



Universidad Internacional de La Rioja
Facultad de Empresa y Comunicación

Máster Universitario en Control de Gestión/ *Controlling*
**Análisis y Modelización Financiera de
Solaria**

Trabajo fin de estudio presentado por:	Miguel Ángel Casero Carpio
Tipo de trabajo:	Abierto
Individual/grupal	Individual
Director/a:	José Antonio Clemente Almendros
Fecha:	7 de julio de 2022

Resumen

El presente trabajo tiene como objetivo realizar un análisis financiero de Solaria, empresa dedicada a la generación de energía renovable, principalmente energía solar fotovoltaica. Para llevar a cabo este análisis, en un primer momento, con el objetivo de conocer el entorno donde opera la empresa, se ha realizado un análisis estratégico de la compañía. Posteriormente se ha llevado a cabo el análisis financiero de Solaria para el periodo 2019-2021. En la última parte, se ha procedido a modelizar los Estados Financieros de Solaria para el periodo 2022-2024 en función de una serie de hipótesis, para terminar aportando un plan de mejoras con el objetivo de ver su impacto en los Estados Financieros Previsionales de la empresa a través de la utilización del modelo financiero realizado.

Palabras clave: Solaria, Energía solar fotovoltaica, Análisis DAFO, Análisis Financiero, Modelización Financiera.

Abstract

The aim of this project is to conduct a financial analysis of Solaria, a company dedicated to the generation of renewable energy, mainly solar photovoltaic energy. To carry out this analysis, the first step has been to conduct a strategic analysis of the company in order to know the environment where it operates. Afterwards, a financial analysis of Solaria has been conducted for the period 2019-2021. The last part of this project has focused on modelling Solaria's Financial Statements based on a number of scenarios for the period 2022-2024. Lastly, an improvement plan has been provided with the aim of seeing its impact on Solaria's Provisional Financial Statements using the financial model performed.

Keywords: Solaria, Photovoltaic solar energy, SWOT analysis, Financial Analysis, Financial Modeling.

Índice de contenidos

1.	INTRODUCCIÓN	9
1.1.	Descripción y justificación	9
1.2.	Objetivos	10
2.	ANÁLISIS DE LA ORGANIZACIÓN	10
2.1.	Descripción de la empresa	11
2.1.1.	Descripción general	11
2.1.2.	Órganos de gobierno	11
2.1.3.	Revisión del informe de auditoría	13
2.2.	Análisis de situación interna de la empresa	13
2.2.1.	Modelo de negocio y ventaja competitiva	13
2.2.2.	Debilidades y fortalezas	14
2.3.	Análisis de la situación externa de la empresa	16
2.3.1.	Análisis del macroentorno (PESTEL)	16
2.3.2.	Análisis del microentorno (Porter)	18
2.3.3.	Amenazas y oportunidades	19
2.4.	Diagnóstico de la situación	22
2.4.1.	Análisis DAFO	22
2.4.2.	Conclusiones del diagnóstico de situación	23
3.	ANÁLISIS FINANCIERO	24
3.1.	Pérdidas y Ganancias	25
3.1.1.	Análisis Vertical	25
3.1.2.	Análisis Horizontal	27
3.2.	Balance de Situación	30
3.2.1.	Análisis Vertical	30

3.2.2.	Análisis Horizontal	32
3.3.	Estado de Flujos de Efectivo	34
3.4.	Análisis de ratios	37
3.4.1.	Liquidez.....	37
3.4.2.	Análisis del Fondo de Maniobra y las NOF	38
3.4.3.	Endeudamiento	40
3.4.4.	Rentabilidad.....	41
3.4.5.	Mercado.....	43
3.5.	Evaluación de las políticas de inversión y financiación	44
3.6.	Informe de diagnóstico	45
4.	ESTADOS FINANCIEROS PREVISIONALES	47
4.1.	Principales riesgos financieros.....	47
4.2.	Estados financieros previsionales. Situación de partida.	48
4.2.1.	Planteamiento de hipótesis.....	49
4.2.2.	Estados Financieros Previsionales	50
4.3.	Plan de Mejoras	52
4.4.	Estados Financieros Previsionales con Plan de Mejoras	55
5.	CONCLUSIONES.....	56
6.	LIMITACIONES.....	58
	Referencias bibliográficas.....	59
Anexo A.	Previsiones PIB Banco Central Europeo	62
Anexo B.	Previsiones PIB Banco Mundial	63
Anexo C.	Previsiones PIB Banco de España	64
Anexo D.	Solaria: Cuenta de Pérdidas y Ganancias	65
Anexo E.	Solaria: Balance de Situación.....	66

Anexo F.	Solaria: Estado de Flujos de Efectivo	67
Anexo G.	Iberdrola: Cuenta de Pérdidas y Ganancias.....	68
Anexo H.	Grenergy: Cuenta de Pérdidas y Ganancias	69
Anexo I.	EDP Renovables: Cuenta de Pérdidas y Ganancias	69
Anexo J.	Iberdrola: Balance de Situación	70
Anexo K.	Grenergy: Balance de Situación.....	71
Anexo L.	EDP Renovables: Balance de Situación.....	72
Anexo M.	Solaria: Porcentajes Verticales Cuenta de Pérdidas y Ganancias.....	73
Anexo N.	Solaria: Análisis Horizontal Cuenta de Pérdidas y Ganancias.....	74
Anexo O.	Solaria: Porcentajes Verticales Balance de Situación	75
Anexo P.	Solaria: Análisis Horizontal Balance de Situación	76
Anexo Q.	Ratios de Liquidez, Endeudamiento y Rentabilidad empresas 2019-2021	77
Anexo R.	Justificación de las hipótesis planteadas	78
Anexo S.	Estados Financieros Previsionales. Situación de Partida.....	84
Anexo T.	Estados Financieros Previsionales con Plan de Mejoras	86

Índice de figuras

Figura 1. Estructura del modelo de gobierno.....	12
Figura 2. Composición del Consejo de Administración	12
Figura 3. Inversión en Europa en energía para el objetivo en 2050 de cero emisiones	21
Figura 4. Parqué de generación del Escenario Objetivo en España (MW).....	22
Figura 5. Análisis Vertical Cuenta de Pérdidas y Ganancias Solaria (2019-2021)	26
Figura 6. Tasa de crecimiento Cuenta de Pérdidas y Ganancias (2019 - 2021)	28
Figura 7. Crecimiento Ventas (2019 - 2021).....	29
Figura 8. Crecimiento EBIT (2019 - 2021).....	29
Figura 9. Estructura del Balance de Situación de Solaria (2019 - 2021).....	30
Figura 10. Comparación de la estructura del Balance de Situación entre Solaria y el sector (2019 - 2021)	31
Figura 11. Análisis Horizontal del Balance de Solaria. Crecimiento principales masas patrimoniales (2019 - 2021)	32
Figura 12. Estado de Flujos de Efectivo de Solaria. Año 2019.....	35
Figura 13. Estado de Flujos de Efectivo de Solaria. Año 2020.....	36
Figura 14. Estado de Flujos de Efectivo de Solaria. Año 2021.....	36

Índice de tablas

Tabla 1. Ventas de Solaria por segmentos de países. Año 2021	15
Tabla 2. Análisis DAFO Solaria	23
Tabla 3. Márgenes sobre ventas de Solaria y empresas del sector (2019-2021).....	27
Tabla 4. Crecimiento de las principales masas patrimoniales de Solaria vs Sector (2019 - 2021)	34
Tabla 5. Ratios de Liquidez de Solaria vs Sector (2019 - 2021)	37
Tabla 6. Fondo de Maniobra Solaria (2019-2021).....	38
Tabla 7. Ratio Fondo de Maniobra Solaria vs Sector (2019 - 2021)	39
Tabla 8. Necesidades Operativas de Fondos de Solaria (2019-2021)	40
Tabla 9. Ratios de Endeudamiento Solaria vs Sector (2019 - 2021).....	40
Tabla 10. Rentabilidad Económica Solaria vs Sector (2019 - 2021)	41
Tabla 11. Rentabilidad Financiera Solaria vs Sector (2019 - 2021)	42
Tabla 12. PER Solaria y empresas del sector (31/12/2021)	43
Tabla 13. Hipótesis situación de partida	49
Tabla 14. Cuenta de Pérdidas y Ganancias Previsional de Solaria (Situación de partida)	50
Tabla 15. Balance de Situación Previsional de Solaria (Situación de partida).....	51
Tabla 16. Estado de Flujos de Efectivo Previsional de Solaria (Situación de partida).....	51
Tabla 17. Ratios Financieros Previsionales de Solaria (Situación de partida)	52
Tabla 18. Hipótesis Gastos Financieros (Plan de mejoras).....	53
Tabla 19. Hipótesis Crecimiento de ventas (Plan de mejoras).....	54
Tabla 20. Hipótesis Gastos de Personal (Plan de mejoras)	54
Tabla 21. Hipótesis Clientes y Proveedores (Plan de mejoras)	54
Tabla 22. Ratios Financieros Previsionales Solaria (Plan de mejoras).....	55

1. INTRODUCCIÓN

1.1.Descripción y justificación

En este trabajo se va a realizar un estudio desde el punto de vista económico financiero de la empresa Solaria. Esta empresa pertenece al sector de las energías renovables, sector que está teniendo un gran protagonismo en los últimos años y que se prevé que sea uno de los sectores en auge debido a la persecución por parte de los diferentes países de los Estados miembros de las Naciones Unidas del objetivo de Desarrollo Sostenible, que es uno de los objetivos establecidos en la Agenda 2030.

Este proyecto persigue analizar el estado de económico y financiero de una compañía del sector de las energías renovables, concretamente de la energía solar fotovoltaica. Vivimos en un entorno con un elevado grado de incertidumbre donde se están produciendo importantes cambios estructurales del modelo productivo, donde muchos de los sectores más tradicionales están siendo relegados o están cediendo protagonismo a otros sectores que ya se prevé que sean los que van a marcar el rumbo en los próximos años, como por ejemplo el tecnológico donde destaca la inteligencia artificial o el sector de las energías renovables.

En este contexto, sin duda el sector de la energía es uno de los sectores que va a sufrir una mayor transformación en el futuro más próximo debido a la contaminación que supone seguir utilizando la energía que proviene de los combustibles fósiles, con las consecuencias negativas que conlleva todo ello a largo plazo para la supervivencia del ser humano, por tanto, se puede estar hablando de un cambio o una transición que tarde o temprano tenía que llegar.

Es aquí donde entra en juego el desarrollo de las energías renovables para ir poco a poco sustituyendo a la energía actual predominante. Para el correcto desarrollo de las energías renovables y para llevar a cabo una transición exitosa a este tipo de energías se deberá favorecer el desarrollo de empresas que apuesten por crear las infraestructuras necesarias para generar la energía necesaria de manera que será muy importante que este tipo de empresas sean rentables y atraigan el interés de inversores para así obtener la financiación correspondiente para llevar a cabo sus proyectos.

1.2. Objetivos

El objetivo general es conocer el estado económico y financiero de la empresa Solaria en la actualidad y proponer una serie de mejoras para ver su impacto en los Estados Financieros de la compañía a través de la Modelización Financiera para el periodo 2022-2024.

En cuanto a los objetivos específicos, se establecen los siguientes:

- Realizar un análisis estratégico de Solaria tanto externo como interno a través de herramientas como el análisis DAFO para determinar la posición de Solaria en la actualidad respecto al entorno.
- Analizar los estados financieros de los últimos tres años (2019 - 2021) de Solaria con el objetivo de realizar varios tipos de análisis dentro del ámbito financiero (análisis vertical y horizontal, análisis de ratios financieros, análisis del Fondo de Maniobra y de las necesidades operativas de Fondos (NOF), análisis de riesgos...) para diagnosticar la salud financiera de la empresa.
- Modelizar los Estados Financieros Previsionales de Solaria para el periodo 2022-2024, con el objetivo de estimar la evolución que tendrá la compañía a futuro en base a las perspectivas económicas existentes.
- Plantear una serie de mejoras para Solaria y aplicarlas en el modelo financiero realizado para ver su impacto en los Estados Financieros Previsionales de la empresa en el periodo estimado 2022-2024.
- Comparar la valoración en el mercado de Solaria respecto a las empresas de su sector utilizando el método de los múltiplos (PER) para poder diagnosticar si se trata de una empresa sobrevalorada, infravalorada o con un valor acorde a su situación financiera y perspectivas futuras.

2. ANÁLISIS DE LA ORGANIZACIÓN

En este punto se va a presentar a Solaria ante el lector, para que pueda conocer de dónde viene esta empresa, cuál es su historia y a qué se dedica en la actualidad. Posteriormente se va a analizar el entorno de la empresa tanto desde un punto de vista interno utilizando el

análisis de las cinco fuerzas de Porter. como desde un punto de vista externo a través del análisis PESTEL, para concluir como resumen de todo ello con un análisis DAFO de la empresa.

2.1.Descripción de la empresa

2.1.1. Descripción general

Solaria Energía y Medioambiente, S.A (Solaria) se constituyó el 27 de noviembre de 2002. Se trata de una empresa que está especializada en la generación y venta de energía renovable solar fotovoltaica en Europa y América Latina a diferencia de sus competidores en el panorama español que suelen tener una mayor diversificación de venta de energías renovables (solar, eólica, térmica...) esto le hace diferenciarse del resto en este sentido.

En 2007 se produce su entrada en el parqué de la Bolsa de Madrid, empezando su andadura como empresa cotizada en España. Este hecho es importante para la empresa ya que supone ser la primera empresa del sector de la energía solar que empieza a cotizar en este mercado.

En un principio, además de dedicarse a la generación de energía solar, también se dedicaba a la fabricación de paneles solares. Sin embargo, esta área de negocio la dejó de llevar a cabo en el 2014 debido a un descenso de su actividad importante en línea de negocio, pasando a dedicarse principalmente a la generación y venta de energía solar (*Goig, 2014, párr. 2*) .

En el año 2020 podemos destacar dos noticias. Por un lado, la creación de una comisión de Ética, cumplimiento y ESG y, por otro lado, el debut de la empresa en el IBEX 35.

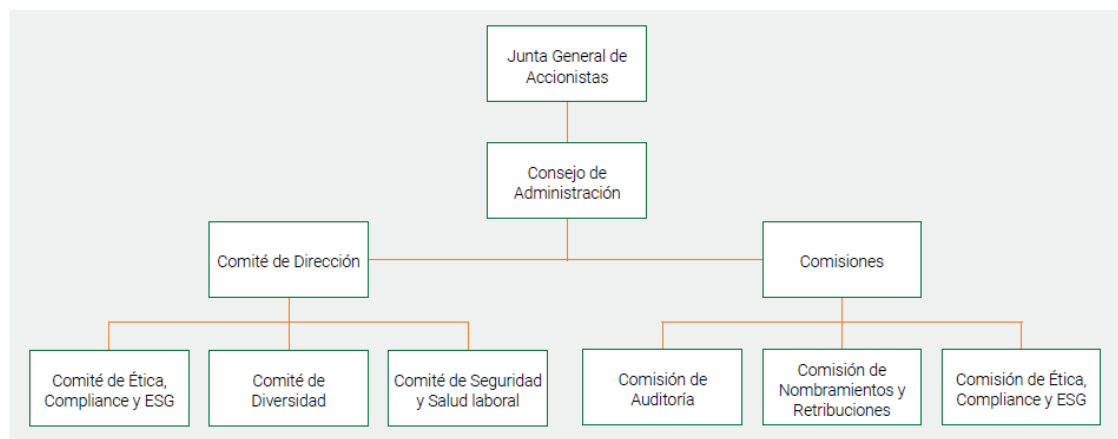
En la actualidad, en cuanto a la estrategia de la compañía, el plan de crecimiento de la empresa pasa por alcanzar los 18GW en el año 2030 para convertirse en el generador de energía solar líder en el sur de Europa. Hoy en día, cuenta con una cartera de proyectos de más de 14,2GW.

Actualmente, tal y como viene recogido en las Cuentas Anuales Consolidadas del año 2021, Solaria es la matriz de Grupo de 95 sociedades, las cuales están todas ellas participadas al 100%. El objeto social de cada una de estas sociedades es la explotación de las plantas solares fotovoltaicas.

2.1.2. Órganos de gobierno

Tal y como se muestra en la Memoria de Sostenibilidad redactado por Solaria, la estructura del modelo de gobierno de la empresa se puede ver en la siguiente imagen (*2022a, p. 55*):

Figura 1. Estructura del modelo de gobierno



Fuente: Informe de sostenibilidad 2021 Solaria

Por otro lado, siguiendo con la información mostrada por la Memoria de Sostenibilidad de Solaria, respecto al Consejo de Administración, en la siguiente imagen que se proyecta se puede ver por los miembros que está formado. Además de llevar a cabo la aprobación de la estrategia de la compañía, otra de sus funciones es ponerla en práctica y realizar el seguimiento oportuno para asegurarse de que se van cumpliendo los objetivos previamente definidos (2022b, p. 56).

Figura 2. Composición del Consejo de Administración

Consejo de Administración ¹³	Primer nombramiento	Naturaleza	Comisiones	Experiencia	Salario
D. Enrique Díaz-Tejeiro Gutiérrez	24/05/2007	Presidente del consejo (Dominical)			€ 150.000
D. José Arturo Díaz-Tejeiro Larrañaga	30/06/2021	Ejecutivo			€ 0*
D. Miguel Díaz-Tejeiro Larrañaga (Inversiones Miditel, S.L.U.)	21/12/2011	Ejecutivo			€ 75.000
D. Manuel Azpilicueta Ferrer	24/05/2007	Otro consejero externo	 Presidente		€ 75.000
D. Carlos Francisco Abad Rico	28/06/2019	Independiente	 Presidente		€ 75.000
Dña. Elena Pisonero Ruiz	26/06/2019	Independiente	 Presidente		€ 75.000
D. Alfonso López Iglesias	15/04/2014	Secretario no consejero			€ 75.000

Comisión de Auditoría
 Comisión de Ética, Compliance y ESG
 Comisión de nombramientos y retribuciones

Energía/Solar FV
 Ingeniería
 Finanzas
 Legal

* Desde junio de 2020. No percibe remuneración ni por el cargo de CEO ni por ser representante de un miembro del Consejo.

Fuente: Informe de sostenibilidad 2021 Solaria

2.1.3. Revisión del informe de auditoría

El informe de auditoría de las cuentas anuales consolidadas para el ejercicio correspondiente al año 2021 ha sido realizado por la empresa de auditoría Ernst & Young, S.L.

Las cuentas anuales consolidadas del grupo Solaria Energía y Medioambiente, S.A y sus sociedades dependientes están comprendidas por los siguientes estados financieros a fecha de cierre del ejercicio correspondiente al año 2021: el Balance de Situación, la cuenta de resultados, el Estado de Flujos de Efectivo, el estado de cambios en el Patrimonio Neto y la memoria.

Según la empresa auditora, de acuerdo con las Normas Internacionales de Información Financiera adoptadas por la Unión Europea (NIIF-UE), las cuentas anuales consolidadas que se reflejan en el informe expresan la imagen fiel del patrimonio y de la situación financiera del Grupo Solaria a fecha 31 de diciembre de 2021.

Además, resaltan su independencia respecto a la empresa mencionando que no han prestado ningún otro tipo de servicio que no sea el de auditoría ni se ha producido ninguna otra situación que haya afectado o comprometido la independencia, de acuerdo con lo establecido en la normativa reguladora.

2.2. Análisis de situación interna de la empresa

En esta parte del trabajo se analizará la situación interna de la empresa. Para ello, en un primer momento se abordará cual es el modelo de negocio de la empresa para conocer a qué se dedica o en qué basa su actividad operativa la empresa.

Una vez se haya descrito el modelo de negocio de la compañía, se analizará de donde obtiene Solaria su ventaja competitiva.

2.2.1. Modelo de negocio y ventaja competitiva

Respecto al modelo de negocio de Solaria, aunque desde sus comienzos una línea de negocio era la fabricación de paneles solares (dejó de fabricar paneles en 2014), actualmente su objeto social, tal y como se recoge en la página 7 de las Cuentas Anuales Consolidadas del año 2021 de Solaria, consiste en:

- *“Instalación y reparación de instalaciones de energía solar, térmica y fotovoltaica, energía eólica y cualquier otro tipo de energía renovable.*

- *Instalación y reparación de fontanería, gas, electricidad, frío, calor y acondicionamiento de aire.*
- *Realización y ejecución de proyectos técnicos de los apartados anteriores.*
- *Prestación de servicios de mantenimiento y conservación de las obras efectuadas ya sea por la propia sociedad o por terceros.*
- *Fabricación de módulos, células y componentes de energía solar, térmica y fotovoltaica, energía eólica y otras energías renovables.”*

Si bien, la empresa basa su actividad principalmente en la generación y venta de energía renovable a través de la construcción y explotación de plantas solares fotovoltaicas.

En cuanto al concepto de ventaja competitiva, según nos describe Porter, tiene su origen en cada una de las actividades o procesos de la empresa que se ejecutan desde las fases iniciales de diseño o creación del producto hasta la venta de éste al cliente final, con todas las fases intermedias que ello conlleva como por ejemplo la fabricación o comercialización. Por ello, la ventaja competitiva no puede entenderse examinando la empresa de manera global o en su conjunto, sino que hay que analizar cada una de las actividades que tienen lugar en el proceso productivo. Una empresa que logra realizar mejor o con menor coste estas actividades o procesos respecto de sus competidores, tendrá ventaja competitiva. (2014, p. 105)

En cuanto a Solaria, según se desprende del Informe de Sostenibilidad del año 2021, obtiene su ventaja competitiva en cuanto a tiempos y costes gracias a los siguientes factores principalmente:

- Alto grado de especialización en su operativa ya que desde sus inicios únicamente se ha dedicado a la energía solar fotovoltaica.
- Su tamaño mediano y largo recorrido le permite ser ágil a la hora de negociar con los propietarios de terrenos, proveedores y administraciones locales.
- Optimización del coste de financiación de los proyectos a través de la modalidad de financiación Project Finance.

2.2.2. Debilidades y fortalezas

En este apartado se van a analizar los factores internos que tienen un impacto negativo (debilidades) o un impacto positivo (fortalezas) en la evolución del negocio o posición competitiva de Solaria.

Debilidades:

- Poca diversificación en sus ventas por países. Según vemos en la siguiente tabla, en el año 2021, más del 80% de las ventas de Solaria fueron en España. Esto quiere decir que la empresa está muy expuesta a España y a la evolución económica de este.

Tabla 1. Ventas de Solaria por segmentos de países. Año 2021

Ventas	Año 2021	% Peso
España	80.101,00 €	84%
Italia	9.440,00 €	10%
LATAM	2.590,00 €	3%
Portugal y Grecia	247,00 €	0%
Corporativo	2.692,00 €	3%
Total Consolidado	95.070,00 €	100%

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales consolidadas de Solaria

- El objetivo a largo plazo presentado por Solaria en su estrategia (alcanzar los 18GW instalados para el año 2030) puede parecer demasiado optimista de cara a los inversores ya que tanto en el año 2019 como en el 2020 la empresa no ha cumplido sus promesas de capacidad instalada con la repercusión negativa que ello puede conllevar de cara a los inversores (Raffin, 2021, párr. 14).

Fortalezas:

- El alto grado de especialización en el sector de la energía solar fotovoltaica. Desde sus inicios, tal y como se ha explicado en puntos anteriores de este trabajo, Solaria ha centrado su actividad en este tipo de energía por lo que el conocimiento de la empresa en este ámbito es muy extenso lo que le da una ventaja competitiva sobre otros competidores en el sector.
- El tamaño mediano de la empresa, tal y como se menciona en el informe de sostenibilidad del año 2021, permite a la empresa ser ágil en la negociación con los propietarios de los terrenos y las administraciones locales como ya se mencionó anteriormente en el apartado de ventaja competitiva.
- La utilización de la modalidad de financiación de proyectos de explotación de plantas solares fotovoltaicas a través de Project Finance. Esta modalidad se utiliza cuando el tamaño del proyecto es de grandes dimensiones en proporción al tamaño de la compañía de tal forma que permite aislar a los demás activos de los riesgos asociados a ese proyecto. Al tratarse de proyectos de grandes dimensiones, el coste de financiación suele ser menor

al que podrían obtener a través de otras formas de financiación más tradicionales (Julián & Mascareñas, 2014, p. 3-4).

- Aumento de los contratos de compraventa de energía a largo plazo, conocido como PPAs. Esto es beneficioso para la empresa ya que se asegura la venta de energía por un periodo de tiempo que suele ser de 10 a 25 años a un precio acordado entre Solaria y el consumidor final, lo que genera flujos de efectivo recurrentes durante el periodo que dura el contrato (Ruiz, 2022, párr. 6). Por otro lado, también hay que tener en cuenta que a cambio el precio de la energía suele ser inferior.

2.3. Análisis de la situación externa de la empresa

En este apartado se va a analizar todos aquellos factores del entorno que pueden afectar a la operativa de la empresa en el corto, medio y largo plazo a través del análisis PESTEL, las cinco fuerzas de Porter y las amenazas y oportunidades dentro del análisis DAFO.

