				-0,1	-0,1	-0,1
NOF				-2,6	0,5	-1,4
Capex				-0,7	-1,0	-1,0
Cash flow libre				1,1	8,5	5,0
Valor terminal						62,6
Flujo a descontar (Tasa descuento 12,0%)				1,1	8,5	67,6
Coficiente (x)				0,89	0,80	0,71
VAN Flujo				1,0	6,7	48,1
Valor Empresa				55,8		
DFN				-5,6		
Otros				-0,1		
Valor Equity (diciembre 2023)				50,1		

Ingeniería: REA						
M€	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Ventas		0,3	0,4	0,4	0,5	0,6
EBITDA		0,0	0,1	0,2	0,2	0,3
EBIT		0,0	0,1	0,2	0,2	0,3
BNA		0,0	0,1	0,1	0,2	0,2
Activo fijo neto	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Inmovilizado financiero	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Necesidades operativas de fondos (NOF)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros activos/(pasivos) neto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Capital empleado	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Recursos propios	0,0	0,0	0,1	0,2	0,4	0,5
Minoritarios	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Deuda financiera neta	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,3	-0,5
Cash flow neto	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2
NOF	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Capex	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash flow libre	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2
Dividendos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variación DFN	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2
Margen bruto		9%	18%	26%	33%	33%
Rotación activo (x)		1,1	1,1	1,0	0,9	0,7
ROE (%)		n.r.	n.r.	65,2%	51,0%	34,8%
ROCE (%)		98,8%	n.r.	n.r.	n.r.	n.r.
DFN/EBITDA (x)		0,5	Caja neta	Caja neta	Caja neta	Caja neta
NOPLAT				0,1	0,2	0,2
Amortización				0,0	0,0	0,0
NOF				0,0	0,0	0,0
Capex				0,0	0,0	0,0
Cash flow libre				0,1	0,2	0,2
Valor terminal						2,4
Flujo a descontar (Tasa descuento 8,0%)				0,1	0,2	2,5
Coficiente (x)				0,93	0,86	0,79
VAN Flujo				0,1	0,1	2,0
Valor Empresa				2,2		
DFN				0,0		
Otros				0,0		
Valor Equity (diciembre 2023)				2,2		
Valor 51% propiedad de Umbrella				1,1		

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Chile - Desarrollo y construcción: IM2 Chile

M€	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Ventas	23,0	49,0	95,0	121,6	114,8	100,0
EBITDA	0,2	1,7	4,4	7,9	9,5	7,0
EBIT	0,2	1,7	4,3	7,8	9,4	7,0
BNA	1,0	1,3	3,4	5,8	7,0	5,2
Activo fijo neto	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Inmovilizado financiero	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Necesidades operativas de fondos (NOF)	1,2	5,1	9,5	12,0	11,8	9,9
Otros activos/(pasivos) neto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Capital empleado	1,4	5,2	9,7	12,2	12,0	10,1
Recursos propios	2,0	3,3	6,7	12,5	19,5	24,7
Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda financiera neta	-0,6	2,0	3,1	-0,3	-7,5	-14,7
Cash flow neto	0,0	1,3	3,5	5,8	7,1	5,3
NOF	0,0	-3,9	-4,5	-2,5	0,2	2,0
Capex	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash flow libre	0,0	-2,6	-1,1	3,3	7,2	7,2
Dividendos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variación DFN	0,0	2,6	1,1	-3,3	-7,2	-7,2
Margen bruto	4%	3%	4%	5%	6%	5%
Rotación activo (x)	1,6	1,8	1,9	1,8	1,5	1,4
ROE (%)	48,2%	39,3%	51,2%	46,5%	36,1%	21,1%
ROCE (%)	9,2%	25,8%	35,6%	48,0%	58,8%	51,8%
DFN/EBITDA (x)	-2,9	1,2	0,7	0,0	Caja neta	Caja neta
NOPLAT				5,9	7,1	5,2
Amortización				0,0	0,0	0,0
NOF				-2,5	0,2	2,0
Capex				0,0	0,0	0,0
Cash flow libre				3,3	7,2	7,1
Valor terminal						27,5
Flujo a descontar (Tasa descuento 19,0%)				3,3	7,2	34,6
Coefficiente (x)				0,84	0,71	0,59
VAN Flujo				2,8	5,1	20,5
Valor Empresa				28,4		
DFN				-3,1		
Otros				0,0		
Valor Equity (diciembre 2023)				25,3		
Valor 50% propiedad de Umbrella				12,7		

