

RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Sector: Independent Power Producers (IPP)

Precio de Cierre: EUR 3,26 (2 may 2024)

Fecha del informe: 4 may 2024 (12:30h)

Resultados 12m 2023

Análisis Independiente de Compañías

Resultados 12m 2023

 Opinión ⁽¹⁾: En línea

 Impacto ⁽¹⁾: Mantenemos estimaciones

Enrique Andrés Abad, CFA – enrique.andres@institutodeanalistas.com

+34 915 904 226

Enerside (ENRS), es una plataforma de renovables integrada verticalmente (en plena fase de transición hacia un modelo build to own) especializada en solar fotovoltaica. En la actualidad cuenta con un pipeline de +7,3GW fotovoltaicos en varias fases de desarrollo distribuidos en Latam (Brasil y Chile) y Europa (España e Italia).

Rdos 2023, marcados por el negocio de EPC. EBIT EUR -29,6Mn (vs EUR -14,1Mn en 2022)

INGRESOS 2023: EUR 16,5MN (EXCL. LA VENTA DE ACTIVOS DE EUR 2,7MN). Lo que supone una caída de los ingresos del 48,2% vs 2022 (EUR 31,9Mn). Debido a la discontinuación de la línea de negocio de construcción/EPC, para centrarse en el negocio de generación (IPP) y en la rotación de activos. En 2024e, estimamos unos ingresos de EUR 5,5Mn. Para 2025e, esperamos que el 100% de los ingresos provengan del negocio de generación, situándose en EUR 6,5Mn (gracias a la entrada en operación de c.37MW adicionales).

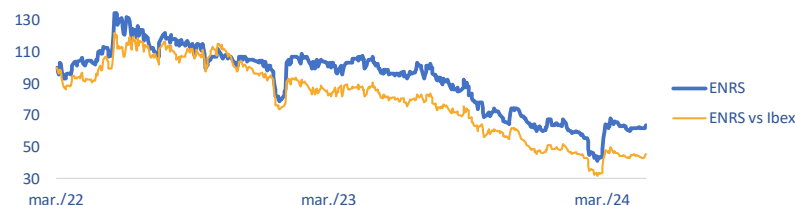
CON UN EBIT QUE CAE HASTA EUR -29,6Mn (VS EUR -14,1Mn EN 2022). Esta fuerte caída viene explicada por: (i) (principalmente) la política agresiva de márgenes en el negocio de EPC y su posterior discontinuación, (ii) el incremento de los costes de las materias primas y de los gastos operativos, y (iii) el retraso en la venta de activos. Que hundan el EBIT hasta EUR -29,6Mn (que incluyen EUR 8,0Mn de gastos capitalizados vs EUR 4,9Mn en 2022).

DEUDA NETA 2023: EUR 47,6MN (VS 16,3MN). Que supone un múltiplo de DN/FF. PP de 7,3x. El resultado financiero se sitúa en EUR -7,3Mn (vs EUR -0,9Mn 2022), que pesa mucho sobre el BN (EUR -38,8Mn). La compañía ha anunciado un principio de acuerdo para la refinanciación de EUR 15Mn de deuda. Y dado que la compañía está inmersa en un proceso de fuerte inversión (con un nivel muy elevado de apalancamiento financiero), es probable que las necesidades de financiación adicionales se cubran con soluciones que impliquen equity. Y, por ende, dilución.

CONEXIÓN DE LOS PIMEROS PARQUE SOLARES (20MW), en Chile y Brasil. El pipeline de generación solar fotovoltaica asciende a 7,3GW (5,5GW vs 2022).

LA DESINVERSIÓN EN EL NEGOCIO DE EPC HUNDE EL EBIT. GIRO HACIA UN NEGOCIO PURO DE GENERACIÓN Y ROTACIÓN DE ACTIVOS. El punto positivo de 2023 es haber completado la construcción y conexión de sus primeros parques solares (IPP). El principal catalizador de la compañía será la evolución del grado de avance de su pipeline de generación. Pero cuyo desarrollo necesitará de una elevada inversión y de tiempo. El elevado nivel de apalancamiento financiero de ENRS y la no generación de caja positiva (siempre sujeta a la venta de activos, de menor recurrencia) es la principal restricción del modelo de negocio. Una ampliación de capital "aparece" como una vía más que probable de financiación (con un previsible elevado impacto dilutivo y más después de la caída de la acción). ENRS -12M: -41% (-49,9% vs Ibex 35, -37,2% vs sector). Hoy la visibilidad de resultados es reducida.

Comportamiento relativo (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	0,0	7,2	-40,5	-0,3	n.a.	n.a.
vs Ibex 35	1,0	-0,7	-50,3	-7,4	n.a.	n.a.
vs Ibex Small Cap Index	-4,0	0,8	-44,9	-5,3	n.a.	n.a.
vs Eurostoxx 50	3,1	2,1	-47,8	-7,8	n.a.	n.a.
vs Índice del sector ⁽⁴⁾	-1,5	6,2	-37,4	4,5	n.a.	n.a.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	121,7	130,1
EV (Mn EUR y USD) ⁽²⁾	168,6	180,3
Número de Acciones (Mn)	37,3	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	5,48 / 3,85 / 2,12	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,02	
Rotación ⁽³⁾	4,6	
Factset / Bloomberg	ENRS-ES / ENRS SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)⁽⁷⁾

Joatham Grange	19,2
Antoni Gasch	19,0
Tomàs Casanovas	9,6
Alejandro Alorda	9,3
Free Float	30,8

