

Energy Solar Tech, es una compañía de energías renovables (fundada en 2020) que ofrece a sus clientes tecnologías de generación y eficiencia energética mediante una oferta de servicios de outsourcing energético, bajo la modalidad de energy as a service. El 100% de las ventas de ETC proceden de España. Desde diciembre de 2022 cotiza en BME Growth.

Enrique Andres Abad, CFA – enrique.andres@lighthouse-ieaf.com
 +34 915 904 226

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	122,1	128,7
EV (Mn EUR y USD) ⁽¹⁾	155,1	163,4
Número de Acciones (Mn)	26,8	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	9,68 / 6,63 / 4,55	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,16	
Rotación ⁽²⁾	30,0	
Factset / Bloomberg	ETC-ES / ETC SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)⁽⁶⁾

Alberto Hernández Poza	21,1
Erbienergía Inversiones	12,6
José Abel Martín Sánchez	10,6
Alberto Torregro López	10,6
Free Float	44,8

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2022	2023e	2024e	2025e
Nº Acc. ajustado (Mn)	23,0	25,2	26,8	26,8
Total Ingresos	13,3	52,0	75,6	115,1
EBITDA Rec.	2,7	9,0	16,1	31,6
% Var.	821,5	233,8	78,8	96,5
% EBITDA Rec./Ing.	20,3	17,3	21,3	27,4
% Var EBITDA sector ⁽³⁾	18,9	20,9	2,9	5,0
Beneficio neto	2,2	3,4	5,0	14,3
BPA (EUR)	0,10	0,14	0,19	0,53
% Var.	851,0	39,8	37,8	185,7
BPA ord. (EUR)	0,11	0,14	0,19	0,53
% Var.	933,3	28,7	37,8	185,7
Free Cash Flow Rec. ⁽⁴⁾	-3,4	-1,0	-43,4	-14,3
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	-3,8	15,1	58,5	72,9
DN / EBITDA Rec.(x)	-1,4	1,7	3,6	2,3
ROE (%)	14,8	9,1	8,4	18,9
ROCE (%) ⁽⁴⁾	17,1	9,5	7,7	13,0

Ratios y Múltiplos (x)⁽⁵⁾

PER	47,1	33,7	24,4	8,6
PER Ordinario	43,3	33,7	24,4	8,6
P/BV	5,0	2,4	1,8	1,5
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	11,68	2,98	2,05	1,35
EV/EBITDA Rec.	n.a.	17,2	9,6	4,9
EV/EBIT	n.a.	30,9	16,9	6,8
FCF Yield (%) ⁽⁴⁾	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

(1) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

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

(3) Sector: Stoxx Europe 600 Utilities.

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

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

(6) Otros: Autocartera 0,3%

¿“Más de lo mismo”? El bajo riesgo no es indiferente: crea valor.

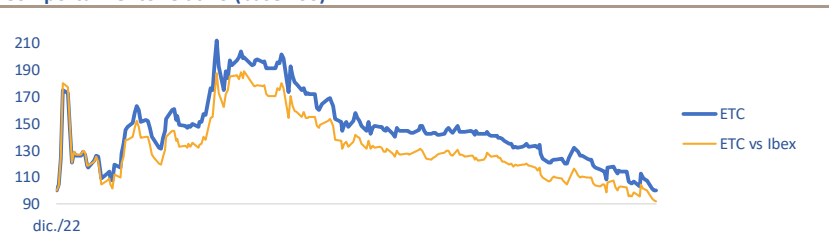
UNA (¿“OTRA”?) HISTORIA DE CRECIMIENTO EN EL SECTOR DE ENERGÍAS RENOVABLES... Entre 2020 (año de creación de ETC) y 2023e, la compañía pasa de EUR 0,3Mn en ingresos y breakeven en EBITDA Rec. a EUR 52Mn y EUR 9Mn en Ingresos y EBITDA Rec. respectivamente. Siendo la principal/diferencial línea de negocio el outsourcing energético, con un modelo de bajo riesgo comercial (*energy as a service*). Las adquisiciones en 2023e de activos de generación y de la compañía de ingeniería Sarpel han permitido acelerar el salto en tamaño y diversificación con tres líneas de negocio, que a largo plazo tenderán a equilibrarse (ingeniería, outsourcing y generación).

... CON UNA ESTRATEGIA DE INTEGRACIÓN VERTICAL, CAPAZ DE PROVOCAR UN SALTO DE ESCALA (YA EN 2023E). En nuestro escenario central esperamos un fortísimo incremento de ingresos y EBITDA Rec. hasta alcanzar en 2025e niveles de EUR 115,1Mn y EUR 31,6Mn, respectivamente (vs EUR 13,3Mn y EUR 2,7Mn en 2022). Donde lo más relevante es que la compañía ya ha ejecutado el cambio en el mix de ingresos. Lo que explica ese salto en tamaño. Ya empezado (visto en los resultados 9m23), pero que todavía tiene recorrido (2024e-205e).

MANTENIENDO EL APALANCAMIENTO BAJO CONTROL. Hasta 2025e, esperamos que la DN aumente por la estrategia de diversificación de la compañía, incrementándose hasta EUR 72,9Mn (DN/Equity de 0,9x vs 2,3x DN/EBITDA Rec.) en 2025e.

LA CLAVE ES LA EVOLUCIÓN DEL MIX. El periodo 2023e-2025e es clave para ver la materialización del crecimiento. Toda atención debe estar en la evolución del mix de negocio hacia las líneas de mayor margen y CF Operativo (que pasará de EUR 7,6Mn en 2023e a EUR 30,0Mn en 2025e). Siendo hiperdependiente de la velocidad de ejecución del pipeline de generación.

¿ETC ES “MÁS DE LO MISMO”? ¿OTRO GRAN SALTO DE ESCALA EN RENOVABLES? NO. LA CLAVE ESTÁ EN EL BAJO RIESGO. ETC es más que otra historia de fuerte crecimiento “sobre el papel” en renovables en España. Por 2 razones: 1) modelo de negocio novedoso y “objetivamente” de bajo riesgo: alto peso del outsourcing, control del apalancamiento e integración vertical (diversificación) y 2) el alto crecimiento no es solo una expectativa: ya es tangible (>EUR 50 Mn de ingresos en 2023e). ETC crece en condiciones de menor riesgo en relación a su sector. Lo que añade valor. Del “de verdad”.

Comportamiento relativo (base 100)


Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-14,8	-29,9	n.a.	-14,6	n.a.	n.a.
vs Ibex 35	-11,5	-26,6	n.a.	-22,6	n.a.	n.a.
vs Ibex Small Cap Index	-11,3	-23,1	n.a.	-17,0	n.a.	n.a.
vs Eurostoxx 50	-13,1	-24,5	n.a.	-20,8	n.a.	n.a.
vs Índice del sector ⁽³⁾	-15,7	-26,0	n.a.	-14,7	n.a.	n.a.

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

Informe emitido por IEAF Servicios de Análisis, S.L.U. Lighthouse es un proyecto de IEAF Servicios de Análisis, S.L.U.

Este informe se ha realizado en base a información pública. El informe incluye un análisis financiero de la compañía cubierta. El informe no propone ninguna recomendación personalizada de inversión. Los inversores tan solo deben considerar el contenido de este informe como un elemento más en su proceso de decisión en materia de inversión. En las dos últimas páginas de este informe se incluye información legal muy importante sobre su contenido.

Energy Solar Tech (ETC) es una compañía de BME Growth

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

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

Abreviaturas

Energía

KWh	Kilovatio-hora
MWh	Megavatio-hora (1.000KWh)
GWh	Gigavatio-hora (1.000MWh)
TWh	Teravatio-hora (1.000GWh)

Potencia

KW	Kilovatio
MW	Megavatio (1.000KW)
GW	Gigavatio (1.000MW)
TW	Teravatio (1.000GW)

Fases del Proyecto

RTB	Ready to Build
-----	----------------

Otros

APS	Escenario Announced Pledge Scenario
NZE	Escenario Net Zero Emissions
PPA	Power Purchase Agreement
IEA	International Energy Agency
IRENA	International Renewable Energy Agency

Un auténtico salto de escala (en ingresos y EBITDA), logrado en condiciones de bajo riesgo (modelo de negocio, financiación)

Energy Solar Tech (ETC) es una compañía de energía renovables (fundada en 2020) que ofrece a sus clientes tecnologías de generación y eficiencia energética mediante una oferta de servicios de outsourcing energético (vs el modelo de propiedad imperante en el mercado), bajo la modalidad de *energy as a service*. Bajo este modelo, ETC realiza todas las inversiones necesarias y explota los activos para rentabilizarlos y garantizar el menor coste energético a sus clientes.

Empresa de energías renovables con una oferta de servicios de outsourcing energético y generación.

Por medio de las adquisiciones que ha realizado en 2023 (compra de la compañía de ingeniería Sarpel y activos de generación), ETC ha diversificado su actividad con la creación de nuevas líneas de negocio (ingeniería y generación). Lo que, a la vez, le ha permitido: (i) integrarse verticalmente, cubriendo toda la cadena de valor, y (ii) desarrollar una estrategia multi tecnología (eólica y fotovoltaica).

En definitiva, los números explican con sencillez lo ocurrido durante los últimos cuatro años. Basta con comparar el nivel de ingresos y EBITDA Rec. generado en 2020 vs 2023e: EUR 0,3Mn vs EUR 52,0Mn en ingresos, respectivamente. Y un EBITDA Rec. que pasa de break even hasta EUR 9,0Mn en 2023e. Lo que plantea, a su vez, tres preguntas esenciales: ¿lo visto hasta ahora es sostenible? ¿qué debe esperarse para el futuro más próximo (2023e - 2025e) en términos de EBITDA y generación de caja? ¿Cuál es el equity story de ETC?

- **Una compañía verticalmente integrada (cubriendo toda la cadena de valor) y en plena fase de “despegue” (251% TACC 2021 – 2023e en ingresos)**

El negocio de ETC integra las siguientes actividades:

- **Outsourcing energético (98% s/ventas 2022 y 25% en 2023e):** se trata de la principal línea de negocio de la compañía hasta 2022. En la que ETC construye el activo en el establecimiento del cliente (el activo sigue siendo propiedad de ETC) y le vende a este toda la energía que se genera. En el momento en el que se generara una eficiencia, ya sea en el coste del activo o en el consumo, el ahorro se comparte con el cliente (por ejemplo, con un precio de la energía más bajo). Adicionalmente, la compañía cuenta con licencia de comercializadora, por lo que vende al cliente la energía de la red. Este modelo de outsourcing permite obtener ingresos recurrentes a largo plazo (se factura al cliente mensualmente) y tiene un elevado coste de cambio para este (una vez el activo se ha instalado). Lo que minimiza el riesgo comercial del modelo de negocio.
- **Proyectos de ingeniería (65% s/ventas 2023e):** la compañía ofrece servicios especializados de ingeniería y construcción de proyectos energéticos (como plantas solares, eólicas, subestaciones eléctricas...). Enfocados a clientes industriales y de la propia industria renovable.

Esta línea de negocio ha pasado a englobar la venta de proyectos de autoconsumo (2% s/ventas 2022) durante 2023. Que consiste en la venta de proyectos donde ETC calcula cuánto se puede ahorrar el cliente con el proyecto, para a continuación diseñarlo y hacerle una oferta de adquisición del activo. Con el margen obtenido, ETC construye activos para su propia red.

- **Generación de energía (10% s/ventas 2023e):** negocio de producción de energía a través de activos de generación como instalaciones eólicas, fotovoltaicas... Un modelo de negocio centrado en el desarrollo y construcción de plantas fotovoltaicas y eólicas para mantenerlas en propiedad. De esta forma, dispone de activos que suponen una fuente complementaria de generación de energía. Actualmente, tiene 18MW eólicos en funcionamiento (en proceso de hibridación fotovoltaica con 16MW, que entrarán en funcionamiento en el 2T24). Además, ha llegado a un acuerdo para la adquisición de un parque eólico (en estado de “ready to build”) de 35MW con capacidad de hibridación con 15MW fotovoltaicos, que estimamos que entren en funcionamiento en 2025e.

La estrategia de crecimiento inorgánico desarrollada en 2023e ha permitido a ETC cambiar de varias maneras:

- Diversificando su actividad con la creación de nuevas líneas de negocio (ingeniería de proyectos y la generación de energía), reduciendo el perfil de riesgo y la exposición a las variaciones del precio de la energía.

... con tres líneas de negocio: (i) Outsourcing energético, (ii) ingeniería y (iii) generación.

Y que gracias al crecimiento inorgánico ha diversificado su actividad e integrado capacidades.

- Integración de capacidades: la adquisición de Sarpel y de los activos de generación complementan y mejoran las capacidades de la compañía, permitiendo mejoras de eficiencia y calidad de gestión tras la unificación de recursos.
- Multi tecnología: las adquisiciones de parques con capacidad de hibridación fotovoltaica han permitido a ETC desarrollar su estrategia de diversificación de las fuentes de energía, con el objetivo de alcanzar un grado óptimo de independencia de la red. Reduciendo el riesgo asociado al suministro de energía.

Es decir, la “foto” es de una compañía en gestación y en plena fase de despegue (visible en los resultados 1S23: 3,9x ingresos 1S22).

Hoy, la “foto” es la de una compañía en gestación (con apenas tres años de “vida”) y en plena fase de “despegue”. Que ha pasado de EUR 0,3Mn de ventas en 2020 y break-even a EUR 52,0Mn en ingresos y EUR 9,0Mn de EBITDA Rec. en 2023e (EBITDA Rec. de EUR 0,3Mn y EUR 2,7Mn en 2021 y 2022, respectivamente). Es decir, una compañía en la que su P&L histórico muestra un EBITDA Rec. holgadamente por encima de break even, gracias a una estructura de costes bien dimensionada. Y que muestra el salto de escala (tanto en ingresos como en EBITDA Rec.) que esperamos que tenga lugar en 2023e (y continúe los siguientes años). Desde diciembre de 2022 cotiza en BME Growth (Mkt Cap EUR 122Mn). Una salida a bolsa que viene directamente explicada por las ventajas que supone “estar” en el mercado en términos de financiación (ETC ha realizado varias ampliaciones de capital desde que salió a bolsa); algo clave en una compañía que quiere aprovechar la oportunidad de crecimiento que ofrece el sector renovable (pero que exigirá importantes recursos, dado el carácter altamente intensivo en capital de algunas de sus líneas de negocio).

