

ISSUER RATING  
Long termOUTLOOK  
NegativeInitiation date 14/12/2017  
Rating Date 05/12/2024

## 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 Casiopea, S.A.U. en 'BBB+', cambiando la tendencia de 'Estable' a 'Negativa'.
- El cambio en la tendencia corresponde a la continuidad en una situación de menor rendimiento en el proyecto tanto en el ejercicio 2023 como especialmente en el avance del 2024 al mes de septiembre. La falta aún de mayor visibilidad en las medidas en curso que se están implementando para mejorar esta situación fundamentan la acción de rating.
- Para esta revisión la gestión ha facilitado una estimación del Ratio de Cobertura del Servicio de la Deuda (RCSD) esperado para 2024, siendo este de 1,38x.
- Bajo la metodología de Project Finance el rating se ve favorecido por un bajo riesgo del ámbito operativo (A-) 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 1,34x, 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

Solaria Casiopea, S.A.U. (en adelante Casiopea, o el 'proyecto') es una sociedad creada al objeto de la producción y venta de energía a través de tres plantas solares fotovoltaicas situadas en España. Las plantas alcanzan de forma conjunta una potencia nominal de 2,42 MW, encontrándose todas ellas en fase de explotación bajo el régimen regulado.

## Fundamentos

### Riesgos del ámbito operativo y mercado

- Bajo riesgo operativo dentro de un contexto de evolución negativa que requiere de gestión en este momento.**

En el último periodo la producción continuó bajo una tendencia negativa en un contexto de menor 'performance ratio'. Esta situación se ha mostrado especialmente negativa durante el primer semestre de 2024, donde la mayor desviación en el 'performance ratio' y la menor irradiación solar contribuyeron a una caída en el conjunto de las tres plantas del 14,2% en la producción respecto al mismo periodo del año anterior. Aparte de los problemas que son ajenos al operador, la gestión del proyecto justifica esta situación principalmente por la antigüedad de los equipos, lo que ha derivado en mayores fallos recurrentes y dificultado la obtención de piezas de repuesto. Esta situación, que ha afectado en mayor medida a dos de las plantas, se está gestionando tanto a través del cobro de las compensaciones del seguro como con la toma de medidas en el O&M y que se resumen en: la renovación de componentes, el incremento del mantenimiento preventivo, y la búsqueda de proveedores alternativos de piezas de recambio.

De esta forma, y a pesar de nuestra revisión al alza del 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.**

Casiopea 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 (7,398%), el valor de esta hasta el vencimiento regulatorio (2038 en el caso de Casiopea) no se conoce, siendo este un elemento clave en la determinación del riesgo de mercado.

- **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. Solaria cuenta con un rating de BBB+ por EthiFinance Ratings. El pasado 4 de abril de 2024, EthiFinance Ratings afirmó la calificación de Solaria Energía y Medioambiente, S.A en "BBB+", manteniendo la tendencia en Estable.

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

- **Resultado positivo en un contexto de menores ingresos.**

En el último periodo el proyecto continuó reduciendo su deuda conforme a su calendario de amortización. De acuerdo con lo esperado la generación de caja se redujo en un contexto de menores ingresos regulados tras la revisión de los parámetros retributivos para el actual semiperiodo 2023-25, así como por la destacada caída en el 'pool' desde el máximo histórico del 2022. Adicionalmente, la menor producción alcanzada no ha permitido sostener los extraordinarios ingresos de años anteriores. De esta forma, el RCSD certificado de 2023 y junio 2024 alcanzó unos valores de 1,52x y 1,33x respectivamente (2,25x en 2022), niveles que a pesar de la bajada siguen siendo positivos.

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

La deuda financiera de Casiopea se corresponde con un "Bono Proyecto" emitido en 2017 por un total de €9,2m y un plazo de 23 años. A junio de 2024 el capital pendiente era de €6,6m. 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.

Para el corto plazo, la gestión espera que el RCSD de 2024 alcance un valor de 1,38x bajo el presupuesto de caja realizado con datos reales de octubre. De esta forma, a pesar del menor rendimiento de la planta, la capacidad de repago de la deuda se mantiene en términos favorables.

Bajo el último Caso Base disponible y generado tras la última revisión de ingresos regulados para el periodo 2023-25 la proyección continúa mostrando una positiva capacidad de repago. A la espera de tener mayor visibilidad en las soluciones para recuperar el rendimiento operativo esperado para el proyecto, mantenemos nuestro ejercicio de sensibilidad sobre el Caso Base para una visión más conservadora de la capacidad de repago. Esto contempla que bajo un rendimiento técnico de P90, un 'pool' de 40 €/MWh desde 2024 y una bajada en la TIR regulatoria hasta el 3,5% en 2032, el RCSD mínimo sea de 1,34x. Este mínimo sigue manteniendo una adecuada capacidad para afrontar desviaciones negativas en el comportamiento de los flujos de caja esperados.

### Modificadores

- **Riesgo regulatorio.**

La dependencia del proyecto de la regulación para alcanzar los objetivos financieros necesario y la inestabilidad reciente de la misma en este momento suponen 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 de €.							
	2021	2022	2023	2023-22	1H 2023	1H 2024	15 2024-15 23
Ingresos	1.556	1.635	1.144	-30,0%	574	551	-4,0%
EBITDA	1.303	1.418	1.002	-29,3%	503	450	-10,5%
Margen EBITDA	83,7%	86,7%	87,6%	0,9pp	87,6%	81,7%	-6,0pp
Resultado Neto	314	409	178	-56,5%	88	38	-56,8%
Total Balance	17.615	17.594	7.790	-55,7%	7.940	7.617	-4,1%
Patrimonio Neto con deuda subordinada	9.332	9.675	1.875	-80,6%	204	836	309,8%
% s/Balance	53,0%	55,0%	24,1%	-30,9pp	2,6%	11,0%	8,4pp
DFN ajustada (sin deuda subordinada)	6.645	6.192	8.288	33,9%	5.014	4.101	-18,2%
s/EBITDA	5,1x	4,4x	8,3x	3,90x	-	-	-
Efectivo y equivalentes	972	1.072	836	-22,0%	710	798	12,4%
Flujo de Caja Generado (1)	1.216	1.533	1.032	-32,7%	446	449	0,7%
Ratio de Cobertura del Servicio de la Deuda (1)	1,79x	2,25x	1,52x	-0,73x	1,32x	1,33x	0,35x

(1) Cálculo para cumplimiento de covenants.

## Credit Rating

Credit Rating	
A - Riesgo operativo final (RO + Modificadores)	A
B - Riesgo de mercado	BBB+
C - Factores extra financieros	BBB
D - Riesgo de socios	BBB+
<b>1) Perfil de riesgo operativo (A+ B +C +D)</b>	<b>A-</b>
<b>2) Perfil de riesgo financiero (RCSD)</b>	<b>1,34x</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 (↑)

En este momento una mejora del rating no se contempla.

- Factores negativos en el largo plazo (↓)

Visibilidad de un RCSD esperado en el Caso Base igual o inferior a 1,31x.

Bajo el mismo perfil financiero, una valoración del ámbito operativo inferior al nivel actual de A- tendría un impacto directo para un menor rating. Esto podría darse si no se observa en el corto plazo una mejora en el rendimiento de la planta.

## 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