2.3.1. Análisis del macroentorno (PESTEL)

Con el análisis Pestel se va a analizar los factores que pueden provocar un impacto positivo o negativo en Solaria desde los siguientes puntos de vista: político, económico, social, tecnológico, ecológico y legal.

Político:

En cuanto al factor político, la empresa puede ver afectados sus resultados dependiendo de quien llegue a gobernar en los países donde desarrolle su actividad, ya que pueden dar mayor o menor facilidad a la hora de adjudicar proyectos a la empresa. Por otro lado, de igual manera los impuestos que establezca un gobierno u otro a este tipo de empresas pueden afectar su actividad y sus resultados.

Económico:

Si bien las perspectivas macroeconómicas para los años venideros no son del todo buenas a causa de la alta inflación que sufre la sociedad en la actualidad, lo cierto es que el sector de las energías renovables es de los que mejores perspectivas tiene debido a la decisión de los países de llevar a cabo la transición energética y para el cumplimiento de los objetivos de la agenda 2030.

Social:

Una ventaja de que cada vez haya más generación de energía solar fotovoltaica es que la factura de la luz tenderá a bajar su precio para los consumidores finales ya que se trata de una energía más barata que otros tipos de energía (Segarra, 2021, párr. 6), lo que hace que a nivel social hay una buena predisposición hacia este tipo de energías.

Tecnológico:

El futuro de esta industria pasa por la digitalización como en la mayoría de los demás sectores en los tiempos actuales con el objetivo de optimizar sus procesos.

Además, según un artículo publicado por el Instituto de Ingeniería del conocimiento, cada vez más empresas se están aprovechando del Big Data y la Inteligencia Artificial para llevar a cabo de la mejor forma posible esta transformación hacia las energías renovables, lo que se denomina la transición energética (2021, párr. 4). Todos estos factores mencionados anteriormente pueden tener impactos sobre el sector de la energía de la solar desde un punto de vista tecnológico.

Ecológico:

Hay que tener en cuenta las desventajas o impactos medioambientales negativos que tiene el sector solar fotovoltaico y que pueden afectar a la actividad de Solaria. Hay materiales como el cadmio y el plomo que se utilizan en la fabricación de los paneles solares y son considerados altamente tóxicos para el ser humano y el medio ambiente. Si bien Solaria no se dedica actualmente a la fabricación de los paneles fotovoltaicos, no dejan de ser sus inputs y por tanto también le afecta esta circunstancia.

Igualmente, finalizada la vida útil del panel solar, puede haber algunas sustancias cuya degradación puede ser tóxica y corrosiva de tal forma que degenere el panel hasta el punto de que su reciclaje no sea aceptable. (Cespedes et al., 2020, p. 75)

Legal:

Cualquier cambio regulatorio que se produzca puede afectar a la actividad de Solaria y sobre todo a sus futuros proyectos lo que puede provocar cambios positivos o negativos en el cumplimiento de su plan estratégico, por tanto, se puede decir que es un aspecto muy importante que afecta el entorno del sector de las energías renovables.

2.3.2. Análisis del microentorno (Porter)

En este apartado se va a analizar el microentorno de Solaria desde el punto de vista del modelo de las 5 fuerzas de Porter. Este modelo fue desarrollado por Michael E. Porter en su obra *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*. Su principal utilidad es que permite a los directivos de las empresas tomar decisiones estratégicas para intentar obtener una ventaja competitiva a través del estudio de cómo actúa la competencia, los clientes y los proveedores y qué tendencias están surgiendo dentro de la industria en la que se encuentra la empresa (Michaux & Cadiat, 2016, p. 11).

A continuación, se va a mencionar cada una de las 5 fuerzas de Porter y su influencia en la industria en la que opera Solaria.

Poder de negociación de los clientes

Parte de la energía que genera Solaria a través de sus plantas solares fotovoltaicas es vendida al mercado mayorista de energía, el cual establece a diario un precio de mercado. Los resultados de la empresa están condicionados por tanto a las fluctuaciones del precio de la energía en este mercado. Actualmente, este precio recoge las aportaciones de energías que provienen de ciclos combinados o del gas, lo que conlleva a que el precio de la energía sea superior ya que se fija el precio de la energía más cara, beneficiándose de ello las energías renovables cuyos costes son más bajos. Cuando toda la aportación de la energía requerida para satisfacer la demanda del mercado provenga de fuentes renovables, el precio irá a la baja, lo que podría suponer unos menores beneficios para Solaria.

La otra vía o tipo de cliente de Solaria es la venta de energía solar fotovoltaica a través de PPAs directamente con el consumidor final. Hay que recordar que en esta modalidad se fija un precio fijo de venta de la energía durante los años que dure el contrato. El poder de los clientes que establecen PPAs con la empresa es grande ya que se trata de un mercado donde hay bastante competencia.

Poder de negociación de los proveedores

Hay que mencionar que Solaria dejó de fabricar paneles solares en 2014 dado que no le era viable competir con empresas chinas que lo hacían más barato ya que contaban con una mejor tecnología y una mano de obra más barata. Desde entonces, la empresa compra el material

que necesita a este tipo de empresas, lo que le supone un ahorro de costes en la adquisición de materiales.

Amenaza de productos sustitutos

La energía solar fotovoltaica es un tipo de energía renovable que actualmente está en expansión. Únicamente se podría ver amenazada debido a que la explotación de otro tipo de energías renovables fuera bastante más competitiva en todos los ámbitos que lo que supone generar energía solar fotovoltaica. Hoy en día este tipo de energía se encuentra bien posicionada de cara al futuro en países como España que hay abundante sol.

Amenaza de los nuevos entrantes

Esta amenaza se refiere a los nuevos competidores que pueden aparecer en el sector. En cuanto a la generación y venta de energía al mercado mayorista de energía, hay grandes barreras de entrada ya que se necesita tener grandes plantaciones solares fotovoltaicas y para ello se necesita una gran financiación, al alcance únicamente de empresas grandes, sólidas y con cierto bagaje en el sector.

Rivalidad entre competidores

Dada la importancia que van a tener las energías renovables en los próximos años, como ya se ha comentado, y dada la fuerte inversión que se va a producir proveniente tanto de fondos europeos como de otro tipo de inversores, es de prever que al final de la década la competitividad sea bastante mayor.

Según Fernando Pastor, en su artículo publicado en el diario La Información, el escenario que se plantea para el año 2030 en el sector de las renovables en España es que vayan a liderar empresas eléctricas como Iberdrola, Endesa, Acciona, EDP y Viesgo. Por otro lado, se encontrarían petroleras como Repsol, Cepsa, Galp, Shell o BNP que tienen un reto por delante para reconvertir su negocio hacia las energías renovables (2021, párr. 6)

2.3.3. Amenazas y oportunidades

A continuación, se van a analizar los factores externos o debidos al entorno que pueden tener un impacto negativo (amenazas) o positivo (oportunidades) en la compañía tanto en la actualidad como en los próximos años.

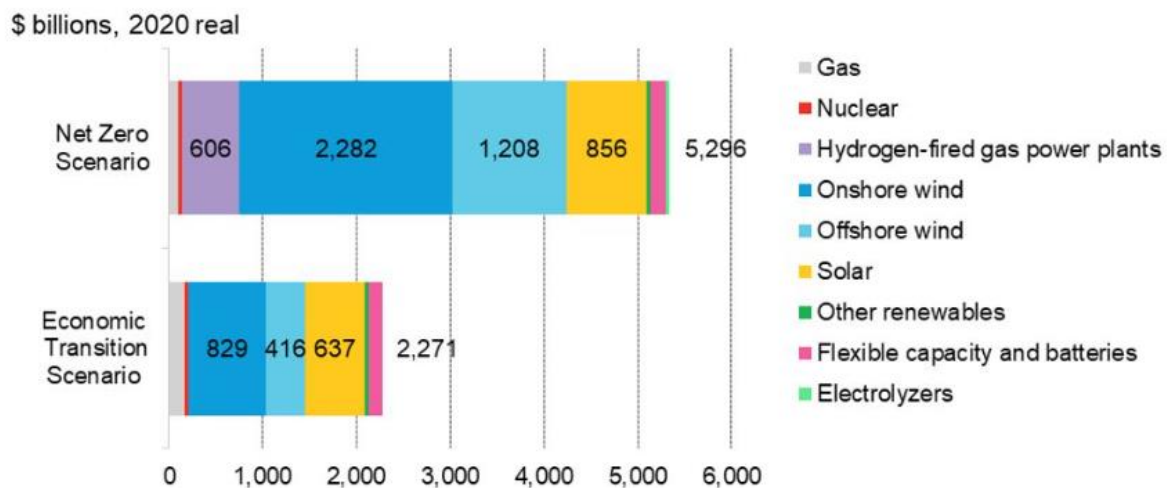
Amenazas:

En los próximos años, según las previsiones de organismos como el Banco Central Europeo, el Banco Mundial y el Banco de España que se encuentran reflejadas en la parte de Anexos (Anexo A, Anexo B y Anexo C) se prevé que haya una desaceleración en el crecimiento del PIB debido principalmente a los siguientes factores:

- La pandemia sufrida a raíz del Covid 19. La paralización repentina de la actividad productiva ha provocado que se produzcan interrupciones en las cadenas de suministro generando cuellos de botella y una escasez de oferta que se ha visto reflejada en una subida de precios generalizada ya que esto ha provocado desequilibrios entre la oferta y la demanda.
- Guerra de Rusia con Ucrania. Este conflicto ha impactado en el precio de la energía (gas y petróleo) y en el precio de ciertas materias primas a nivel mundial. Todo ello ha provocado que la inflación ya existente se intensifique alcanzando cotas en algunos países como España del 8% en el año 2022. Además, este conflicto está provocando tensiones geopolíticas entre diferentes potencias mundiales como Estados Unidos, Rusia, China o Europa lo que puede perjudicar al proceso de globalización y como consecuencia se puede producir un deterioro del comercio internacional.
- Endurecimiento de la política monetaria. A raíz de una inflación descontrolada a nivel mundial de forma generalizada, por lo comentado en los puntos anteriores y sumado a que en los últimos años se ha aplicado una política monetaria ultra expansiva por parte de bancos centrales como por ejemplo el Banco Central Europeo (BCE) y la Reserva Federal de Estados Unidos (FED). Como consecuencia de todo ello, los bancos centrales están empezando a endurecer su política monetaria y en consecuencia están empezando a subir las tasas de interés para intentar controlar las altas tasas de inflación. Un aumento de tasas puede actuar de “freno” para la actividad económica. Las consecuencias que puede sufrir Solaria debido a los factores comentados anteriormente es que los gastos financieros suban a causa de un encarecimiento de la financiación de sus proyectos, sus costes de producción aumenten debido a la inflación lo que puede impactar en sus márgenes y sobre todo que haya una disminución de la inversión en materia de energías renovables debido a un mal ciclo económico.

- Por otro lado, el sector de la energía solar fotovoltaica es un mercado en expansión con un fuerte potencial de inversión en los próximos años como se puede ver en la siguiente imagen, que seguramente vaya a atraer a nuevos competidores lo que puede perjudicar la posición competitiva de Solaria.

Figura 3. Inversión en Europa en energía para el objetivo en 2050 de cero emisiones



Fuente: Bloomberg NEF: <https://about.bnef.com/blog/europes-path-to-clean-energy-a-5-3-trillion-investment-opportunity/>

- Endurecimiento legal al desarrollo de proyectos renovables en cuanto a impacto medioambiental y la burocratización de todo el proceso de instalación de la planta solar fotovoltaica con las administraciones locales pueden constituir una amenaza para cumplir con las expectativas de capacidad instalada de cara a su estrategia.

Oportunidades:

- Como se puede ver en la siguiente imagen, la previsión de cara a cumplir los objetivos de la agenda de 2030 hace que la expansión en energía solar fotovoltaica sea muy extensa, estimándose que sea la segunda mayor generadora de energía para ese año. Esto hace que este tipo de energía sea fomentada por el Gobierno de España bajo las directrices europeas lo que conlleva un entorno legal más favorable para su expansión como se puede apreciar en la siguiente imagen.

Figura 4. Parqué de generación del Escenario Objetivo en España (MW)

Parque de generación del Escenario Objetivo (MW)				
Año	2015	2020	2025	2030
Eólica	22.925	27.968	40.258	50.258
Solar fotovoltaica	4.854	8.409	23.404	36.882
Solar termoelectrica	2.300	2.303	4.803	7.303
Hidráulica	14.104	14.109	14.359	14.609
Bombeo Mixto	2.687	2.687	2.687	2.687
Bombeo Puro	3.337	3.337	4.212	6.837
Biogás	223	235	235	235
Geotérmica	0	0	15	30
Energías del mar	0	0	25	50
Biomasa	677	877	1.077	1.677
Carbón	11.311	10.524	4.532	0-1.300
Ciclo combinado	27.531	27.146	27.146	27.146
Cogeneración carbón	44	44	0	0
Cogeneración gas	4.055	4.001	3.373	3.000
Cogeneración productos petrolíferos	585	570	400	230
Fuel/Gas	2.790	2.790	2.441	2.093
Cogeneración renovable	535	491	491	491
Cogeneración con residuos	30	28	28	24
Residuos sólidos urbanos	234	234	234	234
Nuclear	7.399	7.399	7.399	3.181
Total	105.621	113.151	137.117	156.965

Fuente: PNIEC

- Al igual que se ha mencionado como una amenaza las perspectivas macroeconómicas, hay que destacar que la aparición del conflicto entre Rusia y Ucrania puede intensificar la inversión en energías renovables en Europa para no depender del petróleo y del gas ruso lo que significa una mayor inversión en energías renovables en Europa.

2.4. Diagnóstico de la situación

Una vez realizado el análisis del entorno de Solaria en los puntos anteriores, a continuación, se va a realizar el Análisis DAFO con el objetivo de tener de forma ordenada y resumida todo el análisis anteriormente realizado.

2.4.1. Análisis DAFO

El análisis DAFO viene de las siglas *Debilidades, Amenazas, Fortalezas y Oportunidades*, todos ellos conceptos que se han analizado en los puntos anteriores. Las características de un análisis DAFO es que por un lado permite distinguir los factores internos y externos (del

entorno) que afectan a la empresa y por otro lado los clasifica en función de si tienen un impacto positivo o negativo para la empresa (Speth, 2016, p.12).

Tabla 2. Análisis DAFO Solaria

DEBILIDADES	FORTALEZAS
<ul style="list-style-type: none"> ✓ Poca diversificación por países, más del 80% de sus ventas son en España. ✓ Promesas de capacidad instalada no cumplidas en años anteriores que puede hacer dudar a potenciales inversores del cumplimiento de sus objetivos estratégicos en cuanto a capacidad a instalar. 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Alto grado de especialización en el sector de la energía solar fotovoltaica. ✓ El tamaño mediano de la empresa permite ser ágil en la negociación. ✓ Acceso a la financiación por proyectos (Project Finance). ✓ Aumento de los contratos de compraventa de energía a largo plazo (PPA).
AMENAZAS	OPORTUNIDADES
<ul style="list-style-type: none"> ✓ Endurecimiento de la política monetaria del BCE puede hacer más costosa la financiación. ✓ Mayor competitividad y más competidores en los próximos años. ✓ Marco regulatorio más estricto para la aprobación de los proyectos. ✓ Riesgo de precio de la energía a la baja cuando no se dependa de energías costosas como el gas que marcan el precio actualmente. 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Potencial de crecimiento del sector. ✓ Fomento de las energías renovables por parte del sector público. ✓ El conflicto entre Rusia y Ucrania puede acelerar el proceso de transición energética en favor de las energías renovables.

Fuente: Elaboración propia

2.4.2. Conclusiones del diagnóstico de situación

Desde mi punto de vista, si bien es cierto que las perspectivas en cuanto a potencial en los próximos años del sector de las energías renovables y más concretamente de la energía solar fotovoltaica son buenas, hay que tener en cuenta que paralelamente surgirá una fuerte competencia en el sector que puede dificultar o frenar el crecimiento de Solaria.

Por otro lado, es importante señalar que la alta inflación experimentada en la actualidad seguramente hará que los bancos centrales endurezcan su política monetaria para contenerla, tanto reduciendo su Balance como subiendo los tipos de interés. Esto puede ocasionar que

haya más dificultades para conseguir financiación de los proyectos y que esta financiación sea más costosa conllevando un aumento de los gastos financieros.

La dependencia de Solaria de España, donde basa más del 80% de su producción, creo que la hace estar muy expuesta a un solo país, que además está muy expuesto al ciclo económico.

Por último, el aumento de los contratos de compraventa de energía a largo plazo (PPA) en los últimos años considero que es positivo para Solaria y podría ser una buena línea de negocio debido a la certidumbre en los flujos recibidos y condiciones durante el tiempo que abarca el contrato. Aunque por otro lado no hay que olvidar que el precio de venta de la energía en estos casos será bastante inferior al precio que Solaria ha vendido su energía en el precio mayorista, lo que disminuirá su rentabilidad.

3. ANÁLISIS FINANCIERO

“El análisis financiero es un diagnóstico integral que implica comparar el desempeño de la empresa con el de otras compañías dentro de la misma industria y evaluar las tendencias de la posición financiera de la empresa conforme transcurre el tiempo, de esta manera se pueden detectar deficiencias para emprender acciones, y así mejorar el desempeño; también, se aprovecharán mejor los atributos de la compañía para que finalmente se incremente su valor” (Lavallo Burguete, 2017, p. 8).

En este trabajo en un primer lugar se realizará un Análisis Vertical y Horizontal de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias (Anexo D), del Balance de Situación (Anexo E) y el Estado de Flujos de Efectivo (Anexo F) de Solaria para el periodo 2019-2021. Además, se hará una comparación con los datos que se van a extraer de empresas del sector de la energía renovable como Iberdrola, Grenergy y EDP Renovables (EDPR), que serán las que se utilizarán como referencia de comparación durante todo el análisis financiero. El detalle de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias de Iberdrola puede consultarse en el Anexo G, de Grenergy en el Anexo H y de EDPR en el Anexo I. Por otro lado, el Balance de Situación de Iberdrola puede consultarse en el Anexo J, de Grenergy en el Anexo K y de EDPR en el Anexo L.

Posteriormente se va a realizar un análisis de ratios financieros para estudiar la posición de liquidez, endeudamiento y rentabilidad de Solaria respecto al sector. Además, para tener una

visión de su valor en el mercado se calculará el PER de Solaria y, de la misma manera, se comparará con los valores de su sector para tener una idea de la cotización de Solaria en el último año.

Por último, se comentarán las políticas de inversión y de financiación de la compañía para terminar redactando un diagnóstico del análisis financiero en su conjunto realizado.

3.1. Pérdidas y Ganancias

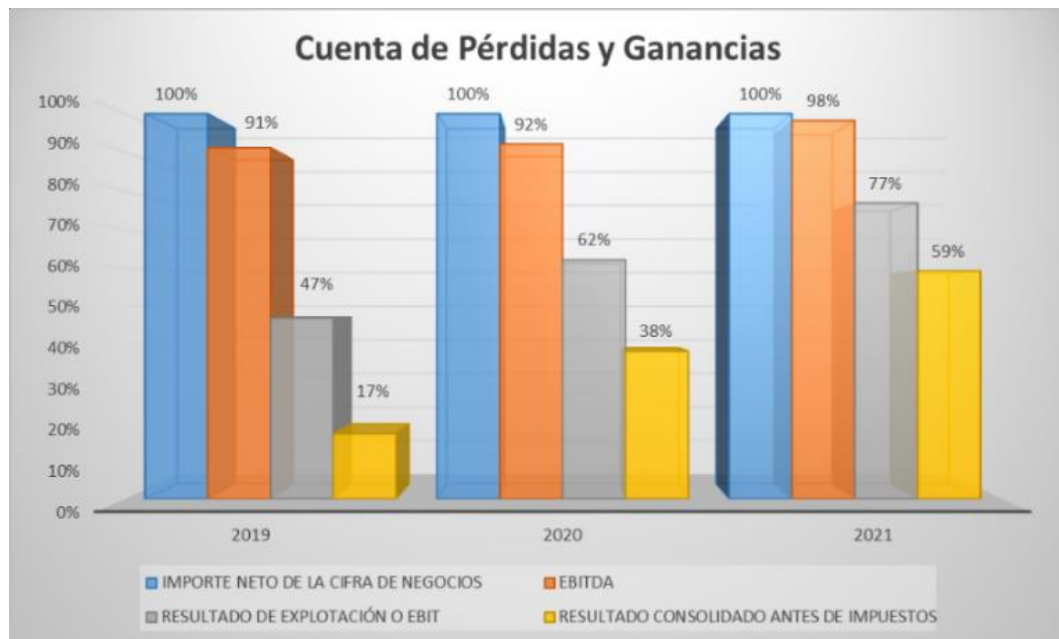
A continuación, se va a realizar el Análisis Vertical y Horizontal de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias de Solaria durante el periodo 2019-2021, cuyos datos se pueden consultar en el Anexo M.

3.1.1. Análisis Vertical

El objetivo de este análisis es ver el peso que tiene cada partida de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias sobre el total de las ventas de su correspondiente ejercicio con el fin de realizar un estudio sobre los distintos márgenes de la empresa.

En el siguiente gráfico se puede ver representado de manera gráfica el margen del EBITDA (Resultado Bruto de Explotación), EBIT (Resultado Neto de Explotación) y el Resultado Antes de Impuestos respecto al Importe Neto de la Cifra de Negocios. Debido a la existencia de Impuestos Diferidos de ejercicios anteriores, se ha considerado que el Resultado Antes de Impuestos refleja un mejor análisis de la operativa de la empresa que el Resultado Después de Impuestos o Beneficio Neto.

Figura 5. Análisis Vertical Cuenta de Pérdidas y Ganancias Solaria (2019-2021)



Fuente: Elaboración propia

Como se puede ver en el gráfico anterior, el margen del EBITDA representa más de un 90% para los tres ejercicios analizados sobre el Importe Neto de la Cifra de Negocios por lo que se trata de un negocio con unos gastos operativos muy bajos con relación a las ventas.

En cuanto al EBIT, la disminución del margen es debido fundamentalmente a las amortizaciones, sobre todo en el año 2019 que representa un 47% sobre las ventas. También se puede observar como este margen aumenta, llegando al 77% en 2021, debido a que el gasto en amortizaciones crece a un ritmo inferior a las ventas.

El Resultado Antes de Impuestos pasa de representar un 17% sobre las ventas en 2019 a un 59% en 2021. Este aumento de margen es debido a que los gastos financieros crecen en menor medida a las ventas.

Por otro lado, en cuanto a la competencia de Solaria en el marco del Análisis Vertical de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias, se ha elaborado la siguiente tabla donde se pueden observar los márgenes de las empresas del sector mencionadas en este trabajo.

Tabla 3. Márgenes sobre ventas de Solaria y empresas del sector (2019-2021).

ANÁLISIS VERTICAL					
2019	SOLARIA	IBERDROLA	EDPR	GREENERGY	PROMEDIO
VENTAS	100%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
EBITDA	↑ 91%	↓ 27,73%	↑ 90,55%	↓ 13,36%	43,88%
EBIT	↗ 47%	↓ 16,13%	↑ 58,04%	↓ 24,23%	32,80%
Bº ANTES DE IMP	↓ 17%	↓ 13,16%	↑ 38,88%	↘ 19,50%	23,85%
Bº NETO	↑ 69%	↓ 10,65%	↗ 34,14%	↓ 15,82%	20,20%
2020	SOLARIA	IBERDROLA	EDPR	GREENERGY	PROMEDIO
VENTAS	100%	100%	100%	100%	100,00%
EBITDA	↑ 92%	↓ 30,29%	↑ 95,61%	↓ 32,52%	52,80%
EBIT	↑ 62%	↓ 16,79%	↑ 60,90%	↘ 31,57%	36,42%
Bº ANTES DE IMP	↗ 38%	↓ 15,25%	↑ 44,43%	↘ 21,12%	26,93%
Bº NETO	↑ 57%	↓ 11,98%	↗ 39,45%	↓ 20,59%	24,01%
2021	SOLARIA	IBERDROLA	EDPR	GREENERGY	PROMEDIO
VENTAS	100%	100%	100%	100%	100,00%
EBITDA	↑ 98%	↓ 30,69%	↑ 100,14%	↘ 50,19%	60,34%
EBIT	↑ 77%	↓ 18,77%	↑ 65,50%	↘ 39,25%	41,17%
Bº ANTES DE IMP	↑ 59%	↓ 16,11%	↑ 51,35%	↓ 21,97%	29,81%
Bº NETO	↑ 51%	↓ 11,22%	↑ 46,06%	↘ 19,41%	25,56%

Fuente: Elaboración propia ¹

En esta tabla podemos ver de forma visual cómo Solaria es una de las empresas de las mencionadas que tiene unos márgenes más altos del sector junto con EDPR. Para los tres años estudiados, Solaria presenta unos márgenes superiores al promedio del sector y, además, se puede ver como el peso del Beneficio Antes de Impuestos tiene una evolución positiva en el periodo 2019-2021, aumentando el diferencial con el paso del tiempo respecto al promedio del sector (pasa del 17% contra el 24% del sector en el 2019 a tener un peso del 59% contra el 30% del sector en el 2021).