- **Salto de escala (tanto en ingresos como en EBITDA Rec.). Donde el 2023e marca el inicio de esta nueva fase (multiplicando por 8,7x y 2,2x los ingresos de 2022 y 2023e en 2025e)**

Llegado a este punto, toca preguntarse ¿Qué podemos esperar de ETC para el periodo 2023e – 2025e, desde un punto de vista de crecimiento, rentabilidad y generación de FCF Recurrente? El sector de energías renovables cuenta con perspectivas muy positivas para los próximos años. La solar fotovoltaica y eólica destacan como las tecnologías ganadoras. Nuestras proyecciones 2023e-2025e pueden resumirse en:

Ingresos 2025e: EUR 115,1Mn (vs EUR 13,3Mn en 2022), con el despegue de sus tres líneas de negocio

- **Salto en tamaño en ingresos (Ingresos 2025e: EUR 115,1Mn vs EUR 13,3Mn en 2022) ...** Nuestro escenario central para el período 2023e - 2025e contempla un crecimiento de los ingresos hasta alcanzar EUR 115,1Mn en 2025e (105,5% TACC 2022-2025e) y EUR 52,0Mn en 2023e. Las líneas de negocio que crecerían a un mayor ritmo serían outsourcing energético (38,1% TACC 2022 – 2025e) y generación de energía (47,4% TACC 2022 – 2025e). Los principales drivers de crecimiento que sustentarían nuestras hipótesis son: (i) fuerte driver sectorial de las energías renovables (eólica y fotovoltaica), (ii) incremento del autoconsumo y (iii) adquisición/puesta en marcha de activos de generación.

El cambio de mix hace creíble una mejora significativa del margen (Mg. EBITDA 25e: 27%)

- **... y en EBITDA Recurrente (EBITDA 2025e: EUR 31,6Mn vs EUR 2,7Mn en 2022).** Para 2023e, estimamos un EBITDA Rec. de EUR 9,0Mn (17,3% s/ventas; vs EUR 2,7Mn en 2022). Y una mejora progresiva hasta EUR 31,6Mn en 2025e (27,4% s/ventas), gracias a: (i) cambio en el mix de negocio, con un incremento del peso de outsourcing energético y de generación (de mayor margen), (ii) una reducción del peso de los costes de estructura y (iii) generación de sinergias de costes/eficiencias derivados de la adquisición de Sarpel y de los activos de generación.

Aunque el desarrollo y construcción del pipeline de los activos de generación exigirá un CAPEX elevado

- **Aunque el desarrollo y construcción de sus activos de generación exigirá un CAPEX muy elevado (que impedirá la generación de FCF positivo hasta, al menos, 2025e).** La generación de FCF durante el periodo 2023e - 2025e estará altamente impactada por el momento de negocio de ETC, que requerirá de una fuerte inversión para el desarrollo y construcción de su pipeline de proyectos eólicos y fotovoltaicos. Aunque, si ponemos la vista en el Cash Flow Operativo recurrente (que excluye las necesidades de CAPEX para la puesta en marcha de los parques) nos encontramos ante una compañía con capacidad de incrementar de forma progresiva la generación de caja operativa y, por tanto, de generar FCF positivo una vez se normalice el CAPEX. El Cash Flow Operativo recurrente pasaría de EUR 7,6Mn en 2023e a EUR 30,0Mn en 2025e.

Lo que tendrá su reflejo en un incremento del endeudamiento (DN/EBITDA 25e: c. 2,3x)

- **Lo que tendrá su reflejo (inevitable) en un incremento del nivel de endeudamiento, que tocará máximos en 2025e (DN 25e: EUR 73Mn; DN/EBITDA 25e: c.2,3x).** El negocio de generación de energía, donde la financiación es vía Project Finance (financiación independiente de cada parque) y el apalancamiento es muy alto (la inversión se realiza con estructuras de capital sobre apalancadas: c. 70% deuda vs 30% fondos propios), fuerza a que el endeudamiento crezca de forma constante hasta 2025e, ejercicio en que estimamos una Deuda Neta de EUR 73Mn.

Es decir, un análisis de nuestras proyecciones financieras para los próximos años apunta varias ideas:

- Cambio en el mix de ingresos, con la progresiva pérdida de peso del negocio de ingeniería y construcción (65% s/mix de ingresos en 2023e vs 45% en 2025e) frente al negocio de outsourcing energético (c. 25% s/Ingresos 2023e vs 30% en 2025e) y de generación, por medio de sus propios parques fotovoltaicos/eólicos (c. 10% s/Ingresos 2023e vs 24% en 2025e).
- Orientación del crecimiento (y por tanto el mix) hacia las áreas con mayor margen (como generación de caja). El EBITDA Recurrente pasaría de EUR 2,7Mn en 2022 (20,3% s/ventas) a un EBITDA Recurrente de EUR 31,6Mn (27,4% s/ventas) en 2025e.
- Cambio en la estructura de capital por el momento de negocio en el que se encuentra la compañía. Aunque manteniendo un rango de DN/EBITDA Rec. conservador. Lo que muestra que para la compañía es importante crecer, pero sin perder de vista el nivel de apalancamiento financiero. Lo que implica directamente una estructura de capital que no incurre en riesgos por sobreapalancamiento. Ni siquiera en un contexto de mucha inversión (2023e – 2025e).

Un equity story que apunta a un salto de escala. Gracias a un cambio de mix de negocio ya ejecutado.

Podemos concluir, que el equity story de ETC apunta a un salto de escala en ingresos y EBITDA Rec. El periodo 2023e-2025e es clave para ver la evolución y consolidación de este crecimiento. La atención debe estar en la evolución del mix de negocio. Ya que el resto (márgenes, CF Operativo...) se consigue “tirando de ese hilo”. Es decir, el modelo es hiperdependiente del nivel de éxito en la ejecución del pipeline de generación. Y factible sin incurrir en grandes riesgos: ni comerciales ni financieros (manteniendo niveles aceptables de apalancamiento).

- **En definitiva, una historia de crecimiento (que cambia el perfil de la compañía), en un sector en crecimiento que nos lleva a preguntarnos ¿Cómo debe ver el inversor a ETC?**

ETC está en plena fase de transformación (cuantitativa y cualitativa). Y nuestra idea/visión de la compañía (de cara al inversor a medio y largo plazo) pivota sobre:

- **Compañía de renovables en fase de “despegue”** fuerte momentum de negocio impulsado por el salto en tamaño (iniciado, pero no terminado) con un P&L en plena fase de despegue. Que tendría mucho recorrido en el periodo proyectado (2023e - 2025e).
- **Control de toda la cadena de valor en proyectos eólicos/fotovoltaicos.** Desde el desarrollo y construcción hasta la operación y mantenimiento. Esta integración ayuda a la generación de sinergias, menores costes y reducción de los plazos.
- **Un modelo de outsourcing energético,** donde ETC realiza todas las inversiones necesarias, manteniendo el activo en propiedad (garantizando su renovación tecnológica). Además, factura al cliente de forma mensual, generando una base de ingresos recurrentes. Lo que supone un elevado coste de cambio para el cliente y reduce el riesgo comercial del modelo
- **Accionariado con vista en el largo plazo.** Una estrategia de negocio a largo plazo coherente del equipo gestor (que, además, controla el c.32% del accionariado de la compañía). Y donde es importante crecer, pero sin perder de vista el nivel de apalancamiento y riesgo financiero de la compañía.

En conclusión, una compañía en plena transformación y fase de despegue (que ya ha comenzado).

En decir, ETC estaría teóricamente en el lugar correcto (sector renovable), en el momento adecuado (el compromiso de los países con la transición energética es creciente; la guerra de Ucrania ha resaltado la importancia de la independencia energética). Y con una situación idónea para crecer: (i) bajo nivel de apalancamiento financiero en el punto de partida (2022) y (ii) con un negocio rentable y capaz de generar Flujo de Caja Operativo Rec.

Aunque no libre de riesgos: (i) nivel muy elevado de competitividad en el sector, (ii) sujeto a fluctuaciones en el precio de la energía, (iii) fase (intensiva en capital) en la que se encuentra la compañía y (iv) con un potencial (casi inevitable) de riesgo dilutivo, al financiar parte del crecimiento vía equity.

Una pregunta a formularse es ¿cómo recoge hoy el precio de la acción lo que cabe esperar de ETC y su modelo de negocio en los próximos años? Sin que el objetivo sea valorar la compañía sino señalar una potencial reserva de valor. Desde nuestro punto de vista, para poder aflorar todo el potencial de ETC lo lógico es asumir que negocios de mayor margen (con mayor capacidad de generación de caja) y menor riesgo merecen múltiplos más elevados.

Partimos de nuestras estimaciones 2025e en términos de ventas y EBITDA: el negocio de outsourcing alcanzaría EUR 35,0Mn en ingresos y EUR c.7,3Mn en EBITDA Rec., ingeniería EUR 52,0Mn y EUR c.4,7Mn y generación EUR 28,2Mn y EUR 19,6Mn respectivamente. Y si tomamos como referencia los múltiplos 2023e (EV/Ventas y EV/EBITDA; fuente: Factset) de tres compañías españolas directamente comparables por línea de negocio.

- Ingeniería: Elecnor (EV/EBITDA 6,3x).
- Generación: Ecoener (EV/EBITDA 11,7x).
- Outsourcing energético: Greening Energy (EV/Ventas 1,8x).

Lo que nos llevaría a un valor (agregado por negocios) de ETC de EUR 304Mn. Muy por encima del Market Cap actual (EUR c.122Mn).

Todo preliminar. Todo muy teórico, está claro. Pero no deja de ser un primer indicador que sugiere que en caso de lograr el salto de escala estimado (muy exigente), tanto en ingresos como en rentabilidad, a estos precios la reserva de valor de ETC sería "intuitivamente" muy alta (YTD el comportamiento de la acción ha sido de -14,6% en valor absoluto y un -22,6% vs IBEX 35; ETC estaría cotizando EV/EBITDA Rec. 2025e de 4,9x). Incluso sin asumir que los múltiplos de las compañías de referencia del sector debieran incrementarse con una prima por el menor riesgo del modelo de negocio de ETC.

Con el objetivo de hacer visible ese menor nivel de riesgo (comercial y financiero) de ETC vs sus comparables mostramos en la siguiente tabla sus KPIs directamente asociados a la idea de riesgo. Centrándonos en la línea de negocio de outsourcing energético, por ser esta (30% s/mix de ingresos 2025e) la más definitoria del modelo de negocio de ETC y de su naturaleza.

Tabla 1. KPIs 2023e Energy Solar Tech vs principales comparables españoles

EUR Mn	Mkt Cap	Free Float	Ingresos	EBITDA	EBITDA/Ingresos	DN	Equity	DN/Equity	DN/EBITDA
Greening Energy	157,2	16,5%	97,2	10,0	10,3%	32,6	34,6	0,9x	3,3x
Holaluz	71,4	22,3%	554,9	(10,9)	-2,0%	56,4	9,6	5,9x	n.a
Energy Solar Tech	122,1	44,8%	52,0	9,0	17,3%	15,1	50,3	0,3x	1,7x

Fuente: Factset y compañías.

En 2023e, todo el resultado de ETC se habrá generado en el mercado español. Presumiblemente, ocurrirá lo mismo en 2024e y 2025e. Su tamaño y modelo permiten (todavía) a ETC crecer exponencialmente sin salir de su mercado. Al igual que en Holaluz. Pero a diferencia de Greening Energy donde el 13% de su EBITDA (6M23) se obtuvo en México (que concentra el 40% de su cartera de pedidos de soluciones; y el 15% de su cartera de proyectos de generación), lo que implica riesgo por mix geográfico. ETC "puede permitirse" crecer con fuerza, eludiendo el riesgo asociado a cualquier expansión geográfica; especialmente relevante en un sector hiperregulado como el energético. A lo que se suma que su rentabilidad/margen es significativamente mayor.

Desde el punto de vista del apalancamiento financiero, ETC presenta ratios muy inferiores a sus comparables más directos. Indicador de: (i) el perfil conservador de la compañía, donde es importante crecer y reducir el perfil de riesgo de negocio vía diversificación, pero sin perder de vista el apalancamiento y (ii) la visión/gestión a largo plazo del equipo gestor (que controla el c.32% de ETC), que evita desestabilizar la compañía en un proceso inversor agresivo y apalancado que deteriore progresivamente los ratios de deuda.

En conclusión, ETC es una compañía en fase de despegue, que ya ha ejecutado un cambio en el mix de ingresos. Orientando ese crecimiento hacia negocios de mayor valor añadido y generación de OCF (hiperdependiente de la ejecución del pipeline de generación). Sobre una base de ingresos recurrentes (con menor riesgo comercial) y con un nivel de endeudamiento conservador (sin riesgo por estructura de capital).

Tomando como única referencia (con sus obvias limitaciones) los múltiplos de comparables directos de cada una de las líneas de negocio de ETC, la cotización no estaría teniendo en cuenta todo el crecimiento esperado de ETC a 2-3 años vista. Lo que parece lógico, dado lo exigente del salto en tamaño (algo muy habitual en compañías de renovables, que "sobre el papel" plantean crecimientos muy elevados). Pero que es, al menos, una llamada de atención sobre el potencial de ETC.

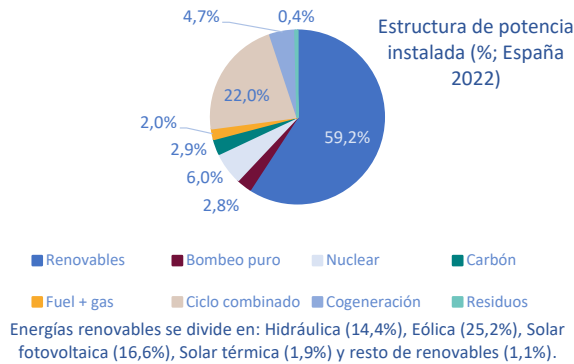
¿ETC es "más de lo mismo"? ¿un gran salto de escala potencial/virtual en el sector renovable? ¿"una más"? Creemos que no. Por dos razones de peso.

- Porque en ETC ese salto en tamaño ya ha comenzado. No está concluido, pero tampoco es una pura expectativa. Algo fácil de entender si vemos la senda de los ingresos: "cero" en 2020, EUR 52Mn en 2023e, EUR 115Mn en 2025e. Al finalizar 2023e ETC habrá recorrido el 45% del camino. Sin renunciar a ser rentable.
- Y porque el modelo de negocio de ETC es "objetivamente" de menor riesgo. Lo que tiene dos implicaciones: 1) hace más creíble la ejecución del crecimiento esperado, y 2) implica que ese crecimiento, de obtenerse, será más valioso. Por la simple razón de que su coste de financiación habrá sido más bajo. Nos guste o no, un menor riesgo implica un menor coste de capital, y, en términos relativos, revaloriza los flujos de caja futuros. Generar FCF con bajos niveles de riesgo no es indiferente: añade valor. Del "de verdad".

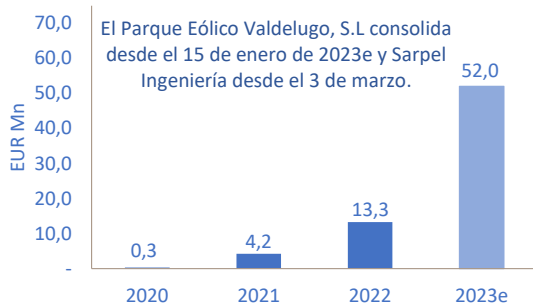
Y el señuelo de un potencial despegue de EBITDA, aconseja no perder de vista los números de ETC.

