

ISSUER RATING
Long termOUTLOOK
StableInitiation date 26/03/2019
Rating date 04/04/2024

Contacts

Lead analyst

Miguel Castillo Clavarana
miguel.castillo@ethifinance.com

Committee chair

Guillermo Cruz Martinez
guillermo.cruz@ethifinance.com

Rating Action y Rationale

- EthiFinance Ratings afirma la calificación de Solaria Energía y Medioambiente, S.A en “BBB+”, manteniendo la tendencia en Estable.
- El rating se mantiene favorecido por el perfil de negocio satisfactorio, y que se ve impulsado tanto por una positiva calificación del sector, como de las ventajas competitivas y el ámbito de la gestión del grupo. Igualmente, la valoración de un perfil financiero satisfactorio contribuye a la mejora de la calificación, donde destacamos el positivo nivel de endeudamiento bajo nuestro promedio ajustado (DFN/EBITDA < 4,5x; EBITDA/Intereses > 5x, y FFO/DFN ~18%) en base a la situación actual y las previsiones.
- Como factores limitantes del rating, y pese a la mejora realizada en esta revisión, 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 ~ 50%).
- Señalamos que para la evaluación de los ratios financieros se han utilizado diferentes tablas de volatilidad como son la de ‘infraestructuras’ para la actividad de venta de energía sujeta a precios contratados o regulados, y la ‘estándar’ para el resto de negocio asociado principalmente a la venta de energía al mercado (merchant).
- Bajo nuestra metodología la calificación sectorial de Solaria se alcanza desde su condición de compañía del tipo ‘utility’ que se ajusta en base a las características propias de un productor de energía 100% renovable. Para este sector se determina que se encuentra adecuadamente alineado con los factores ESG (heatmap score entre 1 y 1,9), lo que supone una mejora de tres escalones en la calificación sectorial. Asimismo, la política de ESG de la compañía se considera favorable (puntuación 81/100), que resulta suficiente para un impacto positivo de un escalón en el ámbito financiero.

Descripción de la Compañía

Solaria actúa desde 2002 como especialista en tecnología solar fotovoltaica, donde se posiciona como un productor independiente de energía (IPP por sus siglas en inglés). La compañía cotiza en la Bolsa española, donde se sitúa en el IBEX-35 con una capitalización en este momento de €1.245m (25/03/2023).

Durante 2023 los resultados continuaron creciendo de acuerdo con la mayor capacidad operativa, permitiendo alcanzar unas ventas totales de €191,3m (+37,4%) y un EBITDA de €198,8m (Margen EBITDA del 104,5%) que permite cubrir adecuadamente su creciente carga financiera y controlar el endeudamiento. El ratio DFN/EBITDA se mantuvo en la línea del año pasado con un valor de 4,9x, manteniendo una capacidad favorable en la generación de caja en las operaciones para seguir apoyando la inversión en nuevos proyectos.

Fundamentos

Perfil de Negocio

Análisis del Sector

- Sector ‘utility’ con favorables fundamentos y positivas perspectivas de crecimiento.

Bajo nuestra metodología la calificación sectorial de Solaria se alcanza desde su condición de compañía del tipo ‘utility’, la cual se ajusta en base a las características propias de un productor de energía 100% renovable.

De forma general, en la valoración del ámbito sectorial se reconocen unos positivos fundamentos para el conjunto de factores que sitúan la valoración de la industria en una destacada calificación (A). El alto nivel de rentabilidad del ámbito ‘IPP’ respecto del sector ‘utility’ (EBIT sectorial: 12,5%) y unas perspectivas muy favorables de crecimiento de la demanda de energía solar son elementos que impulsan en mayor medida la calificación, siendo en este momento valorado como hándicap el fuerte alza de los tipos de interés. Asimismo, la estabilidad asociada a sus resultados, sujetos en muchas ocasiones a contratos ‘PPA’ o a ingresos regulados, se complementa con nuestra valoración de unas destacadas barreras de entrada en este momento de avance en la madurez del sector (regulación, necesidad de capital, etc.), como elementos que favorecen igualmente la calificación.

- Ajuste favorable al sector por ESG.

