



ISSUER RATING
Long term

OUTLOOK
Evolving

Initiation date 26/03/2019
Rating Date 04/04/2025

Contacts

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

Committee chair
Thomas Dilasser
thomas.dilasser@ethifinance.com

Rating Action y Rationale

- EthiFinance Ratings afirma la calificación de Solaria Energía y Medioambiente, S.A en 'BBB+', cambiando la tendencia a 'Evolving'.
- La tendencia 'Evolving' refleja la incertidumbre sobre la evolución del rating en el corto plazo, como consecuencia de los importantes hitos que la compañía está gestionando, y cuya materialización o no podría tener un potencial impacto significativo en el rating. En este sentido, se espera que la evolución en el corto plazo permita mejorar los resultados y con ello los ratios de apalancamiento y cobertura al menos en niveles que contribuyan a sostener la actual calificación (DFN/EBITDA < 4,9 y EBITDA/Intereses > 5,3x). Desde EthiFinance Ratings iremos monitorizando la publicación de resultados trimestrales del grupo para analizar la evolución en la consecución de estos objetivos.
- Solaria Energía y Medioambiente, S.A y sus sociedades dependientes (en adelante Solaria) se posiciona como un productor de energía independiente (IPP por sus siglas en inglés) en el ámbito de las tecnologías renovables. En este momento su capacidad en operación y construcción es de 3,1 GW.
- El rating se mantiene favorecido por un excelente perfil de negocio, y que se ve reforzado tanto por una positiva calificación del sector *utility* al que pertenece (elevadas rentabilidades, controlada volatilidad, altas barreras de entrada y favorables perspectivas de crecimiento), así como por las ventajas competitivas y el ámbito de la gestión del grupo. Igualmente, la valoración de un buen perfil financiero contribuye a la calificación, donde destacamos un nivel de endeudamiento satisfactorio bajo nuestro promedio ajustado en base a la situación actual y las previsiones (DFN/EBITDA < 5x; EBITDA/Intereses > 5x, y FFO/DFN ~15%).
- Como factores limitantes del rating seguimos manteniendo la situación respecto a la escala competitiva y a la diversificación de la compañía, así como la capitalización del grupo (PN/DF promedio ajustado ~ 60%).
- Cabe señalar que para evaluar el perfil financiero de la compañía se ha aplicado un mix a nivel de métricas según aportación al negocio de las dos tipologías de venta de energía principales. La tabla de 'standard cyclicity' para los proyectos a 'merchant' y la tabla 'infrastructure' para los proyectos que se benefician de tarifas reguladas y/o contratos a largo plazo (PPAs) que protegen frente a la competencia y limitan la volatilidad de los flujos de caja.
- En línea con nuestra metodología, el sector de 'utilities' ajustado al ámbito de las renovables se encuentra adecuadamente alineado con los factores ESG (heatmap score 1-1,9), lo que supone una mejora de tres escalones del análisis sectorial. De forma adicional, la política de ESG de la compañía se considera favorable (score 0-1), resultando suficiente para un impacto positivo de un escalón en el ámbito financiero.

Descripción de la Compañía

La compañía es un referente en el desarrollo y generación de energía solar fotovoltaica en España, mercado donde cotiza en la Bolsa y ocupa un puesto dentro del IBEX-35 desde 2020. Su capitalización en este momento es de €889,6m (cierre 26/03/2025).

Durante 2024 los resultados no pudieron continuar creciendo en un contexto de menor precio de la energía, alcanzando una facturación de €176,9m (-7,5%) y un EBITDA de €172,3m (Margen EBITDA del 97,4%). Con estos resultados el ratio DFN/EBITDA se incrementó hasta un 6,3x (4,9x en 2023).

Fundamentos

Perfil de Negocio

Análisis del Sector

- Sector con positivos fundamentos.**

Bajo nuestra metodología la calificación sectorial de Solaria se alcanza desde su condición de compañía de tipo 'utility' que se ajusta en base a las características propias de un productor de energía 100% renovable. De forma conjunta se reconocen unos sólidos fundamentos en el conjunto de factores. La estabilidad asociada a unos resultados con una elevada rentabilidad (Margen EBIT sectorial > 20%) y unas perspectivas muy favorables en la demanda del sector son elementos que impulsan la calificación. Asimismo, se valora la existencia de unas barreras de entrada significativas al sector (necesidades de capital y experiencia) en este momento de avance en su madurez.