La compañía en 8 gráficos

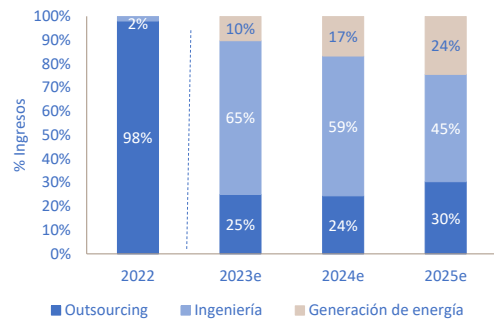
Las energías renovables en España: eólica y fotovoltaica son las tecnologías ganadoras en un sector en crecimiento



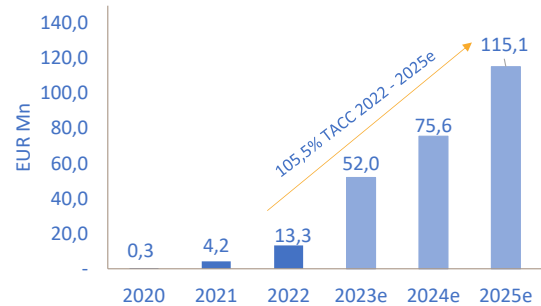
... que en 2023 ha adquirido varios activos de generación (eólica y fotovoltaica) y una compañía de ingeniería



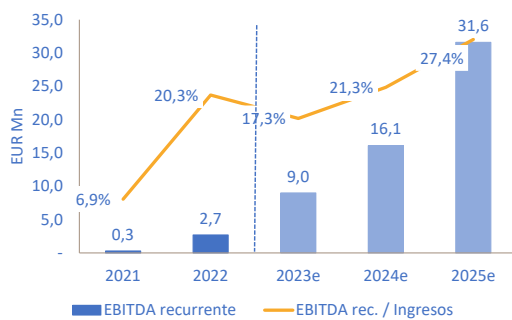
ETC: compañía de energías renovables integrada verticalmente (con tres líneas de negocio) ...



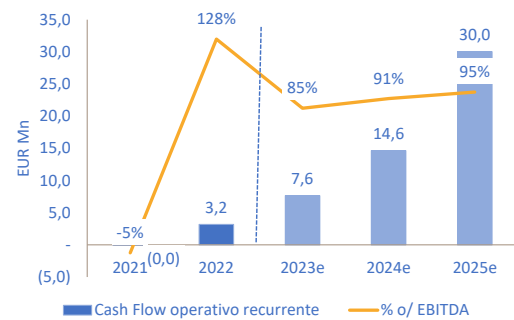
Esperamos un salto de escala muy relevante en ingresos y un cambio en el mix de negocio hasta 2025e



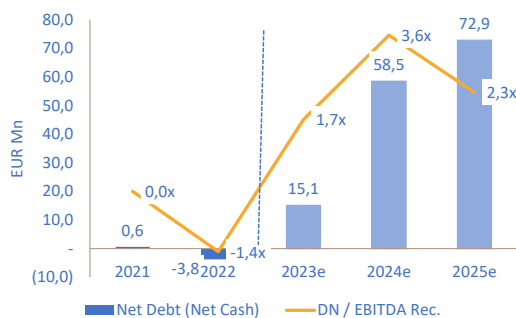
Acompañado de un crecimiento muy relevante en el EBITDA Rec. (134% TACC 2022 - 2025e) ...



... que empujará la generación del Cash Flow operativo recurrente hasta los EUR 30,0Mn en 2025e



El nivel de endeudamiento se incrementará a raíz del desarrollo y construcción del pipeline de proyectos eólicos y fotovoltaicos



Tras la caída de la acción en los últimos meses, ETC debería ganar momentum en 2024e



Descripción del negocio

Empresa de energía renovable, en fase de despegue, rentable y verticalmente integrada (modelo de *energy as a service*)

Energy Solar Tech (ETC) es una compañía de energías renovables (fundada en 2020) que ofrece a sus clientes tecnologías de generación y eficiencia energética mediante una oferta de servicios de outsourcing energético, bajo la modalidad de *energy as a service (EaaS)*. Es decir, ETC se convierte en el partner de sus clientes en un modelo de outsourcing integral. Este modelo permite a los clientes disfrutar de un menor coste de la energía y reducir su consumo energético. Desde diciembre de 2022 cotiza en BME Growth (Mkt Cap c. EUR 122Mn).

Gráfico 1. Cadena de valor – Modelo ETC



A diferencia de los modelos de negocio de venta de proyectos y activos adquiridos por medio de PPAs (*Power Purchase Agreements*) a largo plazo sobre energía solar fotovoltaica, ETC plantea un modelo de negocio de outsourcing de servicio (vs el modelo de propiedad imperante en el mercado), del mismo modo que el sector tecnológico evolucionó hacia un modelo SaaS (*software as a service*). Bajo este modelo, ETC realiza todas las inversiones necesarias y explota los activos para rentabilizarlos y garantizar el menor coste energético a sus clientes. Actualmente, el 100% de las ventas de ETC proceden de España.

ETC ha desarrollado más de 100 proyectos de autoconsumo para clientes de diferentes sectores. Todos los clientes son industriales. Y la intención es que continúe así. Algunos casos de éxito son: (i) instalación del outsourcing energético de 2.400kWp en la fábrica de productos de higiene de Drylock Technologies o (ii) la instalación del outsourcing energético de 1.114kWp en la fábrica de productos de repostería de Patisfred.

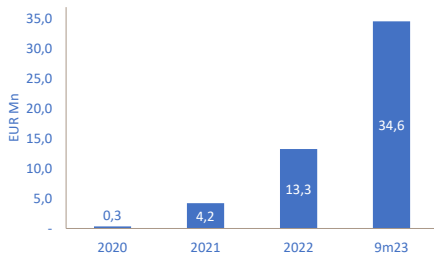
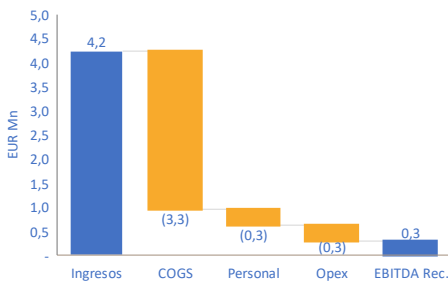
Dentro del segmento de compañías dedicadas a las energías renovables, las compañías comparables cotizadas que encontramos en EE.UU. son Ameresco (integrador de tecnología limpia y desarrollador y operador de activos de energía renovable), Sunnova (proveedor líder de servicios de energía solar residencial), Sunrun (empresa líder en paneles solares residenciales y almacenamiento de baterías) y Sunpower (que diseña soluciones solares y de almacenamiento residenciales). En España, los principales comparables son EiDF (su actividad principal es el autoconsumo fotovoltaico dirigido a pymes y grandes empresas), Greening Energy (su actividad se basa en el diseño y construcción de instalaciones de autoconsumo industrial, bombeo de agua con energía solar y desarrollo de proyectos de eficiencia energética) y Holaluz (implantación del autoconsumo doméstico). Todos los comparables españoles identificados cotizan en BME Growth, al igual que ETC.

Un modelo de negocio basado en la integración de la cadena de valor. Optimizando los costes por medio de la innovación tecnológica

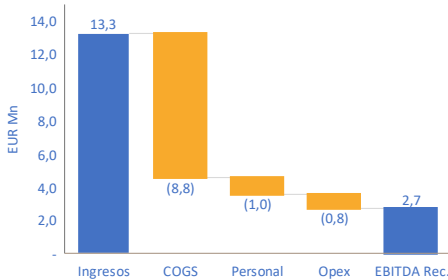
La estrategia tecnológica de ETC, se sustenta en cuatro pilares: (i) adaptación y mejora de los paneles fotovoltaicos (tiene en producción paneles de 700w y 23% de eficiencia energética), (ii) neutralizar los picos de demanda de energía mediante la acumulación de ciclo corto; durante 2023, ETC lanzará un solución de micro acumulación energética que permitirá reducir entre el 80% y 95% de las puntas de demanda de potencia y consumo eléctrico, (iii) la generación de energía en ciclos complementarios a los de la generación fotovoltaica mediante el desarrollo de paneles termoeléctricos que permiten generar energía en ciclos nocturnos y (iv) la implantación de nuevas tecnologías de generación y acumulación energética como el hidrógeno verde, acumulación por baterías, etc.

Actualmente, la compañía tiene 3 líneas de negocio:

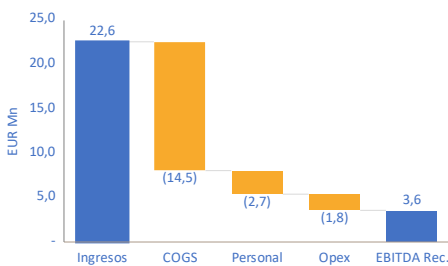
- **Outsourcing energético (98% s/ventas 2022 y 25% en 2023e):** se trataba de la principal (y casi única) línea de negocio de la compañía hasta 2022. En la que ETC construye el activo en el establecimiento del cliente (el activo sigue siendo propiedad de ETC) y le vende a este toda la energía que se produce. En el momento en el que se genera una eficiencia que reduce el coste del activo o en el consumo, el ahorro se comparte con el cliente (por ejemplo, con un menor coste de la energía). Además, la compañía cuenta con licencia de comercializadora, por lo que vende al cliente la energía de la red cuando es necesario.

Gráfico 2. Evolución de ingresos 2020 – 9m23

Gráfico 3. EBITDA Recurrente 2021


Nota: hemos ajustado los gastos capitalizados por EUR 0,2Mn.

Gráfico 4. EBITDA Recurrente 2022


Nota: hemos ajustado el gasto de salida a bolsa de EUR 0,2Mn y los gastos capitalizados por EUR 0,5Mn.

Gráfico 5. EBITDA Recurrente 1S23


Nota: hemos ajustado los gastos capitalizados por EUR 0,3Mn.

Este modelo de outsourcing permite obtener ingresos recurrentes a largo plazo (se factura al cliente mensualmente). ETC se encarga de: (i) la construcción (sin costes para el cliente), (ii) la obtención de todas las licencias y permisos y (iii) el mantenimiento del activo. En definitiva, un modelo de ingresos recurrentes con un elevado coste de cambio para el cliente, una vez el activo se ha instalado. Lo que reduce significativamente el riesgo comercial o de rotación.

- **Proyectos de ingeniería (65% s/ventas 2023e):** la compañía ofrece servicios especializados de ingeniería y construcción de proyectos energéticos (como plantas solares, eólicas, subestaciones eléctricas...), enfocados a clientes industriales y de la propia industria renovable.

Además, esta línea de negocio ha pasado a englobar la venta de proyectos de autoconsumo (2% s/ventas 2022) durante 2023. Y que consiste en la venta de proyectos donde ETC calcula cuánto se puede ahorrar el cliente con el proyecto, para a continuación diseñarlo y hacerle una oferta de adquisición del activo. Con el margen obtenido, ETC construye activos para su propia red.

- **Generación de energía (10% s/ventas 2023e):** negocio de producción de energía a través de los activos de generación centralizada como instalaciones eólicas, fotovoltaicas, etc. Es decir, un modelo de negocio centrado en el desarrollo, construcción y mantenimiento de plantas fotovoltaicas y eólicas para mantenerlas en propiedad. Y de esta forma, tener activos como fuente complementaria de generación de energía.

Es decir, un negocio muy intensivo en capital pero que, una vez se inicie la explotación comercial de las instalaciones en construcción, aportará una fuente de ingresos recurrentes, márgenes elevados y alta visibilidad de generación de FCF.

En definitiva, un modelo de negocio integrado que se basa en: (i) implantar un modelo de negocio que le permita adaptarse a las necesidades de sus clientes de forma flexible y que permita la renovación tecnológica (vs un modelo de propiedad a largo plazo), (ii) integración de capacidades de ingeniería y operaciones para aumentar la eficiencia y calidad de gestión y (iii) aumentar la capacidad de generación híbrida del grupo, focalizándose en una estrategia multi tecnología, para de esta forma, alcanzar un grado óptimo de independencia de la red.

Estrategia de M&A: integración de la cadena de valor y diversificación del mix de ingresos

En 2023, se han realizado las adquisiciones de varios parques eólicos y de una compañía de ingeniería:

- **Parque Eólico Valdelugo:** En diciembre 2022, se llegó a un acuerdo para la adquisición del 49% de la sociedad. El parque eólico de 18MW está en funcionamiento desde marzo de 2022 y en fase de hibridación solar mediante la instalación de 16MW de placas fotovoltaicas. La producción eólica estimada es de 68.400.000 KWh y la producción de hibridación solar de 24.000.000 KWh (a partir del 2T24). En enero de 2023 compró un 49% adicional, hasta alcanzar el 98% del parque eólico, obteniendo el control de la sociedad. El precio de adquisición total ha sido de EUR 16,0Mn.
- **Sarpel Ingeniería:** compañía con más de 120 empleados (vs 38 empleados de ETC a cierre de 2022). La compañía presta servicios de ingeniería y construcción de plantas solares, eólicas, centrales hidroeléctricas, plantas de cogeneración, etc. Sarpel obtuvo unos ingresos de EUR 32,8Mn y un EBITDA de EUR 2,6Mn en 2022. El precio total (por el 100% del capital) asciende a EUR 19,5Mn, aunque los vendedores suscriben acciones por valor de EUR 3,0Mn en la ampliación de capital de ETC para financiar la operación. Además, el precio incluye un earnout por cumplimiento del plan de negocio de EUR 5,0Mn pagaderos en 2024 y 2025 (EUR 3,0Mn y EUR 2,0Mn respectivamente) más un pago de EUR 1,0Mn en 2026 (si no aparecen contingencias en los ejercicios precedentes).
- **Parque eólico (con capacidad de hibridación fotovoltaica):** ETC ha llegado a un acuerdo con Erbienergía Inversiones para adquirir un parque eólico de 35 MW en proceso de hibridación con 15 MW fotovoltaicos.

El parque se adquiere en estado de “ready to build” y será construido por ETC. El plazo estimado de puesta en servicio es de 15 meses y una vez esté en funcionamiento la compañía estima que produzca 115.250 MWh más 22.500 MWh gracias a la hibridación del parque.

La compañía tiene previsto iniciar la construcción en el primer trimestre de 2024 y que supondrá unos ingresos medios de EUR c.10,4Mn y un EBITDA medio de EUR c.8,4Mn en 2025e (asumiendo un precio de la luz de 75,4 EUR/MW). El precio de compra del activo ha sido de EUR 13,3Mn (el pago se realizará una vez se hayan obtenido los permisos para construir y no antes de dic 2023) y la compañía estima que la construcción del parque eólico alcance un coste total de EUR 42,3Mn y la hibridación de EUR c.11,5Mn.

En conclusión, esta actividad de M&A ha permitido a ETC cambiar en tres direcciones:

- **Diversificación:** con la creación de nuevas líneas de negocio (ingeniería de proyectos y generación de energía), reduciendo el perfil de riesgo y la exposición a las variaciones del precio de la energía.
- **Integración de capacidades:** la adquisición de Sarpel y de los activos de generación complementan y mejoran las capacidades de la compañía, permitiendo mejoras de eficiencia y en la calidad de gestión tras la unificación de recursos.
- **Multi tecnología:** la adquisición de parques con capacidad de hibridación ha permitido a ETC desarrollar su estrategia de diversificación de fuentes de energía, con el objetivo de alcanzar un grado óptimo de independencia de la red.