En línea con nuestra metodología, la actividad de Solaria se encuentra alineada con los factores ESG (‘heatmap score’ entre 1 y 1,9). De esta forma se considera un sector que ya se está beneficiando de las tendencias ESG para obtener importantes oportunidades de negocio y visibilidad a largo plazo, aspecto que tiene como resultado un aumento de tres escalones en su calificación sectorial final (AA).

Posicionamiento Competitivo

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

La compañía cuenta con más de 20 años como especialista en solar fotovoltaica donde actualmente está entre las compañías de referencia en España con sus 2,9 GW en fase de operación (1,6 GW) y construcción, y unos objetivos de crecimiento adecuadamente soportados por un 'pipeline' que supera los 17,3 GW. El avance de 2023 permitió completar la financiación de sus proyectos en construcción (1,3 GW) con vistas a alcanzar los 3 GW operativos a mediados de 2025.

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 (375.000 €/MW declarados para los planes a corto plazo), preservando la caja del grupo una vez obtenida la financiación correspondiente.

De igual forma, la actividad sigue estando favorecida por unos costes financieros competitivos (3,5% en 2023), gracias a una estructura de deuda altamente concentrada en el Project Finance y los pagarés.

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

La diversificación de la actividad y la escala competitiva son elementos que cuentan con amplia capacidad de mejora. Así, una facturación que se mantuvo inferior a los €200m en 2023 sitúa la escala del grupo en términos ajustados a pesar de considerarse las previsiones de crecimiento y que su ámbito competitivo se considera 'local'. Adicionalmente señalamos que España continuó concentrando ampliamente la generación de las ventas (88%). Si bien la mejora destacada en la diversificación de la actividad de Solaria continúa a la espera del avance en el 'pipeline' de proyectos en Portugal (500 MW), Italia (2,7 GW) y Alemania (5,6 GW), así como de la progresiva entrada en otras tecnologías como son la eólica ('pipeline' de 3 GW) y las baterías, los hitos alcanzados en el último periodo se consideran suficientes para una mejora en este factor.

Gobierno Corporativo

- **Compañía cotizada y estabilidad en la propiedad.**

Desde 2007 Solaria cotiza en la Bolsa española, siendo integrante del grupo de empresas de mayor capitalización (IBEX-35) con una capitalización bursátil que actualmente alcanza los €1.245m (25/03/2023).

El grupo familiar y fundador de Solaria, DTL Corporación, se mantiene al frente del accionariado. DTL Corporación redujo en 2022 su participación en un 5% para mantener el actual 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 (15,9%) y un 'free float' del 49%.

- **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 que poco tiempo después la compañía se posiciona entre las referentes nacionales del sector de la producción de energía renovable, con una base estratégica claramente definida, y que se beneficia de una política de no distribución de dividendos, una rentabilidad objetivo en la inversión firme y sostenida por sus ventajas competitivas, y una adecuada ejecución de los planes de crecimiento por parte de la directiva.

- **Política ESG con impacto positivo en la calificación.**

El desempeño en ESG, medido a través del análisis de nuestros factores para este ámbito, alcanza con los últimos datos de cierre de 2023 una puntuación de 81/100. Esta puntuación ya permite una mejora directa de un escalón en el rating del perfil financiero de la compañía.

Perfil Financiero

Ventas y Rentabilidad

- **Continuidad de una favorable evolución de los resultados y la rentabilidad.**

En el último ejercicio Solaria mantuvo la capacidad para obtener un resultado positivo en su actividad, donde continuó

A83511501

CORPORATE

destacando por su elevada rentabilidad. Así, en 2023 el resultado neto se incrementó hasta los €107,5m (+19,4%). La mejora de la cifra de negocio (+37,4%) por encima del incremento en los costes operativos, principalmente por la mayor generación de energía, permitió elevar el EBITDA hasta una nueva cifra récord de €199,8m (+35,9%), lo que supuso nuevamente alcanzar un alto margen del 104,5%.

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 necesaria para compensar la importante carga financiera que se genera en el entorno actual de una intensa inversión y altos apalancamientos. En 2023 el incremento de los gastos financieros redujo el ratio EBITDA/intereses hasta 4,8x (5,9x en 2022), situación que aún se considera adecuada en el contexto de la actividad realizada por Solaria.

