



ISSUER RATING  
LongTerm

OUTLOOK  
Stable

Initiation date 22/02/2017  
Rating Date 02/12/2025

## Contacts

**Lead analyst**  
Miguel Castillo Clavarana  
miguel.castillo@ethifinance.com

**Committee chair**  
Thomas Dilasser  
thomas.dilasser@ethifinance.com

## Rating Action y Rationale

- EthiFinance Ratings rebaja la calificación de Planta Solar Puertollano 6, S.A. a 'BBB' desde 'BBB+', cambiando la tendencia de 'Negativa' a 'Estable'.
- Planta Solar Puertollano 6, S.A.U. (en adelante, 'PSP6' o 'el proyecto') es una sociedad dedicada a la generación de energía eléctrica a través de la explotación de una planta solar fotovoltaica de 10,44 MW de capacidad instalada.
- La bajada en el rating se produce tras la actualización del Caso Base y aplicar nuestro ejercicio de sensibilidad bajo una visión de un peor rendimiento técnico observado, aspecto que igualmente ha supuesto una revisión a la baja del factor asociado a la complejidad técnica y la dificultad en la operación del proyecto.
- Por otro lado, el cambio en la tendencia responde a una visión esperada de mejora en el corto plazo en la generación de caja de PSP6 tras la publicación de los nuevos parámetros regulados, y que una vez sean aprobados (esperado en el 1T-2026) fijarán los ingresos principales del proyecto para el próximo periodo 2026-28. De igual forma, se espera que el reciente cambio en la normativa respecto a la no exclusión de las horas a precio cero del mercado en el cálculo de las horas de funcionamiento requeridas para el cobro de los ingresos regulados mejore la situación de los productores regulados.
- Bajo la metodología de Project Finance el rating se fundamenta en un bajo riesgo del ámbito de negocio (BBB+) y que, complementado con una estructura financiera para el repago de la deuda con un mínimo esperado en el Ratio de Cobertura del Servicio de la Deuda (RCSd) de 1,41x, determina un 'rating preliminar' de BBB. Si bien el modificador de 'riesgo regulatorio' se presenta como un limitador para el rating final (-1 escalón), este queda compensado por el modificador 'downside risk' que mide la sensibilidad de las proyecciones ante desviaciones negativas y razonables en la generación de caja (+ 1 escalón).

## Descripción del proyecto

Ubicada en la localidad española de Fuenmayor (La Rioja) la planta se encuentra en explotación desde el año 2008 bajo el régimen regulado.

El proyecto pertenece al grupo Solaria, cuya matriz es la sociedad Solaria Energía y Medioambiente, S.A., compañía especialista en el ámbito fotovoltaico y que cotiza sus acciones desde el año 2020 en el Ibex-35. PSP6 cuenta con una vida regulatoria de 30 años y que por tanto vence en 2038. Por su parte su deuda actual, refinanciada en febrero de 2017 mediante un bono emitido en el MARF (cupón fijo 3,75%), vence en diciembre de 2037. La financiación participa de las características habituales del Project Finance, aspecto que por tanto no supone una limitación al rating.

## Fundamentos

### Riesgos del ámbito operativo y mercado

- Bajo riesgo operativo dentro de un contexto de menor rendimiento sobre las previsiones que se encuentra bajo gestión.**

A cierre del 2024 se confirmó la situación negativa en el rendimiento del proyecto iniciado en el último trimestre del 2023. Así, el menor 'performance ratio' y una peor situación respecto a la irradiación solar ampliaron la desviación en la producción hasta el -26,3% YoY, siendo esta de un -27,1% sobre el presupuesto. Junto a los problemas que son ajenos al O&M, como son las restricciones técnicas del sistema, el operador del proyecto justificó esta situación principalmente por la antigüedad de los equipos, lo que derivó en mayores fallos recurrentes (principalmente en los inversores) y dificultó la obtención de piezas de repuesto. Además, la menor producción tuvo un doble efecto negativo por cuanto no solamente implicó menores ingresos por venta de energía sino que también contribuyó, junto a la mayor cantidad de horas a precio cero y negativo en el mercado, a una reducción de los ingresos regulados durante el 2025 (liquidaciones negativas), en tanto no se alcanzó el umbral mínimo exigido de horas equivalentes de funcionamiento.