¿Cómo se ha financiado este crecimiento?

El capital para estas adquisiciones ha procedido (principalmente) de ampliaciones de capital:

- Para la adquisición del Parque Valdelugo se realizaron dos ampliaciones de capital: (i) una ampliación de capital dineraria (dic 2022) con la emisión de 23Mn de acciones (EUR 7,2Mn) y (ii) otra ampliación de capital dineraria por un importe de EUR 5,0Mn (con la puesta en circulación de 0,8Mn de acciones). Paralelamente, la compañía ha obtenido financiación por medio de diferentes vehículos: (i) créditos convertibles en acciones (EUR 2,0Mn), (ii) préstamos bancarios (EUR 1,0Mn) y (iii) opciones sobre acciones de los fundadores (EUR 1,9Mn). Por último, están en proceso de formalización préstamos bancarios por EUR 2,5Mn. En conclusión, ETC ha obtenido financiación por valor de EUR 12,4Mn (incluyendo los EUR 5,0Mn de la ampliación).
- En mayo de 2023, ETC realizó dos ampliaciones de capital dinerarias adicionales con el objetivo de adquirir Sarpel Ingeniería: (i) la primera ampliación de capital dineraria fue de EUR 10,0Mn con la emisión de 1,8Mn de acciones y (ii) la segunda ampliación de capital dineraria por un valor de EUR 6,6Mn con la emisión de 1,2Mn de acciones.
- Por último, la compañía ha comunicado que la financiación del último parque eólico adquirido (con capacidad de hibridación fotovoltaica) se realizará: (i) vía capital propio (compra del activo), y (ii) mediante deuda junior y senior de Project Finance (65%) la construcción.

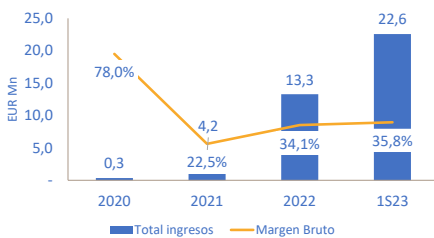
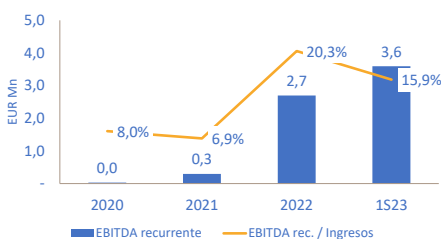
En definitiva, la estructura accionarial ha cambiado de la siguiente manera: (i) los fundadores actualmente tienen un c.43% del capital (vs 79,5% en 2020), (ii) Erbienergía (agrupación de empresas familiares centradas principalmente en energía renovable y almacenamiento energético) que no estaba presente en el accionariado en 2020, actualmente controla el 12,6% del capital y (iii) el free float se sitúa en c.45% (vs 20,5% en 2020).

Lo que “dice” el pasado más reciente: crecimiento exponencial en ingresos sin impactar en la rentabilidad, que mejora significativamente desde 2020

Si analizamos la evolución de las principales métricas (ingresos, margen bruto, EBITDA Recurrente, deuda neta...) de los ejercicios 2020 - 2022 vemos que el negocio de ETC se ha caracterizado por:

Tabla 2. Principales métricas

EUR Mn	2020	2021	2022	EUR Mn	2020	2021	2022
Total ingresos	0,3	4,2	13,3	Inmovilizado inmaterial	-	-	0,1
Cto. Total ingresos		1111,0%	213,7%	Inmovilizado material	1,0	5,8	11,1
Margen Bruto	0,3	1,0	4,5	Otros activos no corrientes	0,0	0,0	8,4
Margen Bruto (s/Ingresos)	78,0%	22,5%	34,1%	Inmovilizado financiero	0,0	0,1	0,7
Costes de explotación	(0,2)	(0,7)	(1,8)	Fondo de comercio y otros intangibles	0,1	0,1	0,4
% s/Ingresos	-70,0%	-15,6%	-13,8%	Activo circulante	0,2	0,9	2,2
EBITDA recurrente	0,0	0,3	2,7	Total activo	1,4	7,0	22,8
EBITDA rec. / Ingresos	8,0%	6,9%	20,3%	Patrimonio neto	1,7	5,9	24,2
EBITDA	0,0	0,3	2,5	Minoritarios	-	-	-
EBITDA / Ingresos	7,9%	6,9%	18,7%	Provisiones y otros pasivos a LP	-	-	0,0
EBIT	(0,0)	0,3	2,5	Otros pasivos no corrientes	-	-	-
EBIT / Ingresos	-5,8%	6,5%	18,8%	Deuda financiera neta	(0,5)	0,6	(3,8)
				Pasivo circulante	0,1	0,5	2,3
				Total pasivo	1,4	7,0	22,8

Gráfico 6. Evolución ingresos y margen bruto

Gráfico 7. Evolución EBITDA Recurrente

Tabla 3. Evolución Deuda neta

	2020	2021	2022	1S23
Net Debt (Net Cash)	(0,5)	0,6	(3,8)	18,1
Net Debt/EBITDA Rec.	n.a	0,23x	n.a	5,0x
Net Debt/Equity	-0,30x	0,10x	-0,16x	0,36x

- Crecimiento exponencial en ingresos y cambio en el mix:** en los últimos 3 años, ETC ha experimentado un incremento exponencial de la cifra de ventas, siendo el principal contribuidor la línea de negocio de outsourcing energético. Lo que ha permitido crear una base de ingresos recurrentes sobre la que seguir creciendo. La compañía ha priorizado esta línea de negocio por encima de la venta de proyectos (integrada en 2023e dentro de la línea de negocio de ingeniería). La adquisición del Parque Eólico de Valdelugo no tiene impacto en las ventas de 2022 al no consolidar (se adquirió el 49% del capital). El outsourcing energético ha pasado de representar el 21% de las ventas en 2020 al 98% en diciembre 2022. En 2023e, caerá su peso al 25% dentro del mix de ingresos según nuestras estimaciones por las adquisiciones realizadas y por la caída del precio de la energía.

En el 1S23, las ventas totales han alcanzado EUR 22,6Mn (vs EUR 5,7Mn en 1S22). La adquisición del Parque Eólico Valdelugo consolida desde mitad de enero (EUR c.2,3Mn de ingresos en el 1S23) y Sarpel Ingeniería desde el 3 de marzo (EUR c.14Mn 1S23). Para 2023e, esperamos que los ingresos se sitúen en los EUR 52,0Mn en 2023e (vs EUR 13,3Mn en 2022). Según nuestras estimaciones outsourcing representaría el 25% de las ventas, ingeniería c.65% y generación el 10%.

- Caída del margen bruto debido al mix de ingresos:** el cambio en el mix de ingresos ha provocado una fortísima caída del MB pasando del 78,0% en 2020 al 34,1% en 2022. La principal partida de aprovisionamientos es el consumo de mercaderías, que viene dado por el gasto devengado por la compra de energía. En el 1S23, el MB se ha incrementado un 1,7p.p hasta el 35,8%. Esperamos que se incremente hasta cerca de 36,4% en 2023e por la caída de los costes asociados a la compra de energía.
- Mejora en rentabilidad:** el margen EBITDA Rec. alcanza el 20,3% en 2022 (vs 8,0% en 2020). El crecimiento exponencial en ingresos y el cambio de mix asociado no ha lastrado la rentabilidad gracias a una mejora del MB (desde 2021) y a una estructura no sobredimensionada, capaz de asumir el "salto" en tamaño. Si comparamos los costes de estructura (gastos de personal + otros costes de explotación) por empleado vemos que el gasto medio se sitúa en EUR c.61Miles en 2022 (vs EUR c.44Miles en 2021; +39%) y el ingreso medio en EUR 0,4Mn en 2022 (vs c.0,3Mn 2021; +57%).

El EBITDA Recurrente 1S23 se ha situado en EUR 3,6Mn (15,9% s/ventas), impactado por la consolidación del negocio de ingeniería (de menor margen). Para 2023e, esperamos un margen EBITDA Rec. del 17,3% (EUR 9,0Mn).

- Financiándose por medio de ampliaciones de capital:** durante 2021, ETC realizó dos ampliaciones de capital por un importe de EUR 8Mn (EUR c.2,0Mn se inscribieron en 2022). En 2022, se realizaron otras dos ampliaciones de capital por EUR 14,7Mn, incrementándose el patrimonio neto hasta EUR 24,2Mn. Finalmente, hasta junio de 2023 se han completado otras dos ampliaciones de capital por importe de EUR 16,6Mn, asociadas a las operaciones de adquisición de la empresa de ingeniería Sarpel y el 49% del parque eólico Valdelugo. En definitiva, la estrategia de la compañía para crecer es via fondos propios, reduciendo el riesgo de endeudamiento (y coste financiero), pero con un elevado potencial de dilución para los accionistas.

- Deuda neta de EUR 18,1Mn en 1S23:** A cierre del 2022, la compañía tenía una posición de caja neta (EUR 3,8Mn). Aunque en el 1S23, la deuda neta se ha situado en EUR 18,1Mn por M&A (EUR 7,2Mn de caja y EUR 25,4Mn de deuda): (i) EUR 14,5Mn con entidades de crédito (incluye el Project Finance de Valdelugo) y (ii) EUR 10,9Mn de otros pasivos financieros (EUR 6,0Mn de earn-outs de las operaciones de M&A).

Tabla 4. Vencimiento de la deuda en el 1S23

EUR Mn	2023	2024	2025	2026	Más de 5	Total
Deudas con entidades de crédito	1,0	2,1	2,2	1,8	7,4	14,5
Otras deudas	0,3	3,4	2,0	1,0	4,2	10,9
Total	1,3	5,5	4,2	2,8	11,6	25,4

Un accionariado controlado por “fundadores” e inversores de I/p. Free float c.45%.

Sin participaciones significativas de inversores institucionales. Los miembros del Consejo de Administración, Alberto Hernández Poza (presidente del consejo, consejero delegado y fundador) y José Abel Martín Sánchez (miembro del Consejo, director de operaciones y fundador) controlan el 21,1% y el 10,6% respectivamente. El Consejo de Administración controla c.32% de la compañía.

Tabla 5. Estructural accionarial

Nombre	% Capital
Alberto Hernández Poza	21,1%
Erbienenergía Inversiones S.L	12,6%
José Abel Martín Sánchez	10,6%
Alberto Torrego López	10,6%
Autocartera	0,3%
Free Float	44,8%
Total	100%

Erbienenergía Inversiones (sin representación en el Consejo de Administración) inició su participación en ETC con la primera ampliación de capital para la adquisición del Parque Eólico Valdelugo (suscrita enteramente por Erbienenergía). Posteriormente, ha acudido a las sucesivas ampliaciones de capital hasta alcanzar una posición del 12,6%.

En definitiva, ¿Qué es ETC? Y ¿A dónde se dirige?

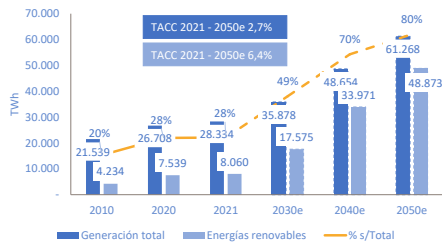
Desde un punto de vista puramente descriptivo, estamos ante una compañía de energías renovables enfocada a facilitar la transición energética de las compañías. A pesar de tener únicamente 3 años de “vida”, ha crecido de forma exponencial y rentable: ingresos de EUR 22,6Mn (vs EUR 13,3Mn dic 2022) y un EBITDA de EUR 3,6Mn en 1S23. Para 2023e, estimamos unos ingresos de EUR 52,0Mn y un EBITDA Rec. de EUR 9,0Mn. Todo ello, bajo un enfoque de *energy as a service* (contra el modelo de propiedad imperante en el mercado). Donde el equity story de la compañía apunta a una continuidad del salto en tamaño visto hasta ahora, tanto en ingresos como en rentabilidad, sustentado en la estrategia de compra de: (i) activos de generación (permitiendo una estrategia multi tecnología) y (ii) la obtención de capacidades de ingeniería vía M&A. Desde la perspectiva del inversor hoy encontramos 5 grandes “alertas”:

- **Modelo de negocio novedoso y de bajo riesgo (*energy as a service*).** ETC realiza las inversiones necesarias y explota los activos para rentabilizarlas y garantizar el menor coste energético al cliente. ETC se encarga de: (i) la construcción, (ii) la obtención de todas las licencias y permisos y (iii) del mantenimiento del activo. Lo que supone un elevado coste de cambio para el cliente y reduce el riesgo comercial del modelo.
- **Cambio en el mix de ingresos ya ejecutado:** las adquisiciones realizadas durante 2023 “ya” dejan ver el cambio en el mix de ingresos (visto en los resultados 9m23). Y que muestra un salto en tamaño iniciado, pero no terminado. Lo que pone en valor la capacidad de la compañía de mejorar en rentabilidad y generación de caja al girar hacia líneas de negocio de mayor valor añadido.
- **Base de ingresos recurrentes:** Este modelo de outsourcing permite obtener un alto porcentaje de ingresos recurrentes a largo plazo (facturación mensual al cliente). Lo que vuelve a favorecer un bajo nivel de riesgo de negocio.
- **Control de toda la cadena de valor de los proyectos:** desde el desarrollo y construcción hasta la operación y mantenimiento, ayudando a la generación de sinergias, reduciendo costes y plazos. Lo que implica un potencial objetivo de mejora de márgenes a medio y largo plazo.
- **El sentido estratégico del proyecto en sí,** 100% focalizado en un sector al alza (como tantos otros), pero singular por su aspiración de reducir los riesgos sin renunciar a crecer rentablemente, mediante un modelo de integración vertical y multi tecnología, gracias a su estrategia de diversificación.

En definitiva, ETC representa una oportunidad en teoría de bajo riesgo, gracias a un modelo de negocio con ingresos recurrentes, diversificado y con un nivel de apalancamiento financiero conservador. Aunque no libre de riesgos, ya que opera en un mercado muy competitivo y tiene un elevado potencial de riesgo de dilución (históricamente gran parte de su crecimiento lo ha financiado vía equity).

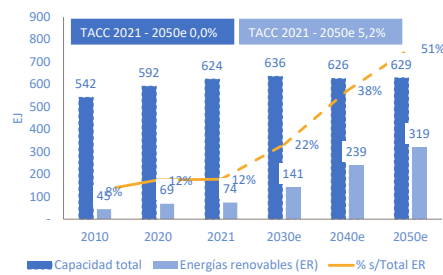
Energías renovables: pese a la incertidumbre, el momentum es (y seguirá siendo) imbatible

Gráfico 8. Generación mundial de electricidad y % s/total de las energías renovables



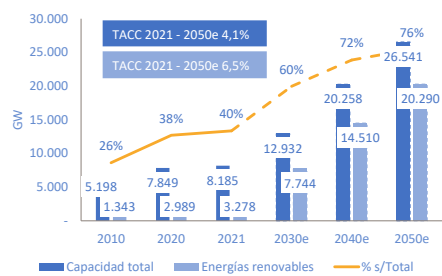
Fuentes: International Energy Agency (IEA). Los datos a futuro asumen el escenario *Announced Pledges Scenario* según IEA.