3.1.2. Análisis Horizontal

En este apartado se va a realizar el Análisis Horizontal de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias. Se trata de ver la evolución de cada partida de este estado financiero respecto al año anterior, experimentando crecimiento aquellas partidas que tengan un valor superior a 100 y viceversa.

¹ Las flechas de color verde destacan a las empresas con un mayor margen dentro de la partida correspondiente. La flecha de color naranja significa que la empresa tiene una posición intermedia en comparación con las demás en cuanto al margen sobre las ventas que corresponda. La flecha de color rojo destaca a la/s empresas que tienen un menor margen sobre las ventas.

En el Anexo N se puede ver el correspondiente crecimiento de cada partida para los años 2020 y 2021 de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias.

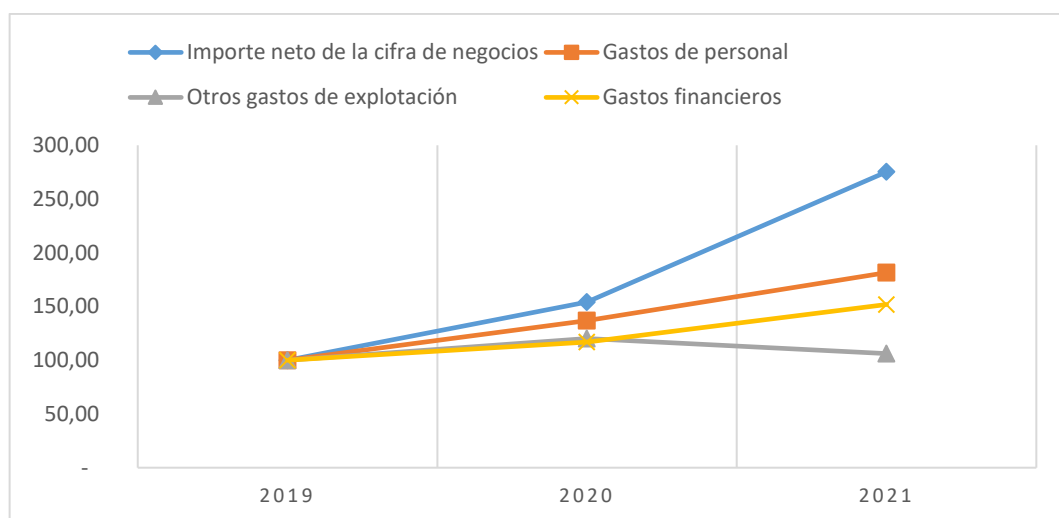
A continuación, se va a analizar la evolución respecto al año anterior de aquellas partidas que por su mayor peso en la Cuenta de Pérdidas y Ganancias pueden ser relevantes para su análisis.

En primer lugar, conviene destacar el gran crecimiento que han tenido las ventas en el año 2020 (54%) y 2021 (78%) debido al aumento de la producción y venta de energía.

Respecto a los Gastos de Personal, el crecimiento que tienen es del 37% en el año 2020 y del 33% en el 2021 lo que quiere decir que han crecido a un ritmo bastante inferior que los Ingresos y, por tanto, la empresa ha ganado en productividad en este sentido, lo que supone un aumento del Margen de Explotación como se ha podido comprobar en el anterior apartado de Análisis Vertical.

En el siguiente gráfico se puede observar cómo al ser superior el crecimiento del Importe de la Cifra de Negocio en los años 2020 y 2021 respecto a los Gastos de Personal, Otros Gastos de Explotación y a los Gastos Financieros, el diferencial entre los Ingresos y estos gastos va aumentando cada vez más en este periodo si consideramos el año 2019 como base 100. Debido a esto se produce el aumento de los márgenes de la empresa que se ha comentado en el anterior apartado:

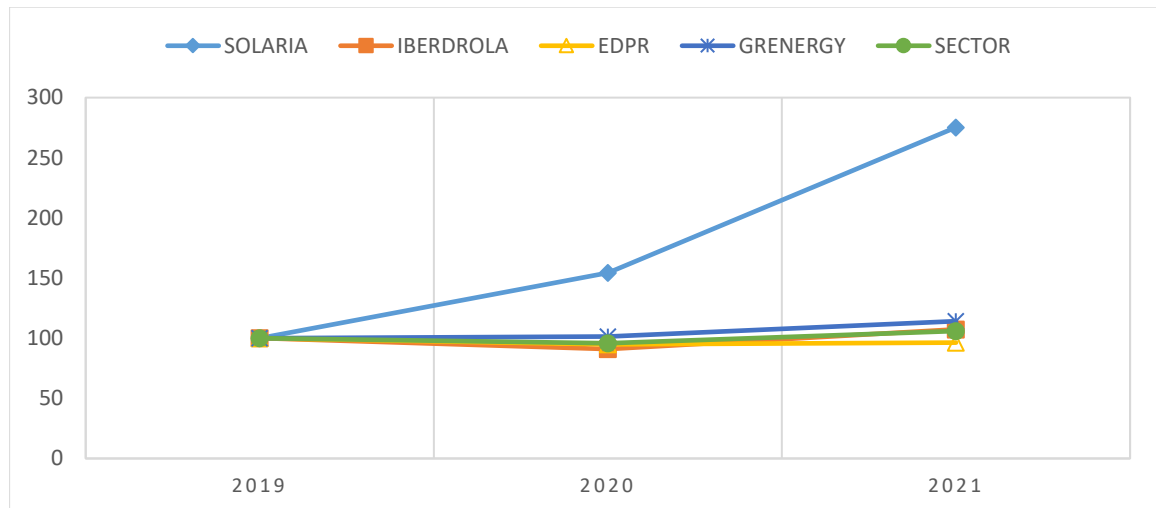
Figura 6. Tasa de crecimiento Cuenta de Pérdidas y Ganancias (2019 - 2021)



Fuente: Elaboración propia. Año 2019 base 100

Por otro lado, comparando con el resto de las empresas del sector que se han tenido en cuenta en este trabajo, se presentan los dos siguientes gráficos sobre la evolución de las Ventas y el EBIT de las empresas del sector y Solaria en los años 2019-2021 tomando como base 100 el año 2019.

Figura 7. Crecimiento Ventas (2019 - 2021)

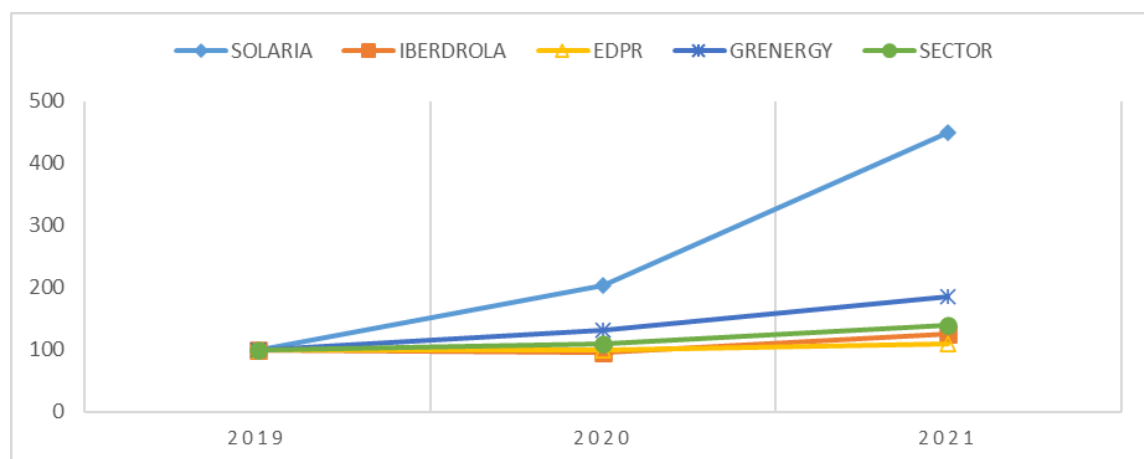


Fuente: Elaboración propia. Año 2019 base 100

En el anterior gráfico queda expuesta de manera muy gráfica cómo las Ventas de Solaria en los años 2020 y 2021 han crecido muy por encima de la media del sector.

En cuanto al crecimiento del EBIT de Solaria, se mantiene el discurso anterior respecto a las ventas como se puede observar en el siguiente gráfico:

Figura 8. Crecimiento EBIT (2019 - 2021)



Fuente: Elaboración propia. Año 2019 base 100

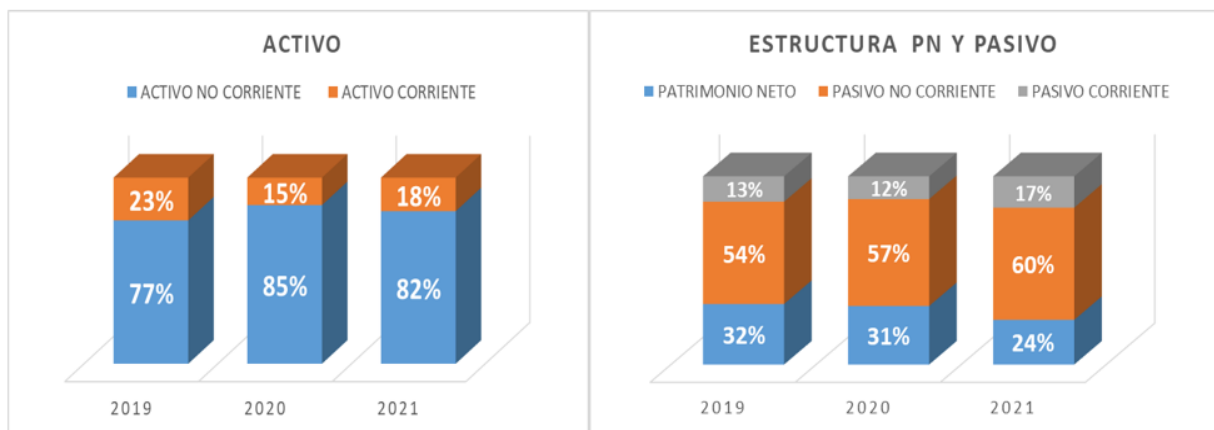
3.2. Balance de Situación

Al igual que se ha realizado con la Cuenta de Pérdidas y Ganancias, a continuación, se realizará el Análisis Vertical y Horizontal del Balance de Situación.

3.2.1. Análisis Vertical

En el Anexo O se puede ver el Análisis Vertical en detalle del peso que tiene cada partida en el Balance de Situación. Al realizar un primer análisis de las principales masas patrimoniales del Balance, se puede ver de manera gráfica en los siguientes gráficos los porcentajes que representa cada masa patrimonial en cada uno de los años analizados dentro del Activo y del Pasivo de Solaria:

Figura 9. Estructura del Balance de Situación de Solaria (2019 - 2021)



Fuente: Elaboración propia.

Respecto a la composición del Activo, el No Corriente además de ser la parte del Activo que más peso tiene sobre el total, se observa una tendencia al alza en el periodo estudiado. La partida que más peso sobre el Activo No Corriente tiene es el Inmovilizado Material y más concretamente las Instalaciones de Plantas Solares Fotovoltaicas, representando aproximadamente la mitad del valor del Activo.

Por el lado del Activo Corriente, destacamos la disminución del peso de la partida de Tesorería pasando de un 20% en el año 2019 al 15% en 2021.

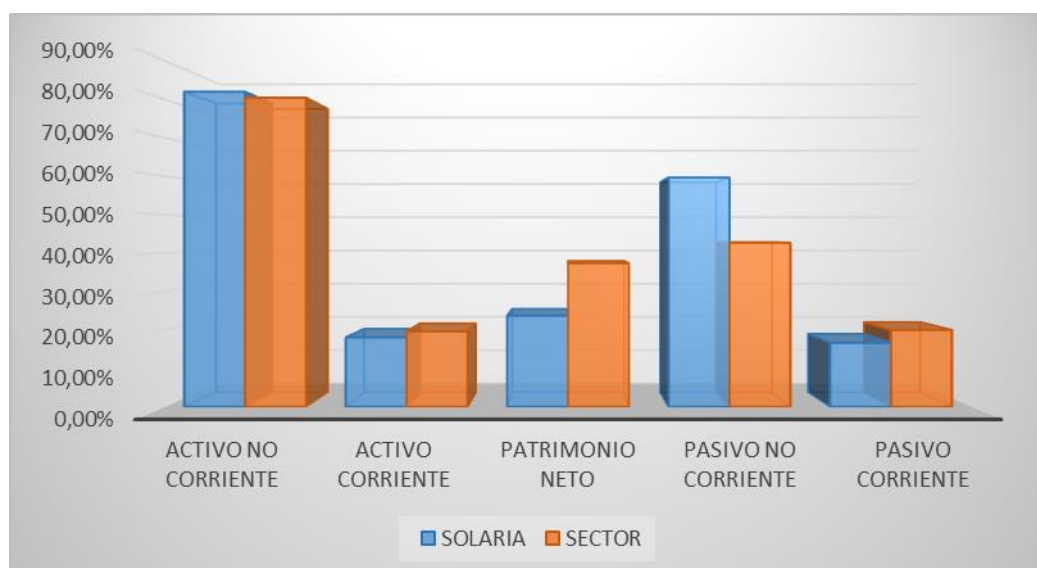
En cuanto al Pasivo y el Patrimonio Neto, éste último representa alrededor del 30% en los años 2019 y 2020, sin embargo, para el año 2021 desciende su peso al 24%. Esto quiere decir que hay un aumento en el peso de la financiación ajena (Pasivo) en la empresa.

Si bien se ha dicho que aumenta el peso de la financiación ajena, a continuación, se va a analizar a qué se debe este aumento de peso del Pasivo en el Balance de la compañía. Respecto al Pasivo No Corriente, en 2019 tiene un peso del 54% que aumenta hasta el 60% aproximadamente en 2021. Una de las causas es el aumento de las deudas a largo plazo debido a las nuevas inversiones que acomete Solaria, concretamente con la partida *Inmovilizado en curso* que son instalaciones que todavía no se encuentran en fase de explotación. Por otro lado, otra causa de este aumento del Pasivo No Corriente es la partida *Pasivos por arrendamientos* que crecen un 139% y tiene su contrapartida en el aumento de la partida *Derechos de Superficie* en el Activo No Corriente.

Por último, respecto al Pasivo Corriente, el aumento en su peso se debe a las *Deudas con Entidades de Crédito* y sobre todo a la partida *Obligaciones y otros valores negociables* que pasa a representar un 5% del Pasivo y Patrimonio Neto en 2021 desde un 2,5% en el 2019. Esto último se debe a la colocación de 42 millones en pagarés en este último año.

En comparación con el resto del sector, en el siguiente gráfico se va a realizar una comparación entre la estructura del Balance de Solaria y el promedio de las empresas estudiadas representativas del sector que se han escogido en este trabajo en el año 2021 que es el más reciente:

Figura 10. Comparación de la estructura del Balance de Situación entre Solaria y el sector (2019 - 2021)



Fuente: Elaboración propia.

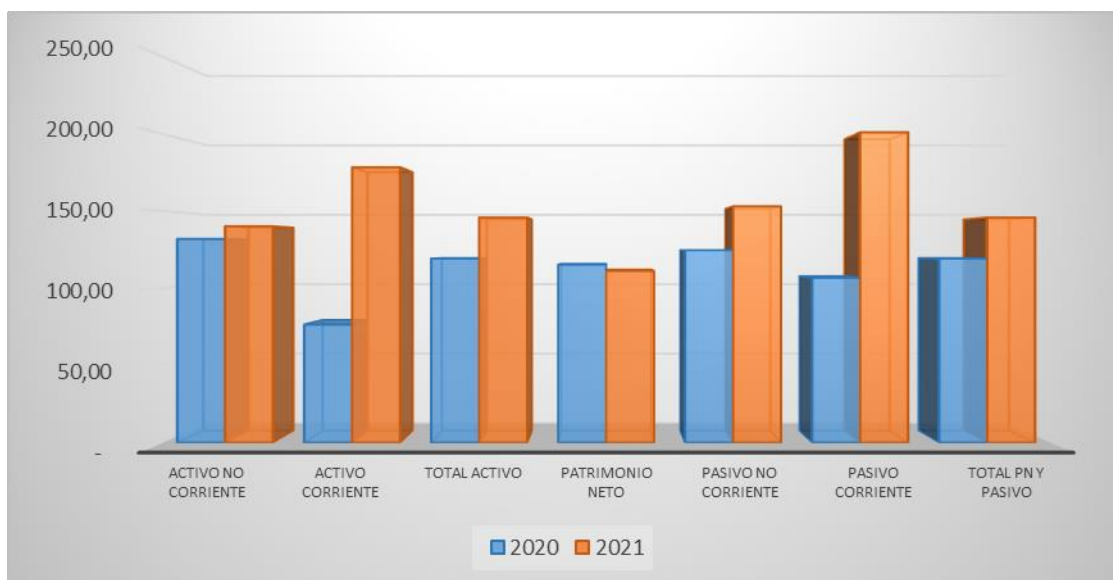
La estructura del Activo de Solaria es similar a la del sector, la diferencia se encuentra en la estructura del Pasivo y Patrimonio Neto. En cuanto a este último, el peso que representa en las cuentas de Solaria es del 24% mientras que el promedio del sector es del 37%. Por otro lado, mientras que el Pasivo No Corriente de Solaria representa el 60%, en el sector el peso es del 43%. Por tanto, se puede decir que la financiación del Activo No Corriente en Solaria está financiada por recursos ajenos en una mayor proporción que el promedio del sector, esto hará que Solaria tenga un mayor ratio de endeudamiento como se verá en el apartado del análisis de ratios financieros.

3.2.2. Análisis Horizontal

En esta parte se va a realizar el estudio sobre cuál ha sido la evolución de las diferentes partidas del Balance respecto al año anterior. En esta ocasión es en el *Anexo P* donde se puede ver el crecimiento de cada partida del Balance de Situación en el periodo 2019-2021.

Para simplificar y tomar una visión general, se muestra en el siguiente gráfico el Análisis Horizontal de las principales masas patrimoniales de Solaria:

Figura 11. Análisis Horizontal del Balance de Solaria. Crecimiento principales masas patrimoniales (2019 - 2021)



Fuente: Elaboración propia.

En el año 2020, tal y como se puede ver en el gráfico anterior, el Activo ha experimentado un crecimiento del 19%. Este dato se debe en su totalidad al crecimiento del Activo No Corriente (32%) ya que el Activo Corriente decrece (-24%) respecto al 2019, de ahí que, en línea con lo

comentado en el Análisis Vertical, el Activo Corriente pierda peso respecto al Activo total en el año 2020 (15%) respecto al 2019 (23%). Si analizamos más en detalle, para dar una explicación más concreta de a qué se debe esta variación en el año 2020, se observa que por la parte del Activo No Corriente destaca la partida *“Inmovilizado en curso”* con un crecimiento espectacular del 665% en el año 2020 lo que quiere decir que se ha producido una gran inversión en la construcción e instalación de plantas solares fotovoltaicas y, por el lado del Activo Corriente destaca la disminución de la *partida “Efectivo y otros Activos líquidos equivalentes”* en un 31% respecto al año 2019.

Respecto al aumento del 19% en el lado del Pasivo y Patrimonio Neto en el año 2020, hay que decir que tanto el Patrimonio Neto como el Pasivo tienen tasas de crecimiento positivas ya que presentan un valor por encima de 100, como se puede ver en el anterior gráfico, destacando por encima el Pasivo No Corriente con una tasa de crecimiento del 25% respecto al 2019, debido a la necesidad de utilizar financiación a largo plazo por la mayor inversión realizada en inmovilizado.

En cuanto al año 2021, destacamos que hay un fuerte crecimiento o expansión del Activo respecto al año 2020, concretamente del 46% y que, si bien el Activo No Corriente sigue creciendo (40%), en este año, es el Activo Corriente el que presenta un mayor crecimiento (78%) debido principalmente al aumento del efectivo (88%).

Por el lado del Pasivo y el Patrimonio Neto, destaca el aumento del Pasivo Corriente con un crecimiento del 100% debido principalmente al incremento de las deudas a corto plazo en un 327% en el año 2021.

En comparación con el sector, se ha elaborado la siguiente tabla, donde se muestran los valores extraídos de crecimiento de cada una de las masas patrimoniales tanto de Solaria como del promedio del sector para los años 2020 y 2021. Además, se añade una columna de diferencias para ver de manera rápida si Solaria ha crecido en cada masa patrimonial más que el sector (datos en color verde) o menos (datos en color rojo):

**Tabla 4. Crecimiento de las principales masas patrimoniales de Solaria vs Sector
(2019 - 2021)**

	2020			2021		
	SOLARIA	SECTOR	DIFERENCIA	SOLARIA	SECTOR	DIFERENCIA
ACTIVO NO CORRIENTE	131,90	131,51	0,39	140,10	159,30	- 19,20
ACTIVO CORRIENTE	76,45	111,74	- 35,29	178,28	182,53	- 4,25
TOTAL ACTIVO	119,15	122,19	- 3,05	145,74	157,08	- 11,34
PATRIMONIO NETO	115,14	111,72	3,42	111,16	187,28	- 76,12
PASIVO NO CORRIENTE	124,61	135,07	- 10,46	152,94	139,22	13,71
PASIVO CORRIENTE	106,71	106,69	0,02	200,87	182,65	18,22
TOTAL PN Y PASIVO	119,15	122,19	- 3,05	145,74	157,08	- 11,34

Fuente: Elaboración propia².

En ambos años, el crecimiento del Activo y del Pasivo y Patrimonio Neto ha sido inferior en Solaria respecto del sector. En el año 2020 es de destacar que mientras que en Solaria el Activo Corriente decrece, en el sector crece un 12%.

Por otro lado, en el año 2021, el Patrimonio Neto de Solaria crece bastante menos que el sector (11% vs 87% del sector) que es compensado con un mayor crecimiento del Pasivo por parte de Solaria, es decir, la financiación ajena crece a un ritmo superior que el sector.

3.3.Estado de Flujos de Efectivo

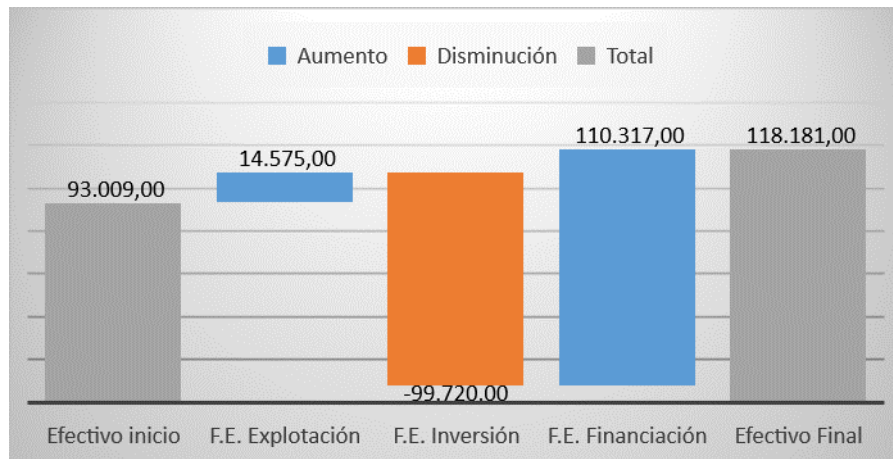
En este apartado se va a analizar la evolución del Estado de Flujos de Efectivo (ver anexo F) para el periodo 2019-2021. Este apartado es muy importante ya que, a diferencia de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias, en este estado se recoge el detalle de los cobros o pagos de la empresa que suponen una entrada o salida de efectivo mientras que en la Cuenta de Pérdidas y Ganancias puede haber ingresos que no suponen una entrada de efectivo y gastos que no suponen un pago o salida de efectivo, de ahí la importancia de acompañar el análisis del Estado de Flujos de Efectivo al de los demás Estados Financieros para tener una visión más completa de la salud financiera de la compañía. Concretamente se va a analizar a qué se debe la modificación del saldo de efectivo en cada uno de los años mencionados.

² En la columna *Diferencia*, el color verde significa que Solaria ha crecido más que el sector mientras que el color rojo significa que el sector ha crecido más que Solaria ese año. De ahí que el color rojo muestre resultados negativos.

Año 2019

En el año 2019 destacamos que hay un flujo positivo de las actividades de explotación como se puede ver en el siguiente gráfico. Es importante y una buena señal para la empresa que arroje un saldo positivo en las actividades de explotación ya que de lo contrario podría ser un indicador de que algo no va bien.

Figura 12. Estado de Flujos de Efectivo de Solaria. Año 2019.