Chile – operación y mantenimiento: Greentech Chile

M€	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Ventas	0,8	0,8	1,7	3,2	4,6	3,5
EBITDA	0,2	0,3	0,9	1,9	2,9	1,6
EBIT	0,2	0,3	0,9	1,9	2,9	1,6
BNA	0,2	0,2	0,8	1,5	2,2	1,2
Activo fijo neto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inmovilizado financiero	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Necesidades operativas de fondos (NOF)	0,2	0,2	0,4	0,8	1,2	1,1
Otros activos/(pasivos) neto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Capital empleado	0,2	0,2	0,4	0,8	1,2	1,1
Recursos propios	0,3	0,6	1,3	2,8	5,0	6,2
Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda financiera neta	-0,1	-0,4	-0,9	-2,0	-3,7	-5,1
Cash flow neto	0,0	0,2	0,8	1,5	2,2	1,2
NOF	0,0	0,0	-0,3	-0,4	-0,4	0,2
Capex	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash flow libre	0,0	0,3	0,5	1,1	1,8	1,4
Dividendos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variación DFN	0,0	-0,3	-0,5	-1,1	-1,8	-1,4
Margen bruto	23%	28%	44%	46%	48%	34%
Rotación activo (x)	1,8	1,2	1,2	1,0	0,8	0,5
ROE (%)	51,3%	38,7%	57,8%	52,9%	44,5%	19,4%
ROCE (%)	76,7%	n.r.	n.r.	n.r.	n.r.	n.r.
DFN/EBITDA (x)	Caja neta	Caja neta	Caja neta	Caja neta	Caja neta	Caja neta
NOPLAT				1,5	2,2	1,2
Amortización				0,0	0,0	0,0
NOF				-0,4	-0,4	0,2
Capex				0,0	0,0	0,0
Cash flow libre				1,1	1,8	1,4
Valor terminal						7,0
Flujo a descontar (Tasa descuento 17,0%)				1,1	1,8	8,3
Coficiente (x)				0,85	0,73	0,63
VAN Flujo				0,9	1,3	5,2
Valor Empresa				7,4		
DFN				0,9		
Otros				0,0		
Valor Equity (diciembre 2023)				8,3		
Valor 50% propiedad de Umbrella				4,1		