Gráfico 9. Suministro mundial de energía y % de las energías renovables s/total.



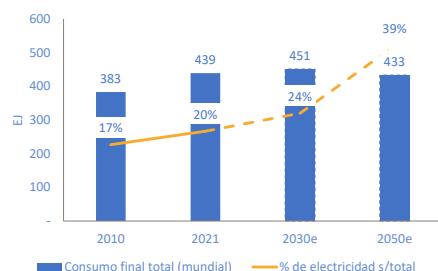
Fuentes: International Energy Agency (IEA).

Gráfico 10. Capacidad eléctrica total mundial y % de las energías renovables s/total



Fuentes: International Energy Agency (IEA).

Gráfico 11. Consumo energético total (mundial) y % de electricidad s/total.



Fuente: International Energy Agency.

En los últimos años, la transición mundial hacia una energía limpia se ha acelerado. Según la IEA (International Energy Agency), en 2022 la energía renovable representó el 30% de la generación mundial de electricidad (vs menos del 20% en 2010). Con un notable incremento de la energía solar fotovoltaica, eólica, hidroeléctrica y bioenergía.

A pesar de este fuerte crecimiento en energías renovables, el peso de los combustibles fósiles (carbón, petróleo, gas...) sobre el suministro total de energía primaria a nivel global se ha incrementado del 77% en el año 2000 al 80% en 2021. Empujado por el incremento de la demanda en los países emergentes (recientemente por el aumento del carbón, causado por la crisis energética). Aunque en las economías desarrolladas, el peso de los combustibles fósiles se redujo del 82% al 77% en 2021.

En este contexto, los países han reforzado el apoyo a las energías renovables desde los acuerdos de París de 2015 y aún más desde la pandemia, como parte de las ayudas para la recuperación económica. Las principales economías del mundo están incrementando sus esfuerzos para desarrollar nuevas tecnologías con el objetivo de avanzar en la transición a una economía con cero emisiones de carbono y reforzar su posición competitiva en el proceso.

Transición energética: un proceso imparabile (y necesario) con numerosos retos y oportunidades

La pandemia y la guerra de Ucrania han acentuado los retos (fricciones políticas, fluctuaciones en los mercados, tensiones en la cadena de suministros, descenso de la colaboración internacional...) a los que se enfrenta la transición energética. Lo que ha tenido un impacto en los precios de los materiales empleados por tecnologías de energía limpia, dificultando el proceso de transición. Y que se ha visto acentuado por la elevada dependencia de la cadena de suministro de unos pocos países (como China). Esto se ha podido ver, entre otros, en el incremento del precio del cobalto, litio, níquel, acero y cobre. Por ejemplo, un coche eléctrico requiere cinco veces más de estos materiales que un coche normal. A pesar de esto, en 2022 las ventas de coches eléctricos sobrepasaron las 10Mn de unidades vendidas (13% del mercado) según IEA. Siendo uno de los principales drivers del crecimiento de la demanda de electricidad y el incremento de su peso en el consumo global de energía.

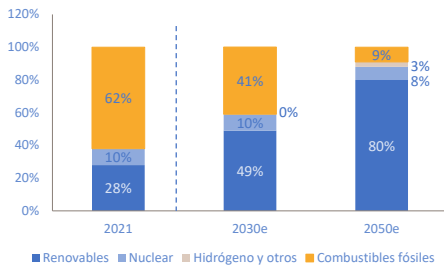
Por otro lado, para lograr el objetivo de cero emisiones netas de CO2 en el mundo en 2050, es necesaria una transformación sistémica y profunda del sistema energético. Siendo necesario poner el foco en: (i) la modernización y expansión de la infraestructura, (ii) en la regulación, para facilitar el despliegue, integración y comercio de energías renovables, (iii) en la capacidad y cadena de suministro (de la capacidad de producción hasta 2030 China acapara el: 80% del cobre, el 95% del cobalto y el 60% del níquel y litio según IEA) y (iv) en el desarrollo de habilidades y capacidades para la transición energética.

A pesar de los numerosos retos, el momentum de la transición energética es muy favorable y se está acelerando, gracias a: (i) políticas energéticas y climáticas (*REPowerEU* en la Unión Europea, *Green Transformation Programme* en Japón...) cada vez más ambiciosas. El plan *REPowerEU* nace con el objetivo de ayudar en el ahorro de energía, en la producción de energía limpia y la diversificación del abastecimiento energético. Ha movilizado cerca de EUR 300.000Mn (EUR 72.000Mn en subvenciones y EUR 225.000Mn en préstamos); la práctica totalidad de los fondos se van a destinar a acelerar e intensificar la transición hacia una energía limpia, (ii) el desarrollo tecnológico y (iii) por la creciente relevancia de la seguridad energética (acentuada por la guerra de Ucrania).

También ofrece numerosas oportunidades de crecimiento y empleo, ya sea en industrias nuevas o en expansión. A nivel global existe una oportunidad de USD 650Bn si los países cumplen con los compromisos anunciados. Además, se espera que el número de empleados pase de 6Mn a 14Mn en 2030 en la fabricación de energías renovables. Como, por ejemplo, el coche eléctrico, la energía solar fotovoltaica y la eólica.

Un punto está claro en la transición energética: el aumento de la cuota de la electricidad en el consumo mundial de energía final. En su escenario central (*Announced Pledges Scenario*, APS) la IEA estima que la cuota pase del 20% actual hasta el 24% en 2030e y el 39% en 2050e. Los principales drivers de crecimiento son: (i) el crecimiento económico tanto en países emergentes como en desarrollo. Donde la electricidad juega un papel fundamental en una amplia gama de necesidades industriales, comerciales y residenciales, (ii) el aumento de la población y (iii) la mayor demanda de productos de refrigeración (uno de los mayores contribuidores en el aumento) a raíz del incremento de la renta y las temperaturas.

Gráfico 12. Mix de generación eléctrica total a nivel mundial (2021 – 2050e).



Fuente: International Energy Agency.

La IEA (International Energy Agency) en el escenario APS (*Announced Pledges Scenario*) estima que la demanda y oferta de electricidad crezcan a ritmos muy parecidos. En el caso de la demanda estima que pase de 24.700TWh en 2021 a 31.752 en 2030e y 53.810 en 2050e (TACC 2021 – 2030e/2050e de 2,8% y 2,7% respectivamente). Mientras que la oferta de electricidad estima que pase de 28.334 TWh en 2021 a 35.878 en 2030e y 61.268 en 2050e (TACC 2021 – 2030e/2050e de 2,7% para ambos periodos).

Las energías renovables que se espera que tengan un mayor crecimiento tanto en su peso dentro del suministro de energía como en la generación de electricidad a nivel mundial son la solar fotovoltaica y la eólica:

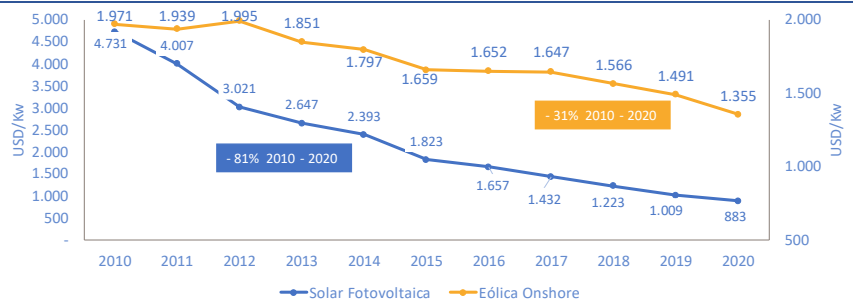
- **Solar fotovoltaica.** Se espera que dentro de la generación de energía pase de representar el 1% en 2021 al 4% en 2030e y el 14% en 2050e. Lo que supondría una TACC 2021 – 2030e/ 2050e del 17% y 10% respectivamente. En cuanto al peso de la energía solar fotovoltaica dentro de la generación de electricidad se espera que pase de representar un 4% en 2021 al 13% en 2030e y el 31% en 2050e (TACC 2021 – 2030e/2050e del 19% y 11% respectivamente).
- **Energía eólica.** Dentro del suministro de energía pasaría del 1% en 2021 al 3% y 10% en 2030e y 2050e (TACC 2021 – 2030e/2050e del 13% y 8% respectivamente). Por último, su peso dentro de la generación de electricidad se espera que crezca del 7% en 2021 al 16% en 2030e y 28% en 2050e (TACC 2021 – 2030e/2050e del 13% y 8% respectivamente).

Energías renovables: pilar fundamental para reducir la dependencia de los combustibles fósiles

El sector eléctrico ha experimentado un importante progreso en la generación y en la capacidad instalada de energías renovables. Actualmente, representan el 83% (vs 15% en 2002) del incremento de capacidad a nivel mundial según IRENA (*International Renewable Energy Agency*). Aunque altamente concentrada en unos pocos países y geografías. China, la Unión Europea y Estados Unidos representan el 75% del incremento de capacidad.

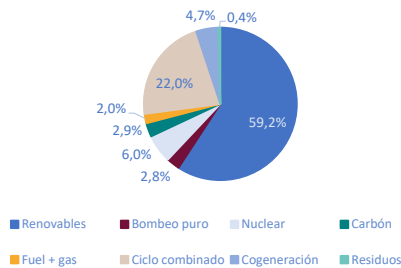
Entre las energías renovables, las que más han crecido a nivel global en el periodo de 2010 – 2022 han sido: (1) las instalaciones de energía solar fotovoltaica, multiplicándose por 26x desde 2010; este crecimiento tan significativo ha venido impulsado por: (i) reducción en los costes gracias a los avances tecnológicos, (ii) el apoyo de las políticas/regulación, (iii) modelos de financiación innovadores, y (2) la energía eólica, que en el mismo periodo se ha multiplicado por 5x. Siendo el mercado eólico marino menor que el terrestre. Y donde Asia y Europa acaparan el 50% de la capacidad total según IRENA.

Como se ha dicho anteriormente, un factor fundamental que está contribuyendo al crecimiento de las energías renovables es el descenso de los costes de electricidad renovable (siendo la opción más económica). A modo ilustrativo, según IRENA en 2021 se instalaron 163 GW de capacidad de energía renovable que produjeron electricidad a un coste inferior a la opción más barata de nueva capacidad de combustibles fósiles. Desde 2010, la evolución del coste de instalar la energía solar fotovoltaica y eólica onshore se ha reducido un 81% y 31% respectivamente.

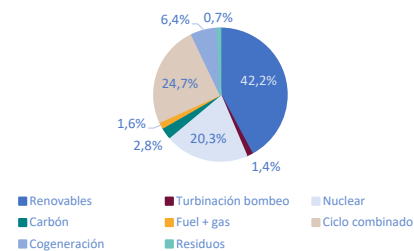
Gráfico 13. Evolución del coste de instalar energía solar fotovoltaica y eólica onshore


Fuente: IRENA

Si ponemos el foco en España (donde Energy Solar Tech desarrolla el 100% de su actividad), vemos que en 2022 el 59,2% de la potencia instalada corresponde a energías renovables. Donde destacan: (i) la energía eólica con un 25,2%, (ii) la solar fotovoltaica con un 16,6% y (iii) la hidráulica con un 14,4%. En 2022, la potencia instalada de energías renovables creció un 9,1% vs 2021 (lo que supone un aumento de 5.899MW). Y el principal contribuidor a este crecimiento fue el aumento de la potencia solar fotovoltaica, llegando a representar el 76,3% (4.498MW; +29,4% vs 2021) de la nueva potencia. La energía eólica aportó 1.400MW adicionales de capacidad.

Gráfico 14. Estructura de potencia instalada (%; España 2022).


Fuente: Red Eléctrica Española. Nota: energías renovables se divide en: Hidráulica (14,4%), Eólica (25,2%), Solar fotovoltaica (16,6%), Solar térmica (1,9%) y resto de renovables (1,1%).

Gráfico 15. Estructura de generación de energía eléctrica (%; España 2022).


Fuente: Red Eléctrica Española.

En 2022, el parque de generación con fuentes de energía renovable en España ascendió a 70.452MW. Ese mismo año, la cuota de las energías renovables sobre la generación eléctrica nacional se situó en el 42,2% (vs 46,7% 2021) según Red Eléctrica Española. Este descenso viene explicado principalmente por la fuerte caída de la producción hidráulica del 39,7% (alcanzando mínimos históricos). Por el contrario, en el año 2022 se alcanzaron máximos de producción eólica y solar fotovoltaica, con 61.176 GWh y 27.864 GWh respectivamente.

Las Comunidades Autónomas con mayor potencia renovable instalada son Castilla y León, Castilla-La Mancha, Andalucía y Extremadura que suman el 57,9% de la potencia instalada renovable del sistema eléctrico nacional.

Según los objetivos establecidos por el PNIEC 2021 – 2030 (Plan Nacional Integrado de Energía y Clima) en su escenario central espera que se alcance una cuota del 42% de energías renovables sobre el consumo de energía final en España en 2030. Y que haya una potencia instalada en el sector eléctrico de 161 GW de los que 50 GW serían de energía eólica y 39GW de solar fotovoltaica.

Inversión en energías renovables: alcanza los USD 499Bn a nivel global (8,5%TACC 2013 – 2022)

En 2022, la inversión global en tecnologías para la transición energética alcanzó USD c.1,4Tr (+70% 2019) y todo ello a pesar de los numerosos retos (pandemia, tensiones en la cadena de suministros, presión inflacionista, aumento de los tipos...). Los sectores de las energías renovable y eficiencia energética alcanzaron un valor conjunto de USD 772Bn en 2022. Mientras que el mercado de transporte electrificado (coches eléctricos y puntos de carga; +54% vs 2021), alcanzó un valor de USD 466Bn, representan los sectores más importantes según IRENA.

Específicamente, la inversión en energías renovables alcanzó su máximo en 2022 con USD 499Bn (+43% vs 2020; 8,5% TACC 2013-2022). Donde los principales drivers de crecimiento han sido: (i) el incremento de la demanda de energías limpias, (ii) el aumento del interés por parte de los inversores y la concienciación por el cambio climático y (iii) por la importancia de tener una fuente de energía estable y segura. En total, solar fotovoltaica y eólica onshore recibió más del 90% de la inversión.

Si nos fijamos en los instrumentos de financiación, vemos que el porcentaje de deuda que se emplea en las inversiones de energías renovables ha pasado de un 23% en 2013 a un 56% en 2020. Esto se debe a la consolidación y madurez de las principales tecnologías renovables como la solar fotovoltaica y eólica onshore, gracias a la predictibilidad de los futuros flujos de caja. El coste de capital de las tecnologías para la generación de energías renovables es un factor muy relevante dentro de los costes totales. Para un proyecto de energía solar fotovoltaica o de energía eólica terrestre, el coste total de la electricidad aumenta un 80% si el coste de capital es del 10% en lugar del 2% según IRENA.