A pesar del incremento de la deuda financiera, el ratio DFN/EBITDA se mantuvo estable con un valor alcanzado de 4,9x (5,0x en 2022), nivel que igualmente se presenta adecuado para la estabilidad asociada al sector. De igual forma, 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.

Análisis de Flujo de Caja

- **Continuidad de un 'Cash-flow Libre' negativo en un entorno de fuertes inversiones.**

Durante 2023 Solaria continuó generando caja en las operaciones, y con un nivel que se mantuvo en línea a la evolución de la deuda. Así, con un FFO de €156m (+20%) el ratio FFO/DFN de 2023 alcanzó un 15,9% (17,8% en 2022).

La obtención de un Flujo de Caja Libre negativo, en un contexto de fuertes inversiones (€855m en 2021- 23), sigue caracterizando la evolución del grupo. Esta situación se ha sostenido adecuadamente por la captación de deuda, aspecto que se espera permita nuevamente compensar en el corto plazo la reducción de la caja que se produjo al cierre del último ejercicio (-€73,2m).

Capitalización

- **Moderada capitalización**

En la estructura financiera de Solaria señalamos una moderada situación respecto a su capitalización, aspecto que sin embargo mejoró durante el último ejercicio para situar el ratio de Patrimonio Neto/DFT en un valor de 49,4% (39,1% en 2022). Bajo las previsiones actuales nuestro promedio ajustado estima que el ratio ronde el 52%, situación que por tanto 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 observada para atender sus compromisos financieros del corto y medio plazo con la generación de caja estimada. A su favor destacamos que la compañía cuenta con la capacidad de planificar sus inversiones en función de su capacidad, así como que en este momento todos sus proyectos cumplen con sus compromisos financieros.

Modificadores

Controversias

- **No presenta.**

Riesgo País

- **No presenta**

Principales Magnitudes Financieras

Principales magnitudes consolidadas					
Emiles	FY21	FY22	FY23	FY24E	FY25E
Facturación	95.070	139.281	191.322	240.000	310.000
EBITDA	93.383	147.087	199.877	240.000	310.000
Margen EBITDA	98,2%	105,6%	104,5%	100,0%	100,0%
EBIT	73.000	122.098	168.401	202.533	258.318
Margen EBIT	76,8%	87,7%	88,0%	84,4%	83,3%
EBT	56.253	101.070	135.671	148.555	187.190
Total Activo	1.042.752	1.426.958	1.648.922	1.738.327	1.886.668
Patrimonio Neto (PN)	247.355	344.728	524.118	641.842	790.183
Deuda Financiera (DF)	667.802	881.551	1.060.051	1.369.003	1.859.200
Deuda Financiera Neta (DFN)	514.951	730.894	982.757	1.200.623	1.671.730
PN/DFT	37,0%	39,1%	49,4%	46,9%	42,5%
DFN/EBITDA	5,5x	5,0x	4,9x	5,0x	5,4x
Funds From Operations (FFO) (1)	79.701	130.164	156.161	192.000	248.000
FFO/DFN	15,5%	17,8%	15,9%	16,0%	14,8%
EBITDA/Intereses	5,5x	6,9x	5,8x	4,4x	4,2x

(1) Calculado como Cash-flow Operativo - variaciones del circulante

Credit Rating

Credit Rating	
Perfil Negocio	A-
Análisis Sectorial	AA
Ajuste ESG	Positivo
Posicionamiento Competitivo	BBB-
Gobernanza	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 (↑)

En este momento no se contempla una mejora en el rating.

- Factores negativos en el largo plazo (↓)

Por el contrario, una mínima evolución negativa en la calificación del ESG de la compañía si se considera como un factor para una potencial bajada en el rating. Bajo la actual situación un escenario de peor endeudamiento promedio esperado (DFN/EBITDA > 7x; EBITDA/intereses < 4x; Equity/DFT < 35%) se destaca como un escenario que potencialmente podría incidir en una 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 - Long Term : https://files.qivalio.net/documents/methodologies/CRA_190_V3_Corporate%20Methodology_2023-10-06.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 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