Evolución operativa del proyecto								
Datos acumulados a la fecha	2021	2022	2023	2024	2024-23	3T-2024	3T-2025	3T25-3T24
Producción (MWh)	12.409	11.440	11.315	8.339	-26,3%	7.277	8.570	17,8%
Irradiación (KWh/m2)	1.666	1.644	1.666	1.542	-7,4%	1.322	1.328	0,4%
Performance Ratio (%)	72,8%	68,0%	65,0%	51,8%	-13,3pp	52,7%	63,0%	10,3pp
Disponibilidad (%)	99,1%	99,8%	99,7%	99,7%	0,0pp	99,6%	99,7%	0,1pp

Fuente (Solaria)

Bajo las medidas acometidas, incluyendo el incremento del mantenimiento preventivo y la búsqueda de proveedores alternativos de piezas de recambio, la evolución del 2025 al tercer trimestre ha sido positiva permitiendo una mejora

destacada del 'performance ratio' hasta un 63% (51,8% en 2024). Esto, junto a unas condiciones similares en términos de irradiación y disponibilidad, permitió a PSP6 generar una producción superior en un 17,8% al mismo periodo del año anterior, siendo esta mayor a todo lo generado durante el 2024. Por tanto, para 2025 estimamos una mejora de la producción y que aunque permitiría retomar nuevamente el cobro del total de los ingresos regulados, sería inferior a las estimaciones del Caso Base (P90).

De esta forma, y tras ya haber revisado nuevamente al alza el riesgo operativo, de forma general el proyecto cuenta con una buena valoración en términos de los riesgos relacionados con su complejidad tecnológica y de operación, todo ello favorecido por la experiencia del operador. Adicionalmente, la alineación del proyecto con los factores medioambientales y sociales, y que actúa como un modificador en el ámbito técnico, mejora nuestra visión del proyecto. La operación y mantenimiento (O&M) se apoya en un contrato de servicios con su propio accionista, Solaria Energía y Medioambiente, que cuenta con una suficiente experiencia en su actividad y aporta un alineamiento de intereses.

- **Nivel bajo en su riesgo de mercado, altamente condicionado por la regulación.**

PSP6 participa de las características de un proyecto altamente dependiente de la regulación, lo que incide de manera directa en la valoración de su riesgo de mercado y que, pese a una baja valoración en el racional económico del proyecto, le confiere de manera conjunta un bajo riesgo asociado. De esta forma, consideramos que el proyecto cuenta con una destacada defensa ante el riesgo de mercado, aspecto favorecido por la prioridad de despacho en la venta de energía y el mecanismo de ingresos que limita en gran medida la dependencia de los precios en el mercado eléctrico ('pool'). Los ingresos del proyecto dependen fundamentalmente de los parámetros regulados y que, de acuerdo con el mecanismo vigente desde 2013, son revisados periódicamente durante la vida regulatoria. Con esto se pretende que los ingresos regulados (en torno al 80%) complementen en todo momento los percibidos por la venta de energía al 'pool' para poder compensar tanto los costes de explotación del proyecto como cubrir la inversión total asignada a planta, así como una rentabilidad objetivo (denominada razonable) que igualmente se estableció revisable cada 6 años. Si bien en este momento la 'rentabilidad razonable' es fija hasta finales de 2032 (7,09%), el valor de esta hasta el vencimiento regulatorio (2038 en el caso de PSP6) no se conoce, siendo este un elemento clave en la determinación del riesgo de mercado.

En el ámbito regulatorio destacamos en primer lugar el reciente Real Decreto 917/2025 de 15 de octubre y que favorece a los productores regulados por cuanto modifica la norma (Real Decreto 413/2014) ajustando el cálculo de las horas equivalentes de funcionamiento requeridas para que computen tanto las no generadas por restricciones técnicas del sistema (los conocidos 'curtailments') como las que se generan en periodos o bloques de más de 6 horas a precios 'cero' en el mercado eléctrico. De igual forma, se introducen mejoras en casos de fuerza mayor, y se facilita la incorporación de la tecnología de baterías en el conjunto del sector.

En segundo lugar, señalamos que ya se ha publicado la propuesta de Orden por la que se actualizan los parámetros retributivos de las renovables para el siguiente periodo regulatorio que comienza en 2026. Así, sujeto a su aprobación final, se establece de forma general las estimaciones y valores (pool, coeficientes de apuntamiento y de corrección, etc.) para fijar los ingresos regulados de 2026-28. Bajo esta previsión se espera que PSP6 mejore los ingresos regulados de tal forma que se compense la desviación negativa del 'pool' en los últimos años frente a lo previsto en la regulación para el periodo 2023-25.