Poniendo el foco en España, las inversiones (asociadas al PNIIEC) necesarias para la descarbonización de la economía en el periodo 2021 – 2030e se dividen entre: ahorro y eficiencia energética (EUR 83.540Mn), electrificación y redes (EUR 58.579Mn), renovables (EUR 91.765Mn) y otras medidas (EUR 7.528Mn). En total EUR 241.412Mn, donde el 80% de las inversiones las realizará el sector privado (EUR 190.511) y el sector público el 20% restante (EUR 50.900Mn).

En definitiva, la transición mundial hacia una energía limpia es imparable y se ha acelerado en los últimos años

Pese a los numerosos retos actuales (fricciones políticas, fluctuaciones en los mercados, tensiones en la cadena de suministros, descenso de la colaboración internacional...), la transición energética es una realidad. Pero para lograr el objetivo de reducir/eliminar la dependencia de los combustibles fósiles, el compromiso de los países, la electrificación, la mejora en la eficiencia energética y las energías renovables son fundamentales. Desde el punto de vista del sector, las principales tendencias que marcarán su evolución son:

- **Apuesta por la descarbonización y transición energética:** las empresas aumentarán las desinversiones en combustibles fósiles, gas natural y carbón, para fomentar las inversiones en renovables. La inversión en energías renovables alcanzó su máximo en 2022 con USD 499Bn (+43% vs 2020; 8,5% TACC 2013-2022) según IRENA.
- **La sostenibilidad es clave:** las políticas energéticas y climáticas (*REPowerEU* en la Unión Europea, *Green Transformation Programme* en Japón...) cada vez son más ambiciosas por parte de los países para fomentar la transición hacia una energía limpia. El plan *REPowerEU* de la Unión Europea ha movilizado cerca de EUR 300.000Mn (EUR 72.000Mn en subvenciones y EUR 225.000Mn en préstamos).
- **Vehículo eléctrico:** es uno de los principales drivers del crecimiento de la demanda de electricidad en la cuota de consumo de energía. En la UE y en España, se seguirán destinando fondos y ayudas para favorecer la rotación del parque de vehículos.
- **Eficiencia energética:** la mejora de la eficiencia energética será imperativa para mantener la competitividad y alcanzar los objetivos fijados para la transición energética. En los últimos años, el descenso de los costes de electricidad renovable (siendo la opción más económica) ha supuesto un paso fundamental. Desde 2010, la evolución del coste de instalar la energía solar fotovoltaica y eólica onshore se ha reducido un 81% y 31% respectivamente.
- **El autoconsumo seguirá en aumento:** el avance de la generación distribuida y el autoconsumo se irá complementando con la instalación de baterías y otros sistemas de almacenamiento que permitirán optimizar la gestión energética de los consumidores en todos los segmentos.
- **Mercado muy competitivo:** existe una elevada competencia en el sector de las energías renovables y más en el mercado español. Previsiblemente habrá una tendencia a la concentración en los próximos años (caldo de cultivo de M&A). En donde el modelo de negocio y estabilidad financiera juegan un papel fundamental en el largo plazo ante posibles desajustes del mercado (oferta/demanda).

Es decir, el sector energético ha encontrado en la transición energética un driver de crecimiento (muy obvio y potente) para los próximos años. Donde converge el interés del sector público en reducir la dependencia de los combustibles fósiles de las economías nacionales, impulsando la sostenibilidad por medio de las energías renovables. Y que a la vez permita alcanzar una fuente de energía estable y segura para los países (la guerra de Ucrania ha acentuado la importancia de este punto). Lo que ha llevado al sector público a legislar y, sobre todo, a invertir para aprovechar la oportunidad/reto que supone la transición energética (como el plan europeo *REPowerEU*). Y al sector privado a aprovechar las ventajas derivadas de la transición energética como una reducción importante del precio de la energía y de los costes industriales, una menor dependencia energética de las importaciones con la reducción de los costes asociados, la creación de empleo y la mejora de la competitividad. En definitiva, la revitalización de la industria energética.

¿Y qué papel juega ETC? En nuestra opinión, ETC se encuentra teóricamente en el lugar correcto (sector renovable) y en el momento adecuado (aumento de la importancia de la independencia energética) con una estrategia de integración vertical y multi-tecnología, apoyada en las “tecnologías ganadoras” (eólica y fotovoltaica, especialmente en España). Lo que permitirá a ETC poder aprovechar el impulso sectorial a través de sus tres líneas de negocio (“ya” controlando toda la cadena de valor): (i) outsourcing energético (con una regulación favorable en España y el interés público/privado en su desarrollo), (ii) negocio de ingeniería (el crecimiento sectorial demandará un elevado nivel de especialización) y (iii) generación de energía por medio de parque eólicos y fotovoltaicos.

2022 – 2025e: Salto de escala en ingresos (105,5% TACC) y margen EBITDA (+7 p.p)

Los resultados del 1S23 mostraron un crecimiento exponencial en los ingresos (multiplicando por 3,9x los resultados del 1S22) hasta los EUR 22,6Mn (vs EUR 13,3Mn en dic 2022). Este crecimiento se puede dividir en: (a) crecimiento inorgánico impulsado por la estrategia de adquisición de activos de generación (eólica y fotovoltaica) y por la adquisición de la empresa de ingeniería Sarpel; según nuestras estimaciones, los activos de generación habrían aportado unos ingresos en el 1S23 de EUR 2,3Mn y Sarpel EUR 14Mn, y (b) crecimiento orgánico que según nuestras estimaciones se habría situado en EUR c.6,3Mn (vs EUR c.5,7Mn en el 1S22).

Con un margen EBITDA Recurrente 1S23 del 15,9% (vs 6,9% y 20,3% en 2021 y 2022 respectivamente), impactado por la adquisición del negocio de ingeniería (de menor margen).

Además, ETC está en proceso de hibridación del Parque Eólico Valdelugo, que se espera alcance una producción fotovoltaica de 24.000 MWh en el 2T24. Adicionalmente, la compañía ha llegado a un acuerdo para adquirir otro parque eólico (en estado “ready to build”) de 35MW, con capacidad de hibridación con 15MW fotovoltaicos. La construcción del parque se espera que se inicie en el 1T24 y que dure unos 15 meses.

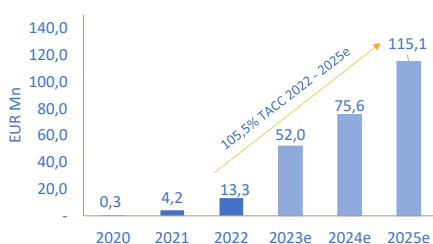
Lo anterior invita a reflexionar sobre tres cuestiones clave: (i) ¿cuál es la capacidad real de la compañía de crecer a corto y largo plazo?, (ii) ¿qué impacto tendrá en términos de márgenes? y, por último, pero no menos importante, (iii) ¿cuál será el nivel de inversión y financiación necesario? Contestar a estas preguntas exige un análisis sistemático de la cuenta de resultados y de su balance. Lo que dará criterio a la hora de valorar si esta “historia de crecimiento” (2022-2023) dentro del sector renovables es sostenible en el largo plazo.

Fuerte capacidad de crecer en ingresos gracias a los vientos de cola del sector y la estrategia de integración vertical de la compañía (vía M&A) de los últimos años...

La estrategia de adquisición de activos de generación y la compra de Sarpel han permitido sembrar los “mimbres” para:

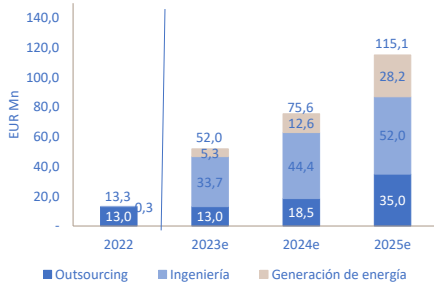
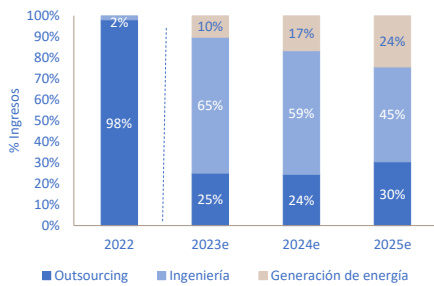
1. Diversificar la actividad con la creación de nuevas líneas de negocio: (i) ingeniería de proyectos y (ii) generación de energía.
2. Integración de capacidades que complementan y mejoran la compañía (mayor capacidad de crecimiento). Y que permiten mejorar la eficiencia y calidad de gestión tras la unificación de recursos.
3. Desarrollar una estrategia de multi tecnología que ha permitido a ETC diversificar las fuentes de generación de energía.

Gráfico 16. Evolución de los ingresos totales (105,5% TACC 2022 – 2025e)



Nuestro escenario central para el período 2023e-2025e contempla un crecimiento de los ingresos hasta alcanzar EUR 115,1Mn en 2025e (105,5% TACC 2022-2025e). Nuestros números reflejan la adquisición del parque eólico de Valdelugo (ingresos 2023e EUR 5,3Mn), la compañía de ingeniería Sarpel (ingresos 2023e EUR 33,7Mn), el parque eólico con capacidad de hibridación fotovoltaica (estimamos que aporte ingresos en 2025e) y la adquisición de activos de generación de energía fotovoltaica en 2024e (año que esperamos que aporten ingresos). Es decir, en 2023e el crecimiento es esencialmente inorgánico. Ya que la línea de negocio de outsourcing se ha visto afectada a nivel de ingresos por la caída del precio de la energía.

Adicionalmente, dadas las características del sector y la estrategia de la compañía de impulsar una estrategia multi tecnología y de diversificación, no descartamos que realice más inversiones para aumentar su capacidad de generación energética o sus capacidades en otras líneas de negocio. ¿En qué creemos que se basará el crecimiento esperado para los próximos por línea de negocio?:

Gráfico 17. Evolución de los ingresos por línea de negocio

Gráfico 18. Evolución del mix de negocio 2022 – 2025e


- **Outsourcing energético (38,1% TACC 2022 – 2025e):** estimamos que esta línea de negocio decrezca ligeramente en 2023e, alcanzando EUR 13,0Mn. Aunque esperamos una fuerte recuperación para los próximos años por: (i) el aumento del autoconsumo en España, impulsado por el fuerte incremento de los precios de la electricidad, que ha llevado a las empresas a apostar por el autoconsumo, (ii) la regulación (en dic 2021 se aprobó la hoja de ruta del autoconsumo, que busca fomentarlo para mejorar la competitividad industrial) y (iii) la adquisición de Sarpel, que da a ETC la capacidad para atender un volumen mayor de proyectos.

En definitiva, estimamos que el peso dentro del mix de negocio pase del 25% en 2023e hasta el 30% en 2025e (EUR 35,0Mn).

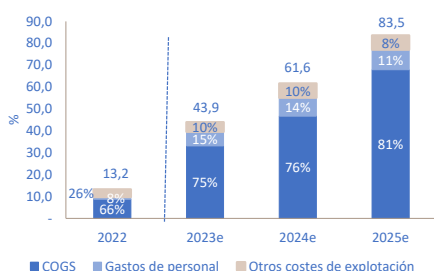
- **Ingeniería de proyectos (19,7% TACC 2022 – 2025e):** estimamos unos ingresos 2023e de EUR 33,7Mn, al consolidar los ingresos de Sarpel desde principios de marzo. Para los próximos años esperamos que el crecimiento se acelere hasta alcanzar los EUR 52,0Mn en 2025e (19,7% TACC 2022-2025e). Dentro del mix de negocio esperamos que pase del 65% estimado para 2023e al 45% en 2025e. El principal driver es sectorial: el crecimiento de las energías renovables en España (en especial eólica y fotovoltaica) debe acelerarse en los próximos años y, por tanto, las necesidades de ingeniería con un elevado nivel de especialización.

- **Generación de energía (47,4% TACC 2022 – 2025e):** estimamos que los ingresos 2023e se sitúen en EUR 5,3Mn gracias a la adquisición del parque eólico Valdelugo con una capacidad eólica de 68.400MWh. En el 2T24 estimamos que este en producción la hibridación fotovoltaica. Por otro lado, estimamos la compra de activos de generación fotovoltaica durante el año 2024e (y que generen ingresos ese mismo año de EUR c.4,3Mn). En 2025e, entraría en producción el parque eólico con capacidad de hibridación aportando cerca de EUR 11,7Mn. En decir, en 2025e se alcanzarían unos ingresos de EUR 28,2Mn, que representarían el 24% del total (vs 10% 2023e). El aumento dentro del mix de negocio debiera permitir incrementar significativamente la rentabilidad y capacidad de generación de CF recurrente de ETC.

En definitiva, crecimiento de doble dígito alto en todas las líneas de negocio de la compañía. Aunque el mayor crecimiento esperado en outsourcing y generación provocaría un claro cambio en el mix de ingresos en el periodo 2023e - 2025e. Donde la línea de negocio de ingeniería pasaría de representar el 65% de los ingresos 2023e al 45% en 2025e, en favor de outsourcing energético que representaría en 2025e el 30% (vs 25% en 2023e) y generación de energía un 24% (vs 10% 2023e). Es decir, el equity story apunta a un modelo de salto de escala en ingresos, sustentando por la estrategia de integración vertical y diversificación de la compañía. Y que cambiaría el perfil/riesgo de negocio de ETC, pasando a un modelo con más visibilidad, gracias a un mayor peso de los ingresos recurrentes.

... donde el cambio en el mix de ingresos provocaría una mejora significativa en el margen EBITDA Rec. hasta el 27,4% en 2025e (+7p.p vs 2022).

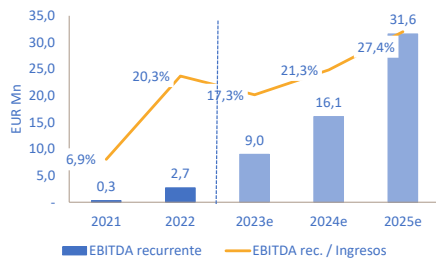
A nuestro juicio, el crecimiento explosivo de ingresos estimado para el período 2023e-2025e sigue siendo compatible con una mejora de márgenes. Para 2023e, proyectamos que se mejore el margen bruto hasta el 36,4% (vs 34,1% en 2022) como consecuencia de unos menores costes asociados a la compra de energía. Y esperamos que se sitúe en el 41% en 2025e.

Gráfico 19. Estructura de costes


En 2023e, estimamos un incremento de los gastos de estructura hasta los EUR 9,9Mn (+442% vs 2022; por crecimiento vía M&A): gasto de personal de EUR c.6,5Mn (12,5% s/ventas 2023e; por mano de obra indirecta) y otros costes de explotación EUR 3,4Mn (6,6% s/ventas 2023e).

A partir de 2023e, estimamos una rápida mejora del margen EBITDA hasta alcanzar niveles de c.27% en 2025e (vs 20,3% y 17,3% en 2022 y 2023e respectivamente). Una mejora de márgenes significativa explicada esencialmente por:

- Cambio en el mix de ingresos (en 2023e el negocio de ingeniería pesa el 65%), con un incremento significativo del peso del negocio de outsourcing y de explotación de parques fotovoltaicos y eólicos (con un Mg. EBITDA de c.70%) hasta alcanzar de forma conjunta c. 55% s/mix de ingresos en 2025e (vs 35% en 2023e).