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Generación: Infinity Solar

(M€)	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	2036e	2037e	2038e
Capacidad instalada (MW)	0	41	212	212	212	212	212	212	212	212	212	212	212	212	212	212	212
Generación (MWh)	0	11	228	405	405	403	401	400	398	397	395	393	392	390	388	387	385
Precio venta (€/MWh)	212	130	92	67	58	53	48	42	41	44	42	39	37	38	38	38	36
Cuenta de resultados																	
Ventas	0,0	1,7	24,1	30,6	26,8	24,8	22,8	20,5	20,0	21,8	21,2	20,1	19,2	20,1	20,2	20,3	19,8
EBITDA	0,0	1,4	19,9	26,3	20,0	20,3	18,2	15,9	15,3	17,1	16,3	15,2	14,2	15,1	15,1	15,1	14,5
Amortización	0,0	-0,1	-2,7	-4,6	-4,6	-4,6	-4,7	-4,6	-4,6	-4,6	-4,7	-4,6	-4,6	-4,6	-4,7	-4,6	-4,6
EBIT	0,0	1,3	17,1	21,6	15,4	15,7	13,6	11,2	10,7	12,4	11,7	10,5	9,5	10,4	10,4	10,4	9,8
Financieros	-0,4	-2,4	-4,8	-6,2	-5,4	-4,7	-4,0	-3,5	-3,0	-1,7	-1,5	-1,3	-1,2	-1,0	-0,9	-0,7	-0,5
BAI	-0,4	-1,1	12,3	15,4	10,0	11,0	9,5	7,7	7,6	10,7	10,1	9,2	8,3	9,4	9,6	9,7	9,3
Impuestos	0,1	0,3	-3,1	-3,8	-2,8	-2,7	-2,4	-1,9	-1,9	-2,7	-2,5	-2,3	-2,1	-2,4	-2,4	-2,4	-2,3
Beneficio neto atribuible	-0,3	-0,8	9,2	11,5	7,2	8,2	7,2	5,8	5,7	8,0	7,6	6,9	6,3	7,1	7,2	7,3	7,0
Estado de flujo de caja																	
Cash flow de explotación	0,0	0,9	12,6	22,8	19,9	17,9	16,2	14,3	13,6	14,1	13,9	13,0	12,2	12,6	12,7	12,6	12,3
Inversión	-16,4	-82,9	-38,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda financiera	9,6	47,8	45,2	-12,6	-10,9	-9,6	-8,6	-7,3	0,6	-5,5	-5,4	-5,3	-5,0	-5,2	-5,3	-5,2	-5,3
Intereses	-0,3	-2,0	-4,8	-6,2	-5,4	-4,7	-4,0	-3,5	-3,0	-1,7	-1,5	-1,3	-1,2	-1,0	-0,9	-0,7	-0,5
Capital y accionistas	7,1	38,5	-5,8	-5,4	-4,8	-4,7	-3,8	-2,3	-3,5	-0,8	-0,5	-0,3	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Cuenta restringida servicio deuda	0,0	-2,3	-8,0	1,4	1,3	1,1	1,1	0,7	0,9	0,1	0,2	0,3	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1
Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash flow disponible para dividendos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,8	-2,0	-8,5	-6,1	-6,6	-6,3	-6,0	-6,5	-6,7	-6,7	-6,6
VAN CFDD (Tasa descuento 7,5%). Valoración 75% 42,9M€			0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	1,3	5,1	3,4	3,4	3,1	2,7	2,7	2,6	2,4	2,2
Balance																	
Activo no corriente	16,5	99,6	135,3	130,6	126,0	121,3	116,7	112,0	107,4	102,7	98,0	93,4	88,7	84,1	79,4	74,8	70,1
Cuenta Restringida Servicio Deuda	0,0	2,3	10,2	8,8	7,5	6,4	5,3	4,6	3,7	3,7	3,5	3,2	3,3	3,2	3,1	3,1	3,0
Deudores comerciales	0,0	0,7	7,6	6,9	6,2	5,8	5,3	4,8	4,6	5,1	5,0	4,8	4,6	4,7	4,7	4,8	4,6
Tesorería	0,0	0,1	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Activo corriente	0,0	3,1	18,3	16,1	14,1	12,6	11,1	9,9	8,8	9,2	8,9	8,5	8,3	8,4	8,3	8,3	8,1
Total activo	16,5	102,7	153,5	146,8	140,1	133,9	127,7	121,9	116,2	111,9	107,0	101,9	97,0	92,5	87,7	83,1	78,2
Recursos propios	1,9	13,1	22,3	33,8	43,1	51,3	57,6	61,4	58,6	60,6	61,6	62,2	62,5	63,1	63,6	64,2	64,6
Deuda financiera	14,7	89,4	128,7	110,7	95,0	80,7	68,3	58,8	55,9	49,6	43,7	38,0	32,9	27,7	22,5	17,2	11,9
Impuestos diferidos	0,0	0,2	2,0	1,8	1,6	1,5	1,4	1,3	1,2	1,3	1,3	1,3	1,2	1,3	1,3	1,3	1,2
Pasivo no corriente	14,7	89,6	130,7	112,6	96,7	82,2	69,7	60,1	57,1	50,9	45,0	39,3	34,2	29,0	23,7	18,5	13,2
Acreeedores comerciales	0,0	0,0	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5
Pasivo corriente	0,0	0,0	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5
Total Pasivo y Recursos propios	16,5	102,7	153,5	146,8	140,1	133,9	127,7	121,9	116,2	111,9	107,0	101,9	97,0	92,5	87,7	83,1	78,2