Fuente: Elaboración propia

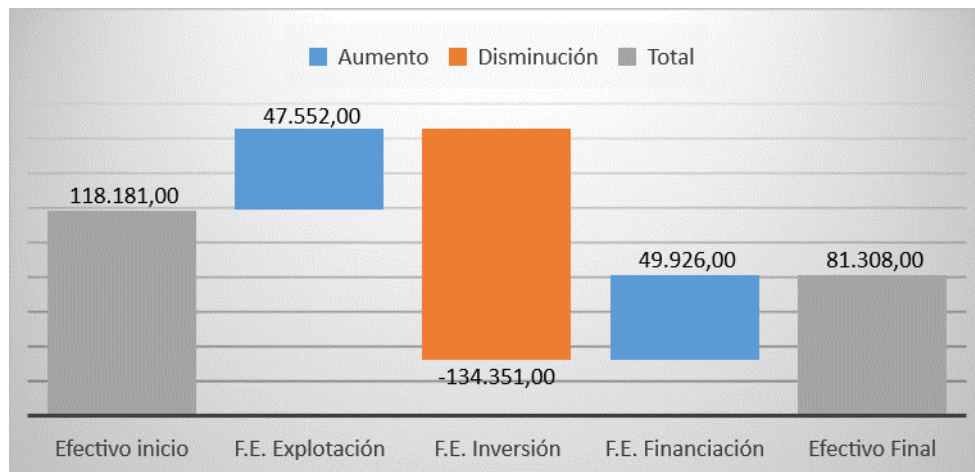
En cuanto a las actividades de inversión, es normal que suponga una salida de efectivo ya que la empresa todos los años está invirtiendo en inmovilizado.

Por último, en cuanto a las actividades de financiación, arroja un saldo positivo lo que quiere decir que la empresa ha recibido más financiación de la que ha amortizado.

Año 2020

En el año 2020, se puede ver que sigue el mismo patrón del año anterior, Solaria sigue con un flujo de efectivo positivo en cuanto a las actividades de explotación, lo cual es buena señal, además que este año aumenta un 226% respecto al 2019. Por otro lado, las inversiones en inmovilizado este año aumentan un 35% y, por último, en cuanto al flujo de efectivo de las actividades de financiación sigue siendo positivo, aunque se reduce en un 55%.

Figura 13. Estado de Flujos de Efectivo de Solaria. Año 2020.

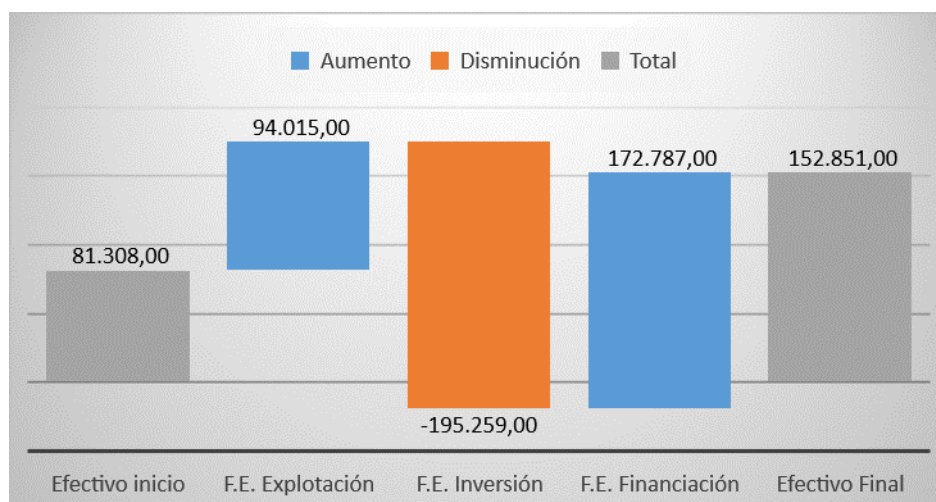


Fuente: Elaboración propia

AÑO 2021

En el año 2021, el flujo de efectivo por las actividades de explotación sigue siendo positivo y aumenta respecto al año anterior un 98%. La salida de efectivo debido a las inversiones en inmovilizado sigue aumentando, concretamente un 45% respecto al año 2020. Por último, respecto a las actividades de financiación, la empresa sigue teniendo un saldo positivo, es decir, recibe más efectivo del que amortiza en concepto de financiación, por tanto, sigue aumentando la deuda en el año 2021.

Figura 14. Estado de Flujos de Efectivo de Solaria. Año 2021



Fuente: Elaboración propia

3.4. Análisis de ratios

En este apartado se va a estudiar la liquidez, la solvencia, el nivel de endeudamiento y la rentabilidad de Solaria en comparación con el sector a través del análisis de ratios financieros con el objetivo de que nos puedan ayudar a realizar un mejor análisis financiero de la empresa para poder llegar a las mejores conclusiones posibles del estado o salud financiera de Solaria. En el Anexo Q se puede ver una tabla resumen con los datos de los ratios que se van a utilizar a continuación de Solaria y de las restantes empresas del sector que se han analizado en este trabajo.

También se utilizará el ratio PER para hacer una comparativa con el resto del sector de su valor o cotización en el mercado.

3.4.1. Liquidez

Para analizar la liquidez de Solaria en relación con el sector se va a utilizar el ratio de liquidez y de tesorería, que se definen a través de las siguientes relaciones o fórmulas:

- Ratio de liquidez = Activo Corriente / Pasivo Corriente
- Ratio de tesorería = Efectivo y otros líquidos equivalentes / Pasivo Corriente)

El ratio de liquidez tendrá un valor superior a 1 cuando el Activo Corriente sea superior al Pasivo Corriente y viceversa. En principio lo ideal es que su valor sea superior a 1 ya que eso significará que la empresa tiene un Fondo de Maniobra positivo que significa que la empresa puede afrontar todos sus Pasivos Corrientes con el Activo Corriente, es decir, con sus Activos más líquidos.

Para los tres años se puede ver en la siguiente tabla que la empresa tiene un ratio superior a 1, lo cual es buena señal. Para completar este análisis hay que comparar este ratio con el de las empresas del sector, tal y como se puede ver en la siguiente tabla:

Tabla 5. Ratios de Liquidez de Solaria vs Sector (2019 - 2021)

	2019		2020		2021	
	SOLARIA	SECTOR	SOLARIA	SECTOR	SOLARIA	SECTOR
RATIO LIQUIDEZ	1,71	0,94	1,22	0,97	1,08	0,96
RATIO TESORERIA	1,46	0,32	0,94	0,49	0,88	0,19

Fuente: Elaboración propia

En la tabla anterior se puede ver cómo Solaria cuenta con un ratio de liquidez y tesorería superior al promedio del sector para los tres años del periodo analizado, por tanto, se puede considerar como una empresa solvente, aunque por otro lado puede tener activos ociosos ya que la diferencia que se observa en el ratio de tesorería respecto al sector es muy elevada. Además, se observa una tendencia a la baja en los valores de ambos ratios tanto para Solaria como para el conjunto del sector lo que puede hacer pensar que se trata de un periodo de aumento de la inversión.

3.4.2. Análisis del Fondo de Maniobra y las NOF³

El cálculo de este ratio se realizará para respaldar y complementar el análisis de la liquidez de la compañía, unido al apartado anterior donde se ha realizado el estudio de los ratios de liquidez. El Fondo de Maniobra es la parte del Activo Corriente que es financiada por recursos a largo plazo de la empresa o, explicado desde un punto de vista diferente, es aquella parte del Activo Corriente que queda libre una vez se han satisfecho las obligaciones de pago a corto plazo. (Archel-Domenech, P., Lizarraga-Dallo, F., Sánchez-Alegría, S. y Cano-Rodríguez, M., 2015a, p. 382).

Este ratio se puede calcular restando al Activo Corriente el Pasivo Corriente. Según esto, los valores de Fondo de Maniobra que presenta Solaria en el periodo 2019-2020 se pueden ver en la siguiente tabla:

Tabla 6. Fondo de Maniobra Solaria (2019-2021)

	2019	2020	2021
ACTIVO CORRIENTE	138.140,00	105.611,00	188.284,00
PASIVO CORRIENTE	81.014,00	86.447,00	173.645,00
FONDO DE MANIOBRA	57.126,00	19.164,00	14.639,00

Fuente: Elaboración propia

Solaria, como se puede ver observar en la tabla anterior, mantiene unos valores positivos de Fondo de Maniobra, es decir, el Activo Corriente es superior al Pasivo Corriente en todos los años de estudio. Esto quiere decir que la empresa puede hacer frente a todas sus obligaciones

³ Necesidades Operativas de Fondos

a corto plazo con Activos Corrientes, lo que significa a priori que no debería tener problemas de solvencia frente a sus obligaciones a corto plazo.

Para respaldar este análisis se va a proceder a analizar el Fondo de Maniobra de Solaria respecto a los valores que presenta el sector. Para ello, la medida o indicador que se va a utilizar será la siguiente relación:

Fondo de Maniobra / Total Activo

Este ratio indica lo que representa el Fondo de Maniobra respecto al Activo Total. Aplicando esta relación, los valores de Solaria respecto al promedio del sector, se pueden observar en la siguiente tabla:

Tabla 7. Ratio Fondo de Maniobra Solaria vs Sector (2019 - 2021)

FM / ACTIVO	2019		2020		2021	
	SOLARIA	SECTOR	SOLARIA	SECTOR	SOLARIA	SECTOR
	9,51%	1,57%	2,68%	1,05%	1,40%	-0,38%

Fuente: Elaboración propia

En el año 2019 se puede ver cómo Solaria presenta un porcentaje bastante más elevado que el sector, por tanto, se puede llegar a la conclusión que tiene una posición bastante solvente. En los años 2020 y 2021, si bien la diferencia no es tan grande como en el año 2019, Solaria sigue presentando un ratio más elevado que el promedio del sector lo que puede hacer pensar que la empresa tiene una posición sólida en cuanto a liquidez, lo que quiere decir que, a priori, no va a tener problemas para hacer frente a sus obligaciones a corto plazo.

En cuanto a las **NOF**, la forma en que se han calculado es la siguientes:

$$\text{NOF}^4 = \text{Activo Operativo} - \text{Pasivo Operativo}$$

$$\text{NOF} = \text{Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar} - \text{Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar}$$

En la siguiente tabla se puede observar las NOF de cada uno de los años estudiados:

⁴ No se ha incluido la caja operativa dentro de las NOF ya que no se dispone de este dato

Tabla 8. Necesidades Operativas de Fondos de Solaria (2019-2021)

	2019	2020	2021
ACTIVO OPERATIVO	19.493,00	23.270,00	34.716,00
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	19.493,00	23.270,00	34.716,00
PASIVO OPERATIVO	51.421,00	66.780,00	89.477,00
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	51.421,00	66.780,00	89.477,00
NOF (en miles de €)	-31.928,00	-43.510,00	-54.761,00

Fuente: Elaboración propia

Como se puede observar, en los tres años las NOF son negativas lo que significa que la empresa no tiene necesidades operativas de fondos lo cual quiere decir que está financiando una parte de su Activo No Corriente con el Pasivo Operativo, principalmente con sus Proveedores.

3.4.3. Endeudamiento

En este apartado se va a analizar la estructura de la deuda de Solaria a través de los siguientes ratios:

- Ratio de endeudamiento = Total Pasivo / (Total Pasivo + Patrimonio Neto)
- Ratio de calidad de la deuda = Pasivo Corriente / Total Pasivo
- Ratio de endeudamiento a largo plazo = Pasivo No Corriente / (Total Pasivo + Patrimonio Neto)
- Ratio de endeudamiento a corto plazo = Pasivo Corriente / (Total Pasivo + Patrimonio Neto)

Aplicando los ratios anteriores a partir del Balance de Solaria y una vez extraídos los datos del sector, se pueden observar los siguientes valores para estos ratios:

Tabla 9. Ratios de Endeudamiento Solaria vs Sector (2019 - 2021)

	2019		2020		2021	
	SOLARIA	SECTOR	SOLARIA	SECTOR	SOLARIA	SECTOR
ENDEUDAMIENTO	0,68	0,64	0,69	0,65	0,76	0,63
END. LARGO PLAZO	0,54	0,44	0,57	0,48	0,60	0,43
END. CORTO PLAZO	0,13	0,20	0,12	0,17	0,17	0,20
CALIDAD DE LA DEUDA	0,20	0,30	0,18	0,26	0,22	0,32

Fuente: Elaboración propia

El ratio de endeudamiento de Solaria es superior al promedio del sector en todos los años estudiados y, por tanto, tiene una mayor proporción de financiación ajena en contra de una proporción menor de financiación a través de Fondos Propios que la media del sector. Esto se

debe al endeudamiento a largo plazo según se puede observar en la anterior tabla mostrada ya que, en cuanto al endeudamiento a corto plazo, Solaria muestra un ratio inferior al del sector.

Por último, respecto al ratio de calidad de la deuda, la empresa presenta unos valores inferiores al sector, lo cual es positivo. La explicación es que cuanto más baja sea este ratio, más baja es la proporción de deuda a corto plazo respecto al total de la deuda y, por tanto, menor presión ejerce a la liquidez de la empresa.

3.4.4. Rentabilidad

El concepto de rentabilidad de la empresa se va a abordar desde dos perspectivas: la rentabilidad económica y la rentabilidad financiera.

Rentabilidad Económica

La rentabilidad económica o ROA (Return On Assets) es la rentabilidad de las inversiones de la empresa o activos. Se trata de una tasa que es independiente de la estructura financiera de la empresa, es decir, no afecta el cómo financia la empresa dichos activos y, por tanto, no afecta el coste de dicha financiación. De ahí que para su cálculo se utilice el EBIT ya que el valor de la rentabilidad económica no se ve afectado por la estructura financiera de la empresa, como se ha dicho anteriormente (Archel-Domenech, P., Lizarraga-Dallo, F., Sánchez-Alegría, S. y Cano-Rodríguez, M., 2015b, p. 325).

En la siguiente tabla se puede ver la rentabilidad económica de Solaria y del promedio del sector desglosada por la rotación de las ventas sobre el Activo y el margen del resultado de explotación de la empresa sobre las ventas. El objetivo es que se pueda ver el impacto de estas dos variables en la rentabilidad económica.

Tabla 10. Rentabilidad Económica Solaria vs Sector (2019 - 2021)

	2019		2020		2021	
	SOLARIA	SECTOR	SOLARIA	SECTOR	SOLARIA	SECTOR
ROA (EBIT/ACTIVO)	2,70%	7,30%	4,62%	6,44%	7,00%	5,25%
Rotación (Ventas/Activo)	5,75%	28,65%	7,44%	21,67%	9,12%	16,40%
Margen (EBIT/Ventas)	46,96%	32,80%	62,09%	36,42%	76,79%	41,17%
Rentab. Económica (Rotación * Margen)	2,70%	7,30%	4,62%	6,44%	7,00%	5,25%

Fuente: Elaboración propia

Según se observa en la tabla anterior, Solaria muestra una tendencia positiva en cuanto a rentabilidad económica, llegando al 7% en el año 2021 desde el 2,7% que presenta en el año

2019. Si desglosamos el ROA en el margen y en la rotación, se puede decir que tanto a nivel de rotación de activos respecto a las ventas como a nivel de margen del EBIT sobre las ventas la empresa mejora sus números en el periodo 2019-2021, por tanto, la mejora del ROA se debe tanto a la mejora de la rotación (mejora la eficiencia de los activos) como del margen.

En cuanto a la comparación con el sector, Solaria pasa de tener un ROA inferior al sector en el año 2019 (2,7% vs 7,3% del sector) a tener un ROA superior al sector en el 2021 (7% vs 5,25% del sector), por tanto, la compañía ha tenido una mejor evolución de la rentabilidad económica que el sector en el periodo estudiado. Esto es debido a que Solaria tiene un margen muy superior al sector del EBIT como se puede observar en la tabla anterior, aumentando la diferencia año a año.

Rentabilidad Financiera

La rentabilidad financiera o ROE (Return on Equity) es la rentabilidad de las inversiones realizadas por los propietarios o accionistas. En esta rentabilidad se utiliza el Beneficio Neto de la empresa ya que en esta ocasión si se incluyen los costes derivados de las fuentes de financiación que se utilizan (Archel-Domenech, P., Lizarraga-Dallo, F., Sánchez-Alegría, S. y Cano-Rodríguez, M., 2015c, p. 326).

Al igual que con la rentabilidad económica, en este caso, la rentabilidad financiera se va a descomponer en la siguiente tabla en los ratios de margen, rotación y apalancamiento con el objetivo de conocer cuál es el impacto de cada uno de ellos en el ROE:

Tabla 11. Rentabilidad Financiera Solaria vs Sector (2019 - 2021)

	2019		2020		2021	
	SOLARIA	SECTOR	SOLARIA	SECTOR	SOLARIA	SECTOR
ROE (Bº. Neto/PN)	12,35%	15,51%	13,67%	15,75%	19,42%	8,62%
Margen (Bº. Neto/Ventas)	69,11%	20,20%	57,10%	24,01%	50,53%	25,56%
Rotación (Ventas/Activo)	5,75%	28,65%	7,44%	21,67%	9,12%	16,40%
Apalancamiento (Activo/PN)	310,74%	298,82%	321,56%	332,93%	421,56%	283,39%
R. Financiera (Margen*Rotación*Apalanc.)	12,35%	15,51%	13,67%	15,75%	19,42%	8,62%

Fuente: Elaboración propia

Tal y como se puede ver en esta tabla, el ROE de Solaria tiene una tendencia positiva pasando del 12% en el año 2019 al 19% en 2021. Si analizamos más en detalle el porqué de este aumento de rentabilidad financiera, podemos concluir que se debe al aumento de la rotación del Activo y al apalancamiento ya que en la parte del margen vemos una tendencia a la baja. Esto se debe a que las ventas crecen en mayor proporción que el Activo lo que quiere decir

que se gana eficiencia en el uso de los activos y, por otro lado, éste último a su vez crece más que el Patrimonio Neto de Solaria lo que conlleva un mayor apalancamiento, es decir, la empresa dispone de más activo por cada euro que tiene de Patrimonio Neto.

Si comparamos a Solaria con el sector, se puede observar como parte en el año 2019 con un ROE inferior al sector y, sin embargo, en el año 2019 la compañía tiene una rentabilidad financiera bastante superior al sector (19,42% vs 8,62% del sector). La mejoría del ROE en el año 2021 se debe principalmente al ratio de apalancamiento con un valor de 4,22 frente al 2,83 del sector.

3.4.5. Mercado

En este punto, se va a hacer hincapié en el ratio PER (Price to Earnings Ratio) tanto de Solaria como de las empresas que se han considerado del sector de energías renovables para poder emitir un juicio de valor sobre la valoración de Solaria en el mercado en base al método de los múltiplos.

El PER muestra el número de veces que el mercado o los inversores están dispuestos a pagar por cada euro de beneficio. En la siguiente tabla se muestra el PER de Solaria y del sector a fecha 31.12.2021:

Tabla 12. PER Solaria y empresas del sector (31/12/2021)

	PRECIO	BPA	PER
SOLARIA	17,12	0,38	45
IBERDROLA	10,41	0,60	17
EDPR	21,9	0,70	31
GREENERGY	29	0,60	48
		PROMEDIO	32,32

Fuente: Elaboración propia

Como se puede observar, el PER de Solaria es superior al promedio de las empresas analizadas. En base a esto se pueden hacer una serie de interpretaciones:

- Un PER de 45 nos está diciendo que el valor que está reflejando el mercado para Solaria es de 45 veces los beneficios. La primera conclusión que se puede extraer es que a priori presenta un PER bastante elevado en comparación con el promedio del sector, lo que se puede interpretar de dos formas:
 - Que la empresa puede estar sobrevalorada, es decir, puede ser que el precio que marca la acción sea demasiado caro.

- Que hay unas expectativas muy altas en el mercado sobre Solaria para los próximos años.
- Unido a lo comentado en el anterior punto, si bien es cierto que se prevé que vayamos a vivir una época de transición energética donde hará falta mucha inversión en compañías de energías renovable, también hay que tener en cuenta que hay factores como los siguientes que bajo mi punto de vista pueden afectar a los beneficios de Solaria en los próximos años:
 - Bajada del precio de la energía en el mercado mayorista como consecuencia de la mayor entrada de energías renovables que son más energías más baratas lo que puede disminuir las ventas vía precio.
 - Aumento de la competencia
 - Peores condiciones de financiación
 - Mucha incertidumbre sobre las perspectivas económicas los próximos años (posible recesión en Europa).

Por todos estos condicionantes, bajo mi punto de vista, Solaria está sobrevalorada.

3.5. Evaluación de las políticas de inversión y financiación

Financiación

En cuanto a la política de financiación un hecho a destacar es la utilización de la deuda sin recurso en cuanto a la financiación de sus proyectos de plantas solares fotovoltaicas a largo plazo (Project Finance). Con la formalización de este tipo de deuda, Solaria tiene un riesgo limitado, que sería la pérdida del Activo que está detrás de dicha deuda, sin que afecte al resto del patrimonio.

Por otro lado, destacamos también la financiación en 2021 del circulante a través de Pagarés a un plazo de 12 y 18 meses en el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) en la cual la empresa consigue fortalecer su circulante a un tipo de interés muy bajo. En la última emisión de pagarés en el año 2021, Solaria consiguió colocar 48,8 millones de euros a un tipo inferior al 1% (Invertia, 2021, párr. 1).

Por el lado de la financiación es conveniente destacar también que de momento Solaria todo el beneficio que genera lo reinvierte en la propia empresa y no reparte dividendo lo que conlleva un aumento en los Fondos Propios de la compañía.

Inversión

Por el lado de la inversión, la empresa principalmente invierte en la construcción e instalación de plantas solares fotovoltaicas. Solaria está formada por una estructura de Activo del 80% de recursos o inversión a largo plazo y un 20% de Activo Corriente o recursos a corto plazo aproximadamente.

Como se ha podido ver en el análisis horizontal del Balance de Situación, la empresa está invirtiendo mucho en estos últimos años, aumentando su CAPEX a ritmos aproximadamente del 30% anual para poder cumplir con sus objetivos estratégicos a medio y largo plazo.

3.6. Informe de diagnóstico

Con lo analizado en los puntos anteriores, la conclusión que podemos extraer es que Solaria ha tenido un notable desempeño económico a lo largo de los años estudiados.

En 2019 Solaria se encontraba en una posición menos favorable que el sector en los siguientes indicadores:

- Un Beneficio Antes de Impuestos del 17% frente al 24% del sector.
- Un ratio de endeudamiento del 0,59 frente al 0,36 del sector
- ROE del 12% frente al 15% del sector.
- ROA de 2,7% frente al 7,3% del sector

Sin embargo, en 2021, la empresa ha mejorado hasta el punto de que únicamente sería el ratio de endeudamiento el que podría presentar un peor dato respecto al promedio del sector.

¿Cómo ha conseguido esta mejora Solaria en este periodo?

En primer lugar, hay que destacar el incremento de ventas que se produce (un 54% en 2020 y un 78% en 2021 respecto al año anterior). Solaria ha sabido en estos años expandir su negocio aprovechándose de los vientos de cola del momento, más concretamente del auge de las energías renovables como consecuencia de la apuesta por la transición energética por parte de los principales organismos internacionales. Además, Solaria se ha beneficiado del alza de los precios de la energía debido al sistema marginalista que se aplica en España y es que su energía la ha vendido al mercado mayorista al precio de energías bastante más caras como por ejemplo el gas, lo que ha repercutido en sus beneficios de forma positiva sin duda.

Por otro lado, si observamos los márgenes de EBITDA en cada uno de los años estudiados, superiores al 90% sobre los ingresos, podemos concluir que se trata de un negocio con unos costes fijos o de estructura muy bajos, lo que supone una enorme ventaja para la empresa, ya que cuanto más energía consiga vender, menor será el coste unitario debido al efecto dilución de los costes fijos.

Otro factor que destacar para explicar los buenos resultados de Solaria es la financiación que ha conseguido debido a las buenas condiciones financieras en sus nuevos proyectos aprovechándose de los bajos tipos de interés, lo que ha hecho que el peso de sus gastos financieros disminuya y, en consecuencia, unido al incremento espectacular de las ventas, ha hecho que el margen del Beneficio Antes de Impuestos sea del 59% en 2021, que supera al promedio del sector con holgura (30%).

No obstante, siguiendo con la financiación, Solaria presenta un ratio de endeudamiento superior al sector (0,68 vs 0,38 del sector en 2021). La parte menos negativa es que se debe principalmente al endeudamiento a largo plazo. La causa de esto es que la empresa aún no genera suficientes ingresos de explotación para hacer frente a las inversiones que pretende llevar a cabo. Esto hace que para poder realizar dichas inversiones la empresa necesita conseguir financiación ajena. Este puede ser un punto débil de Solaria para tener en cuenta si empeoran las condiciones de financiación de los futuros proyectos ya que pueden generar un mayor gasto financiero y por tanto tener un impacto negativo sobre los resultados de la empresa.

En cuanto a la solvencia de la empresa, Solaria tiene un Fondo de Maniobra positivo durante todo el periodo estudiado, si bien cada año es más reducido. Pero si hacemos la comparación con el resto del sector, vemos cómo la empresa destaca como la compañía en la que el Fondo de Maniobra tiene un mayor peso sobre el Activo, por tanto, en este sentido, Solaria no debería tener problemas para hacer frente a sus obligaciones a corto plazo.

Por último, si bien Solaria presenta unos peores ratios de rentabilidad tanto económica como financiera respecto al sector en el año 2019, la evolución en los siguientes años le ha permitido darle la vuelta a esta situación hasta el punto de que en el año 2021 tiene un ROE y un ROA superior al sector. Esto se ha debido a:

- Mejora de la eficiencia del Activo, es decir, ha habido una mejoría en la rotación de las ventas respecto al Activo.
- Aumento de los márgenes. Las ventas de Solaria crecen a una tasa superior a los gastos de explotación, amortizaciones y gastos financieros.
- Aumento del apalancamiento operativo ya que el crecimiento del Activo es superior al crecimiento de los Fondos Propios.