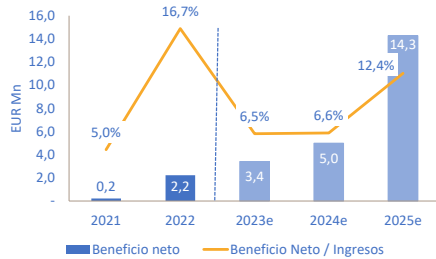
Gráfico 20. Evolución EBITDA Recurrente


- En 2023e, estimamos que el outsourcing energético represente c.30% del EBITDA Rec., ingeniería c.27% y generación c.43%. El incremento del peso de los negocios de outsourcing y generación en el mix de ingresos aumentaría su contribución dentro de la generación de EBITDA Recurrente. Para 2025e, estimamos que outsourcing represente c.23%, ingeniería el c.15% y generación el c.62% del EBITDA Rec.
- Una reducción del peso de los costes de estructura. Durante el periodo 2023e – 2025e, esperamos que pasen del 19,1% al 13,6% s/ventas.
- Generación de sinergias de costes y eficiencias derivados de la adquisición de Sarpel y de los activos de generación.

Lo anterior explica el fuerte crecimiento estimado durante el período 2023e-2025e en términos de EBITDA, hasta alcanzar niveles de EUR 31,6Mn en 2025e (Mg. EBITDA 27,4% vs 17,3% en 2023e). Y que representa parte del equity story de ETC: dar un salto en tamaño y rentabilidad en EBITDA Recurrente. Aunque los drivers de la mejora en EBITDA parecen muchos, todo es más simple, y puede decirse que pivota sobre uno solo: el crecimiento en ingresos de nuestro escenario central. Que es, obviamente, muy exigente.

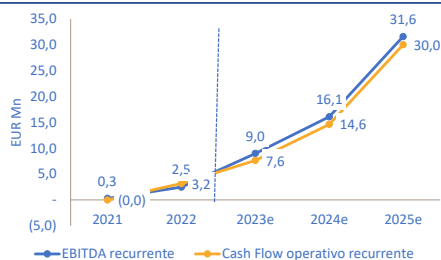
Con capacidad (contrastada) de generar BN positivo (por encima de breakeven desde 2021). Estimamos EUR c.14,3Mn de beneficio neto en 2025e

Por debajo de la línea de EBITDA, destacamos:

Gráfico 21. Evolución Beneficio neto


- **Fuerte incremento del gasto por amortización...** que se incrementa desde los EUR 0,5Mn en 2022 a EUR 4,4Mn en 2023e y llegando a EUR 9,7Mn en 2025e. Un incremento explicado por: (i) las adquisiciones de los activos de generación y Sarpel (ii) el elevado nivel de inversiones previsto para desarrollar y construir su pipeline de proyectos eólicos y fotovoltaicos y (iii) la generación de fondo de comercio a raíz de las adquisiciones. No estimamos cantidades elevadas de capitalización de gastos.
- **... y del gasto financiero:** Estimamos un endeudamiento creciente como resultado del elevado nivel de inversión previsto para el período 2023e-2025e. En 2025e, estimamos niveles de Deuda Neta de EUR 72,9Mn y un coste de la deuda de c. 7,0% (gasto financiero c. EUR 5,1Mn en 2025e).

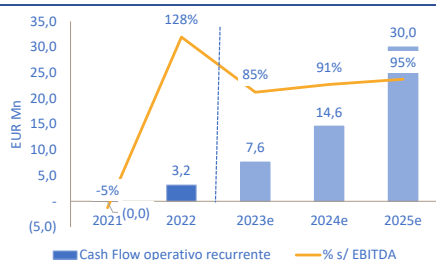
Todo lo anterior se traduce en un Beneficio Neto 2023e de EUR 3,4Mn. Si ponemos la vista en 2025e, el fuerte crecimiento en ingresos, junto a la expansión esperada en el margen EBITDA, llevarían el Beneficio Neto hasta niveles de EUR 14,3Mn (12,4% s/Ingresos 2025e).

Gráfico 22. Evolución EBITDA y Cash Flow Operativo Recurrente


Free Cash Flow: la adquisición de activos de generación y el desarrollo y construcción de su pipeline exigirá un CAPEX muy elevado (que impedirá la generación de FCF positivo en el medio plazo) ...

La generación de FCF durante el período 2023e-2025e se verá marcada esencialmente por:

- **Working capital:** el ratio de circulante se sitúa en el -0,6% de los ingresos en 2022. Para el periodo 2023e- 2025e esperamos un incremento de la inversión en circulante de la compañía por el fuerte crecimiento del negocio de construcción (intensivo en circulante). Hemos proyectado un ratio de circulante estable del 3,3% sobre ventas.
- **CAPEX:** La compañía está inmersa en un proceso de fuerte inversión por el negocio de generación de energía. Lo que nos lleva a estimar un nivel de CAPEX de EUR 54,1Mn en 2024e y EUR 37,5Mn en 2025e impulsado por las necesidades de inversión para la construcción de parques y procesos de hibridación.

Gráfico 23. Conversión de EBITDA en Flujo de caja operativo recurrente


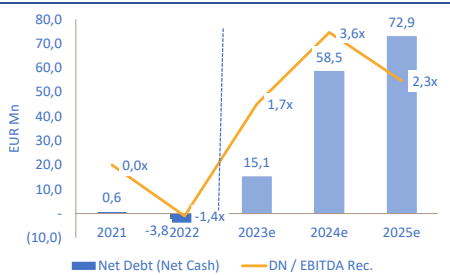
El elevado nivel de inversión planteado implica que durante los años 2023e-2025e no se genere Free Cash Flow Recurrente positivo. La razón es obvia: el momento de fuerte inversión necesario para desarrollar y construir su pipeline de proyectos eólicos y fotovoltaicos.

No obstante, si ponemos la vista en el CF operativo recurrente (que excluye las necesidades de CAPEX para la puesta en marcha de los parques) nos encontramos ante una compañía con capacidad de incrementar de forma progresiva su capacidad de generación de caja operativa y, por tanto, de generar FCF positivo una vez se normalice el CAPEX (ver Anexo 2, pag. 28).

... lo que inevitablemente tendrá impacto en la deuda neta. Llegando a EUR 72,9Mn (2,3x DN/EBITDA Recurrente) en 2025e

A cierre de 2022, ETC tenía una posición de caja neta de EUR 3,8Mn. Situación que cambia radicalmente en el 1S23 (deuda neta de EUR 18,1Mn). Los principales componentes de la deuda son: (i) EUR 14,5Mn con entidades de crédito (incluye el Project Finance de Valdelugo) y (ii) EUR 10,9Mn de otros pasivos financieros (que incluye EUR 6,0Mn de earn-outs de las operaciones de M&A).

Gráfico 24. Evolución deuda neta y DN/EBITDA Rec.



Hasta 2025e, esperamos que el nivel de endeudamiento se incremente considerablemente a raíz de la estrategia de la compañía de diversificar sus líneas de negocio. Parte de la fuerte inversión requerida se cubrirá vía ampliación de capital y otra parte vía project finance (financiación independiente de cada parque) donde el apalancamiento es muy elevado (la inversión se realiza con estructuras de capital sobre apalancadas: c. 70% deuda vs 30% fondos propios) lo que empujará inevitablemente el nivel de endeudamiento (2025e EUR 72,9Mn; lo que supone un múltiplo de DN/Equity de 0,9x). Destaca el perfil conservador de la compañía, donde es importante crecer y reducir el perfil de riesgo de negocio vía diversificación, pero sin perder de vista el nivel de apalancamiento financiero.

La salida a bolsa de ETC viene directamente explicada por las ventajas que supone “estar” en el mercado en términos de financiación; algo clave en una compañía que quiere aprovechar la oportunidad del crecimiento que ofrece el sector renovable (pero cuyo aprovechamiento exigirá importantes recursos, dado el carácter altamente intensivo en capital de esta industria).

En definitiva, fuerte crecimiento (muy exigente) en ingresos y rentabilidad. 2023e inicia el salto de escala (ingresos y EBITDA Rec.) al que apunta el equity story

El sector de la energía renovable está en auge. Y ETC está en buena posición para aprovechar un driver de crecimiento sectorial claro e intuitivo, gracias a su estrategia de integración de sus tres líneas de negocio (mix equilibrado): (i) outsourcing energético, (ii) ingeniería, (iii) y generación. Nuestras estimaciones (2023e - 2025e) e idea de la compañía pivotan sobre:

- Fuerte crecimiento en ingresos (108,8% TACC 2022 – 2025e). Donde las líneas que irán ganado peso dentro del mix de negocio son outsourcing energético y generación de energía (eólica y fotovoltaica). Aumentando la recurrencia de ingresos y la capacidad de generación CF. Con exposición máxima a energías renovables y a las tecnologías ganadoras (eólica y fotovoltaica).
- Orientación del crecimiento (y por tanto el mix) hacia las áreas con mayor margen (como generación). El EBITDA Recurrente pasaría de EUR 2,7Mn en 2022 (20,3% s/ventas) a un EBITDA Recurrente de EUR 31,6Mn (27,4% s/ventas).
- Aumento de la capacidad de generación de flujo de caja operativo recurrente (pre-CAPEX; empujado por la mejora del EBITDA Rec.). El FCF (2024e-2025e) se verá impactado negativamente por la fase en la que se encuentra la compañía por el elevado nivel de CAPEX (en generación de energía).
- Una posición de balance muy sana en origen (2022). Aunque la deuda neta aumentará significativamente (por el momento de negocio en el que se encuentra ETC) cambiando la estructura de capital durante el periodo 2023e-2025e. Aunque el apalancamiento seguiría por debajo de sus principales comparables.
- En definitiva: fuerte momentum de negocio impulsado por el salto en tamaño (empezado, pero no terminado) con un P&L en plena fase de despegue. Y que tendría mucho recorrido en el periodo proyectado (2023e-2025e).

En conclusión, los números de ETC hablan de una compañía que en 2023e (mediante adquisiciones) ha conseguido un salto de escala muy relevante (visto en los resultados del 1S23 y recogido en nuestras estimaciones 2023e). El fuerte crecimiento esperado para 2023e-2025e tendrá dos grandes efectos: un cambio del mix de negocio y un salto en rentabilidad. Todo ello es hiperdependiente del nivel de éxito en la ejecución del pipeline de generación. Y factible sin incurrir en grandes riesgos: ni comerciales ni financieros (manteniendo niveles aceptables de apalancamiento).

Inputs de valoración
Inputs de valoración por DCF

	2023e	2024e	2025e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	(40,8)	(54,2)	(10,2)	n.a.			
Market Cap	122,1	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	18,1	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 6m 2023)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	7,0%	Coste de la deuda neta			6,8%	7,3%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	5,6%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			5,4%	5,8%	
Risk free rate (rf)	3,8%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)			5,5%	6,5%	
Beta (B)	1,2	B (estimación propia)			1,1	1,3	
Coste del Equity	11,0%	Ke = Rf + (R * B)			9,9%	12,3%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	87,1%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	12,9%	D			=	=	
WACC	10,3%	WACC = Kd * D + Ke * E			9,3%	11,4%	
G "Razonable"	2,0%				2,0%	1,5%	

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

Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker Factset	Mkt. Cap	PER 23e	BPA 23e-25e	EV/EBITDA 23e	EBITDA 23e-25e	EV/Vtas. 23e	Ingresos 23e-25e	EBITDA/Vtas. 23e	FCF Yield 23e	FCF 23e-25e
Ameresco	AMRC-US	1.264,7	14,6	35,5%	11,8	29,6%	1,6	15,3%	13,7%	15,2%	n.a.
Sunnova	NOVA-US	1.046,7	n.a.	19,9%	38,0	48,1%	11,1	30,9%	29,2%	n.a.	-38,3%
Sunrun	RUN-US	1.955,9	n.a.	76,4%	n.a.	68,3%	5,5	11,3%	n.a.	n.a.	-6,1%
Sunpower	SPWR-US	670,0	n.a.	50,9%	n.a.	n.a.	0,5	5,6%	0,4%	n.a.	52,5%
Comparables EE. UU			14,6	45,7%	24,9	48,6%	4,7	15,8%	14,4%	15,2%	2,7%
Greening Energy	GGR-ES	157,2	43,1	15,4%	17,0	71,7%	1,8	54,0%	10,3%	n.a.	n.a.
Holaluz	HLZ-ES	71,4	n.a.	49,4%	n.a.	91,3%	0,2	-6,8%	n.a.	n.a.	78,9%
Comparables España			43,1	32,4%	17,0	81,5%	1,0	23,6%	10,3%	n.a.	78,9%
ETC	ETC-ES	122,1	33,7	98,4%	17,2	87,4%	3,0	48,8%	17,3%	n.a.	41,3%

Análisis de sensibilidad (2024e)
A) Análisis de sensibilidad del EBITDA Rec. y múltiplos a variaciones en los márgenes

Escenario	EBITDA/Ingresos 24e	EBITDA 24e	EV/EBITDA 24e
Max	23,4%	17,7	8,8x
Central	21,3%	16,1	9,6x
Min	19,2%	14,5	10,7x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 24e		
EBITDA 24e	64,0%	71,1%	78,2%
17,7	(36,5)	(41,9)	(47,2)
16,1	(38,1)	(43,4)	(48,8)
14,5	(39,7)	(45,0)	(50,4)

¿Qué puede salir mal?

Consideramos riesgos aquellos que puedan tener un impacto significativo negativo en nuestras proyecciones, principalmente en el resultado operativo y en el Free Cash Flow.