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

																	Generación: Infinity Solar
2039e	2040e	2041e	2042e	2043e	2044e	2045e	2046e	2047e	2048e	2049e	2050e	2051e	2052e	2053e	2054e	2055e	(M€)
212	212	212	212	212	212	212	212	212	212	212	212	212	212	212	171	0	Capacidad instalada (MW)
384	382	380	379	377	375	374	372	371	369	367	366	364	362	351	157	0	Generación (MWh)
35	33	35	33	32	29	29	29	28	26	25	23	26	26	26	26	0	Precio venta (€/MWh)
																	Cuenta de resultados
19,3	18,6	19,7	19,1	18,5	17,1	17,2	17,4	17,0	16,4	16,0	14,9	17,0	17,2	16,9	7,6	0,0	Ventas
13,9	13,1	14,1	13,4	12,7	11,2	11,2	11,3	10,8	10,1	9,6	8,3	10,4	10,5	10,4	5,0	0,0	EBITDA
-4,6	-4,7	-4,6	-4,6	-4,5	-4,5	-4,5	-4,5	-4,5	-4,5	-4,5	-4,5	-4,5	-4,5	-4,4	-1,9	0,0	Amortización
9,2	8,5	9,5	8,8	8,2	6,7	6,7	6,7	6,3	5,5	5,1	3,8	5,9	5,9	6,1	3,2	0,0	EBIT
-0,3	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Financieros
8,9	8,3	9,5	8,8	8,2	6,7	6,7	6,7	6,3	5,5	5,1	3,8	5,9	5,9	6,1	3,2	0,0	BAI
-2,2	-2,1	-2,4	-2,2	-2,0	-1,7	-1,7	-1,7	-1,6	-1,4	-1,3	-1,0	-1,5	-1,5	-1,5	-0,8	0,0	Impuestos
6,7	6,2	7,1	6,6	6,1	5,0	5,0	5,1	4,7	4,2	3,8	2,9	4,4	4,5	4,5	2,4	0,0	Beneficio neto atribuible
																	Estado de flujo de caja
11,7	11,1	11,6	11,3	10,7	9,8	9,6	9,6	9,3	8,8	8,5	7,6	8,9	9,0	9,0	5,9	0,5	Cash flow de explotación
0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Inversión
-5,3	-4,4	-2,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Deuda financiera
-0,3	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Intereses
0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-4,0	-13,0	Capital y accionistas
0,2	1,1	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Cuenta restringida servicio deuda
0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Otros
-6,3	-7,6	-11,1	-11,3	-10,7	-9,8	-9,6	-9,6	-9,3	-8,8	-8,5	-6,1	-4,5	-4,4	-4,5	-4,0	-0,6	Cash flow disponible para dividendos
2,0	2,2	3,0	2,9	2,5	2,1	1,9	1,8	1,6	1,4	1,3	0,9	0,6	0,5	0,5	0,9	1,3	VAN CFDD (Tasa descuento 7,5%)
																	Balance
65,5	60,8	56,2	51,6	47,1	42,5	38,0	33,5	28,9	24,4	19,8	15,3	10,8	6,2	1,9	0,0	0,0	Activo no corriente
2,8	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Cuenta Restringida Servicio Deuda
4,6	4,5	4,7	4,6	4,5	4,2	4,2	4,2	4,2	4,1	3,9	3,7	3,8	3,8	3,6	0,7	0,0	Deudores comerciales
0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	1,9	6,3	10,8	15,3	13,2	0,0	Tesorería
7,8	6,7	5,2	5,1	5,0	4,7	4,7	4,7	4,6	4,5	4,4	5,6	10,0	14,6	19,0	13,9	0,0	Activo corriente
73,3	67,5	61,4	56,6	52,0	47,2	42,7	38,2	33,5	28,9	24,2	20,9	20,8	20,9	20,8	13,9	0,0	Total activo
65,0	63,6	59,6	54,9	50,3	45,6	41,0	36,5	31,9	27,3	22,6	19,4	19,2	19,3	19,3	13,6	0,0	Recursos propios
6,6	2,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Deuda financiera
1,2	1,2	1,3	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	0,2	0,0	Impuestos diferidos
7,8	3,4	1,3	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	0,2	0,0	Pasivo no corriente
0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,5	0,1	0,0	Acreedores comerciales
0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,5	0,1	0,0	Pasivo corriente
73,3	67,5	61,4	56,6	52,0	47,2	42,7	38,2	33,5	28,9	24,2	20,9	20,8	20,9	20,8	13,9	0,0	Total Pasivo y Recursos propios