4. ESTADOS FINANCIEROS PREVISIONALES

El objetivo en este punto es, una vez mencionados los riesgos financieros a los que está expuesta Solaria y utilizando la Modelización Financiera a través de una serie de hipótesis planteadas, obtener los Estados Financieros Previsionales de Solaria para el periodo estimado 2022-2024.

Posteriormente se van a plantear una serie de mejoras para la empresa con la finalidad de que su aplicación pueda servir para mejorar su situación económica y financiera. A través de la aplicación de estas mejoras en el modelo se pretende ver su impacto en los Estados Financieros Previsionales de Solaria.

4.1.Principales riesgos financieros

Según las cuentas anuales consolidadas del grupo Solaria, los principales riesgos financieros a contemplar a la hora de analizar la empresa son los siguientes:

- **Riesgo de crédito:**

Este riesgo se refiere a la posibilidad de que la empresa pueda sufrir una pérdida a consecuencia de un impago de un cliente. Solaria en este aspecto tiene poco riesgo de crédito ya que sigue una política por la que las ventas que realiza las hace a clientes con un buen historial crediticio. Un buen ejemplo de ello es que a la hora de firmar los PPAs lo hace con clientes considerados de alta solvencia.

- **Riesgo de mercado:**

El análisis del riesgo de mercado se va a descomponer a su vez en tres riesgos:

Riesgo de tipo de cambio

Solaria opera de forma internacional y está expuesta a este tipo de riesgo, concretamente está influenciada por las variaciones en el dólar americano debido a la actividad que lleva a cabo en Uruguay, donde tiene instaladas plantas solares fotovoltaicas. En este caso, la empresa utiliza los instrumentos de cobertura oportunos para cubrirse de este riesgo.

Riesgo de precio

Este riesgo se refiere a la exposición de la empresa al precio de venta de la energía. Para minimizar este riesgo Solaria intenta cerrar acuerdos de compraventa de energía a precios cerrados. Además, el hecho de cerrar este tipo de acuerdos con diversos clientes hace que disminuya la exposición de la empresa a este tipo de riesgo.

Riesgo de tipo de interés

Este tipo de riesgo surge de las deudas con entidades de crédito a largo plazo. La mayoría de esta deuda Solaria la tiene contratada a tipo de interés fijo, lo cual hace que no se exponga a este tipo de riesgo. Por otro lado, también tiene una parte de esta deuda que está contratada a tipo de interés variable y a la que sí afecta este tipo de riesgo. No obstante, Solaria, trata de cubrirse de este riesgo a través de la contratación de derivados. Estas operaciones tienen el efecto de convertir los recursos ajenos a tipo de interés variables en interés fijo.

- **Riesgo de liquidez**

Este riesgo mide la capacidad de la empresa para hacer frente a sus obligaciones a corto plazo, es decir, mide la solvencia de la compañía. Solaria, en este sentido, como ya se ha visto a la hora de analizar los ratios de liquidez y el Fondo de Maniobra, cuenta con suficientes recursos corrientes para hacer frente a sus obligaciones más inmediatas.

4.2.Estados financieros previsionales. Situación de partida.

A continuación, se van a considerar una serie de hipótesis para intentar reflejar la evolución que puede tener Solaria en el periodo 2022-2024 en sus Estados Financieros una vez se han expuesto los riesgos financieros en el anterior punto y teniendo en cuenta las perspectivas económicas futuras para dicho periodo una vez realizado el análisis del entorno en el punto 2 de este trabajo.

4.2.1. Planteamiento de hipótesis

A la hora de realizar el modelo financiero se han planteado las hipótesis que se muestran en las tablas de más abajo. La justificación y explicación de las hipótesis planteadas se pueden consultar en el Anexo R:

Tabla 13. Hipótesis situación de partida

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS	2.022E	2.023E	2.024E
CRECIMIENTO VENTAS	50,00%	20,00%	10,00%
CRECIMIENTO OTROS INGRESOS	50,00%	20,00%	10,00%
TRABAJOS REALIZADOS / VENTAS	12,00%	12,00%	12,00%
GASTOS DE PERSONAL / VENTAS	14,00%	14,00%	14,00%
CRECIMIENTO OTROS DE GASTOS DE EXPLOTACION	4,25%	4,25%	4,25%
CRECIMIENTO INGRESOS FINANCIEROS	-16,73%	-16,73%	-16,73%
GASTOS FINANCIEROS / (DEUDAS A LP + DEUDAS A CP)	3,50%	3,50%	3,50%
TIPO IMPOSITIVO	25,00%	25,00%	25,00%
ACTIVO CORRIENTE	2.022E	2.023E	2.024E
CLIENTES / VENTAS	38,00%	38,00%	38,00%
DEUDORES / VENTAS	1,12%	1,12%	1,12%
PASIVO CORRIENTE (Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar)	2.022E	2.023E	2.024E
PROVEEDORES / INVERSIÓN CAPEX	46,00%	46,00%	46,00%
REMUNERACIONES PENDIENTES DE PAGO / GASTOS PERSONAL	19,60%	19,60%	19,60%
IVA REPERCUTIDO / VENTAS	2,22%	2,22%	2,22%
ANTICIPO CLIENTES / CLIENTES	0,04%	0,04%	0,04%
CAPEX	2.022E	2.023E	2.024E
CRECIMIENTO INMOVILIZADO MATERIAL	30,00%	30,00%	30,00%
DERECHOS DE SUPERFICIE / INM. MATERIAL	17%	17%	17%
CRECIMIENTO INMOVILIZADO INTANGIBLE	0,77%	0,77%	0,77%
AMORTIZACION	2.022E	2.023E	2.024E
AMORTIZACION / INMOVILIZADO TOTAL	3,28%	3,28%	3,28%
DEUDA	2.022E	2.023E	2.024E
% FINANCIACIÓN AJENA / TOTAL NECESIDAD DE FINANCIACIÓN	92,00%	92,00%	92,00%
% DEUDA A LARGO PLAZO / TOTAL DEUDA	86,00%	86,00%	86,00%
% DEUDA A LP CON ENTIDADES DE CRÉDITO / DEUDAS LP	75,00%	75,00%	75,00%
% OBLIGACIONES LP / DEUDAS LP	25,00%	25,00%	25,00%
% DEUDA A CORTO PLAZO / TOTAL DEUDA	14,00%	14,00%	14,00%
% DEUDA A CP CON ENTIDADES DE CRÉDITO / DEUDAS CP	28,00%	28,00%	28,00%
% OBLIGACIONES CP / DEUDAS CP	65,00%	65,00%	65,00%
% DEUDA REEMBOLSADA	5,00%	5,00%	5,00%
PASIVO NO CORRIENTE	2.022E	2.023E	2.024E
PASIVO POR ARRENDAMIENTO LP / PASIVO POR ARRENDAMIENTO CP	95,78%	95,78%	95,78%

Fuente: Elaboración propia

4.2.2. Estados Financieros Previsionales

Una vez aplicadas las hipótesis al modelo, los Estados Financieros Previsionales integrados por la Cuenta de Pérdidas y Ganancias Previsional, el Balance de Situación Previsional y el Estado de Flujos de Efectivo Previsional se pueden consultar de forma detallados en el Anexo S.

A modo de resumen, las principales partidas de los Estados Financieros Previsionales se muestran a continuación con sus respectivas variaciones anuales (Análisis Horizontal) y su margen sobre las ventas (Análisis Vertical):

- **Cuenta de Pérdidas y Ganancias Previsional**

Tabla 14. Cuenta de Pérdidas y Ganancias Previsional de Solaria (Situación de partida)

Cuenta de Pérdidas y Ganancias (en miles de €)	2021	2022E	2023E	2024E
Importe neto de la cifra de negocios	95.070,00	142.605,00	171.126,00	188.238,60
<i>Variación anual</i>		150,00	120,00	110,00
Otros ingresos	4.469,00	6.703,50	8.044,20	8.848,62
Trabajos realizados por la empresa para su activo	10.985,00	17.112,60	20.535,12	22.588,63
Gastos de personal	- 10.501,00	- 19.964,70	- 23.957,64	- 26.353,40
Otros gastos de explotación	- 6.640,00	- 6.922,20	- 7.216,39	- 7.523,09
EBITDA	93.383,00	139.534,20	168.531,29	185.799,36
<i>Variación anual</i>		149,42	120,78	110,25
Margen sobre ventas	98,23%	97,85%	98,48%	98,70%
Amortización del inmovilizado	- 20.383,00	- 28.629,91	- 37.217,26	- 48.380,81
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN O EBIT	73.000,00	110.904,29	131.314,02	137.418,55
<i>Variación anual</i>		151,92	118,40	104,65
Margen sobre ventas	76,79%	77,77%	76,74%	73,00%
Ingresos financieros	328,00	273,13	227,43	189,38
Gastos financieros	- 16.873,00	- 32.142,18	- 41.253,93	- 52.895,31
RESULTADO FINANCIERO	- 16.747,00	- 31.869,05	- 41.026,50	- 52.705,93
<i>Variación anual</i>		190,30	128,73	128,47
Margen sobre ventas	-17,62%	-22,35%	-23,97%	-28,00%
RESULTADO CONSOLIDADO ANTES DE IMPUESTOS	56.253,00	79.035,24	90.287,52	84.712,62
<i>Variación anual</i>		140,50	114,24	93,83
Margen sobre ventas	59,17%	55,42%	52,76%	45,00%
Impuesto sobre beneficios	- 8.218,00	- 19.758,81	- 22.571,88	- 21.178,16
RESULTADO CONSOLIDADO - OPERACIONES CONTINUADAS	48.035,00	59.276,43	67.715,64	63.534,47
<i>Variación anual</i>		123,40	114,24	93,83
Margen sobre ventas	50,53%	41,57%	39,57%	33,75%

Fuente: Elaboración propia⁵

⁵ Las filas de variación anual muestran el Análisis Horizontal de cada una de las partidas expuestas. Las filas de margen muestran el porcentaje sobre las ventas totales, es decir, muestran el Análisis Vertical.

- **Balance de Situación Previsional**

Tabla 15. Balance de Situación Previsional de Solaria (Situación de partida)

Balance de situación (en miles de €)	2021	2022E	2023E	2024E
ACTIVO NO CORRIENTE	854.468,00	1.092.165,16	1.398.482,02	1.796.693,56
Variación anual		127,82	128,05	128,47
Margen sobre Activo	82%	81%	82%	84%
ACTIVO CORRIENTE	188.284,00	248.301,95	303.198,81	343.249,43
Variación anual		131,88	122,11	113,21
Margen sobre Activo	18%	19%	18%	16%
TOTAL ACTIVO	1.042.752,00	1.340.467,11	1.701.680,83	2.139.942,99
Variación anual		128,55	126,95	125,75
PATRIMONIO NETO	247.355,00	306.631,43	374.347,07	437.881,54
Variación anual		123,96	122,08	116,97
Margen sobre Pasivo y Patrimonio Neto	24%	23%	22%	20%
PASIVO NO CORRIENTE	621.752,00	809.488,42	1.039.565,50	1.333.606,00
Variación anual		130,19	128,42	128,28
Margen sobre Pasivo y Patrimonio Neto	60%	60%	61%	62%
PASIVO CORRIENTE	173.645,00	224.347,26	287.768,26	368.455,45
Variación anual		129,20	128,27	128,04
Margen sobre Pasivo y Patrimonio Neto	17%	17%	17%	17%
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	1.042.752,00	1.340.467,11	1.701.680,83	2.139.942,99
Variación anual		128,55	126,95	125,75

Fuente: Elaboración propia

- **Estado de Flujos de Efectivo Previsional**

Tabla 16. Estado de Flujos de Efectivo Previsional de Solaria (Situación de partida)

Estado de Flujos de Efectivo Previsional (en miles de €)	2021	2022E	2023E	2024E
Resultado del ejercicio antes de impuestos	56.253,00	79.035,24	90.287,52	84.712,62
Variación anual		140,50	114,24	93,83
Flujos de efectivo de las actividades de explotación	94.015,00	94.368,12	127.242,16	147.520,31
Variación anual		100,38	134,84	115,94
Flujos de efectivo de las actividades de inversión	- 195.259,00	- 230.022,11	- 299.026,74	- 388.732,74
Variación anual		117,80	130,00	130,00
Flujos de efectivo de actividades financieras	172.787,00	176.122,96	215.828,44	274.751,26
Variación anual		101,93	122,54	127,30
Aumento/Disminución neto de efectivo y otros medios líquidos equivalentes	71.543,00	40.468,98	44.043,86	33.538,83
Variación anual		56,57	108,83	76,15
Efectivo y otros medios líquidos equivalentes al comienzo del ejercicio	81.308,00	152.815,00	193.283,98	237.327,83
Efectivo y otros medios líquidos equivalentes al final del ejercicio	152.815,00	193.283,98	237.327,83	270.866,66

Fuente: Elaboración propia

En definitiva, teniendo en cuenta los resultados obtenidos y siguiendo en la línea de los ratios financieros utilizados en este trabajo, en la siguiente tabla se puede observar el resultado de estos ratios aplicados a los Estados Financieros Previsionales anteriores para el periodo estimado 2022-2024:

Tabla 17. Ratios Financieros Previsionales de Solaria (Situación de partida)

RATIOS FINANCIEROS	2021	2022E	2023E	2024E
Liquidez	1,08	1,11	1,05	0,93
Tesorería	0,88	0,86	0,82	0,74
Endeudamiento	0,76	0,77	0,78	0,80
Endeudamiento a largo plazo	0,60	0,60	0,61	0,62
Endeudamiento a corto plazo	0,17	0,17	0,17	0,17
Calidad de la deuda	0,22	0,22	0,22	0,22
ROE	19,42%	19,33%	18,09%	14,51%
ROA	7,00%	8,27%	7,72%	6,42%

Fuente: Elaboración propia

Los principales puntos a destacar sobre la situación financiera del periodo estimado son los siguientes:

- La empresa pasa a tener un Fondo de Maniobra negativo en 2024 ya que el Pasivo Corriente es superior al Activo Corriente. Esto quiere decir que la empresa puede tener problemas de solvencia o liquidez en el año 2024 si se dan las hipótesis planteadas en la situación de partida.
- Unido al punto anterior, si observamos el ratio de endeudamiento y el ratio de liquidez, se puede ver como el primero aumenta hasta situarse en un ratio de 0,80 en el año 2024 y, el segundo, se sitúa por debajo de 1 en 2024. Como conclusión a esto, nos puede hacer pensar que Solaria podría tener que llevar a cabo una **ampliación de capital** en los próximos años para poder financiar sus inversiones debido al deterioro de su ratio de endeudamiento y liquidez.
- La rentabilidad empeora a partir del año 2022 debido a que las inversiones mantienen el mismo ritmo de crecimiento, pero el crecimiento de las ventas disminuye. Además, los gastos financieros crecen a un ritmo superior a las ventas debido al alto endeudamiento y al encarecimiento de los costes de financiación.

4.3. Plan de Mejoras

A continuación, se va a plantear una serie de mejoras con el fin de mejorar la situación financiera de Solaria en el periodo estimado en el punto anterior que comprende los años 2022-2024.

La primera mejora que se plantea es la **financiación de proyectos a tipo de interés fijo y con las mejores condiciones financieras posibles**. Como ya se ha comentado, nos encontramos

en una coyuntura económica con una alta incertidumbre y es muy difícil predecir cómo van a estar los tipos de interés a corto, medio y largo plazo. Por ello, será importante intentar conseguir para la financiación de los futuros proyectos de inversión un tipo de interés fijo, con el objeto de conocer a futuro cuáles van a ser los flujos de caja de salida derivados de la deuda con terceros.

Por otro lado, para conseguir unas mejores condiciones de financiación se tendrán que presentar proyectos viables y generar confianza a los inversores. Para ello, la empresa tendrá que cumplir con su Pipeline y no generar falsas expectativas, además de llevar a cabo una buena estrategia de comunicación para atraer a los inversores con el fin de que puedan mejorar las condiciones de financiación las entidades de crédito. Esto es importante dada la necesidad de financiación que tiene la empresa para llevar a cabo sus inversiones.

No obstante, la mayoría de los proyectos de inversión de Solaria ya están financiados a tipo de interés fijo por lo que la mejora en este punto no es muy relevante.

Teniendo en cuenta lo dicho anteriormente se podría obtener una mejora en las condiciones de financiación, planteando la siguiente hipótesis para el modelo:

Tabla 18. Hipótesis Gastos Financieros (Plan de mejoras)

	2.022E	2.023E	2.024E
GASTOS FINANCIEROS / (DEUDAS A LP + DEUDAS A CP)	3,25%	3,25%	3,25%

Fuente: Elaboración propia

Una segunda mejora sería **aumentar la diversificación de las ventas por países**. Solaria actualmente centra aproximadamente más del 80% de sus ventas en España y, además, el segundo país donde mayor número de ventas tiene es en Italia. Estos dos países están muy expuestos a la desaceleración que se prevé que haya en los próximos años en Europa ya que se une que son dos de los países con un mayor nivel de deuda y déficit de la Eurozona unido al entorno de alzas de tipos de interés a causa de la alta inflación, esto puede tener como resultado importantes ajustes en ambos países en los próximos años. En consecuencia, puede que el PIB tenga peor desarrollo en estos países, hecho que puede afectar a Solaria en sus proyecciones de ventas. Por ello, una mayor diversificación en la producción y venta de energía en otros países puede hacer que la empresa no esté tan expuesta al ciclo económico.

La tercera mejora sería poner en práctica los **proyectos híbridos** sobre los que ya se está investigando su desarrollo. Este tipo de proyectos consiste en producir varios tipos de energía en una misma superficie o terreno, por ejemplo, tener paneles solares junto con molinos de viento. De esta forma, en una misma superficie se estaría produciendo energía solar fotovoltaica y energía eólica. Esto produciría un apalancamiento operativo.

Por tanto, teniendo en cuenta lo comentado anteriormente se puede plantear la siguiente mejora:

Tabla 19. Hipótesis Crecimiento de ventas (Plan de mejoras)

	2.022E	2.023E	2.024E
CRECIMIENTO VENTAS	50,00%	30,00%	20,00%

Fuente: Elaboración propia

La cuarta mejora sería **aumentar la productividad de los empleados** a través de la formación, así la necesidad de contratar nuevo personal podría ser menor y por tanto el gasto en relación con las ventas disminuirá. Con esta mejora podríamos plantear la siguiente hipótesis:

Tabla 20. Hipótesis Gastos de Personal (Plan de mejoras)

	2.022E	2.023E	2.024E
GASTOS DE PERSONAL / VENTAS	13,00%	13,00%	13,00%

Fuente: Elaboración propia

La quinta mejora y última sería intentar **mejorar los periodos medios de cobro y de pago** para que se pueda financiar a través de la inversión en circulante la máxima inversión en inmovilizado posible. Para ello, intentaremos reducir el periodo de cobro a los clientes y hacer un buen estudio del cliente antes de trabajar con él para evitar impagos. En cuanto a los proveedores, es conveniente negociar con ellos para conseguir una mejora en cuanto al plazo de pago. A continuación, se muestran las mejoras en los ratios que se han elegido en este trabajo para medir la actividad de los clientes y proveedores.

Tabla 21. Hipótesis Clientes y Proveedores (Plan de mejoras)

	2.022E	2.023E	2.024E
CLIENTES / VENTAS	36,00%	36,00%	36,00%
PROVEEDORES / INVERSIÓN CAPEX	48,00%	48,00%	48,00%

Fuente: Elaboración propia

4.4.Estados Financieros Previsionales con Plan de Mejoras

Una vez aplicadas las mejoras y sus hipótesis al modelo, se van a obtener los Estados Financieros Previsionales que podemos consultar en el Anexo T.

Por otro lado, al igual que se ha realizado con la situación inicial, en la siguiente tabla se muestran los ratios financieros a partir de los Estados Financieros Previsionales con el Plan de Mejoras aplicado con la finalidad de extraer una serie de conclusiones de la nueva situación:

Tabla 22. Ratios Financieros Previsionales Solaria (Plan de mejoras)

RATIOS FINANCIEROS	2021	2022E	2023E	2024E
Liquidez	1,08	1,09	1,10	1,06
Tesorería	0,88	0,86	0,87	0,84
Endeudamiento	0,76	0,77	0,77	0,78
Endeudamiento a largo plazo	0,60	0,60	0,60	0,61
Endeudamiento a corto plazo	0,17	0,17	0,17	0,17
Calidad de la deuda	0,22	0,22	0,22	0,22
ROE	19,42%	20,10%	20,92%	19,23%
ROA	7,00%	8,38%	8,55%	7,89%

Fuente: Elaboración propia

En primer lugar, como se puede observar, se ha conseguido un Fondo de Maniobra positivo en todos los años lo que quiere decir que el ratio de liquidez está por encima de 1.

En cuanto al ratio de endeudamiento, si bien sigue con tendencia al alza, se reduce su crecimiento, alcanzando un ratio de endeudamiento de 0,78 respecto al 0,80 alcanzado en la situación de partida. Es difícil reducir este ratio en este contexto ya que Solaria tiene que hacer frente a numerosas inversiones para cumplir con su plan estratégico y a esto hay que sumarle que las perspectivas económicas se han deteriorado. El plan de mejoras creo que evita a corto plazo que Solaria tenga que acometer una ampliación de capital, pero a medio y largo plazo si no mejoran las perspectivas económicas va a ser difícil que se evite si Solaria quiere llevar a cabo los objetivos marcados en su pipeline.

Por último, donde se puede ver la gran mejora es en la rentabilidad como consecuencia de que las ventas tienen un crecimiento superior a la situación de partida. Principalmente en el último año del periodo estimado, la mejora es bastante apreciable, pasando a tener un ROE del 19,23% en comparación con el 14,51% de la situación de partida.

En resumen, el plan de mejoras previsiblemente supondrá una mayor liquidez o solvencia, una ligera mejora del ratio de endeudamiento y una notable mejora de la rentabilidad de la empresa en comparación con las estimaciones del periodo 2022-2024 sin aplicar estas mejoras.

5. CONCLUSIONES

En este trabajo hemos podido observar que Solaria se enfrenta a numerosos retos en el futuro. Desde un punto de vista del análisis interno, la poca diversificación por países de sus ventas, concentrando la mayoría de estas en España podría representar una debilidad mientras que destacamos como puntos fuertes factores como su alta especialización en el sector donde opera, su tamaño mediano o el acceso a la financiación por proyectos (Project finance).

En cuanto a la influencia del entorno en la actividad de Solaria, la posición de la empresa por un lado es positiva si tenemos en cuenta que desarrolla su actividad en un sector con un fuerte potencial de crecimiento en los próximos años. Pero, por otro lado, hay factores que deberá vigilar muy de cerca y que pueden ocasionar un impacto negativo en su actividad como por ejemplo el riesgo de precio de la energía a la baja que puede impactar en una disminución de sus ventas vía precio, un marco regulatorio más estricto, una mayor competencia en el sector y un endurecimiento de la política monetaria por parte de los bancos centrales para combatir la alta inflación que existe en la actualidad lo que puede conllevar a una financiación más costosa y a una restricción del crédito.

Uno de los objetivos de este trabajo es analizar la salud financiera de la empresa. Una vez realizado el análisis de los Estados Financieros para el periodo 2019-2021, se puede decir que Solaria presenta una notable salud financiera a fecha de cierre del año 2021. La evolución que ha tenido en los últimos años ha sido muy buena, pasando a ser una de las empresas que mejores ratios financieros presenta de las compañías mencionadas en este trabajo. En este periodo, la empresa ha aumentado sus márgenes sobre las ventas y ha mejorado la rentabilidad debido principalmente al espectacular crecimiento de las ventas.

La posición de liquidez de la empresa presenta un ratio por encima del promedio del sector, llegando a la conclusión de que se trata de una empresa solvente.

El endeudamiento es el aspecto que mayor vigilancia requiere por parte de Solaria, ya que presenta un ratio por encima del promedio del sector. Concretamente es el endeudamiento a largo plazo el que sobresale de la media. Este factor habría que prestarle especial atención sobre todo si tenemos en cuenta que la financiación puede encarecerse los próximos años como hemos comentado anteriormente.

La modelización financiera nos ha permitido poder observar la evolución de los Estados Financieros Previsionales a través del planteamiento de una serie de hipótesis alineadas con las perspectivas y los riesgos financieros que hay para los próximos años en la economía global. Los resultados han sido que los ratios de liquidez y solvencia disminuyen hasta el punto de situarnos en un ratio de liquidez por debajo de 1 en el año 2024, el endeudamiento sigue aumentando hasta alcanzar un ratio de 0,80 en el año 2024 y hay una bajada sustancial de la rentabilidad con un ROE del 14,51% en el último año estimado. La causa principal de esto es el menor crecimiento de las ventas.

Uno de los objetivos por el que se ha decidido hacer la modelización financiera de Solaria es para plantear una serie de mejoras que puedan mejorar los Estados Financieros de la compañía en el periodo estimado. En este trabajo se propone centrar esfuerzos en conseguir financiación con las mejores condiciones posibles, diversificar las ventas por países para que la empresa esté menos expuesta al ciclo económico, el desarrollo de proyectos híbridos que mejorarían su rentabilidad al tener un mayor apalancamiento operativo, el aumento de la productividad de los empleados y mejorar los periodos medios de maduración a través de la negociación con clientes y proveedores.