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2023	2024e	2025e	2026e
Nº Acc. ajustado (Mn)	37,3	37,3	37,3	37,3
Total Ingresos	16,5	5,5	6,5	12,0
EBITDA Rec.	-36,5	-11,0	-5,5	-2,0
% Var.	-160,9	69,8	50,1	63,6
% EBITDA Rec./Ing.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
% Var EBITDA sector ⁽⁴⁾	18,9	8,1	5,3	2,3
Beneficio neto	-38,8	-8,7	3,2	5,6
BPA (EUR)	-1,04	-0,23	0,09	0,15
% Var.	-182,1	77,5	136,4	76,0
BPA ord. (EUR)	-1,07	-0,26	-0,13	-0,05
% Var.	-212,3	75,6	48,2	59,9
Free Cash Flow Rec. ⁽⁵⁾	-37,4	-23,1	-27,2	-28,4
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	47,6	58,7	67,8	78,2
DN / EBITDA Rec.(x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
ROE (%)	n.a.	n.a.	n.a.	150,2
ROCE (%) ⁽⁵⁾	n.a.	n.a.	17,8	19,9

Ratios y Múltiplos (x)⁽⁶⁾

PER	n.a.	n.a.	38,3	21,8
PER Ordinario	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
P/BV	18,8	n.a.	n.a.	18,7
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	10,20	n.a.	n.a.	14,05
EV/EBITDA Rec.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EV/EBIT	n.a.	n.a.	15,2	11,1
FCF Yield (%) ⁽⁵⁾	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

(1) La opinión sobre los resultados es sobre el EBITDA publicado respecto a nuestra estimación para el ejercicio (12m). El impacto refleja si, a raíz de los resultados, prevemos una revisión significativa (>5 -10%, dependiendo del sector) de nuestra estimación de EBITDA (en cualquiera de los años estimados).

(2) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

(3) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.

(4) Sector: Stoxx Europe 600 Utilities.

(5) Ver Anexo 2 para Tasa fiscal teórica (ROCE) y cálculo del FCF recurrente.

(6) Múltiplos y ratios calculados con cotización a fecha de este informe.

(7) Otros: Alternative Green Energy 6,3%, Javier García - Mateo 5,9%

(*) Salvo que se indique expresamente, todos los datos de este informe tienen como fuente: La Compañía, Factset y Lighthouse.

Enerside (ENRS) es una compañía de BME Growth

BME Growth es el segmento destinado a empresas medianas y pequeñas de BME MTF Equity, dirigido y gestionado por la Bolsa Española (BME), estando sujeto a la supervisión de la CNMV. BME MTF Equity no es un Mercado Regulado, estando considerado como un Sistema Multilateral de Negociación (SMN), tal y como se define en la Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID). En julio de 2020, BME Growth obtuvo el sello de SME Growth Market, nueva categoría de la normativa de la UE, en España denominada Mercado de Pymes en Expansión.

BME Growth es el mercado de renta variable español para las empresas de reducida capitalización que desean crecer, estando dotado de una regulación especial, diseñada específicamente para ellas, y con costes y procesos adaptados a sus características particulares. BME Growth (antiguo MAB) empezó a operar en julio del 2009. Actualmente cotizan en él c. 140 compañías. Las empresas que cotizan en BME Growth pueden optar por presentar sus estados financieros bajo NIIF o el Plan General de Contabilidad (PGC) y el Real Decreto 1159/2010 (NOFCAC).

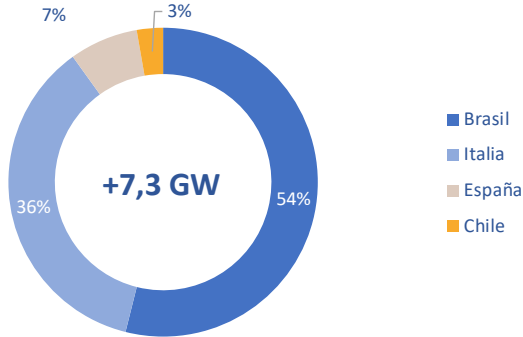
Resultados 12m 2023
Tabla 1. Resultados 2023

EUR Mn	12m23	12m23 Real	
	Real	12m22	vs 12m22
Total Ingresos	19,2	31,9	-39,7%
Construcción - EPC / BOS	15,6	31,8	-50,9%
Desarrollo de proyectos	2,7	0,0	n.a.
IPP / O&M	0,9	0,1	n.a.
EBIT¹	(29,6)	(14,1)	-109,1%
BAI	(36,9)	(15,1)	-144,9%
BN	(38,8)	(13,7)	-182,3%
Deuda Neta	47,6	16,3	191,8%
Otros indicadores operativos			
Cartera proyectos fotovoltaicos - MWp	7.339	5.542	32,4%

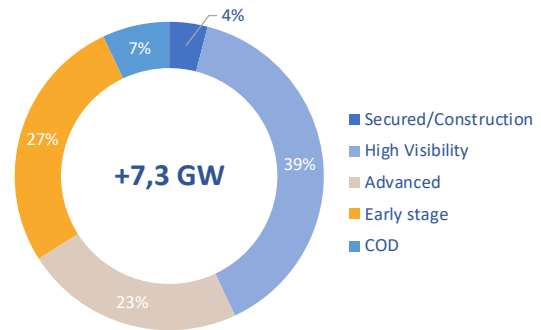
(1) Incluye activaciones de gastos de desarrollo de la cartera de proyectos fotovoltaicos propios.

La compañía en 8 gráficos

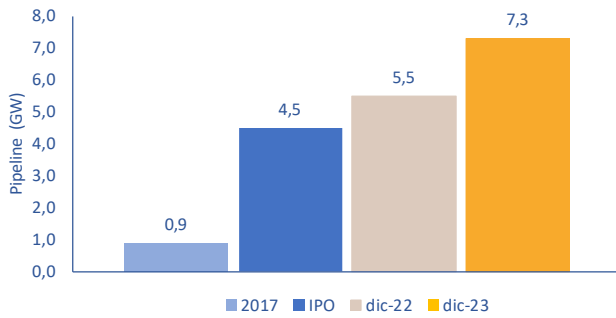
Una compañía que ha completado su transformación a IPP, con un pipeline de +7,3 GW diversificado geográficamente