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Generación actual: IM2 Solar Proyecto 25

(M€)	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	2036e
Capacidad instalada (MW)	–	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2
Generación (MWh)	–	13,2	13,2	13,1	13,1	13,0	13,0	13,0	12,9	12,9	12,8	12,8	12,8	12,7	12,7	12,6
Precio venta (€/MWh)	–	212,3	127,3	89,9	64,7	55,2	50,1	45,5	39,9	38,4	41,8	39,9	37,3	35,0	36,5	36,3
Cuenta de resultados																
Ventas	0,6	1,9	2,0	1,5	1,2	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8
EBITDA	0,4	1,7	1,7	1,2	1,0	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Amortización	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
EBIT	0,3	1,4	1,4	0,9	0,7	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,4	0,4
Financieros	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,0	-0,0	-0,0
BAI	0,1	1,2	1,2	0,8	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Impuestos	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,0	-0,0	-0,0	-0,0	-0,0	-0,0	-0,0	-0,0
Beneficio neto atribuible	0,1	0,9	0,9	0,6	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Estado de flujo de caja																
Cash flow de explotación	-1,9	-0,2	1,4	1,2	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6
Inversión	-0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda financiera	2,8	1,4	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
Intereses	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
Capital y accionistas	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cuenta restringida servicio deuda y Otros	-0,1	-0,3	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,5	0,5	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,6
Cash flow disponible para dividendos	0	-0,7	-0,9	-0,6	-0,4	-0,1	-0,7	-0,7	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,8
VAN CFDD (Tasa descuento 6,5%). Valoración: 4,6M€				0,0	0,0	0,1	0,6	0,5	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3
Balance																
Activo no corriente	7,3	7,0	6,7	6,4	6,1	5,8	5,4	5,1	4,8	4,5	4,2	3,9	3,6	3,3	3,0	2,7
Cuenta Restringida Servicio Deuda	0,03	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,0
Deudores comerciales	0,2	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Tesorería	0,6	1,3	2,2	2,8	3,2	3,4	2,9	2,4	2,2	1,9	1,6	1,3	1,0	0,7	0,4	0,1
Activo corriente	0,8	2,1	3,0	3,5	3,8	4,0	3,5	3,0	2,7	2,4	2,2	1,8	1,5	1,2	0,9	0,3
Total activo	8,1	9,1	9,7	9,9	9,9	9,8	8,9	8,1	7,6	7,0	6,4	5,8	5,2	4,5	3,9	3,0
Recursos propios	0,9	1,8	2,7	3,3	3,7	3,9	3,5	3,1	3,0	2,8	2,6	2,5	2,3	2,2	2,1	1,7
Deuda financiera	5,8	7,3	6,9	6,6	6,2	5,8	5,4	5,0	4,6	4,2	3,7	3,3	2,8	2,3	1,8	1,3
Impuestos diferidos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pasivo no corriente	5,8	7,3	6,9	6,6	6,2	5,8	5,4	5,0	4,6	4,2	3,7	3,3	2,8	2,3	1,8	1,3
Acreeedores comerciales	1,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pasivo corriente	1,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total Pasivo y Recursos propios	8,1	9,1	9,7	9,9	9,9	9,8	8,9	8,1	7,6	7,0	6,4	5,8	5,2	4,6	4,0	3,0