- **Riesgo bajo respecto al socio y una contraparte que no limita el rating.**

El proyecto pertenece al grupo Solaria, cuya matriz es la sociedad Solaria Energía y Medioambiente, S.A., compañía especialista y referente en el ámbito fotovoltaico y que cotiza sus acciones desde el año 2020 en el Ibex-35. El pasado 4 de abril de 2025, EthiFinance Ratings afirmó la calificación de Solaria Energía y Medioambiente, S.A. en 'BBB+', cambiando la tendencia de 'Estable' a 'Evolving'. De esta forma, tanto el riesgo derivado del socio como de las principales contrapartes, como son el proveedor del O&M y el Sistema Eléctrico español como pagador, no constituyen una limitación directa al rating del proyecto.

## Riesgos del ámbito financiero

- **Reducción de la generación de caja bajo el menor rendimiento de la planta y las condiciones del mercado.**

En el último periodo el proyecto continuó reduciendo su deuda conforme al calendario de vencimientos. Sin embargo, bajo el peor rendimiento técnico comentado, la continuidad en la tendencia negativa del mercado eléctrico (precios y apuntamiento), y los mayores gastos operativos incluyendo la recuperación del impuesto a la producción eléctrica, el Ratio de Cobertura del Servicio de la Deuda (RCSd) alcanzó un valor de 1,29x (1,59x en 2023). Si bien durante el primer semestre de 2025 tanto la producción como el 'pool' tomaron una tendencia nuevamente positiva, el impacto de las liquidaciones negativas en los ingresos regulados tras no haberse alcanzado el límite mínimo de horas equivalentes de funcionamiento en el año anterior redujo el RCSd hasta justo el límite del incumplimiento en la financiación (1,05x). A su favor, los cobros del seguro durante el primer semestre de 2025 mitigaron parcialmente la obtención de los menores ingresos regulados.

- **Capacidad favorable para el repago de la deuda.**

La deuda financiera de PSP6 se corresponde con un “Bono Proyecto” emitido en 2017 por un total de €45,1m y un plazo de 20 años. A junio de 2025 el capital pendiente era de €29,4m. La financiación se estructuró bajo las características habituales del Project Finance y un dimensionamiento de la deuda de 1,50x respecto al RCSD y una ‘rentabilidad razonable’ estimada del 6,5% desde 2020. No obstante, hay que señalar que el proyecto está obligado a mantener una reserva de fondos de al menos 12 meses del servicio de la deuda. Así, los €3,6m existentes en la caja a junio de 2025 cubren en este momento de forma amplia el vencimiento de corto plazo de la deuda financiera.

Bajo el último Caso Base actualizado la proyección continúa mostrando una positiva capacidad de repago en base al mecanismo de ingresos regulados y las expectativas en la producción bajo un escenario de P90 que la gestión del proyecto cuenta con cumplir. A la espera de una mejora en el rendimiento de la planta, nuestro ejercicio de sensibilidad contempla un rendimiento operativo más acorde a la situación actual, además de una bajada en la TIR regulatoria hasta el 4% en 2032, siendo el RCSD mínimo establecido en un valor de 1,41x. Este mínimo sigue manteniendo una favorable capacidad para afrontar desviaciones negativas en el comportamiento de los flujos de caja esperados, si bien motiva en este momento una bajada en el rating.

## Modificadores

- **Riesgo regulatorio.**

La dependencia del proyecto de la regulación para alcanzar los objetivos financieros necesarios y las características de la misma en este momento siguen implicando una reducción directa de un escalón en el rating como modificador al ‘rating preliminar’.

- **Sensibilidad del cash-flow.**

La capacidad de repago de la deuda bajo un escenario razonable de sensibilidad a la baja en los ingresos del Caso Base actúa como un modificador al alza de un escalón sobre el ‘rating preliminar’.