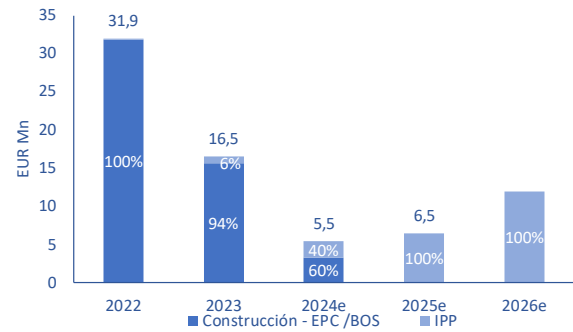
Que ha conectado 20MW en Brasil y Chile. Y tiene una expectativa de que c. 60% del pipeline alcance RTB en 2025-2026



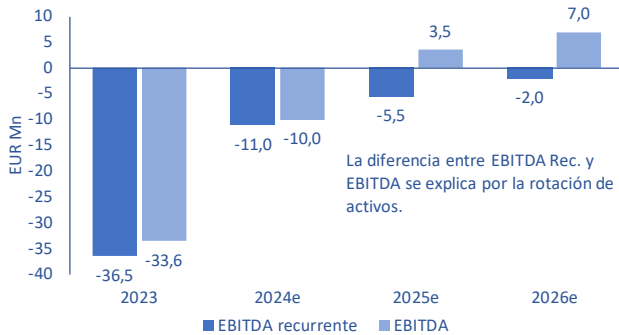
Es decir, desde 2017 ha multiplicado por ocho los GW de su pipeline (+2,8GW vs IPO)



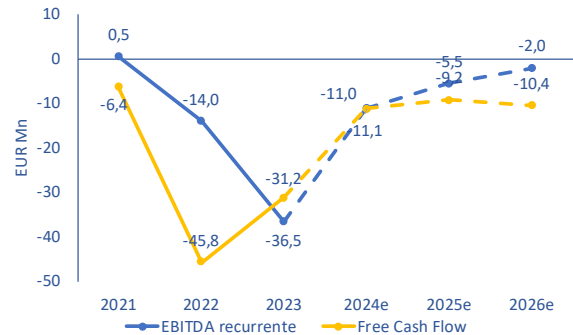
En 2025e, el negocio de generación (IPP) debería representar c. 100% de los ingresos



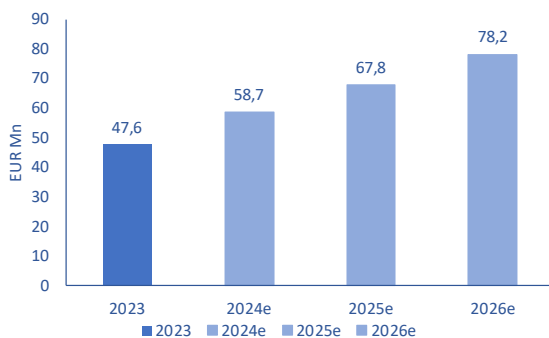
Lo que debería permitir a ENRS alcanzar una generación de EBITDA de c. EUR 7,0Mn en 2026e



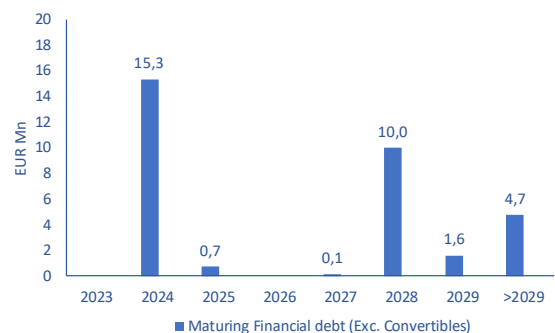
Que junto al elevado capex para el desarrollo y construcción de su pipeline impactará en la generación de caja



Empujando la deuda neta hasta los EUR 78Mn en 2026e



Con los siguientes vencimientos de la deuda financiera a cierre del 2023



Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2024e	2025e	2026e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	(4,6)	(1,3)	(0,8)	n.a.			
Market Cap	121,7	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	47,6	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2023)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	6,0%	Coste de la deuda neta			5,8%	6,3%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	4,8%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			4,6%	5,0%	
Risk free rate (rf)	3,3%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)			5,5%	6,5%	
Beta (B)	1,2	B (estimación propia)			1,1	1,3	
Coste del Equity	10,5%	Ke = Rf + (R * B)			9,4%	11,8%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	71,9%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	28,1%	D			=	=	
WACC	8,9%	WACC = Kd * D + Ke * E			8,0%	9,9%	
G "Razonable"	2,5%				2,0%	2,0%	

(1) El valor perpetuo calculado a partir del último FCF estimado no reflejaría las expectativas de crecimiento (positivas/negativas) de la compañía a fecha de emisión de este informe.

Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker Factset	Mkt. Cap	PER 24e	BPA 24e-26e	EV/EBITDA 24e	EBITDA 24e-26e	EV/Vtas. 24e	Ingresos 24e-26e	EBITDA/Vtas. 24e	FCF Yield 24e	FCF 24e-26e
Solaria	SLR-ES	1.232,6	12,3	21,5%	10,1	26,7%	8,7	28,4%	85,7%	n.a.	-18,5%
Grenergy	GRE-ES	843,4	15,9	38,3%	11,5	50,7%	3,3	30,6%	28,7%	n.a.	-49,3%
Ecoener	ENER-ES	219,3	11,2	44,5%	8,6	41,3%	5,1	31,8%	58,6%	n.a.	1,8%
Renovables españolas			13,1	34,7%	10,1	39,6%	5,7	30,2%	57,7%	n.a.	-22,0%
Neoen	NEOEN-FR	4.344,0	52,5	38,0%	13,6	24,1%	11,3	28,6%	83,0%	n.a.	22,2%
Voltaia	VLTA-FR	1.038,7	61,0	63,4%	10,4	18,8%	4,7	14,7%	45,6%	n.a.	11,0%
Scatec	SCATC-NO	1.012,8	11,4	-4,9%	9,1	9,0%	6,7	7,9%	72,9%	2,2%	n.a.
Greenvolt	GVOLT-PT	1.155,8	21,5	53,3%	10,9	33,5%	4,0	25,1%	36,6%	n.a.	32,9%
Renovables internacionales con presencia emergentes			36,6	37,5%	11,0	21,3%	6,7	19,1%	59,5%	2,2%	22,0%
ENRS	ENRS-ES	121,7	n.a.	62,5%	n.a.	64,2%	n.a.	48,2%	n.a.	n.a.	3,3%