Con la aplicación de estas mejoras, Solaria podría mejorar su posición de liquidez, el aumento del endeudamiento sería menor y la rentabilidad aumenta notablemente el último año principalmente.

Por último, respecto a la valoración de Solaria en el mercado, en la comparación que se ha realizado con las empresas de su sector, se ha visto que Solaria presenta un PER de 45, bastante por encima de la media, llegando a la conclusión de que podría estar sobrevalorada ya que no considero que refleje las expectativas de crecimiento para los próximos años debido sobre todo a que las perspectivas económicas no son buenas y hay muchos factores que pueden impactar en un menor crecimiento de las ventas de Solaria, con lo cual, un PER de 45 me parece bastante elevado.

6. LIMITACIONES

En cuanto a las limitaciones que se han encontrado a la hora de realizar este trabajo, hay que tener en cuenta las siguientes:

- A la hora de calcular las Necesidades Operativas de Fondos (NOF) en el punto 3.4.2 no se ha tenido en cuenta la Caja Operativa dentro del Activo Operativo ya que no ha sido posible su cálculo con las fuentes de información que se han utilizado.
- No se han tenido en cuenta los impuestos diferidos del Activo de Solaria a la hora de calcular el impuesto sobre beneficios. Se ha aplicado por defecto una tasa del 25% sobre el Resultado Antes de Impuestos.
- Se ha mantenido constante el valor de ciertas partidas marcadas en gris en el Anexo S a la hora de modelizar para simplificar los cálculos ya que se considera que esto no desvirtúa el análisis que se pretende realizar.
- Por último, ciertos impactos del plan de mejoras expuesto como son la diversificación entre países y el desarrollo de proyectos híbridos no tendrán efectos en el corto plazo, dado que la puesta en marcha de este tipo de proyectos puede tardar varios años. Por ello, para que el lector pueda ver cómo puede afectar en los Estados Financieros de Solaria, se ha decidido incluir la hipótesis de que afectan al crecimiento de las ventas en el periodo estimado.

Referencias bibliográficas

- Segarra, P., (2021, noviembre 20). *Energía solar: ¿Qué ventajas tiene? ¿Su auge en España rebajará el precio de la factura eléctrica?* www.20minutos.es
<https://www.20minutos.es/noticia/4894454/0/energia-solar-ventajas-auge-espana-rebajar-precio-factura-electrica/>
- Archel-Domenech, P., Lizarraga-Dallo, F., Sánchez-Alegría, S. y Cano-Rodríguez, M. (2015a). Estados contables. Elaboración, análisis e interpretación. Pirámide.
- Archel-Domenech, P., Lizarraga-Dallo, F., Sánchez-Alegría, S. y Cano-Rodríguez, M. (2015b). Estados contables. Elaboración, análisis e interpretación. Pirámide.
- Archel-Domenech, P., Lizarraga-Dallo, F., Sánchez-Alegría, S. y Cano-Rodríguez, M. (2015c). Estados contables. Elaboración, análisis e interpretación. Pirámide.
- Cespedes, M., Vásquez Stanescu, C. L., & Ramírez-Pisco, R. (2020). *Disposición final e impacto ambiental de las celdas fotovoltaicas*.
<https://doi.org/10.13140/RG.2.2.36089.60004/1>
- Christophe Speth. EL ANÁLISIS DAFO: Los secretos para fortalecer tu negocio. Edición abril de 2016. 50Minutos.es, 2016. ISBN 9782806274540.
- Instituto de Ingeniería del conocimiento. (2021, marzo 11). *El futuro de la energía: digitalización y renovables*. www.iic.uam.es.
<https://www.iic.uam.es/energias/futuro-de-energia-digitalizacion-y-renovables/>
- Goig, R. (2014, febrero 14). *Solaria anuncia el cierre de su fábrica de módulos fotovoltaicos*. www.alimarket.es.

<http://www.alimarket.es/construccion/noticia/147111/solaria-anuncia-el-cierre-de-su-fabrica-de-modulos-fotovoltaicos>

- Julián, R., & Mascareñas, J. (2014). La Financiación De Proyectos (Project Finance). *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2407394>
- Pastor, F. (2021, junio 20). *Objetivo 2030: ¿quién mandará en las renovables?* *www.la Información.com* <https://www.lainformacion.com/especiales/objetivo-negocio-energias-renovables/>
- Lavallo Burguete, A. C. (2017). *Análisis financiero*. Editorial Digital UNID. <https://bv.unir.net:2769/es/ereader/unir/41183>
- Solaria, (2022a). *Memoria de sostenibilidad 2021* <https://solariaenergia.com/wp-content/uploads/Memoria-de-sostenibilidad-2021-def-1.pdf>
- Solaria, (2022b). *Memoria de sostenibilidad 2021* <https://solariaenergia.com/wp-content/uploads/Memoria-de-sostenibilidad-2021-def-1.pdf>
- Michaux, S., & Cadiat, A.-C. (2016). *Las Cinco Fuerzas de Porter: Cómo Distanciarse de la Competencia Con éxito*. <https://bv.unir.net:2056/lib/univunirsp/reader.action?docID=4504782>
- Porter, M. E. (2014). *Ventaja competitiva: Creación y sostenimiento de un desempeño superior* (2a. ed.). Grupo Editorial Patria. <https://bv.unir.net:2769/es/ereader/unir/114080?page=103>
- Raffin, C. (2021, febrero 15). *Solaria: El riesgo de un mercado deslumbrado por las promesas del sol*. www.elconfidencial.com.

https://www.elconfidencial.com/mercados/2021-02-15/solaria-riesgo-paneles-solares-bolsa-renovables_2947483/

- Ruiz, A. (2022, febrero 11). El contrato PPA fotovoltaica: La solución financiera de energía solar. www.esenergia.es. <https://esenergia.es/contrato-ppa/>
- Solaria (2022). Cuentas Anuales Consolidadas e Informe de Gestión consolidado 2021. www.solaria.com <https://solariaenergia.com/informacion-economica/>
- Solaria (2021). Cuentas Anuales Consolidadas e Informe de Gestión consolidado 2020. www.solaria.com <https://solariaenergia.com/informacion-economica/>
- Invertia (2021, marzo 18) *Solaria cierra la colocación de 48,8 millones en pagarés a menos del 1% en el MARF*. www.elespanol.com.
https://www.elespanol.com/invertia/mercados/20210318/solaria-cierra-colocacion-millones-pagares-marf/566944717_0.html

Anexo A. Previsiones PIB Banco Central Europeo

Comparación entre previsiones recientes de crecimiento del PIB real y de la inflación medida por el IAPC de la zona del euro

(tasas de variación interanual)

	Fecha de publicación	Crecimiento del PIB real				Inflación medida por el IAPC			
		2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
Proyecciones de los expertos del BCE	Marzo 2022	5,4	3,7	2,8	1,6	2,6	5,1	2,1	1,9
Barómetro de la zona del euro	Febrero 2022	5,2	3,9	2,6	1,6	2,6	3,7	1,8	1,7
Comisión Europea	Febrero 2022	5,3	4,0	2,7	-	2,6	3,5	1,7	-
Consensus Economics	Febrero 2022	-	3,9	2,5	1,7	-	3,9	1,7	1,8
Encuesta a expertos en previsión económica	Febrero 2022	-	4,2	2,7	1,7	-	3,0	1,8	1,9
FMI	Enero 2022	5,2	3,9	2,5	-	2,6	3,0	1,7	-
OCDE	Diciembre 2021	5,2	4,3	2,5	-	2,4	2,7	1,8	-

Fuentes: Barómetro de la zona del euro de MJEconomics, 24 de febrero de 2022, los datos correspondientes a 2024 proceden de la encuesta de enero de 2022; previsiones económicas (intermedias) del invierno de 2022 de la Comisión Europea, 10 de febrero de 2022; Consensus Economics Forecasts, 10 de febrero de 2022, los datos correspondientes a 2024 proceden de la encuesta de enero de 2022; encuesta del BCE a expertos en previsión económica, primer trimestre de 2022, realizada entre el 7 y el 13 de enero; actualización de las Perspectivas de la Economía Mundial del FMI, 25 de enero de 2022; Economic Outlook de la OCDE n.º 110, diciembre de 2021.

Notas: Las tasas de crecimiento anuales que figuran en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE están ajustadas por días laborables, mientras que las que aparecen en las previsiones de la Comisión Europea y del FMI no lo están. Las demás previsiones no especifican si los datos están ajustados por días laborables. Los datos históricos pueden diferir de las últimas publicaciones de Eurostat debido a la publicación de datos después de la fecha de cierre de las proyecciones.

Fuente: Página web Banco Central Europeo.

https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/ecb.projections202203_ecbstaff~44f998dfd7.es.html#toc6

Anexo B. Previsiones PIB Banco Mundial

TABLE 1.1 Real GDP¹
(Percent change from previous year)

	2019	2020	2021e	2022f	2023f	2024f	Percentage point differences from January 2022 projections	
							2022f	2023f
World	2.6	-3.3	5.7	2.9	3.0	3.0	-1.2	-0.2
Advanced economies	1.7	-4.6	5.1	2.6	2.2	1.9	-1.2	-0.1
United States	2.3	-3.4	5.7	2.5	2.4	2.0	-1.2	-0.2
Euro area	1.6	-6.4	5.4	2.5	1.9	1.9	-1.7	-0.2
Japan	-0.2	-4.6	1.7	1.7	1.3	0.6	-1.2	0.1
Emerging market and developing economies	3.8	-1.6	6.6	3.4	4.2	4.4	-1.2	-0.2
East Asia and Pacific	5.8	1.2	7.2	4.4	5.2	5.1	-0.7	0.0
China	6.0	2.2	8.1	4.3	5.2	5.1	-0.8	-0.1
Indonesia	5.0	-2.1	3.7	5.1	5.3	5.3	-0.1	0.2
Thailand	2.2	-6.2	1.6	2.9	4.3	3.9	-1.0	0.0
Europe and Central Asia	2.7	-1.9	6.5	-2.9	1.5	3.3	-5.9	-1.4
Russian Federation	2.2	-2.7	4.7	-8.9	-2.0	2.2	-11.3	-3.8
Turkey	0.9	1.8	11.0	2.3	3.2	4.0	0.3	0.2
Poland	4.7	-2.2	5.9	3.9	3.6	3.7	-0.8	0.2
Latin America and the Caribbean	0.8	-6.4	6.7	2.5	1.9	2.4	-0.1	-0.8
Brazil	1.2	-3.9	4.6	1.5	0.8	2.0	0.1	-1.9
Mexico	-0.2	-8.2	4.8	1.7	1.9	2.0	-1.3	-0.3
Argentina	-2.0	-9.9	10.3	4.5	2.5	2.5	1.9	0.4
Middle East and North Africa	0.9	-3.7	3.4	5.3	3.6	3.2	0.9	0.2
Saudi Arabia	0.3	-4.1	3.2	7.0	3.8	3.0	2.1	1.5
Iran, Islamic Rep. ³	-6.8	3.4	4.1	3.7	2.7	2.3	1.3	0.5
Egypt, Arab Rep. ²	5.6	3.6	3.3	6.1	4.8	5.0	0.6	-0.7
South Asia	4.1	-4.5	7.6	6.8	5.8	6.5	-0.8	-0.2
India ³	3.7	-6.6	8.7	7.5	7.1	6.5	-1.2	0.3
Pakistan ²	3.1	-0.9	5.7	4.3	4.0	4.2	0.9	0.0
Bangladesh ²	7.9	3.4	6.9	6.4	6.7	6.9	0.0	-0.2
Sub-Saharan Africa	2.6	-2.0	4.2	3.7	3.8	4.0	0.1	0.0
Nigeria	2.2	-1.8	3.6	3.4	3.2	3.2	0.9	0.4
South Africa	0.1	-6.4	4.9	2.1	1.5	1.8	0.0	0.0
Angola	-0.7	-5.2	0.7	3.1	3.3	3.2	0.0	0.5
Memorandum items:								
Real GDP ¹								
High-income countries	1.7	-4.6	5.1	2.7	2.2	2.0	-1.1	-0.2
Middle-income countries	4.0	-1.3	6.8	3.3	4.2	4.5	-1.3	-0.3
Low-income countries	4.8	1.9	3.9	4.1	5.3	5.7	-0.8	-0.6
EMDEs excluding Russian Federation and Ukraine	3.9	-1.5	6.7	4.2	4.5	4.5	-0.5	0.0
EMDEs excluding China	2.5	-4.0	5.6	2.7	3.4	4.0	-1.5	-0.4
Commodity-exporting EMDEs	1.8	-3.8	4.8	1.2	2.6	3.2	-2.1	-0.5
Commodity-exporting EMDEs excluding Russian Federation and Ukraine	1.8	-4.0	4.8	3.7	3.3	3.4	0.3	-0.1
Commodity-importing EMDEs	4.9	-0.4	7.5	4.4	4.9	5.0	-0.8	-0.1
Commodity-importing EMDEs excluding China	3.2	-4.2	6.6	4.6	4.5	4.9	-0.7	-0.1
EM7	4.5	-0.5	7.3	3.3	4.3	4.7	-1.5	-0.4
World (PPP weights) ⁴	2.9	-3.0	6.0	3.1	3.4	3.5	-1.3	-0.2
World trade volume ⁵	1.4	-8.0	10.3	4.0	4.3	3.8	-1.8	-0.4
Commodity prices ⁶								
Oil price	-9.9	-33.9	66.5	42.0	-8.0	-13.0	35.0	3.8
Non-energy commodity price index	-4.2	3.3	32.7	17.9	-8.1	-3.1	19.9	-4.1

Source: World Bank.

1. Headline aggregate growth rates are calculated using GDP weights at average 2010-19 prices and market exchange rates. The aggregate growth rates may differ from the previously published numbers that were calculated using GDP weights at average 2010 prices and market exchange rates. Data for Afghanistan and Lebanon are excluded.

2. GDP growth rates are on a fiscal year basis. Aggregates that include these countries are calculated using data compiled on a calendar year basis. Pakistan's growth rates are based on GDP at factor cost. The column labeled 2022 refers to FY2021/22.

3. GDP growth rates are on a fiscal year basis. Aggregates that include these countries are calculated using data compiled on a calendar year basis. The column labeled 2022 refers to FY2022/23.

4. World growth rates are calculated using average 2010-19 purchasing power parity (PPP) weights, which attribute a greater share of global GDP to emerging market and developing economies (EMDEs) than market exchange rates.

5. World trade volume of goods and nonfactor services.

6. Oil price refers to the Brent crude oil benchmark. The non-energy index is the weighted average of 39 commodity prices (7 metals, 5 fertilizers, and 27 agricultural commodities). For additional details, please see <https://www.worldbank.org/commodities>.

Note: e = estimate; f = forecast. World Bank forecasts are frequently updated based on new information. Consequently, projections presented here may differ from those contained in other World Bank documents, even if basic assessments of countries' prospects do not differ at any given date. For the definition of EMDEs, commodity exporters, and commodity importers, please refer to table 1.2. EM7 includes Brazil, China, India, Indonesia, Mexico, the Russian Federation, and Turkey. The World Bank is currently not publishing economic output, income, or growth data for Turkmenistan and República Bolivariana de Venezuela owing to lack of reliable data of adequate quality. Turkmenistan and República Bolivariana de Venezuela are excluded from cross-country macroeconomic aggregates.

Fuente: Página web Banco Mundial.

<https://thedocs.worldbank.org/en/doc/18ad707266f7740bced755498ae0307a-0350012022/related/Global-Economic-Prospect-2022-Chapter-1-Highlights-SP.pdf>

Anexo C. Previsiones PIB Banco de España

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2022-2024) (a)

Tasas de variación anual

	2020	2021	Proyecciones de junio de 2022		
			2022	2023	2024
PIB	-10,8	5,1	4,1	2,8	2,6
IAPC (b)	-0,3	3,0	7,2	2,6	1,8
Empleo (horas trabajadas)	-10,6	7,0	4,6	1,5	1,1
Tasa de paro (% población activa) (c)	15,5	14,8	13,0	12,8	12,7

FUENTE: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

NOTA: Último dato publicado de la CNTR: primer trimestre de 2022.

a Fecha de cierre de las proyecciones: 24 de mayo de 2022

b Índice armonizado de precios de consumo.

c Media Anual

Fuente: Página web Banco de España.

<https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/22/T2/Fich/be100622-proy.pdf>

Anexo D. Solaria: Cuenta de Pérdidas y Ganancias

Cuenta de Pérdidas y Ganancias (en miles de €)	2019	2020	2021
Importe neto de la cifra de negocios	34.540,00	53.266,00	95.070,00
Ventas	33.626,00	52.389,00	94.664,00
Prestaciones de servicios	914,00	877,00	406,00
Otros ingresos	2.614,00	3.761,00	4.469,00
Trabajos realizados por la empresa para su activo	4.169,00	7.477,00	10.985,00
Gastos de personal	- 5.785,00	- 7.923,00	- 10.501,00
Sueldos, salarios y asimilados	- 4.919,00	- 6.834,00	- 8.783,00
Cargas sociales	- 866,00	- 1.089,00	- 1.718,00
Otros gastos de explotación	- 6.256,00	- 7.519,00	- 6.640,00
Servicios exteriores	- 4.623,00	- 4.674,00	- 3.983,00
Tributos	- 1.633,00	- 2.845,00	- 2.657,00
EBITDA	31.497,00	49.062,00	93.383,00
Pérdidas, deterioro y variación de provisiones por operaciones comerciales	- 421,00		
Amortización del inmovilizado	- 14.258,00	- 15.377,00	- 20.383,00
Imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y otras	2.215,00		
Variación de provisiones	- 415,00	- 598,00	-
Deterioros y resultado por enajenaciones y otros	- 183,00	- 15,00	-
Deterioros y reversiones	- 183,00	- 15,00	-
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN O EBIT	16.220,00	33.072,00	73.000,00
Ingresos financieros	473,00	396,00	328,00
Otros ingresos financieros	473,00	396,00	328,00
Gastos financieros	- 11.110,00	- 12.985,00	- 16.873,00
Intereses por deudas con terceros	- 10.552,00	- 12.206,00	- 16.700,00
Otros gastos financieros	- 588,00	- 779,00	- 173,00
Diferencias de cambio	251,00	- 64,00	- 202,00
RESULTADO FINANCIERO	- 10.386,00	- 12.653,00	- 16.747,00
RESULTADO CONSOLIDADO ANTES DE IMPUESTOS	5.834,00	20.419,00	56.253,00
Impuesto sobre beneficios	18.037,00	9.995,00	- 8.218,00
RESULTADO CONSOLIDADO - OPERACIONES CONTINUADAS	23.871,00	30.414,00	48.035,00

Anexo E. Solaria: Balance de Situación

Balance de situación (en miles de €)	2019	2020	2021
ACTIVO NO CORRIENTE	462.386,00	609.896,00	854.468,00
Inmovilizado intangible	166,00	177,00	168,00
Patentes, licencias, marcas y similares	79,00	76,00	76,00
Aplicaciones informáticas	90,00	101,00	92,00
Derechos de superficie	24.089,00	45.407,00	112.053,00
Inmovilizado material	384.678,00	496.427,00	671.303,00
Terrenos y construcciones	23.018,00	21.097,00	22.333,00
Instalaciones técnicas y maquinaria	348.316,00	373.192,00	504.870,00
Inmovilizado en curso	13.344,00	102.138,00	144.100,00
Activos financieros no corrientes	644,00	661,00	1.478,00
Otros activos financieros	644,00	661,00	1.478,00
Activos por impuesto diferido	52.809,00	67.224,00	69.466,00
ACTIVO CORRIENTE	138.140,00	105.611,00	188.284,00
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	19.493,00	23.270,00	34.716,00
Clientes por ventas y prestaciones de servicios	14.391,00	18.475,00	34.489,00
Deudores varios	971,00	169,00	227,00
Otros créditos con las Administraciones Públicas	4.131,00	4.626,00	-
Inversiones financieras a corto plazo	163,00	267,00	301,00
Otros activos financieros	163,00	267,00	301,00
Periodificaciones a corto plazo	303,00	766,00	416,00
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	118.181,00	81.308,00	152.815,00
Tesorería	118.181,00	81.308,00	152.815,00
TOTAL ACTIVO	600.526,00	715.507,00	1.042.752,00
PATRIMONIO NETO	193.258,00	222.514,00	247.355,00
FONDOS PROPIOS	201.947,00	232.361,00	280.396,00
Capital	1.250,00	1.250,00	1.250,00
Capital escriturado	1.250,00	1.250,00	1.250,00
Prima de emisión	309.676,00	309.676,00	309.676,00
Reservas	45.359,00	45.359,00	45.359,00
Legal	5.311,00	5.311,00	5.311,00
Voluntarias	40.048,00	40.048,00	40.048,00
Resultados negativos de ejercicios anteriores	- 178.209,00	- 154.338,00	- 123.924,00
Resultado del ejercicio	23.871,00	30.414,00	48.035,00
AJUSTES POR CAMBIOS DE VALOR	- 8.689,00	- 9.847,00	- 33.041,00
Operaciones de cobertura	- 8.228,00	- 9.479,00	- 32.645,00
Diferencias de conversión	- 461,00	- 368,00	- 396,00
PASIVO NO CORRIENTE	326.254,00	406.546,00	621.752,00
Provisiones a largo plazo	437,00	-	-
Provisión por responsabilidades	437,00	-	-
Deudas a largo plazo	325.817,00	406.546,00	621.752,00
Deudas con entidades de crédito	175.839,00	241.540,00	355.958,00
Obligaciones y otros valores negociables	123.154,00	115.753,00	122.100,00
Pasivos por arrendamiento	22.464,00	44.398,00	106.151,00
Derivados	2.300,00	4.855,00	37.543,00
Otros pasivos financieros	2.060,00	-	-
PASIVO CORRIENTE	81.014,00	86.447,00	173.645,00
Deudas a corto plazo	29.593,00	19.667,00	84.168,00
Deudas con entidades de crédito	9.404,00	9.403,00	23.629,00
Obligaciones y otros valores negociables	15.500,00	5.781,00	54.502,00
Pasivos por arrendamiento	1.563,00	1.338,00	4.681,00
Derivados	809,00	1.042,00	575,00
Otros pasivos financieros	2.317,00	2.103,00	781,00
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	51.421,00	66.780,00	89.477,00
Proveedores y acreedores varios	48.952,00	60.758,00	83.907,00
Personal - remuneraciones pendiente de pago	655,00	1.859,00	2.522,00
Pasivos por impuesto corriente	823,00	2.385,00	2.577,00
Otras deudas con las Administraciones Públicas	984,00	1.770,00	464,00
Anticipos de clientes	7,00	8,00	7,00
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	600.526,00	715.507,00	1.042.752,00

Anexo F. Solaria: Estado de Flujos de Efectivo

Estado de Flujos de Efectivo (en miles de €)	2019	2020	2021
Resultado del ejercicio antes de impuestos	5.834,00	20.419,00	56.253,00
Ajustes del resultado	23.027,00	28.643,00	37.130,00
Amortizaciones	14.258,00	15.377,00	20.383,00
Variación de provisiones	415,00	598,00	-
Imputación de subvenciones	- 2.215,00		
Deterioros y reversiones	183,00	15,00	-
Ingresos financieros	- 473,00	- 396,00	- 328,00
Gastos financieros	11.110,00	12.625,00	16.873,00
Variación de valor razonable en instrumentos financieros	-	360,00	-
Diferencias de cambio	- 251,00	64,00	202,00
Cambios en el capital corriente	- 6.548,00	9.232,00	14.314,00
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	- 6.548,00	- 3.777,00	- 11.446,00
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	-	13.009,00	25.760,00
Otros flujos de efectivo de las actividades de explotación	- 7.738,00	- 10.742,00	- 13.682,00
Pagos de intereses	- 7.738,00	- 9.276,00	- 12.424,00
Pagos por impuesto sobre beneficio	-	- 432,00	- 1.258,00
Otros pagos	-	- 1.034,00	-
Flujos de efectivo de las actividades de explotación	14.575,00	47.552,00	94.015,00
Pagos por la adquisición de inmovilizado material e inmaterial	- 99.720,00	- 134.351,00	- 195.259,00
Flujos de efectivo de las actividades de inversión	- 99.720,00	- 134.351,00	- 195.259,00
Emisión Obligaciones y otros valores negociables	9.972,00	-	60.200,00
Devolución Obligaciones y otros valores negociables	- 11.477,00	- 15.522,00	- 5.687,00
Emisión/Devolución de deudas con empresas del grupo y vinculadas	- 10.000,00		
Emisión deudas con entidades de crédito	160.206,00	74.422,00	132.155,00
Devolución deudas con entidades de crédito	- 38.384,00	- 8.974,00	- 13.881,00
Flujos de efectivo de actividades financieras	110.317,00	49.926,00	172.787,00
Aumento/Disminución neto de efectivo y otros medios líquidos equivalentes	25.172,00	- 36.873,00	71.543,00
Efectivo y otros medios líquidos equivalentes al comienzo del ejercicio	93.009,00	118.181,00	81.308,00
Efectivo y otros medios líquidos equivalentes al final del ejercicio	118.181,00	81.308,00	152.851,00