## Principales Magnitudes Financieras

Principales magnitudes financieras							
€ miles	2022	2023	2024	2024-23	1S-2024	1S-2025	1S 2025-1S 24
Cifra de negocio	7.274	5.858	4.578	-21,9%	2.076	1.793	-13,6%
EBITDA	6.550	5.173	3.521	-31,9%	1.630	1.440	-11,7%
Margen EBITDA	90,0%	88,3%	76,9%	-11,4pp	-	-	-
Resultado neto	1.874	1.181	51	-95,7%	-172	-208	-20,9%
Total balance	42.294	39.744	36.889	-7,2%	38.413	35.275	-8,2%
Patrimonio neto con deuda subordinada	8.183	7.352	6.240	-15,1%	6.673	5.597	-16,1%
% s/Balance	19,3%	18,5%	16,9%	-1,6pp	17,4%	15,9%	-1,5pp
Deuda financiera neta sin deuda subordinada	28.480	27.419	25.919	-5,5%	26.376	25.791	-2,2%
DFN ajustada / EBITDA	4,3x	5,3x	7,4x	2,06x	-	-	-
Efectivo y equivalentes	5.578	4.851	4.450	-8,3%	4.983	3.644	-26,9%
Flujo de caja generado (1)	6.637	4.851	4.020	-17,1%	2.300	1.595	-30,7%
Ratio de cobertura del servicio de la deuda (1)	2,10x	1,57x	1,29x	-0,28x	1,51x	1,05x	-0,46x

(1) Calculado a efectos de cumplimiento del covenant.

## Credit Rating

Factor	Rating
A - Riesgo operativo final (RO + Modificadores)	A-
B - Riesgo de mercado	BBB+
C- Factores extrafinancieros	BBB
D- Riesgo de socios	BBB+
<b>1) Perfil de riesgo operativo (A+ B +C +D)</b>	<b>BBB+</b>
<b>2) Perfil de riesgo financiero (RCSD)</b>	<b>1,41x</b>
<b>3) Rating ancla (intersección 1 +2)</b>	<b>BBB</b>
<b>Modificadores:</b>	
- Sensibilidad del Caso Base	+ 1 escalón
- Riesgo regulatorio	- 1 escalón
<b>4) Rating final (3 + modificadores)</b>	<b>BBB</b>

## Análisis Sensibilidad

- Factores positivos en el largo plazo (↑)

La visibilidad de una mejora sostenible en el rendimiento técnico de la planta y que, junto a la confirmación de la aprobación de los nuevos parámetros regulados en los términos previstos, permita una alineación con el Caso Base para situar al menos en un mínimo esperado de 1,65x el RCSD, se considera un escenario potencial para una mejora en el rating.

- Factores negativos en el largo plazo (↓)

La situación de un RCSD esperado en el Caso Base inferior a 1,40x que no pueda revertirse en el corto plazo y/o una valoración del ámbito operativo inferior al nivel actual de BBB+ serían indicativos para una potencial bajada del rating.

## Sources of information

The credit rating assigned in this report has been requested by the rated entity, which has also taken part in the process. It is based on private information as well as public information. The main sources of information are:

1. Annual Audit Reports.
2. Corporate Website.
3. Information published in the Official Bulletins.
4. Rating book provided by the Company.

The information was thoroughly reviewed to ensure that it is valid and consistent, and is considered satisfactory. Nevertheless, EthiFinance Ratings assumes no responsibility for the accuracy of the information and the conclusions drawn from it.

## Additional information

- The rating was carried out in accordance with Regulation (EC) N°1060/2009 of the European Parliament and the Council of 16 September 2009, on credit rating agencies. Principal methodology used in this research are :
  - Corporate Rating Methodology - Project finance :  
[https://files.qivalio.net/documents/methodologies/CRA\\_128\\_V2.Project\\_Finance\\_Methodology.pdf](https://files.qivalio.net/documents/methodologies/CRA_128_V2.Project_Finance_Methodology.pdf)
- The rating scale used in this report is available at <https://www.ethifinance.com/en/ratings/ratingScale>.
- EthiFinance Ratings publishes data on the historical default rates of the rating categories, which are located in the central statistics repository CEREP, of the European Securities and Markets Authority (ESMA).
- In accordance with Article 6 (2), in conjunction with Annex I, section B (4) of the Regulation (EC) No 1060/2009 of the European Parliament and of the Council of 16 September 2009, it is reported that during the last 12 months EthiFinance Ratings has not provided ancillary services to the rated entity or its related third parties.
- The issued credit rating has been notified to the rated entity, and has not been modified since.