Análisis de sensibilidad (2025e)

A) Análisis de sensibilidad del EBITDA Rec. y múltiplos a variaciones en los márgenes

Escenario	EBITDA/Ingresos 25e	EBITDA 25e	EV/EBITDA 25e
Max	-93,1%	(6,1)	-27,9x
Central	-84,6%	(5,5)	-30,7x
Min	-76,1%	(4,9)	-34,1x

B) Análisis de sensibilidad del FCF Rec. frente a variaciones en el EBITDA y CAPEX/Vtas

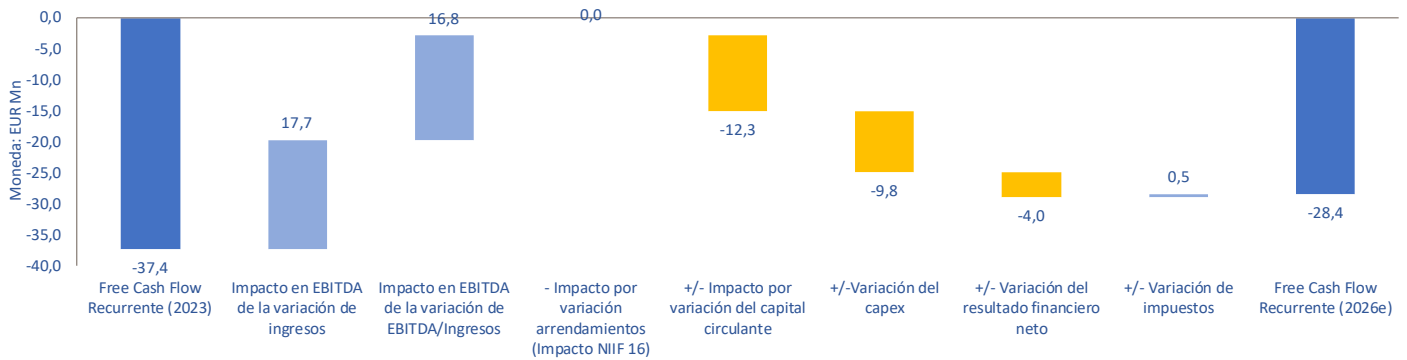
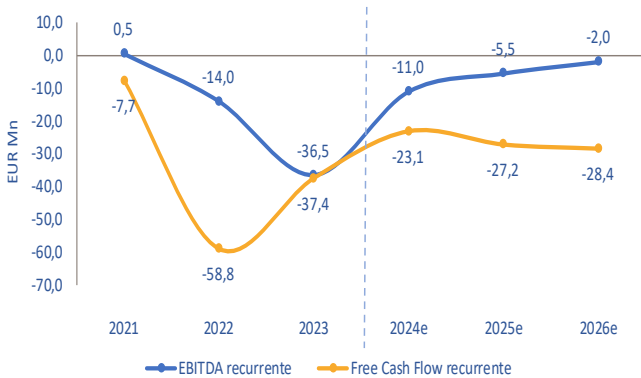
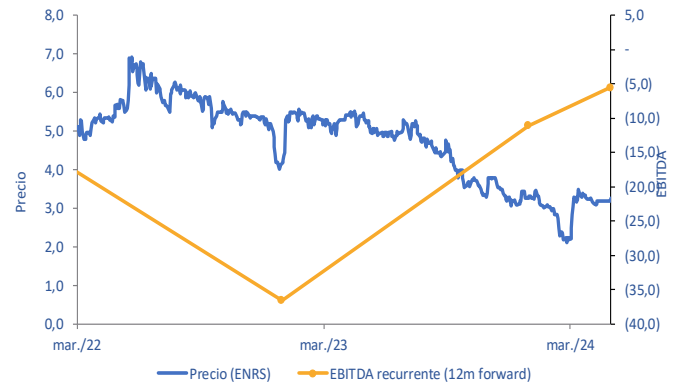
FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 25e		
EBITDA 25e	193,9%	215,4%	236,9%
(6,1)	(26,3)	(27,7)	(29,1)
(5,5)	(25,8)	(27,2)	(28,6)
(4,9)	(25,2)	(26,6)	(28,0)