- Ajuste positivo por ESG a nivel sectorial.**

El sector de las energías renovables está bien alineado con los factores ESG con una calificación en el sector 'heatmap' entre 1 y 2, permitiendo mejorar en una categoría (tres escalones) la valoración del riesgo de la industria. Este sector contribuye a la reducción de la contaminación y a la protección de la biodiversidad como sustituto de las fuentes de energía tradicionales altamente contaminantes, si bien durante la construcción relacionada se utilizan recursos significativos y se emiten gases de efecto invernadero. El impacto sobre los consumidores y las comunidades

es positivo, ya que esta energía limpia favorece la salud y el desarrollo económico. El impacto en los proveedores es medio, ya que proveedores con plantas fabriles en China tienen una participación significativa en la cadena de suministros y pueden existir problemas de ESG.

Posicionamiento Competitivo

- **Destacadas ventajas en su desempeño competitivo.**

Solaria cuenta con más de 20 años como especialista en solar fotovoltaica donde actualmente está entre las compañías de referencia en España con sus 1,6 GW en fase de operación y los 1,5 GW que se encuentran en construcción y casi en su totalidad financiados. Los objetivos de crecimiento fijan alcanzar una capacidad en operación de 3,1 GW y 6,1 GW en 2025 y 2026 respectivamente, siendo el último 'pipeline' declarado en situación de desarrollo y construcción de 18,1 GW.

En su trayectoria ha pasado por toda la cadena de valor del sector, incluyendo la fabricación de células y módulos fotovoltaicos, siendo desde 2018 su estrategia dirigida a las actividades del desarrollo, financiación, construcción, gestión y operación de plantas propias. La participación de forma ampliamente integrada en las actividades, incluyendo parte de la construcción integral con el diseño de las plantas y la compra de equipos, así como su división de infraestructuras, y un enfoque hacia grandes plantas, les permite poner en operación los proyectos a costes considerados muy competitivos. La actividad de compra y gestión de terrenos (filial Generia) igualmente complementa su estrategia competitiva. Este negocio ha tomado impulso tras el anuncio de un acuerdo para la incorporación de un socio que ampliará capital por hasta el 50% que permite una valoración 'pre-money' del negocio de €125m.

De igual forma, el último año ha sido de avance en el nuevo negocio asociado al desarrollo de Centros de Datos, actividad en la que encuentra positivas sinergias y que refuerza su posicionamiento competitivo.

- **Concentración de actividad y una escala competitiva que siguen condicionando el posicionamiento.**

La diversificación de la actividad y la escala o tamaño del grupo son elementos que cuentan con amplia capacidad de mejora. Así, una facturación que se mantuvo inferior a los €200m en 2024 sitúa la escala del grupo en términos ajustados a pesar de considerarse las previsiones de crecimiento y un ámbito competitivo de carácter 'local'. Adicionalmente señalamos que España continuó concentrando ampliamente la generación de las ventas con un 81% sobre el total (88% en 2023).

En el último periodo la compañía continuó avanzando en el desarrollo de su 'pipeline' fuera de España y que, junto a los mercados de Portugal, Italia y Alemania, suma en este momento a Reino Unido como mercados estratégicos. La continuidad en una mejor valoración en el ámbito de la diversificación se mantiene en este momento a la espera de que la compañía alcance unos mayores objetivos en generación de ingresos vía nuevos mercados y tecnologías.

Estructura Accionarial y Gobernanza

- **Compañía cotizada con continuidad en la toma de decisiones.**

El grupo familiar y fundador de Solaria, DTL Corporación, se mantiene al frente del accionariado con un 34,9%, y cuenta con una representación del 50% en el Consejo de Administración. Con los últimos datos, la estructura del accionariado se completa con un grupo amplio de accionistas de perfil inversor sin presencia en el Consejo (19,4%) y un 'free float' del 45,7%.

Desde 2018 la compañía no ha ampliado capital, siendo el crecimiento principalmente financiado con los propios recursos generados y la deuda de tipo Project Finance.