### Conditions of Use for this document and its content:

For all types of Ratings that ETHIFINANCE RATINGS, S.L. (the "AGENCY") issues, the User may not, either by themselves or via third parties, transfer, sublease, sublicense, sell, extract, reuse, or dispose of in any other way the content of this Document to a third party, either for free or for consideration.

For the purpose of these Conditions of Use, any client who might have subscribed for a product and/or a service that allows him to be provided with the content of this Document as well as any privileged person who might access the content of this Document via [www.ethifinance.com](http://www.ethifinance.com) shall be considered as a User.

Nor may they alter, transform or distort the information provided in any way. In addition, the User will also not be permitted to copy and/or duplicate the information, nor create files which contain the information of the Document, either in its entirety or partially. The Document and its source code, regardless of the type, will be considered as the elaboration, creation, or work of the AGENCY and subject to the protection of intellectual property right regulation. For those uses of this Document which are permitted, the User is obliged to not allow the removal of the copyright of the AGENCY, the date of the Document's issuance, the business name as established by the AGENCY, as well as the logo, brands and any other distinctive symbol which is representative of the AGENCY and its rights over the Document. The User agrees to the conditions of Use of this Document and is subject to these provisions since the first time they are provided with this Document no matter how they are provided with the document. The Document and its content may not be used for any illicit purpose or any purpose other than those authorised by the AGENCY. The User will inform the AGENCY about any unauthorised use of the Document and/or its content that may become apparent. The User will be answerable to the AGENCY for itself and its employees and/or any other third party which has been given or has had access to the Document and/or its content in the case of damages which arise from the breach of obligations which the User declared to have read, accepted and understood upon receiving the Document, without prejudice to any other legal actions that the AGENCY may exercise in defence of its lawful rights and interests. The Document is provided on the acceptance that the AGENCY is not responsible for the interpretation that the User may make of the information contained. Credit analyses included in the Document, as well as the ratings and statements, are to be deemed as opinions valid on the date of issuance of the reports and not as statements of fact or recommendations to purchase, hold or sell any securities or to make any investment decision. The credit ratings and credit rating prospects issued by the AGENCY are consider to be its own opinion, so it is recommended that the User take it as a limited basis for any purpose that it intends to use the information for. The analyses do not address the suitability of any value. The AGENCY does not act as a fiduciary or an investment advisor, so the content of the Document should not be used as a substitute for knowledge, criteria, judgement or experience of the User, its Management, employees, advisors and/or clients in order to make investment decisions. The AGENCY will devote every effort to ensure that the information delivered is both accurate and reliable. Nonetheless, as the information is elaborated based on data supplied by sources which may be beyond the control of the AGENCY, and whose verification and comparison is not always possible, the AGENCY, its subsidiaries, and its directors, shareholders, employees, analysts and agents will not bare any responsibility whatsoever (including, without any limitations, loss of revenue or income and opportunity costs, loss of business or reputational damage or any other costs) for any inaccuracies, mistakes, noncorresponding information, incompleteness or omission of data and information used in the elaboration of the Document or in relation to any use of its content even should it have been warned of potential

damages. The AGENCY does not make audits nor assume the obligation of verifying independent sources of information upon which the ratings are elaborated. Information on natural persons that may appear in this document is solely and exclusively relevant to their business or business activities without reference to the sphere of their private life and should thus be considered. We would like to inform that the personal data that may appear in this document is treated in accordance with Regulation (EU) 679/2016, on the protection of natural persons with regard to the processing of personal data and the free movement of such data and other applicable legislation. Those interested parties who wish to exercise the rights that assist them can find more information in the link: <https://www.ethifinance.com/> in the Privacy Policy page or contact our Data Protection Officer in the mail [dpo@ethifinance.com](mailto:dpo@ethifinance.com). Therefore the User agrees that information provided by the AGENCY may be another element to consider when making business decisions, but decisions will not be made based solely on it; that being the case the AGENCY will not be held responsible for the lack of suitability. In addition, the use of the information before courts and/or tribunals, public administrations, or any other public body or private third party for any reason shall be solely the User's responsibility and the AGENCY shall not be held responsible for any liabilities on the grounds of inappropriateness of the information's contents. Copyright © 2023 ETHIFINANCE RATINGS, S.L. All Rights Reserved. C/ Benjamín Franklin S/N, Edificio Camt, 1º Izquierda, 18100, Granada, España C/ Velázquez nº18, 3º derecha, 28001 - Madrid