Anexo G. Iberdrola: Cuenta de Pérdidas y Ganancias

Cuenta de Pérdidas y Ganancias (en millones de €)	2019	2020	2021
Importe neto cifra de negocios	36.438,00	33.145,00	39.114,00
Aprovisionamientos	- 20.175,00	- 17.000,00	- 22.052,00
Margen bruto	16.263,00	16.145,00	17.062,00
Gastos de personal	- 2.841,00	- 2.810,00	- 3.002,00
Gastos de personal activados	695,00	661,00	716,00
Servicios exteriores	- 2.843,00	- 2.841,00	- 2.936,00
Otros resultados de explotación	659,00	704,00	995,00
Gasto operativo neto	- 4.330,00	- 4.286,00	- 4.227,00
Tributos	- 1.829,00	- 1.821,00	- 829,00
EBITDA	10.104,00	10.038,00	12.006,00
correccion valorativa deudores comerciales	- 298,00	- 381,00	- 369,00
Amortizaciones y provisiones	- 3.929,00	- 4.093,00	- 4.294,00
EBIT	5.877,00	5.564,00	7.343,00
Rsdto de sociedades por el método de participación	14,00	480,00	- 39,00
Ingreso financiero	864,00	1.038,00	1.265,00
Gasto financiero	- 2.164,00	- 2.029,00	- 2.268,00
Resultado financiero	- 1.300,00	- 991,00	- 1.003,00
Beneficio Antes de Impuestos	4.794,00	5.053,00	6.301,00
Impuesto sobre sociedades	- 914,00	- 1.083,00	- 1.914,00
Beneficio Neto	3.880,00	3.970,00	4.387,00

Anexo H. Grenergy: Cuenta de Pérdidas y Ganancias

Cuenta de Pérdidas y Ganancias (en miles de €)	2019	2020	2021
Importe neto de la cifra de negocios	72.289,00	73.386,00	82.506,00
Var existencias	- 2.702,00	8.755,00	12.923,00
Trabajos realizados por la empresa p	12.239,00	40.046,00	137.648,00
Aprovisionamientos	- 62.588,00	- 88.026,00	- 172.728,00
Otros ingresos de explotación	51,00	80,00	683,00
Gastos de personal	- 4.784,00	- 5.723,00	- 9.597,00
Otros gastos de explotación	- 4.846,00	- 4.652,00	- 10.026,00
EBITDA	9.659,00	23.866,00	41.409,00
Amortización del inm	- 660,00	- 799,00	- 7.125,00
EBIT	17.518,00	23.166,00	32.386,00
Ingresos financieros	55,00	206,00	-
Gastos financieros	- 1.141,00	- 2.628,00	- 9.321,00
Var. De valor razonable en instrumen	-	-	- 6.290,00
RESULTADO FINANCIERO	- 3.418,00	- 7.664,00	- 14.256,00
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	14.099,00	15.502,00	18.130,00
Impuestos	- 2.663,00	- 395,00	- 2.118,00
Bº NETO	11.436,00	15.107,00	16.012,00

Anexo I. EDP Renovables: Cuenta de Pérdidas y Ganancias

Cuenta de Pérdidas y Ganancias (en miles de €)	2019	2020	2021
Ventas	1.823.699,00	1.730.757,00	1.757.663,00
Otros ingresos	399.680,00	635.731,00	498.414,00
Suministros y servicios	- 309.032,00	- 304.437,00	- 335.674,00
Gastos de personal	- 130.693,00	- 141.156,00	- 174.259,00
Otros gastos	- 134.086,00	- 122.614,00	- 165.021,00
EBITDA	1.651.425,00	1.654.725,00	1.760.041,00
EBIT	1.058.564,00	1.053.989,00	1.151.188,00
Ingresos financieros	38.028,00	76.735,00	107.985,00
Gastos financieros	- 387.484,00	- 361.793,00	- 356.582,00
Bº ANTES DE IMPUESTOS	709.108,00	768.931,00	902.591,00
Impuestos	- 86.441,00	- 86.080,00	- 93.013,00
Bº NETO	622.667,00	682.851,00	809.578,00

Anexo J. Iberdrola: Balance de Situación

Balance de Situación (en millones de €)	2019	2020	2021
Activo intangible	20.368,00	18.222,00	19.909,00
Inversiones inmobiliarias	342,00	301,00	310,00
Propiedad, planta y equipo	71.289,00	71.779,00	79.981,00
Activo por derecho de uso	1.782,00	1.974,00	2.260,00
Inversiones financieras no corrientes	5.819,00	5.461,00	6.499,00
Deudores comerciales y otros activos no corrientes	2.851,00	3.161,00	3.764,00
Activos por impuestos corrientes	666,00	666,00	729,00
Impuestos diferidos activos	5.694,00	5.982,00	5.917,00
Activo No Corriente	108.811,00	107.546,00	119.369,00
Activos mantenidos para su enagenación	-	-	124,00
Combustible nuclear	306,00	260,00	267,00
Existencias	2.542,00	2.443,00	2.639,00
Deudores comerciales y otros activos corrientes	7.499,00	7.664,00	10.956,00
Inversiones financieras corrientes	1.098,00	1.178,00	4.364,00
Efectivo y otros medios equivalentes	2.113,00	3.427,00	4.033,00
Activo Corriente	13.558,00	14.972,00	22.383,00
Total Activo	122.369,00	122.518,00	141.752,00
De la sociedad dominante	37.678,00	35.412,00	40.479,00
De participaciones no dominantes	9.517,00	11.806,00	15.647,00
Patrimonio Neto	47.195,00	47.218,00	56.126,00
Subvenciones de capital	1.399,00	1.240,00	1.261,00
Instalaciones cedidas y financiadas por terceros	4.987,00	5.043,00	5.424,00
Provisiones no corrientes	5.990,00	5.836,00	5.330,00
Pasivos financieros no corrientes	33.639,00	35.096,00	37.175,00
Otros pasivos no corrientes	408,00	262,00	418,00
Pasivos por impuestos corrientes	261,00	285,00	300,00
Impuestos diferidos pasivos	9.359,00	9.607,00	11.364,00
Pasivo No Corriente	56.043,00	57.369,00	61.272,00
Provisiones corrientes	660,00	579,00	789,00
Pasivos financieros corrientes	16.534,00	15.470,00	21.297,00
Otros pasivos corrientes	1.937,00	1.882,00	2.268,00
Pasivo Corriente	19.131,00	17.931,00	24.354,00
Total Patrimonio Neto y Pasivo	122.369,00	122.518,00	141.752,00

Anexo K. Greenergy: Balance de Situación

Balance de Situación (en miles de €)	2019	2020	2021
Activo No Corriente	88.044,00	169.498,00	428.450,00
Inmovilizado intangible	9.445,00	9.142,00	81,00
Inmovilizado material	70.346,00	144.768,00	388.783,00
Activos por impuesto diferido	3.497,00	10.217,00	25.441,00
Activo Corriente	69.582,00	88.700,00	176.358,00
Existencias	8.851,00	18.168,00	17.347,00
Deudores comerciales y otras cuenta	24.762,00	42.756,00	79.693,00
Inversiones financieras cp	6.873,00	6.461,00	7.961,00
Efectivo y otros equivalentes	28.773,00	68.668,00	20.569,00
Total Activo	157.627,00	258.198,00	604.808,00
Patrimonio Neto	37.097,00	48.835,00	158.708,00
Pasivo No Corriente	73.437,00	143.517,00	286.376,00
Deudas a lp	67.239,00	134.505,00	258.502,00
Pasivos por impuesto diferido	3.450,00	5.591,00	14.365,00
Pasivo Corriente	47.091,00	65.846,00	159.724,00
Deudas a cp	9.642,00	20.958,00	74.165,00
Acreedores comerciales y otras cuen	36.620,00	44.049,00	82.413,00
Total Patrimonio Neto y Pasivo	157.627,00	258.198,00	604.808,00

Anexo L. EDP Renovables: Balance de Situación

Balance de Situación (en miles de €)	2019	2020	2021
Inmovilizado material	13.263.860,00	13.491.718,00	14.562.300,00
Fondo de comercio	1.199.210,00	1.222.666,00	1.268.035,00
Activo No Corriente	16.118.197,00	16.630.472,00	18.978.469,00
Existencias	34.085,00	54.528,00	62.274,00
Deudores comerciales y otras cuentas a d	284.072,00	255.986,00	465.311,00
Otros deudores y otros activos	393.370,00	585.056,00	775.310,00
Efectivo y otros equivalentes	581.759,00	474.384,00	1.003.784,00
Activo Corriente	1.574.456,00	1.532.083,00	3.053.107,00
Total Activo	17.692.653,00	18.162.555,00	22.031.576,00
PN atribuido a la sociedad dominante	6.972.839,00	7.347.549,00	8.766.881,00
Patrimonio Neto	8.334.700,00	8.623.831,00	10.174.907,00
Deuda financiera a lp	2.598.688,00	3.449.621,00	3.353.104,00
Acreedores comerciales y otras cuentas a d	459.966,00	439.103,00	634.687,00
Otros pasivos y otras cuentas a pagar	923.974,00	853.475,00	1.231.218,00
Pasivo No Corriente	6.900.276,00	7.412.450,00	8.251.631,00
Deuda financiera a cp	817.849,00	496.895,00	687.845,00
Acreedores comerciales y otras cuentas a d	1.269.455,00	1.346.110,00	1.688.791,00
Pasivo Corriente	2.457.677,00	2.126.274,00	3.605.038,00
Total Pasivo	9.357.953,00	9.538.724,00	11.856.669,00
Total Patrimonio Neto y Pasivo	17.692.653,00	18.162.555,00	22.031.576,00

Anexo M. Solaria: Porcentajes Verticales Cuenta de Pérdidas y Ganancias.

Análisis Vertical Cuenta de Pérdidas y Ganancias	2019	2020	2021
Importe neto de la cifra de negocios	100,00%	100,00%	100,00%
Ventas	97,35%	98,35%	99,57%
Prestaciones de servicios	2,65%	1,65%	0,43%
Otros ingresos	7,57%	7,06%	4,70%
Trabajos realizados por la empresa para su activo	12,07%	14,04%	11,55%
Gastos de personal	-16,75%	-14,87%	-11,05%
Sueldos, salarios y asimilados	-14,24%	-12,83%	-9,24%
Cargas sociales	-2,51%	-2,04%	-1,81%
Otros gastos de explotación	-18,11%	-14,12%	-6,98%
Servicios exteriores	-13,38%	-8,77%	-4,19%
Tributos	91,19%	-5,34%	-2,79%
EBITDA	91,19%	92,11%	98,23%
Pérdidas, deterioro y variación de provisiones	-1,22%	0,00%	0,00%
Amortización del inmovilizado	-41,28%	-28,87%	-21,44%
Imputación de subvenciones	6,41%	0,00%	0,00%
Variación de provisiones	-1,20%	-1,12%	0,00%
Deterioros y resultado por enajenaciones y otros	-0,53%	-0,03%	0,00%
Deterioros y reversiones	-0,53%	-0,03%	0,00%
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN O EBIT	46,96%	62,09%	76,79%
Ingresos financieros	1,37%	0,74%	0,35%
Otros ingresos financieros	1,37%	0,74%	0,35%
Gastos financieros	-32,17%	-24,38%	-17,75%
Intereses por deudas con terceros	-30,55%	-22,92%	-17,57%
Otros gastos financieros	-1,70%	-1,46%	-0,18%
Diferencias de cambio	0,73%	-0,12%	-0,21%
RESULTADO FINANCIERO	-30,07%	-23,75%	-17,62%
RESULTADO CONSOLIDADO ANTES DE IMPUESTOS	16,89%	38,33%	59,17%
Impuesto sobre beneficios	52,22%	18,76%	-8,64%
RESULTADO CONSOLIDADO - OPERACIONES CONTINUADAS	69,11%	57,10%	50,53%

Anexo N. Solaria: Análisis Horizontal Cuenta de Pérdidas y Ganancias.

Análisis Horizontal Cuenta de Pérdidas y Ganancias	2020	2021
Importe neto de la cifra de negocios	154,22	178,48
Ventas	155,80	180,69
Prestaciones de servicios	95,95	46,29
Otros ingresos	143,88	118,82
Trabajos realizados por la empresa para su activo	179,35	146,92
Gastos de personal	136,96	132,54
Sueldos, salarios y asimilados	138,93	128,52
Cargas sociales	125,75	157,76
Otros gastos de explotación	120,19	88,31
Servicios exteriores	101,10	85,22
Tributos	174,22	93,39
RESULTADO BRUTO DE EXPLOTACIÓN O EBITDA	155,77	190,34
Pérdidas, deterioro y variación de provisiones por operaciones comerciales	-	
Amortización del inmovilizado	107,85	132,56
Imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y otras	-	
Variación de provisiones	144,10	-
Deterioros y resultado por enajenaciones y otros	8,20	-
Deterioros y reversiones	8,20	-
RESULTADO NETO DE EXPLOTACIÓN O EBIT	203,90	220,73
Ingresos financieros	83,72	82,83
Otros ingresos financieros	83,72	82,83
Gastos financieros	116,88	129,94
Intereses por deudas con terceros	115,67	136,82
Otros gastos financieros	132,48	22,21
Diferencias de cambio	- 25,50	315,63
RESULTADO FINANCIERO	121,83	132,36
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	350,00	275,49
Impuesto sobre beneficios	55,41	- 82,22
RESULTADO DESPUÉS DE IMPUESTOS O BENEFICIO NETO	127,41	157,94

Anexo O. Solaria: Porcentajes Verticales Balance de Situación

Análisis Vertical Balance de situación	2019	2020	2021
ACTIVO NO CORRIENTE	77,00%	85,24%	81,94%
Inmovilizado intangible	0,03%	0,02%	0,02%
Patentes, licencias, marcas y similares	0,01%	0,01%	0,01%
Aplicaciones informáticas	0,01%	0,01%	0,01%
Derechos de superficie	4,01%	6,35%	10,75%
Inmovilizado material	64,06%	69,38%	64,38%
Terrenos y construcciones	3,83%	2,95%	2,14%
Instalaciones técnicas y maquinaria	58,00%	52,16%	48,42%
Inmovilizado en curso	2,22%	14,27%	13,82%
Activos financieros no corrientes	0,11%	0,09%	0,14%
Otros activos financieros	0,11%	0,09%	0,14%
Activos por impuesto diferido	8,79%	9,40%	6,66%
ACTIVO CORRIENTE	23,00%	14,76%	18,06%
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	3,25%	3,25%	3,33%
Clientes por ventas y prestaciones de servicios	2,40%	2,58%	3,31%
Deudores varios	0,16%	0,02%	0,02%
Otros créditos con las Administraciones Públicas	0,69%	0,65%	0,00%
Inversiones financieras a corto plazo	0,03%	0,04%	0,03%
Otros activos financieros	0,03%	0,04%	0,03%
Periodificaciones a corto plazo	0,05%	0,11%	0,04%
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	19,68%	11,36%	14,65%
Tesorería	19,68%	11,36%	14,65%
TOTAL ACTIVO	100,00%	100,00%	100,00%
PATRIMONIO NETO	32,18%	31,10%	23,72%
FONDOS PROPIOS	33,63%	32,48%	26,89%
Capital	0,21%	0,17%	0,12%
Capital escriturado	0,21%	0,17%	0,12%
Prima de emisión	51,57%	43,28%	29,70%
Reservas	7,55%	6,34%	4,35%
Legal	0,88%	0,74%	0,51%
Voluntarias	6,67%	5,60%	3,84%
Resultados negativos de ejercicios anteriores	-29,68%	-21,57%	-11,88%
Resultado del ejercicio	3,98%	4,25%	4,61%
AJUSTES POR CAMBIOS DE VALOR	-1,45%	-1,38%	-3,17%
Operaciones de cobertura	-1,37%	-1,32%	-3,13%
Diferencias de conversión	-0,08%	-0,05%	-0,04%
PASIVO NO CORRIENTE	54,33%	56,82%	59,63%
Provisiones a largo plazo	0,07%	0,00%	0,00%
Provisión por responsabilidades	0,07%	0,00%	0,00%
Deudas a largo plazo	54,26%	56,82%	59,63%
Deudas con entidades de crédito	29,28%	33,76%	34,14%
Obligaciones y otros valores negociables	20,51%	16,18%	11,71%
Pasivos por arrendamiento	3,74%	6,21%	10,18%
Derivados	0,38%	0,68%	3,60%
Otros pasivos financieros	0,34%	0,00%	0,00%
PASIVO CORRIENTE	13,49%	12,08%	16,65%
Deudas a corto plazo	4,93%	2,75%	8,07%
Deudas con entidades de crédito	1,57%	1,31%	2,27%
Obligaciones y otros valores negociables	2,58%	0,81%	5,23%
Pasivos por arrendamiento	0,26%	0,19%	0,45%
Derivados	0,13%	0,15%	0,06%
Otros pasivos financieros	0,39%	0,29%	0,07%
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	8,56%	9,33%	8,58%
Proveedores y acreedores varios	8,15%	8,49%	8,05%
Personal - remuneraciones pendiente de pago	0,11%	0,26%	0,24%
Pasivos por impuesto corriente	0,14%	0,33%	0,25%
Otras deudas con las Administraciones Públicas	0,16%	0,25%	0,04%
Anticipos de clientes	0,00%	0,00%	0,00%
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	100,00%	100,00%	100,00%

Anexo P. Solaria: Análisis Horizontal Balance de Situación

Análisis Horizontal Balance de situación	2020	2021
ACTIVO NO CORRIENTE	131,90	140,10
Inmovilizado intangible	106,63	94,92
Patentes, licencias, marcas y similares	96,20	100,00
Aplicaciones informáticas	112,22	91,09
Derechos de superficie	188,50	246,77
Inmovilizado material	129,05	135,23
Terrenos y construcciones	91,65	105,86
Instalaciones técnicas y maquinaria	107,14	135,28
Inmovilizado en curso	765,42	141,08
Activos financieros no corrientes	102,64	223,60
Otros activos financieros	102,64	223,60
Activos por impuesto diferido	127,30	103,34
ACTIVO CORRIENTE	76,45	178,28
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	119,38	149,19
Clientes por ventas y prestaciones de servicios	128,38	186,68
Deudores varios	17,40	134,32
Otros créditos con las Administraciones Públicas	111,98	-
Inversiones financieras a corto plazo	163,80	112,73
Otros activos financieros	163,80	112,73
Periodificaciones a corto plazo	252,81	54,31
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	68,80	187,95
Tesorería	68,80	187,95
TOTAL ACTIVO	119,15	145,74
PATRIMONIO NETO	115,14	111,16
FONDOS PROPIOS	115,06	120,67
Capital	100,00	100,00
Capital escriturado	100,00	100,00
Prima de emisión	100,00	100,00
Reservas	100,00	100,00
Legal	100,00	100,00
Voluntarias	100,00	100,00
Resultados negativos de ejercicios anteriores	86,61	80,29
Resultado del ejercicio	127,41	157,94
AJUSTES POR CAMBIOS DE VALOR	113,33	335,54
Operaciones de cobertura	115,20	344,39
Diferencias de conversión	79,83	107,61
PASIVO NO CORRIENTE	124,61	152,94
Provisiones a largo plazo	-	-
Provisión por responsabilidades	-	-
Deudas a largo plazo	124,78	152,94
Deudas con entidades de crédito	137,36	147,37
Obligaciones y otros valores negociables	93,99	105,48
Pasivos por arrendamiento	197,64	239,09
Derivados	211,09	773,29
Otros pasivos financieros	-	-
PASIVO CORRIENTE	106,71	200,87
Deudas a corto plazo	66,46	427,97
Deudas con entidades de crédito	99,99	251,29
Obligaciones y otros valores negociables	37,30	942,78
Pasivos por arrendamiento	85,60	349,85
Derivados	128,80	55,18
Otros pasivos financieros	90,76	37,14
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	129,87	133,99
Proveedores y acreedores varios	124,12	138,10
Personal - remuneraciones pendiente de pago	283,82	135,66
Pasivos por impuesto corriente	289,79	108,05
Otras deudas con las Administraciones Públicas	179,88	26,21
Anticipos de clientes	114,29	87,50
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	119,15	145,74

Anexo Q. Ratios de Liquidez, Endeudamiento y Rentabilidad empresas 2019-2021

SOLARIA	2019	2020	2021	PROMEDIO
LIQUIDEZ				
RATIO LIQUIDEZ	1,71	1,22	1,08	1,34
RATIO TESORERIA	1,46	0,94	0,88	1,09
ENDEUDAMIENTO				
ENDEUDAMIENTO	0,68	0,69	0,76	0,71
END. LARGO PLAZO	0,54	0,57	0,60	0,57
END. CORTO PLAZO	0,13	0,12	0,17	0,14
CALIDAD DE LA DEUDA	0,20	0,18	0,22	0,20
RENTABILIDAD				
ROE	12,35%	13,67%	19,42%	15,15%
ROA	2,70%	4,62%	7,00%	4,77%
IBERDROLA	2019	2020	2021	PROMEDIO
LIQUIDEZ				
RATIO LIQUIDEZ	0,71	0,83	0,92	0,82
RATIO TESORERIA	0,11	0,19	0,17	0,16
ENDEUDAMIENTO				
ENDEUDAMIENTO	0,61	0,61	0,60	0,61
END. LARGO PLAZO	0,46	0,47	0,43	0,45
END. CORTO PLAZO	0,16	0,15	0,17	0,16
CALIDAD DE LA DEUDA	0,25	0,24	0,28	0,26
RENTABILIDAD				
ROE	8,22%	8,41%	7,82%	8,15%
ROA	4,80%	4,54%	5,18%	4,84%
EDPR	2019	2020	2021	PROMEDIO
LIQUIDEZ				
RATIO LIQUIDEZ	0,64	0,72	0,85	0,74
RATIO TESORERIA	0,24	0,22	0,28	0,25
ENDEUDAMIENTO				
ENDEUDAMIENTO	0,53	0,53	0,54	0,53
END. LARGO PLAZO	0,39	0,41	0,37	0,39
END. CORTO PLAZO	0,14	0,12	0,16	0,14
CALIDAD DE LA DEUDA	0,26	0,22	0,30	0,26
RENTABILIDAD				
ROE	7,47%	7,92%	7,96%	7,78%
ROA	5,98%	5,80%	5,23%	5,67%
GREENERGY	2019	2020	2021	PROMEDIO
LIQUIDEZ				
RATIO LIQUIDEZ	1,48	1,35	1,10	1,31
RATIO TESORERIA	0,61	1,04	0,13	0,59
ENDEUDAMIENTO				
ENDEUDAMIENTO	0,76	0,81	0,74	0,77
END. LARGO PLAZO	0,47	0,56	0,47	0,50
END. CORTO PLAZO	0,30	0,26	0,26	0,27
CALIDAD DE LA DEUDA	0,39	0,31	0,36	0,35
RENTABILIDAD				
ROE	30,83%	30,93%	10,09%	23,95%
ROA	11,11%	8,97%	5,35%	8,48%

Anexo R. Justificación de las hipótesis planteadas

La justificación y explicación de cada una de las hipótesis planteadas es la siguiente:

- Crecimiento de ventas:

Si bien en el año 2021 hay un crecimiento de las ventas del 78% respecto al año anterior, se ha considerado que debido al inicio de la desaceleración que se prevé que tenga lugar en el año 2022, se ha considerado un crecimiento más conservador de las ventas del 50% este año. Por otro lado, en los siguientes años, unido a la desaceleración del consumo, es de imaginar que igualmente se puede producir una bajada del precio de la energía debido a que cada vez va a haber más energía renovable en la red para abastecer una demanda que puede que disminuya por la disminución de la actividad en general. Esta bajada del precio impacta directamente en las ventas, que aumentarán vía producción y venta de energía como consecuencia de las nuevas plantas solares fotovoltaicas en funcionamiento, pero es dudoso que también aumentarán las ventas vía precio de la energía. En esta hipótesis se ha considerado que el ritmo de crecimiento de ventas sea menor con el paso de los años, en concreto se ha señalado un crecimiento de ventas del 20% para el 2023 y del 10% para el 2024. Para establecer las hipótesis de crecimiento de la partida "*Otros ingresos*" se ha seguido la misma lógica que para las ventas.

- Crecimiento otros ingresos:

Se ha utilizado la misma lógica que para el crecimiento de ventas.

- Trabajos realizados / Ventas:

Este ratio se ha utilizado para calcular el valor de la partida de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias "*Trabajos realizados por la empresa para su Activo*". Esta partida se ha puesto en relación con las ventas de la empresa. Se ha considerado un ratio de un 12% porque es el promedio de lo que ha representado esta partida sobre las ventas en el periodo 2019-2021.

- Gastos de Personal / Ventas:

Este ratio se ha utilizado para calcular el valor de la partida de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias "*Gastos de Personal*". Se ha considerado un ratio de un 14% porque es el

promedio de lo que ha representado esta partida sobre las ventas en el periodo 2019-2021.

- Crecimiento otros gastos de explotación:

Para esta partida se ha considerado un crecimiento anual del 4,25 % ya que es la tasa promedio de crecimiento que tiene esta partida en el periodo 2019-2021.