Anexo 1. Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
Inmovilizado inmaterial			0,1	0,2	0,5	10,5	20,5	30,5		
Inmovilizado material			0,6	21,3	29,2	32,0	34,6	37,7		
Otros activos no corrientes			1,1	3,6	-	-	-	-		
Inmovilizado financiero			2,2	3,5	3,3	3,3	3,3	3,3		
Fondo de comercio y otros intangibles			-	-	-	-	-	-		
Activo circulante			12,5	47,8	41,0	18,9	19,2	20,4		
Total activo			16,5	76,4	73,9	64,7	77,6	91,9		
Patrimonio neto			8,2	44,2	6,5	(2,2)	0,9	6,5		
Minoritarios			0,0	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)		
Provisiones y otros pasivos a LP			0,2	1,2	2,7	2,7	2,7	2,7		
Otros pasivos no corrientes			-	-	-	-	-	-		
Deuda financiera neta			2,1	16,3	47,6	58,7	67,8	78,2		
Pasivo circulante			6,0	14,7	17,2	5,6	6,1	4,5		
Total pasivo			16,5	76,4	73,9	64,7	77,6	91,9		
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	21-23	23-26e
Total Ingresos			8,4	31,9	16,5	5,5	6,5	12,0	40,4%	-10,1%
Cto.Total Ingresos			n.a.	281,0%	-48,2%	-66,9%	18,9%	84,6%		
Coste de ventas			-	-	-	-	-	-		
Margen Bruto			8,4	31,9	16,5	5,5	6,5	12,0	40,4%	-10,1%
Margen Bruto / Ingresos			100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%		
Gastos de personal			-	-	-	-	-	-		
Otros costes de explotación			(7,9)	(45,9)	(53,0)	(16,5)	(12,0)	(14,0)		
EBITDA recurrente			0,5	(14,0)	(36,5)	(11,0)	(5,5)	(2,0)	n.a.	62,0%
Cto.EBITDA recurrente			n.a.	n.a.	-160,9%	69,8%	50,1%	63,6%		
EBITDA rec. / Ingresos			6,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
Gastos de reestructuración y otros no rec.			(0,3)	(2,3)	2,9	1,0	9,0	9,0		
EBITDA			0,2	(16,3)	(33,6)	(10,0)	3,5	7,0	n.a.	30,2%
Depreciación y provisiones			(0,1)	(2,8)	(4,0)	(2,2)	(2,4)	(1,9)		
Gastos capitalizados			-	4,9	8,0	10,0	10,0	10,0		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)			-	-	-	-	-	-		
EBIT			0,2	(14,1)	(29,6)	(2,2)	11,1	15,1	n.a.	35,9%
Cto.EBIT			n.a.	n.a.	-109,1%	92,6%	602,4%	37,0%		
EBIT / Ingresos			2,2%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
Impacto fondo de comercio y otros			-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto			(0,3)	(0,9)	(7,3)	(6,5)	(7,1)	(8,2)		
Resultados por puesta en equivalencia			-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario			(0,1)	(15,1)	(36,9)	(8,7)	4,0	7,0	n.a.	29,8%
Cto.Beneficio ordinario			n.a.	n.a.	-144,9%	76,4%	145,5%	76,0%		
Extraordinarios			-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos			(0,1)	(15,1)	(36,9)	(8,7)	4,0	7,0	n.a.	29,8%
Impuestos			(0,2)	1,4	(1,9)	-	(0,8)	(1,4)		
Tasa fiscal efectiva			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	20,0%	20,0%		
Minoritarios			(0,0)	0,0	0,0	-	-	-		
Actividades discontinuadas			-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto			(0,3)	(13,7)	(38,8)	(8,7)	3,2	5,6	n.a.	28,9%
Cto.Beneficio neto			n.a.	n.a.	-182,8%	77,5%	136,4%	76,0%		
Beneficio ordinario neto			0,2	(12,7)	(39,8)	(9,7)	(5,0)	(2,0)	n.a.	63,0%
Cto. Beneficio ordinario neto			n.a.	n.a.	-213,1%	75,6%	48,2%	59,9%		
Cash Flow (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	21-23	23-26e
EBITDA recurrente						(11,0)	(5,5)	(2,0)	n.a.	62,0%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						10,4	0,2	(2,8)		
Cash Flow operativo recurrente						-0,6	-5,3	-4,8	n.a.	43,7%
CAPEX						(16,0)	(14,0)	(14,0)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(6,5)	(7,1)	(8,2)		
Impuestos						-	(0,8)	(1,4)		
Free Cash Flow Recurrente						(23,1)	(27,2)	(28,4)	n.a.	8,7%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						11,0	9,0	9,0		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						1,0	9,0	9,0		
Free Cash Flow						(11,1)	(9,2)	(10,4)	n.a.	30,6%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						11,1	9,2	10,4		

Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
								21-23	23-26e
EBITDA recurrente		0,5	(14,0)	(36,5)	(11,0)	(5,5)	(2,0)	<i>n.a.</i>	62,0%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>		<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>-160,9%</i>	<i>69,8%</i>	<i>50,1%</i>	<i>63,6%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>		<i>6,0%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)		-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante		(6,5)	(26,6)	9,4	10,4	0,2	(2,8)		
= Cash Flow operativo recurrente		(6,0)	(40,6)	(27,1)	(0,6)	(5,3)	(4,8)	<i>n.a.</i>	43,7%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>		<i>n.a.</i>	<i>-574,2%</i>	<i>33,3%</i>	<i>97,8%</i>	<i>-778,8%</i>	<i>8,1%</i>		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>		<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		
- CAPEX		(1,1)	(18,6)	(4,2)	(16,0)	(14,0)	(14,0)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow		(0,3)	(0,9)	(4,2)	(6,5)	(7,1)	(8,2)		
- Impuestos		(0,3)	1,4	(1,9)	-	(0,8)	(1,4)		
= Free Cash Flow recurrente		(7,7)	(58,8)	(37,4)	(23,1)	(27,2)	(28,4)	<i>n.a.</i>	8,7%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>		<i>n.a.</i>	<i>-665,0%</i>	<i>36,4%</i>	<i>38,1%</i>	<i>-17,5%</i>	<i>-4,6%</i>		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>		<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		
- Gastos de reestructuración y otros		-	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones		1,2	(1,3)	0,2	11,0	9,0	9,0		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow		-	14,3	6,0	1,0	9,0	9,0		
= Free Cash Flow		(6,4)	(45,8)	(31,2)	(11,1)	(9,2)	(10,4)	<i>n.a.</i>	30,6%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>		<i>n.a.</i>	<i>-610,9%</i>	<i>32,0%</i>	<i>64,3%</i>	<i>17,7%</i>	<i>-13,7%</i>		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>		<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>		<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e		
Free Cash Flow recurrente (Año -1)		-	(7,7)	(58,8)	(37,4)	(23,1)	(27,2)		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos		<i>n.a.</i>	1,4	6,7	24,4	(2,1)	(4,7)		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos		<i>n.a.</i>	(15,9)	(29,3)	1,0	7,6	8,2		
= Variación EBITDA recurrente		<i>n.a.</i>	(14,5)	(22,5)	25,5	5,5	3,5		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)		-	-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante		(6,5)	(20,1)	36,0	1,0	(10,2)	(3,1)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente		(6,5)	(34,6)	13,5	26,5	(4,7)	0,4		
+/- Variación del CAPEX		(1,1)	(17,5)	14,3	(11,8)	2,0	-		
+/- Variación del resultado financiero neto		(0,3)	(0,7)	(3,3)	(2,3)	(0,6)	(1,1)		
+/- Variación de impuestos		(0,3)	1,6	(3,2)	1,9	(0,8)	(0,6)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente		(8,2)	(51,1)	21,4	14,3	(4,0)	(1,3)		
Free Cash Flow Recurrente	-	(8,2)	(58,8)	(37,4)	(23,1)	(27,2)	(28,4)		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
EBIT		0,2	(14,1)	(29,6)	(2,2)	11,1	15,1	<i>n.a.</i>	35,9%
<i>* Tasa fiscal teórica</i>		<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)		-	-	-	-	-	-		
EBITDA recurrente		0,5	(14,0)	(36,5)	(11,0)	(5,5)	(2,0)	<i>n.a.</i>	62,0%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)		-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante		(6,5)	(26,6)	9,4	10,4	0,2	(2,8)		
= Cash Flow operativo recurrente		(6,0)	(40,6)	(27,1)	(0,6)	(5,3)	(4,8)	<i>n.a.</i>	43,7%
- CAPEX		(1,1)	(18,6)	(4,2)	(16,0)	(14,0)	(14,0)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)		-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente		(7,1)	(59,2)	(31,3)	(16,6)	(19,3)	(18,8)	<i>n.a.</i>	15,6%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>		<i>n.a.</i>	<i>-731,5%</i>	<i>47,1%</i>	<i>47,0%</i>	<i>-16,1%</i>	<i>2,2%</i>		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos		<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		
- Adquisiciones / + Desinversiones		1,2	(1,3)	0,2	11,0	9,0	9,0		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow		-	14,3	6,0	1,0	9,0	9,0		
= Free Cash Flow "To the Firm"		(5,9)	(46,2)	(25,1)	(4,6)	(1,3)	(0,8)	<i>n.a.</i>	67,8%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>		<i>n.a.</i>	<i>-686,4%</i>	<i>45,7%</i>	<i>81,7%</i>	<i>72,4%</i>	<i>33,6%</i>		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>		<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>		<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		

Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2023 - 2026e)

Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente

Comportamiento del precio de la acción vs EBITDA (12m forward)

Anexo 3. Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	121,7	
+ Minoritarios	(0,0)	Rdos. 12m 2023
+ Provisiones y otros pasivos a LP	2,7	Rdos. 12m 2023
+ Deuda financiera neta	47,6	Rdos. 12m 2023
- Inmovilizado financiero	3,3	Rdos. 12m 2023
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	168,6	

Anexo 4. Principales comparables 2024e

	EUR Mn	Renovables españolas				Renovables internacionales con presencia emergentes					ENRS
		Solaria	Grenergy	Ecoener	Average	Neoen	Voltalia	Scatec	Greenvolt	Average	
Datos Mercado	Ticker (Factset)	SLR-ES	GRE-ES	ENER-ES		NEOEN-FR	VLTA-FR	SCATC-NO	GVOLT-PT		ENRS-ES
	País	Spain	Spain	Spain		France	France	Norway	Portugal		Spain
	Market cap	1.232,6	843,4	219,3		4.344,0	1.038,7	1.012,8	1.155,8		121,7
	Enterprise value (EV)	2.216,4	1.435,3	485,3		7.363,1	2.691,7	3.268,7	2.154,0		168,6
Información financiera básica	Total Ingresos	256,1	435,2	95,8		652,2	567,6	489,9	539,2		5,5
	Cto. Total Ingresos	33,8%	143,0%	49,6%	75,5%	24,4%	14,6%	70,4%	55,9%	41,3%	-66,9%
	2y TACC (2024e - 2026e)	28,4%	30,6%	31,8%	30,2%	28,6%	14,7%	7,9%	25,1%	19,1%	48,2%
	EBITDA	219,5	124,8	56,1		541,6	258,8	357,2	197,1		(10,0)
	Cto. EBITDA	9,7%	20,7%	68,0%	32,8%	27,7%	7,7%	88,1%	188,3%	78,0%	70,1%
	2y TACC (2024e - 2026e)	26,7%	50,7%	41,3%	39,6%	24,1%	18,8%	9,0%	33,5%	21,3%	64,2%
	EBITDA/Ingresos	85,7%	28,7%	58,6%	57,7%	83,0%	45,6%	72,9%	36,6%	59,5%	n.a.
	EBIT	173,7	99,3	36,6		322,2	146,5	248,6	132,2		(2,2)
	Cto. EBIT	3,0%	16,1%	86,7%	35,3%	29,9%	7,2%	114,8%	816,4%	242,1%	92,6%
	2y TACC (2024e - 2026e)	25,7%	46,2%	47,8%	39,9%	27,6%	34,0%	9,6%	39,4%	27,7%	n.a.
	EBIT/Ingresos	67,8%	22,8%	38,3%	43,0%	49,4%	25,8%	50,7%	24,5%	37,6%	n.a.
	Beneficio Neto	102,1	53,3	19,3		84,3	18,4	78,0	58,5		(8,7)
	Cto. Beneficio Neto	-5,0%	4,5%	75,4%	24,9%	-43,9%	-38,0%	46,9%	677,9%	160,7%	77,5%
	2y TACC (2024e - 2026e)	24,7%	40,0%	45,1%	36,6%	36,9%	72,4%	0,5%	51,1%	40,2%	62,5%
	CAPEX/Ventas	143,4%	87,5%	148,5%	126,5%	244,8%	87,1%	61,5%	124,4%	129,4%	292,7%
Free Cash Flow	(249,3)	(245,3)	(81,5)		(1.222,6)	(344,3)	22,1	(463,1)		(11,1)	
Deuda financiera Neta	1.284,6	772,6	389,7		4.291,3	1.880,6	2.073,6	1.040,7		58,7	
DN/EBITDA (x)	5,9	6,2	6,9	6,3	7,9	7,3	5,8	5,3	6,6	n.a.	
Pay-out	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	27,6%	36,8%	2,1%	0,0%	16,6%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	12,3	15,9	11,2	13,1	52,5	61,0	11,4	21,5	36,6	n.a.
	P/BV (x)	2,1	2,2	1,5	2,0	1,6	0,8	1,1	2,2	1,4	n.a.
	EV/Ingresos (x)	8,7	3,3	5,1	5,7	11,3	4,7	6,7	4,0	6,7	n.a.
	EV/EBITDA (x)	10,1	11,5	8,6	10,1	13,6	10,4	9,1	10,9	11,0	n.a.
	EV/EBIT (x)	12,8	14,5	13,2	13,5	22,9	18,4	13,2	16,3	17,7	n.a.
	ROE	17,4	14,1	13,5	15,0	3,1	1,4	9,3	10,3	6,0	n.a.
	FCF Yield (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2,2	n.a.	2,2	n.a.
	DPA	0,00	0,00	0,00	0,00	0,17	0,05	0,01	0,00	0,06	0,00
Dvd Yield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,6%	0,7%	0,2%	0,0%	0,4%	0,0%	