- **Positivos fundamentos en la gestión.**

En 2018 la compañía amplió capital (€96,7m) como hito destacado dentro del proceso ya iniciado de saneamiento financiero, y que incluyó entre otras medidas el cese de la actividad industrial y la venta o refinanciación de proyectos. Con esto, se logró la reducción de la deuda y relanzar el proyecto sobre una base de 75 MW en operación y 2,3 GW en el 'pipeline'.

De esta forma, se valora de forma positiva el crecimiento alcanzado que la compañía se mantenga entre las referentes nacionales del sector de la producción de energía renovable, con una base estratégica claramente definida y sostenida por sus ventajas competitivas. Si bien el avance en los objetivos de implantación de nueva capacidad continuó demorándose, y los menores resultados del último ejercicio suponen de forma coyuntural incrementar el nivel del endeudamiento, se espera que el avance en el corto plazo suponga una mejora en este sentido.

- **Positiva política de ESG de la compañía.**

El desempeño en 'ESG', medido a través del análisis de nuestros factores para este ámbito, permite con los últimos datos del 2024 una situación favorable (puntuación entre 0 y 1) para un impacto positivo de hasta un escalón en el score financiero del rating. Para esta buena situación destacamos el avance en los factores sociales y la mejor

situación del ámbito de la 'Gobernanza' donde, la diversificación tanto de la propiedad como del Consejo, así como la transparencia en las políticas (código de conducta y política de corrupción) y el análisis interno de las cuestiones ESG favorece la situación. Estas mejoras han permitido compensar una menor valoración respecto a los factores medioambientales.

Perfil Financiero

Ventas y Rentabilidad

- Continuidad en una positiva rentabilidad operativa lastrada por los menores ingresos del último ejercicio.

En el último ejercicio Solaria mantuvo la capacidad para generar beneficio en su actividad, donde continuó destacando por su elevada rentabilidad. El resultado neto redujo su cifra hasta los €88,6m (-17,6%) a consecuencia de unos menores ingresos y la continuidad de unos mayores gastos financieros. Así, el EBITDA se redujo hasta los €172,3m (-13,8% YoY) dentro de un ejercicio condicionado principalmente por la continuidad en un menor precio del 'pool'. Pese a esto, la rentabilidad en las operaciones se mantuvo en términos muy favorables (margen EBITDA 97,4%).

Endeudamiento y Cobertura

- Nivel de endeudamiento favorable con el apoyo de una estructura con el foco en el largo plazo.

La alta rentabilidad es consecuente con la actividad de venta de energía y sus necesidades de financiación, aspecto que en el último ejercicio ha incrementado de forma general el nivel del endeudamiento. Así, en 2024 la cobertura de los gastos financieros con el EBITDA generado se redujo hasta 4,5x (5,8x en 2023), situación que aún se considera satisfactoria en el contexto de la actividad realizada por Solaria.

De igual forma, el incremento de la deuda financiera neta situó el ratio sobre el EBITDA en 6,5x (4,9x en 2023), nivel que igualmente se presenta adecuado para la estabilidad asociada al negocio de la compañía. La estructura financiera sigue favorecida por la alta concentración de los vencimientos de la deuda en el largo plazo como reflejo del protagonismo del Project Finance.

En el medio plazo se espera que la mejora de los resultados y el refuerzo de la liquidez permitan normalizar el nivel de deuda bajo un promedio ponderado considerado como bueno (DFN/EBITDA: < 5,5x; EBITDA/intereses: > 5x).

Análisis de Flujo de Caja

- Continuidad en un 'Cash-flow libre' negativo derivado de la inversión.

En 2024 la posición de caja alcanzó la cifra de €54,3m tras generarse un saldo neto negativo de -€23m. De esta forma, la compañía continuó consumiendo su posición de caja a la espera de la mejora de los ingresos conforme a la conexión de más proyectos y la captación de nuevos fondos para la inversión en curso.

A su favor, en el último año Solaria continuó generando una destacada caja en las operaciones. Así, con un FFO de €135,8m (-13% YoY) el ratio sobre la deuda financiera neta se situó en un 12,1% (15,9% en 2023). La obtención de un Flujo de Caja Libre negativo continuó caracterizando la generación de fondos, aspecto que sin embargo mejoró gracias a un mejor comportamiento del 'capital circulante' y la menor inversión. Esta situación se ha sostenido adecuadamente por la captación de deuda, aunque no de forma suficiente para mantener el nivel de la caja.