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Generación actual: IM2 Solar Proyecto 25

2037e	2038e	2039e	2040e	2041e	2042e	2043e	2044e	2045e	2046e	2047e	2048e	2049e	2050e	2051e	2052e	(M€)
8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	Capacidad instalada (MW)
12,6	12,6	12,5	12,5	11,0	11,0	11,0	10,9	10,9	10,9	10,8	10,8	10,8	10,7	10,6	10,6	Generación (MWh)
35,9	34,6	33,3	31,7	33,4	31,7	30,3	27,7	27,5	27,4	26,4	25,0	24,2	22,1	26,1	27,1	Precio venta (€/MWh)
Cuenta de resultados																
0,8	0,8	0,8	0,8	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,3	0,3	Ventas
0,7	0,6	0,6	0,6	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	EBITDA
-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Amortización
0,4	0,3	0,3	0,3	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	EBIT
0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Financieros
0,4	0,3	0,3	0,3	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	BAI
-0,0	-0,0	-0,0	-0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	-0,0	-0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Impuestos
0,3	0,3	0,3	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	Beneficio neto atribuible
Estado de flujo de caja																
0,6	0,6	0,6	0,6	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	Cash flow de explotación
0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Inversión
0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	Deuda financiera
0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Intereses
0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Capital y accionistas
0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,2	Cuenta restringida servicio deuda y Otros
-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	1,1	-0,2	-0,2	-0,3	-1,4	Cash flow disponible para dividendos
0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	VAN CFDD (Tasa descuento 6,5%)
Balance																
2,4	2,1	1,8	1,5	1,2	0,9	0,6	0,3	-0,0	-0,0	-0,0	-0,0	-0,0	-0,0	-0,0	i0,0	Activo no corriente
0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Cuenta Restringida Servicio Deuda
0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	Deudores comerciales
0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	Tesorería
0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	Activo corriente
2,7	2,4	2,1	1,8	1,4	1,0	0,7	0,4	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	Total activo
1,4	1,0	0,7	0,4	0,0	-0,3	-0,6	-0,9	-1,2	-1,2	-1,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	Recursos propios
1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Deuda financiera
0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Impuestos diferidos
1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Pasivo no corriente
0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Acreedores comerciales
0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Pasivo corriente
2,7	2,4	2,1	1,8	1,4	1,0	0,7	0,4	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	Total Pasivo y Recursos propios

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
09/09/2021	Comprar	7,60

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://docs.bankinter.com/file_source/broker/estaticos/documentos/fuentes-de-informacion.pdf

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://docs.bankinter.com/file_source/broker/estaticos/documentos/responsabilidad-legal.pdf

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 - Renovables, Farma & Salud
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos	Juan Tuesta - Construcción, Defensa & Tecnología
Aránzazu Bueno - Eléctricas	Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo
Jorge Pradilla - Logística & Ciberseguridad	Eduardo Cabero - Seguros & Medios de Pago
Pedro Ribeiro - Químicas & Papel	Carlos Pellicer - Alimentación & Distribución

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 Bankinter Roboadvisor