Nota 1: Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Factset). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).

Nota 2: Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

LIGHTHOUSE

Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta
28006 Madrid
T: +34 915 904 226
institutodeanalistas.com/lighthouse

Alfredo Echevarría Otegui

Head of research

alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

Luis Esteban Arribas, CESGA

Equity research

luis.esteban@institutodeanalistas.com

Enrique Andrés Abad, CFA

Equity research

enrique.andres@institutodeanalistas.com

José Miguel Cabrera van Grieken

Equity research

jose.cabrera@institutodeanalistas.com

Jesús López Gómez, CESGA

ESG Analyst & Data analytics

jesus.lopez@institutodeanalistas.com

All Lighthouse research documents are available simultaneously on the Lighthouse website (institutodeanalistas.com/lighthouse) and via third-party aggregators such as Bloomberg, Factset, Capital IQ and Refinitiv.

INFORMACIÓN LEGAL IMPORTANTE SOBRE ESTE INFORME

LIGHTHOUSE

Lighthouse es un proyecto de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Lighthouse es un proyecto de análisis plenamente financiado por Bolsas y Mercados Españoles S.A. Lighthouse persigue mejorar la cobertura de análisis de los "valores huérfanos" del mercado español: aquellos que carecen de una cobertura real y continuada de análisis. Los informes de Lighthouse no incluirán ni valoración ni precio objetivo. Lighthouse no persigue asesorar en materia de inversión a ninguna persona física o jurídica. Por este motivo, Lighthouse no dará ninguna recomendación personalizada de inversión de ninguno de los valores que analice.

IEAF Servicios de Análisis S.L.U. es una sociedad de nacionalidad española, cuyo objeto social es

1º) La prestación de servicios de información y análisis financiero de los valores emitidos por todo tipo de personas jurídicas que pueden cotizar o no en los mercados secundarios oficiales, y especialmente (pero no exclusivamente) de aquellos valores que no son objeto recurrente de información y análisis por los analistas financieros que intervienen en los mercados.

2º) La prestación de los servicios de publicidad y actualización de los referidos informes y análisis financieros, así como la monitorización y seguimiento de los valores objeto de información y análisis.

3º) La realización de estudios y proyectos dirigidos a proponer e implantar medidas tendentes a mejorar la información y análisis financieros de los valores que cotizan en los mercados secundarios oficiales.

IEAF Servicios de Análisis S.L.U. es una sociedad cuyo socio único es el Instituto Español de Analistas Financieros, asociación profesional sin ánimo de lucro.

DISCLAIMER

El Instituto Español de Analistas Financieros certifica que todo Analista de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. cuyo nombre figure como Autor de este informe, expresa opiniones que reflejan su opinión personal e independiente sobre la compañía analizada. Sin que estas impliquen, ni directa ni indirectamente una recomendación personalizada de la compañía analizada a efectos de constituir un asesoramiento en materia de inversión. El informe se basa en la elaboración de proyecciones financieras detalladas a partir de información pública y siguiendo la metodología de análisis fundamental tradicional (no tratándose, por tanto de un informe de análisis técnico ni cuantitativo). Para la metodología de análisis empleada en la redacción de este informe, por favor, contacte directamente con el analista, cuyos datos de contacto figuran en la portada de este informe.

El informe incluye información básica de los principales parámetros a utilizar por un inversor a la hora de realizar por sí mismo una valoración (sea por descuento de flujos o por múltiplos). Dichos parámetros son la opinión o estimación personal del analista. La persona que reciba este informe deberá aplicar su propio juicio a la hora de utilizar dichos parámetros. Y deberá considerarlos un elemento más en su proceso de decisión en materia de inversión. Esos parámetros no constituyen una recomendación personalizada de inversión.