Capitalización

- Capitalización en un nivel medio tras tendencia creciente.

En el último ejercicio la capitalización de Solaria continuó mejorando gracias al resultado neto y al impulso adicional que siguieron aportando la valoración de los instrumentos de cobertura. Así, los €617,8m del Patrimonio Neto permitieron mejorar el ratio respecto a la deuda financiera hasta el 53,8% (49,4% en 2023), aspecto que mantiene en un nivel medio la situación de la capitalización.

Bajo las previsiones actuales nuestro promedio ajustado estima que la capitalización se mantenga en torno al 60%, situación que sin embargo aún no supone una mejora destacada en este ámbito del perfil financiero.

Liquidez

- Buena situación de liquidez que se mantiene dependiente del alcance de la inversión.

Bajo nuestra visión la liquidez de Solaria se valora como buena, aspecto que se sustenta tanto en la situación satisfactoria para acceder al mercado de deuda como en su capacidad para atender sus compromisos financieros y de inversión esperados en el medio plazo con la generación de caja estimada.

Modificadores

Controversias

- No presenta

Riesgo País

- No presenta

Principales Magnitudes Financieras

Principales magnitudes. En miles EUR.						
	FY23	FY24	FY25e	FY26e	FY27e	24vs23
Facturación	191.322	176.906	267.000	339.100	405.200	-7,5%
EBITDA	199.877	172.326	250.000	318.754	380.888	-13,8%
Margen EBITDA	104,5%	97,4%	93,6%	94,0%	94,0%	-7,1pp
EBIT	168.401	157.614	197.731	256.381	306.407	-6,4%
Margen EBIT	88,0%	89,1%	74,1%	75,6%	75,6%	1,1pp
EBT	135.671	120.143	149.970	201.164	243.535	-11,4%
Total Activo	1.648.922	1.968.642	2.275.231	2.687.946	3.087.391	19,4%
Patrimonio Neto (PN)	524.118	617.836	730.314	881.187	1.063.838	17,9%
Deuda Financiera Total (DFT)	1.060.051	1.147.432	1.317.546	1.539.882	1.720.456	8,2%
Deuda Financiera Neta (DFN)	982.757	1.093.083	1.258.369	1.471.172	1.615.623	11,2%
PN/DFT	49,4%	53,8%	55,4%	57,2%	61,8%	4,4pp
DFN/EBITDA	4,9x	6,3x	5,0x	4,6x	4,2x	1,4x
Funds From Operations (FFO)	156.161	135.886	164.747	213.246	257.132	-13,0%
FFO/DFN	15,9%	12,4%	13,1%	14,5%	15,9%	-3,5pp
EBITDA/Intereses	5,8x	4,5x	5,2x	5,8x	6,1x	-1,3x

Credit Rating

Credit Rating	
Perfil Negocio	A-
Análisis Sectorial	AA
Ajuste ESG	Positivo
Posicionamiento Competitivo	BB+
Gobierno corporativo	BBB+
Perfil Financiero	BBB-
Cash flow y endeudamiento	BBB-
Solvencia	BB-
ESG Compañía	Positivo
Anchor Rating	BBB+
Modificadores	n.a
Rating	BBB+

Análisis Sensibilidad

- Factores positivos en el largo plazo (↑)

No se espera una mejora en la calificación en el corto y medio plazo.

- Factores negativos en el largo plazo (↓)

Por el contrario, la falta de un adecuado avance en los objetivos estratégicos, y que adicionalmente pueda suponer una peor situación en el endeudamiento promedio esperado ($DFN/EBITDA > 4,7x$; $EBITDA/intereses < 5,3x$; $FFO/DFN < 15\%$), se plantea como un escenario para una potencial bajada del rating. De igual forma, la imposibilidad de continuar con la actual estrategia en la contratación de precios (PPA/regulado) por un mínimo del 70% sería bajo la situación actual un factor para una rebaja en la calificación.

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 - General : <https://www.ethifinance.com/download/corporate-rating-methodology-general/?wpdmdl=35203>
- 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 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. 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