- Crecimiento Ingresos Financieros:

Para esta partida se ha considerado un crecimiento anual del -16.,73 % ya que es la tasa promedio de crecimiento que tiene esta partida en el periodo 2019-2021.

- Gastos Financieros:

Para el periodo 2019-2021 el promedio de el ratio de Gastos Financieros entre el total de la deuda daba un 2,85%. En esta ocasión, para el periodo 2022-2024, teniendo en cuenta la subida de tipos de interés que se está llevando a cabo, la hipótesis que se ha valorado es un valor de este ratio algo superior de 3,5% de gastos financieros sobre la deuda total.

- Clientes / Ventas:

Este ratio se ha utilizado para calcular el valor de la partida del Balance de Situación "*Clientes por ventas y prestaciones de servicios*". Se ha considerado un ratio de un 38% porque es el promedio de lo que ha representado esta partida sobre las ventas en el periodo 2019-2021.

- Deudores / Ventas:

Este ratio se ha utilizado para calcular el valor de la partida del Balance de Situación "*Deudores varios*". Se ha considerado un ratio de un 1,12% porque es el promedio de lo que ha representado esta partida sobre las ventas en el periodo 2019-2021.

- Proveedores / Inversión CAPEX:

Este ratio nos indica el porcentaje de inversión en CAPEX o Inmovilizado Material que la empresa debe a sus proveedores y que tiene que hacer frente a su pago en el plazo de un año. Para calcular la inversión en Inmovilizado de Solaria en cada año se ha calculado la variación del Inmovilizado en el Balance de Situación entre un año y su anterior y, al importe resultante, se le ha sumado la amortización.

De esta manera, se dividimos el importe de la partida "*Proveedores*" entre la inversión en Inmovilizado de cada año tenemos el resultado a este ratio.

El ratio que se ha escogido para el periodo 2022-2024 es del 46% porque es el ratio promedio para el periodo 2019-2021.

- Remuneraciones pendientes de pago / Gastos de Personal:

Este ratio representa el porcentaje de Gasto de Personal que aún no está liquidado al empleado, es decir, es un gasto que ya se ha devengado, pero está pendiente de pago. Se ha elegido un ratio de 19,60 % ya que es el promedio de este ratio en el periodo 2019-2021.

- IVA Repercutido / Ventas:

Este ratio relaciona la parte de IVA repercutido que está pendiente de liquidar con Hacienda con las ventas totales. Se ha escogido un ratio de 2,22 % ya que es el promedio de este ratio en el periodo 2019-2021.

- Anticipo Clientes / Clientes:

Este ratio relaciona el importe que han adelantado los clientes a Solaria con la partida "Cliente". Se ha escogido un ratio de 0,04 % ya que es el promedio de este ratio en el periodo 2019-2021.

- Crecimiento del Inmovilizado Material:

Para el periodo a estimar se ha considerado un crecimiento de inversión en CAPEX del 30% debido a que, con el objetivo de cumplir su Pipeline, Solaria tendrá que seguir con un plan agresivo de inversiones en plantas solares fotovoltaicas.

- Derechos de superficie / Inmovilizado Material

La partida "Derechos de superficie" entendemos que tiene que ir ligada a la expansión del Inmovilizado Material, por ello, se ha utilizado este ratio para calcular el valor de esta partida. En este caso se ha utilizado para el periodo estimado 2022-2024 el mismo ratio que el del año 2021, del 17%.

- Crecimiento Inmovilizado Intangible:

Para esta partida del Balance de Situación se ha considerado un crecimiento anual del 0,77 % ya que es la tasa promedio de crecimiento que tiene esta partida en el periodo 2019-2021.

- Amortización / Inmovilizado Total

Este ratio se ha calculado para extraer la tasa de amortización anual. Se ha utilizado una amortización anual del 3,28% ya que es el promedio resultante de este ratio en el periodo 2019-2021.

- % Financiación Ajena / Total Necesidad de Financiación:

Para entender este ratio primero hay que entender cómo se ha calculado la Necesidad de Financiación. Esto es importante a la hora de calcular el importe que se necesita financiar en cada ejercicio para hacer frente a las inversiones que la empresa necesita. Para calcular el importe de Necesidad de Financiación se va a sumar la variación en el CAPEX, es decir, lo que necesitamos financiar de inversiones en Inmovilizado y, por otro lado, la variación de las Necesidades Operativas de Fondos (NOF), es decir, la inversión en Circulante, que se ha calculado como la diferencia entre el saldo de Deudores y Acreedores totales (no se ha tenido en cuenta la caja operativa ya que no se dispone de dicha información). La suma de ambas variaciones dará la Necesidad de Financiación Total de la empresa en cada año.

Para calcular el porcentaje que se va a utilizar de financiación ajena del total de Necesidad de Financiación, se va a exponer la siguiente tabla para justificar el porcentaje de este ratio que se va a escoger para el periodo estimado:

	2019	2020	2021
DEUDA TOTAL	355.410,00	426.213,00	705.920,00
CAPEX	408.933,00	542.011,00	783.524,00
NOF	- 31.928,00	- 43.510,00	- 54.761,00
DEUDA/(CAPEX+NOF)	94%	85%	97%

El promedio del ratio *Deuda/ (CAPEX +NOF)* es del 92%, que va a ser el porcentaje que se va a utilizar para definir el porcentaje de financiación ajena sobre el total de las necesidades de financiación del periodo 2022-2024.

A partir de aquí se podrá también calcular la variación de la deuda, que es la diferencia entre la nueva deuda y la deuda que se va a reembolsar en cada ejercicio (según las hipótesis planteadas será del 5% de la deuda este reembolso). Todos estos datos se pueden observar en las siguientes tablas:

	2022E	2023E	2024E
Variación CAPEX	230.022,11	299.026,74	388.732,74
Variación NOF	- 6.461,78	- 22.309,25	- 35.605,04
Total Necesidad de Financiación	223.560,33	276.717,49	353.127,71
Financiación a través de deuda	205.675,50	254.580,09	324.877,49
Deuda Reembolsada	- 27.809,45	- 36.615,60	- 47.407,02
Total Variación de Deuda	177.866,05	217.964,49	277.470,47

	2022E	2023E	2024E
Deuda a largo plazo	152.964,80	187.449,46	238.624,60
Deudas con entidades de crédito	114.723,60	140.587,09	178.968,45
Obligaciones y otros valores negociable	38.241,20	46.862,36	59.656,15
Deuda a corto plazo	24.901,25	30.515,03	38.845,87
Deudas con entidades de crédito	6.972,35	8.544,21	10.876,84
Obligaciones y otros valores negociable	16.185,81	19.834,77	25.249,81

- % Deuda a largo plazo / Total deuda:

La fila de Variación de la deuda de la tabla anterior va a ser el importe que se va a sumar de deuda a las partidas que se mencionan en la segunda tabla de las dos anteriores. Este ratio se utiliza para calcular sobre la variación total de la deuda, la parte que se va a distribuir entre las partidas “*Deudas con Entidades de crédito*” y “*Obligaciones y otros valores negociables*” del Pasivo No Corriente. Se ha utilizado un porcentaje del 86% manteniendo el ratio del año 2021 por ser el más reciente.

- % Deuda a largo plazo con Entidades de Crédito / Deuda a largo plazo:

Representa el porcentaje de la financiación a largo plazo que va a ser a través de las entidades de crédito. Se ha utilizado un porcentaje del 75% manteniendo el ratio del año 2021 por ser el más reciente

- % Obligaciones a largo plazo/ Deuda a largo plazo

Representa el porcentaje de la financiación a largo plazo que va a ser a través de Obligaciones a largo plazo. Se ha utilizado un porcentaje del 25% manteniendo el ratio del año 2021 por ser el más reciente.

- % Deuda a corto plazo / Total deuda:

Este ratio se utiliza para calcular sobre la variación total de la deuda, la parte que se va a distribuir entre las partidas “*Deudas con Entidades de crédito*” y “*Obligaciones y otros valores negociables*” del Pasivo Corriente. Se ha utilizado un porcentaje del 14% manteniendo el ratio del año 2021 por ser el más reciente.

- % Deuda a corto plazo con Entidades de Crédito / Deuda a corto plazo:

Representa el porcentaje de la financiación a corto plazo que va a ser a través de las entidades de crédito. Se ha utilizado un porcentaje del 28% manteniendo el ratio del año 2021 por ser el más reciente

- % Obligaciones a largo plazo/ Deuda a largo plazo

Representa el porcentaje de la financiación a corto plazo que va a ser a través de Obligaciones a corto plazo. Se ha utilizado un porcentaje del 65% manteniendo el ratio del año 2021 por ser el más reciente.

- % Deuda Reembolsada:

Representa todo el porcentaje de deuda que se va a reembolsar anualmente. Se ha calculado el 5% como promedio de la Deuda reembolsada en el periodo 2019-2021 indicada en la parte del Flujo de Efectivo de las Actividades de Inversión del Estado de Flujos de Efectivo.

- Pasivo por arrendamiento a largo plazo / Pasivo por arrendamiento a corto plazo:

El Pasivo por arrendamiento total se ha considerado que es igual a la partida “Derechos de Superficie” en el Activo No Corriente. Este ratio únicamente nos indica la proporción del Pasivo por Arrendamiento a largo plazo sobre el corto plazo. En esta ocasión hemos considerado que el 95,78% del total corresponde a la partida de largo plazo situada en el Pasivo No Corriente y el importe restante a la partida del corto plazo ubicada en el Pasivo Corriente.

Anexo S. Estados Financieros Previsionales. Situación de Partida

Cuenta de Pérdidas y Ganancias (en miles de €)	2021	2022E	2023E	2024E
Importe neto de la cifra de negocios	95.070,00	142.605,00	171.126,00	188.238,60
<i>Variación anual</i>		150,00	120,00	110,00
Otros ingresos	4.469,00	6.703,50	8.044,20	8.848,62
Trabajos realizados por la empresa para su activo	10.985,00	17.112,60	20.535,12	22.588,63
Gastos de personal	- 10.501,00	- 19.964,70	- 23.957,64	- 26.353,40
Otros gastos de explotación	- 6.640,00	- 6.922,20	- 7.216,39	- 7.523,09
EBITDA	93.383,00	139.534,20	168.531,29	185.799,36
<i>Variación anual</i>		149,42	120,78	110,25
<i>Margen sobre ventas</i>	98,23%	97,85%	98,48%	98,70%
Amortización del inmovilizado	- 20.383,00	- 28.629,91	- 37.217,26	- 48.380,81
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN O EBIT	73.000,00	110.904,29	131.314,02	137.418,55
<i>Variación anual</i>		151,92	118,40	104,65
<i>Margen sobre ventas</i>	76,79%	77,77%	76,74%	73,00%
Ingresos financieros	328,00	273,13	227,43	189,38
Gastos financieros	- 16.873,00	- 32.142,18	- 41.253,93	- 52.895,31
RESULTADO FINANCIERO	- 16.747,00	- 31.869,05	- 41.026,50	- 52.705,93
<i>Variación anual</i>		190,30	128,73	128,47
<i>Margen sobre ventas</i>	-17,62%	-22,35%	-23,97%	-28,00%
RESULTADO CONSOLIDADO ANTES DE IMPUESTOS	56.253,00	79.035,24	90.287,52	84.712,62
<i>Variación anual</i>		140,50	114,24	93,83
<i>Margen sobre ventas</i>	59,17%	55,42%	52,76%	45,00%
Impuesto sobre beneficios	- 8.218,00	- 19.758,81	- 22.571,88	- 21.178,16
RESULTADO CONSOLIDADO - OPERACIONES CONTINUADAS	48.035,00	59.276,43	67.715,64	63.534,47
<i>Variación anual</i>		123,40	114,24	93,83
<i>Margen sobre ventas</i>	50,53%	41,57%	39,57%	33,75%

Balance de situación (en miles de €)	2021	2022E	2023E	2024E
ACTIVO NO CORRIENTE	854.468,00	1.092.165,16	1.398.482,02	1.796.693,56
Variación anual		127,82	128,05	128,47
Margen sobre Activo	82%	81%	82%	84%
Inmovilizado intangible	168,00	169,29	170,60	171,91
Derechos de superficie	112.053,00	148.357,96	192.865,35	250.724,96
Inmovilizado material	671.303,00	872.693,90	1.134.502,07	1.474.852,69
Otros Activos No Corrientes	70.944,00	70.944,00	70.944,00	70.944,00
ACTIVO CORRIENTE	188.284,00	248.301,95	303.198,81	343.249,43
Variación anual		131,88	122,11	113,21
Margen sobre Activo	18%	19%	18%	16%
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	34.716,00	54.264,98	65.117,98	71.629,77
Cientes por ventas y prestaciones de servicios	34.489,00	54.189,90	65.027,88	71.530,67
Deudores varios	227,00	75,08	90,10	99,10
Otros activos corrientes	753,00	753,00	753,00	753,00
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	152.815,00	193.283,98	237.327,83	270.866,66
TOTAL ACTIVO	1.042.752,00	1.340.467,11	1.701.680,83	2.139.942,99
Variación anual		128,55	126,95	125,75
PATRIMONIO NETO	247.355,00	306.631,43	374.347,07	437.881,54
Variación anual		123,96	122,08	116,97
Margen sobre Pasivo y Patrimonio Neto	24%	23%	22%	20%
FONDOS PROPIOS	280.396,00	339.672,43	407.388,07	470.922,54
Capital	1.250,00	1.250,00	1.250,00	1.250,00
Prima de emisión	309.676,00	309.676,00	309.676,00	309.676,00
Reservas	45.359,00	45.359,00	45.359,00	96.462,07
Resultados negativos de ejercicios anteriores	- 123.924,00	- 75.889,00	- 16.612,57	-
Resultado del ejercicio	48.035,00	59.276,43	67.715,64	63.534,47
AJUSTES POR CAMBIOS DE VALOR	- 33.041,00	- 33.041,00	- 33.041,00	- 33.041,00
PASIVO NO CORRIENTE	621.752,00	809.488,42	1.039.565,50	1.333.606,00
Variación anual		130,19	128,42	128,28
Margen sobre Pasivo y Patrimonio Neto	60%	60%	61%	62%
Deudas a largo plazo	621.752,00	809.488,42	1.039.565,50	1.333.606,00
Deudas con entidades de crédito	355.958,00	470.681,60	611.268,70	790.237,15
Obligaciones y otros valores negociables	122.100,00	160.341,20	207.203,57	266.859,72
Pasivos por arrendamiento	106.151,00	140.922,62	183.550,23	238.966,13
Derivados	37.543,00	37.543,00	37.543,00	37.543,00
PASIVO CORRIENTE	173.645,00	224.347,26	287.768,26	368.455,45
Variación anual		129,20	128,27	128,04
Margen sobre Pasivo y Patrimonio Neto	17%	17%	17%	17%
Deudas a corto plazo	84.168,00	108.859,50	139.118,25	177.688,61
Deudas con entidades de crédito	23.629,00	30.601,35	39.145,56	50.022,40
Obligaciones y otros valores negociables	54.502,00	70.687,81	90.522,58	115.772,39
Pasivos por arrendamiento	4.681,00	6.214,34	8.094,12	10.537,82
Derivados	575,00	575,00	575,00	575,00
Otros pasivos financieros	781,00	781,00	781,00	781,00
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	89.477,00	115.487,76	148.650,00	190.766,84
Proveedores y acreedores varios	83.907,00	105.810,17	137.552,30	178.817,06
Personal - remuneraciones pendiente de pago	2.522,00	3.913,08	4.695,70	5.165,27
Pasivos por impuesto corriente	2.577,00	2.577,00	2.577,00	2.577,00
Otras deudas con las Administraciones Públicas	464,00	3.165,83	3.799,00	4.178,90
Anticipos de clientes	7,00	21,68	26,01	28,61
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	1.042.752,00	1.340.467,11	1.701.680,83	2.139.942,99
Variación anual		128,55	126,95	125,75

Estado de Flujos de Efectivo Previsional (en miles de €)	2021	2022E	2023E	2024E
Resultado del ejercicio antes de impuestos	56.253,00	79.035,24	90.287,52	84.712,62
Amortizaciones	20.383,00	28.629,91	37.217,26	48.380,81
Cambios en el capital corriente	14.314,00	6.461,78	22.309,25	35.605,04
Pagos por impuesto sobre beneficio	- 1.258,00	- 19.758,81	- 22.571,88	- 21.178,16
Flujos de efectivo de las actividades de explotación	94.015,00	94.368,12	127.242,16	147.520,31
Variación anual		100,38	134,84	115,94
Pagos por la adquisición de inmovilizado material e inmaterial	- 195.259,00	- 230.022,11	- 299.026,74	- 388.732,74
Flujos de efectivo de las actividades de inversión	- 195.259,00	- 230.022,11	- 299.026,74	- 388.732,74
Variación anual		117,80	130,00	130,00
Flujos de efectivo de actividades financieras	172.787,00	176.122,96	215.828,44	274.751,26
Variación anual		101,93	122,54	127,30
Aumento/Disminución neto de efectivo y otros medios líquidos equivalentes	71.543,00	40.468,98	44.043,86	33.538,83
Variación anual		56,57	108,83	76,15
Efectivo y otros medios líquidos equivalentes al comienzo del ejercicio	81.308,00	152.815,00	193.283,98	237.327,83
Efectivo y otros medios líquidos equivalentes al final del ejercicio	152.815,00	193.283,98	237.327,83	270.866,66

Anexo T. Estados Financieros Previsionales con Plan de Mejoras

Cuenta de Pérdidas y Ganancias (en miles de €)	2021	2022E	2023E	2024E
Importe neto de la cifra de negocios	95.070,00	142.605,00	185.386,50	222.463,80
Variación anual		150,00	130,00	120,00
Otros ingresos	4.469,00	6.703,50	8.044,20	8.848,62
Trabajos realizados por la empresa para su activo	10.985,00	17.112,60	22.246,38	26.695,66
Gastos de personal	- 10.501,00	- 18.538,65	- 24.100,25	- 28.920,29
Otros gastos de explotación	- 6.640,00	- 6.922,20	- 7.216,39	- 7.523,09
EBITDA	93.383,00	140.960,25	184.360,44	221.564,69
Variación anual		150,95	130,79	120,18
Margen sobre ventas	98,23%	98,85%	99,45%	99,60%
Amortización del inmovilizado	- 20.383,00	- 28.629,91	- 37.217,26	- 48.380,81
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN O EBIT	73.000,00	112.330,34	147.143,18	173.183,88
Variación anual		153,88	130,99	117,70
Margen sobre ventas	76,79%	78,77%	79,37%	77,85%
Ingresos financieros	328,00	273,13	227,43	189,38
Gastos financieros	- 16.873,00	- 29.633,97	- 38.181,11	- 49.119,48
RESULTADO FINANCIERO	- 16.747,00	- 29.360,84	- 37.953,68	- 48.930,10
Variación anual		175,32	129,27	128,92
Margen sobre ventas	-17,62%	-20,59%	-20,47%	-21,99%
RESULTADO CONSOLIDADO ANTES DE IMPUESTOS	56.253,00	82.969,49	109.189,50	124.253,79
Variación anual		147,49	131,60	113,80
Margen sobre ventas	59,17%	58,18%	58,90%	55,85%
Impuesto sobre beneficios	- 8.218,00	- 20.742,37	- 27.297,37	- 31.063,45
RESULTADO CONSOLIDADO - OPERACIONES CONTINUADAS	48.035,00	62.227,12	81.892,12	93.190,34
Variación anual		129,55	131,60	113,80
Margen sobre ventas	50,53%	43,64%	44,17%	41,89%

Balance de situación (en miles de €)	2021	2022E	2023E	2024E
ACTIVO NO CORRIENTE	854.468,00	1.092.165,16	1.398.482,02	1.796.693,56
Variación anual		127,82	128,05	128,47
Margen sobre Activo	82%	81%	81%	82%
Inmovilizado intangible	168,00	169,29	170,60	171,91
Derechos de superficie	112.053,00	148.357,96	192.865,35	250.724,96
Inmovilizado material	671.303,00	872.693,90	1.134.502,07	1.474.852,69
Otros Activos No Corrientes	70.944,00	70.944,00	70.944,00	70.944,00
ACTIVO CORRIENTE	188.284,00	249.038,96	322.771,48	399.147,51
Variación anual		132,27	129,61	123,66
Margen sobre Activo	18%	19%	19%	18%
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	34.716,00	51.412,88	66.829,24	80.186,07
Clientes por ventas y prestaciones de servicios	34.489,00	51.337,80	66.739,14	80.086,97
Deudores varios	227,00	75,08	90,10	99,10
Otros activos corrientes	753,00	753,00	753,00	753,00
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	152.815,00	196.873,08	255.189,24	318.208,43
TOTAL ACTIVO	1.042.752,00	1.341.204,12	1.721.253,50	2.195.841,07
Variación anual		128,62	128,34	127,57
PATRIMONIO NETO	247.355,00	309.582,12	391.474,24	484.664,58
Variación anual		125,16	126,45	123,80
Margen sobre Pasivo y Patrimonio Neto	24%	23%	23%	22%
FONDOS PROPIOS	280.396,00	342.623,12	424.515,24	517.705,58
Capital	1.250,00	1.250,00	1.250,00	1.250,00
Prima de emisión	309.676,00	309.676,00	309.676,00	309.676,00
Reservas	45.359,00	45.359,00	45.359,00	113.589,24
Resultados negativos de ejercicios anteriores	- 123.924,00	- 75.889,00	- 13.661,88	-
Resultado del ejercicio	48.035,00	62.227,12	81.892,12	93.190,34
AJUSTES POR CAMBIOS DE VALOR	- 33.041,00	- 33.041,00	- 33.041,00	- 33.041,00
PASIVO NO CORRIENTE	621.752,00	803.814,02	1.036.195,45	1.333.670,31
Variación anual		129,28	128,91	128,71
Margen sobre Pasivo y Patrimonio Neto	60%	60%	60%	61%
Deudas a largo plazo	621.752,00	803.814,02	1.036.195,45	1.333.670,31
Deudas con entidades de crédito	355.958,00	466.425,80	608.741,16	790.285,38
Obligaciones y otros valores negociables	122.100,00	158.922,60	206.361,05	266.875,79
Pasivos por arrendamiento	106.151,00	140.922,62	183.550,23	238.966,13
Derivados	37.543,00	37.543,00	37.543,00	37.543,00
PASIVO CORRIENTE	173.645,00	227.807,98	293.583,80	377.506,18
Variación anual		131,19	128,87	128,59
Margen sobre Pasivo y Patrimonio Neto	17%	17%	17%	17%
Deudas a corto plazo	84.168,00	108.000,43	138.608,04	177.698,35
Deudas con entidades de crédito	23.629,00	30.342,70	38.991,95	50.025,33
Obligaciones y otros valores negociables	54.502,00	70.087,38	90.165,98	115.779,20
Pasivos por arrendamiento	4.681,00	6.214,34	8.094,12	10.537,82
Derivados	575,00	575,00	575,00	575,00
Otros pasivos financieros	781,00	781,00	781,00	781,00
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	89.477,00	119.807,55	154.975,76	199.807,82
Proveedores y acreedores varios	83.907,00	110.410,61	143.532,83	186.591,72
Personal - remuneraciones pendiente de pago	2.522,00	3.633,58	4.723,65	5.668,38
Pasivos por impuesto corriente	2.577,00	2.577,00	2.577,00	2.577,00
Otras deudas con las Administraciones Públicas	464,00	3.165,83	4.115,58	4.938,70
Anticipos de clientes	7,00	20,54	26,70	32,03
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	1.042.752,00	1.341.204,12	1.721.253,50	2.195.841,07
Variación anual		128,62	128,34	127,57

Estado de Flujos de Efectivo Previsional (en miles de €)	2021	2022E	2023E	2024E
Resultado del ejercicio antes de impuestos	56.253,00	82.969,49	109.189,50	124.253,79
Amortizaciones	20.383,00	28.629,91	37.217,26	48.380,81
Cambios en el capital corriente	14.314,00	13.633,67	19.751,85	31.475,23
Pagos por impuesto sobre beneficio	- 1.258,00	- 20.742,37	- 27.297,37	- 31.063,45
Flujos de efectivo de las actividades de explotación	94.015,00	104.490,71	138.861,23	173.046,38
Variación anual		111,14	132,89	124,62
Pagos por la adquisición de inmovilizado material e inmaterial	- 195.259,00	- 230.022,11	- 299.026,74	- 388.732,74
Flujos de efectivo de las actividades de inversión	- 195.259,00	- 230.022,11	- 299.026,74	- 388.732,74
Variación anual		117,80	130,00	130,00
Flujos de efectivo de actividades financieras	172.787,00	169.589,48	218.481,66	278.705,56
Variación anual		98,15	128,83	127,56
Aumento/Disminución neto de efectivo y otros medios líquidos equivalentes	71.543,00	44.058,08	58.316,16	63.019,19
Variación anual		61,58	132,36	108,06
Efectivo y otros medios líquidos equivalentes al comienzo del ejercicio	81.308,00	152.815,00	196.873,08	255.189,24
Efectivo y otros medios líquidos equivalentes al final del ejercicio	152.815,00	196.873,08	255.189,24	318.208,43