Normas de confidencialidad y conflictos de interés

Ninguna de las siguientes normas (12) de confidencialidad y conflictos de interés son de aplicación a este informe:

- 1. El presente informe es un análisis no independiente** al estar realizado por encargo de la compañía analizada (emisor).
- 2. En los últimos 12 meses, el Instituto Español** de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., han tenido mandatos de Finanzas Corporativas o bien han gestionado o cogestionado una oferta pública de los valores del emisor, o bien recibido de dicho emisor una remuneración por los servicios de Finanzas Corporativas, que excluyen los servicios de corredor por unos honorarios anticipados.
- 3. El Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U.,** espera recibir o pretende obtener en los próximos 6 meses una remuneración por los servicios de Finanzas Corporativas prestados a esta empresa, que excluyen los servicios de corredor por unos honorarios anticipados.
- 4. El Analista de Inversiones o un miembro del** Departamento de Análisis o alguien que viva en su casa tiene una posición larga en las acciones o los derivados del emisor correspondiente.
- 5. El Analista de Inversiones o un miembro del** Departamento de Análisis o alguien que viva en su casa tiene una posición corta en las acciones o los derivados del emisor correspondiente.
- 6. A la fecha de producción, el Instituto Español** de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U. tenían una posición larga superior al 0,5% del Capital del emisor.
- 7. A la fecha de producción, el Instituto Español** de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U. tenían una posición corta superior al 0,5% del Capital del emisor.
- 8. Al fin del mes inmediatamente anterior a** la publicación de este informe, o del mes previo si el informe se publica en los diez días siguientes al final del mes, la compañía analizada (el emisor) o cualquiera de sus filiales, poseían el 5% o más de cualquier clase de valores de renta variable del Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U.
- 9. Un alto directivo o ejecutivo del Instituto Español** de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., o bien un miembro de sus departamentos es directivo, ejecutivo, asesor o miembro del Consejo de Administración del emisor y/o una de sus subsidiarias.
- 10. El Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U.,** actúa en calidad de corredor del Emisor por los honorarios anticipados correspondientes.
- 11. El contenido de este informe que incluye el** análisis financiero, proyecciones financieras, valoración, opinión y conclusiones del analista ha sido revisado por el emisor antes de su publicación.
- 12. El emisor ha realizado cambios en el** contenido del informe antes de su distribución.

Los Analistas de Inversiones que han elaborado el presente Análisis de Inversiones son empleados de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Dichos analistas han recibido (o recibirán) una remuneración en función de los beneficios generales de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Para obtener una copia del Código de Conducta de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. (para la Gestión de Conflictos de Interés en el departamento de Análisis), contacte por correo electrónico con secretaria@institutodeanalistas.com o consulte el contenido de este Código en <https://institutodeanalistas.com>.

IEAF Servicios de Análisis está remunerado por Bolsas y Mercados Españoles, S.A. para la redacción de este informe. Este informe debe considerarse solo un elemento más en la toma de decisiones de inversión.

Un informe emitido por IEAF Servicios de Análisis S.L.U.

Todos los derechos reservados. Queda prohibido su uso o distribución no autorizados. Este documento ha sido elaborado y distribuido, según lo establecido en la MiFID II, por IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Su actividad empresarial está regulada por la CNMV. La información y las opiniones expresadas en este documento no constituyen ni pretenden

constituir una oferta o la solicitud de una oferta para la compra o la venta de los valores referidos (es decir, los valores mencionados en el presente y los warrants, opciones, derechos o intereses relacionados con estos). La información y las opiniones contenidas en este documento están basadas en informaciones de carácter público y en fuentes consideradas fiables por IEAF Servicios de Análisis S.L.U., pero no se ofrece ninguna garantía en cuanto a su precisión o integridad. Todos los comentarios y las estimaciones facilitadas reflejan únicamente la opinión de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. y no ofrecen ninguna garantía implícita o explícita. Todas las opiniones expresadas están sujetas a cambio sin previo aviso. En el presente documento no se tienen en cuenta los objetivos de inversión concretos, el estado financiero, la actitud frente al riesgo ni otras cuestiones específicas de la persona que reciba este documento, de modo que ésta deberá aplicar su juicio al respecto. Ni el Instituto Español de Analistas Financieros ni su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., asumen responsabilidad alguna por las pérdidas directas o indirectas derivadas del uso de los análisis publicados, salvo en caso de conducta negligente por parte de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. La información contenida en este informe se aprueba para su distribución a clientes profesionales, contrapartes elegibles y asesores profesionales, no a clientes particulares o minoristas. Se prohíbe su reproducción, distribución o publicación para cualquier fin sin la autorización por escrito de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. El Instituto Español de Analistas Financieros y/o su filial IEAF Servicios de Análisis S.L.U., sus empleados y directivos, pueden tener una posición (larga o corta) en una inversión sabiendo que ese emisor será objeto de análisis y que ese análisis se distribuirá a inversores institucionales. Cualquier información adicional sobre el contenido de este informe se remitirá previa solicitud. IEAF Servicios de Análisis tiene como objetivo la publicación de (al menos) un informe o nota trimestral de actualización de la compañía analizada.

Estados Unidos. IEAF Servicios de Análisis S.L.U. no está inscrito en Estados Unidos y, por lo tanto, no está sujeto a la normativa de dicho país sobre la elaboración de análisis y la independencia de los analistas. Este informe se distribuirá únicamente a los principales inversores institucionales de EE.UU., con arreglo a la exención de inscripción estipulada por la Normativa 15a-6 de la Ley del Mercados de Valores de Estados Unidos de 1934, en su versión enmendada (la "Exchange Act") y en las interpretaciones de ésta realizadas por la Comisión de Valores de EE.UU. ("SEC").

Principales inversores institucionales de EE.UU. Este informe se distribuirá a los "Principales inversores institucionales de EE.UU." según la definición de la Normativa 15a-6 de la Comisión del Mercado de Valores de Estados Unidos y de la Ley del Mercado de Valores de EE.UU. de 1934.

Histórico de notas e informes

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
04-May-2024	n.a.	3,26	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2023	Enrique Andrés Abad, CFA
17-Ene-2024	n.a.	3,32	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones: A la baja	Enrique Andrés Abad, CFA
02-Nov-2023	n.a.	3,38	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2023	Enrique Andrés Abad, CFA
12-Jun-2023	n.a.	4,98	n.a.	n.a.	Small & Micro Caps (España)	David López Sánchez
02-May-2023	n.a.	5,40	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2022	David López Sánchez
07-Mar-2023	n.a.	5,30	n.a.	n.a.	Noticia importante	David López Sánchez
06-Sep-2022	n.a.	5,52	n.a.	n.a.	Avance de resultados 6m 2022	David López Sánchez
29-Jul-2022	n.a.	6,20	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	David López Sánchez