- 1. Retraso en la puesta en marcha de los parques (eólicos y fotovoltaicos):** el retraso de la entrada en producción de los diferentes activos de generación adquiridos (eólicos y fotovoltaicos) tendrían un impacto significativo en la evolución de ingresos y rentabilidad (y, por tanto, en la generación de caja) durante el periodo proyectado. Por ejemplo, un retraso en la puesta en marcha del parque eólico (con hibridación fotovoltaica) supondría EUR c.10Mn en ingresos y EUR c.8Mn en EBITDA en 2025e.
- 2. Competencia y riesgo comercial:** la industria donde opera ETC se encuentra muy fragmentada, lo que puede suponer un riesgo comercial de pérdida de clientes y de aparición de competidores con una tecnología más atractiva o mayores recursos, que puede conllevar una reducción en la actividad.
- 3. Fluctuaciones en los precios de la energía:** dado el modelo de negocio de *energy as a service*, sin la firma de PPAs a largo plazo, cualquier variación significativa en las condiciones de mercado actuales afectarán a la rentabilidad esperada del negocio. Aunque este riesgo se ve minorado al realizar la compañía estimaciones conservadoras en cuanto al precio de la energía y su posible impacto en la rentabilidad y repago de la deuda.
- 4. Incremento en los costes de materias primas.** El precio de las materias primas necesarias para la construcción de los paneles solares/parques eólicos está sujeto a fluctuaciones, lo que podría presionar a la baja los márgenes del negocio de ingeniería y construcción y afectar a la viabilidad de futuros proyectos.
- 5. Riesgo de dilución.** El modelo de negocio de ETC es muy intensivo en capital. Una aceleración del plan de crecimiento o la necesidad de un mayor nivel de inversión por la aparición de nuevos proyectos, podría implicar nuevas necesidades de capital y requerir que la compañía vuelva a acudir al mercado para financiar este crecimiento con un potencial efecto dilutivo para su accionariado.
- 6. Alta concentración de la actividad en España:** las ventas procedentes de la actividad generada en España supusieron el 100% en el 2022. Una ralentización en la economía española o del sector en España podría tener un impacto significativo en el negocio.
- 7. Incremento de los tipos de interés.** Nuestras estimaciones consideran un elevado nivel de inversión durante el período 2023e-2025e. Lo que obviamente podrá financiarse vía equity (como se ha realizado hasta la fecha), implicando una elevada dilución, o vía deuda. Nuestro modelo, sin poder estimar la entrada de nuevo equity, asume el impacto “matemático” de una financiación solo con deuda (Deuda Neta 2023e: EUR 15,1Mn; DN/EBITDA 23e 1,7x), que situaría el gasto financiero de la compañía 2023e en EUR 0,9Mn. Las recientes subidas de tipos de interés implicarán un incremento del coste de financiación de las compañías. Un incremento del coste de la deuda de ETC hasta niveles del 8% (vs 7% de nuestro escenario central) implicaría un incremento de c. 15% en el gasto financiero de la compañía.
- 8. Elevada competencia para la obtención de nuevos proyectos:** El alto crecimiento esperado para la industria de renovables hace que cada vez sea más competitiva. Lo que puede dificultar la generación de nuevos proyectos, o reducir la TIR de los proyectos adquiridos.
- 9. Riesgo por cambios regulatorios.** El sector de las energías renovables presenta una elevada regulación. Cualquier cambio en el marco regulatorio actual de los mercados en los que está presente ETC impactará de forma directa en su capacidad para generar FCF.

Un consejo con 2/3 de independientes, indicador (objetivo) de interés por una buena gobernanza.

Tabla 6. Consejo de administración

Nombre	Cargo	Categoría	Fecha
Alberto Hernández Poza	President	Executive	2022
José Abel Martín Sánchez	Vice-Secretary	Executive	2022
Antonio García-Urgeles	Board member	Independent	2023
Juan Joaquín Bonilla Hidalgo	Board member	Independent	2022
Alfredo Gracia Flores	Board member	Independent	2022
Alberto Mazagatos Uriarte	Board member	Independent	2022
Guillermo Guerra Martín de Gomez Acebo	Secretary non board member		2022

Tabla 7. Estructural accionarial

Nombre	% Capital
Alberto Hernández Poza	21,1%
Erbienenergía Inversiones S.L	12,6%
José Abel Martín Sánchez	10,6%
Alberto Torrego López	10,6%
Autocartera	0,3%
Free Float	44,8%
Total	100%

Fundada en febrero de 2020 por Alberto Hernández Poza y José Abel Martín Sánchez. Ambos se mantienen en la actualidad como accionistas (c.32% del capital), y forman parte del Consejo de Administración y equipo directivo con los cargos de: i) presidente del consejo y consejero delegado y ii) miembro del consejo y director de operaciones, respectivamente. ETC cotiza en BME Growth desde diciembre de 2022.

- Un consejo de administración con alto peso de independientes.** El Consejo de Administración de ETC está formado por 7 miembros, de los que dos (los fundadores) tienen una posición relevante en el capital de la compañía (c.32%). El Consejo estará formado por un mínimo de tres y un máximo de nueve miembros. De los 7 miembros dos son dominicales (también ejecutivos: Alberto Hernández y José Abel Martín) y cuatro independientes (2/3), además de un secretario no consejero. La duración del cargo de consejero está limitada a 4 años, pudiendo ser reelegidos sin límite de mandatos.
 - Independencia de sus comisiones.** La Comisión de Auditoría está presidida e integrada únicamente por consejeros independientes.
 - Remuneración al Consejo de Administración.** En 2022, la remuneración del Consejo de Administración en su conjunto ascendió a EUR c.0,2Mn (19,0% s/gastos de personal). La remuneración máxima anual a percibir por todos los consejeros en lo que respecta al desempeño de la función de supervisión y decisión propia del Consejo, se ha fijado en EUR 9 Miles. A estos efectos, los miembros del Consejo de Administración percibirán EUR 500 por asistir a cada una de las reuniones del Consejo de Administración y EUR 500 por cada una de las reuniones de la Comisión de Auditoría.
- Por otro lado, los consejeros ejecutivos tendrán derecho a percibir una retribución fija bruta anual de EUR 0,1Mn. Además, percibirán una retribución variable que se establecerá en función del grado de cumplimiento de los objetivos fijados al comienzo de cada ejercicio. A los efectos de la remuneración de los consejeros con funciones ejecutivas, el Consejo acordó fijar la remuneración máxima total anual para todos los consejeros que desempeñan estas funciones en EUR 0,4Mn (en 2022 la retribución de los consejeros ejecutivos fue de EUR 0,19Mn). Los contratos incluyen una indemnización por cese anticipado por un importe equivalente a 6 meses de su remuneración fija anual.
- Plan de incentivos.** ETC tiene un plan de incentivos para empleados en acciones para los ejercicios 2023e, 2024e y 2025e dirigido a determinados empleados clave del grupo, y sociedades vinculadas (los consejeros ejecutivos no están incluidos en el plan). El número total de acciones que ETC podrá entregar no excederá el 2% del capital social (en los tres años de duración del plan). De este total se realizarán tres entregas independientes, el 50% en 2023e, el 25% en 2024e y el otro 25% restante en 2025e. Las acciones conferirán a los beneficiarios los derechos y obligaciones económicas, políticas y de cualquier otra naturaleza inherentes a las mismas (e idénticas al resto de acciones de la compañía).
 - Dividendos.** ETC no tiene política de dividendos y no espera acordar su distribución en los próximos años. Hoy, el foco del negocio está en el desarrollo y construcción de su pipeline lo que requerirá capital.
 - Plan de recompra de acciones:** ETC ha aprobado un plan de recompra de acciones para atender la conversión de acciones y los intereses dispuestos bajo la línea de crédito convertible por un importe EUR 2,0Mn (con un interés anual de 6,5%). El precio mínimo de adquisición de las acciones será de EUR 0,01 y el máximo el valor de negociación de las acciones de BME Growth en el momento de la adquisición.

El precio límite es EUR 6,38 al ser este el precio de conversión acordado con los acreedores. El número máximo de acciones a adquirir será de 313.480 acciones c.1,17% del capital social. Y no pudiendo comprar más del 25% del volumen diario medio de acciones. El importe máximo monetario destinado al Plan de Recompra será EUR 2,0Mn.

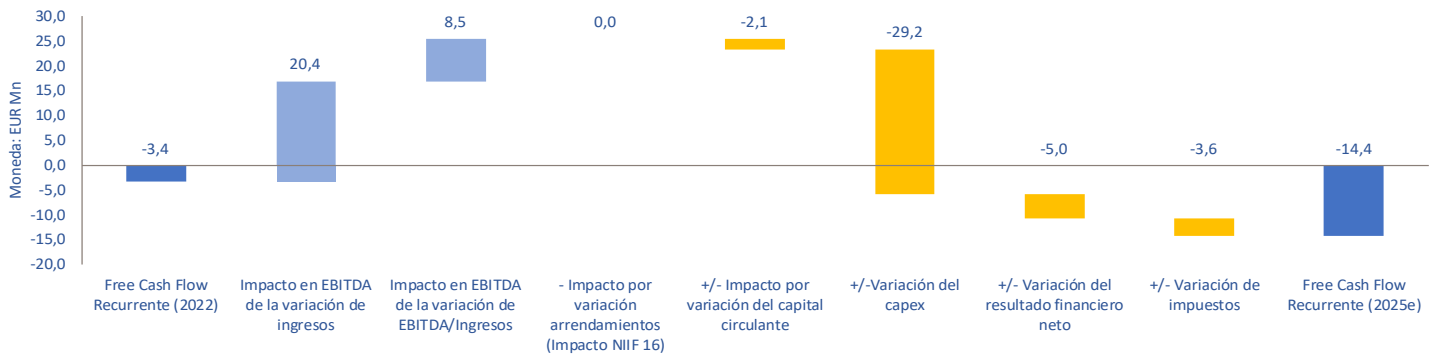
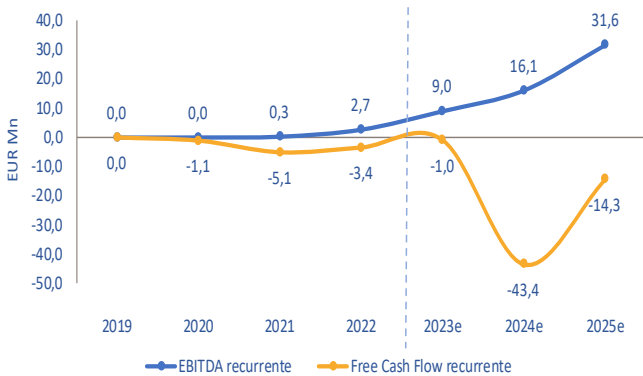
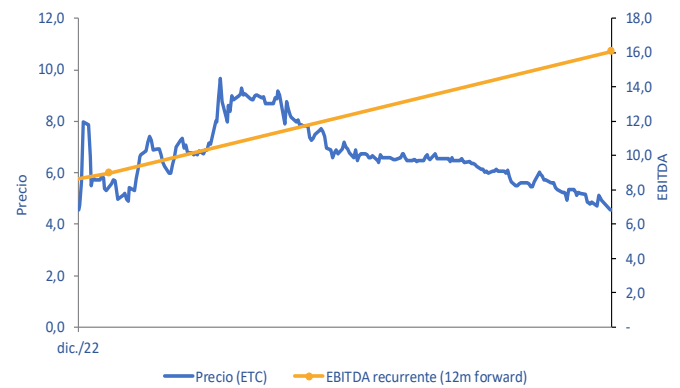
- **Saldos y transacciones con partes vinculadas.** A cierre de 2022, ETC mantiene con sociedades vinculadas: (i) activos por valor de EUR 1,4Mn (EUR 0,6Mn de activos financieros como garantías asociadas a compra de energía, EUR 0,4Mn de anticipos y EUR 0,3Mn de acreedores comerciales) y (ii) deudas por valor de EUR 0,7Mn. Por otro lado, los gastos de explotación con sociedades vinculadas ascendieron a EUR 4,4Mn (vs EUR 0,7Mn en 2021), principalmente perteneciente a las operaciones con la comercializadora vinculada del Grupo. Ya que por normativa no puede ser sociedad dependiente.

Anexo 1. Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Inmovilizado inmaterial			-	-	0,1	0,3	0,7	0,8		
Inmovilizado material			1,0	5,8	11,1	29,1	91,7	121,3		
Otros activos no corrientes			0,0	0,0	8,4	8,4	8,4	8,4		
Inmovilizado financiero			0,0	0,1	0,7	0,7	0,8	0,8		
Fondo de comercio y otros intangibles			0,1	0,1	0,4	25,5	22,7	19,9		
Activo circulante			0,2	0,9	2,2	15,1	21,2	31,1		
Total activo			1,4	7,0	22,8	79,2	145,4	182,3		
Patrimonio neto			1,7	5,9	24,2	50,3	68,6	82,8		
Minoritarios			-	-	-	(0,1)	(0,1)	(0,2)		
Provisiones y otros pasivos a LP			-	-	0,0	0,0	0,0	0,0		
Otros pasivos no corrientes			-	-	-	-	-	-		
Deuda financiera neta			(0,5)	0,6	(3,8)	15,1	58,5	72,9		
Pasivo circulante			0,1	0,5	2,3	13,8	18,4	26,8		
Total pasivo			1,4	7,0	22,8	79,2	145,4	182,3		
									TACC	
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	19-22	22-25e
Total Ingresos			0,3	4,2	13,3	52,0	75,6	115,1	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
<i>Cto.Total Ingresos</i>			<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>213,7%</i>	<i>291,6%</i>	<i>45,3%</i>	<i>52,4%</i>		
Coste de ventas			(0,1)	(3,3)	(8,8)	(33,1)	(46,7)	(67,9)		
Margen Bruto			0,3	1,0	4,5	18,9	28,9	47,2	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>			<i>78,0%</i>	<i>22,5%</i>	<i>34,1%</i>	<i>36,4%</i>	<i>38,2%</i>	<i>41,0%</i>		
Gastos de personal			(0,1)	(0,3)	(1,0)	(6,5)	(8,5)	(9,1)		
Otros costes de explotación			(0,1)	(0,3)	(0,8)	(3,4)	(4,3)	(6,5)		
EBITDA recurrente			0,0	0,3	2,7	9,0	16,1	31,6	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>			<i>n.a.</i>	<i>942,1%</i>	<i>821,5%</i>	<i>233,8%</i>	<i>78,8%</i>	<i>96,5%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>			<i>8,0%</i>	<i>6,9%</i>	<i>20,3%</i>	<i>17,3%</i>	<i>21,3%</i>	<i>27,4%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.			(0,0)	-	(0,2)	-	-	-		
EBITDA			0,0	0,3	2,5	9,0	16,1	31,6	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
Depreciación y provisiones			(0,0)	(0,2)	(0,5)	(4,4)	(7,7)	(9,6)		
Gastos capitalizados			-	0,2	0,5	0,4	0,8	0,8		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)			-	-	-	-	-	-		
EBIT			(0,0)	0,3	2,5	5,0	9,2	22,8	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
<i>Cto.EBIT</i>			<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>804,8%</i>	<i>101,1%</i>	<i>83,2%</i>	<i>148,2%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>			<i>n.a.</i>	<i>6,5%</i>	<i>18,8%</i>	<i>9,6%</i>	<i>12,2%</i>	<i>19,8%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros			-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto			(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,9)	(3,1)	(5,1)		
Resultados por puesta en equivalencia			-	-	0,1	0,1	0,1	0,1		
Beneficio ordinario			(0,0)	0,2	2,5	4,2	6,2	17,8	<i>n.a.</i>	<i>92,6%</i>
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>			<i>n.a.</i>	<i>709,2%</i>	<i>955,0%</i>	<i>67,9%</i>	<i>47,8%</i>	<i>188,0%</i>		
Extraordinarios			-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos			(0,0)	0,2	2,5	4,2	6,2	17,8	<i>n.a.</i>	<i>92,6%</i>
Impuestos			(0,0)	(0,0)	(0,3)	(0,8)	(1,2)	(3,6)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>			<i>n.a.</i>	<i>10,6%</i>	<i>10,7%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>		
Minoritarios			-	-	-	0,1	0,1	0,1		
Actividades discontinuadas			-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto			(0,0)	0,2	2,2	3,4	5,0	14,3	<i>n.a.</i>	<i>85,9%</i>
<i>Cto.Beneficio neto</i>			<i>n.a.</i>	<i>544,8%</i>	<i>954,3%</i>	<i>53,0%</i>	<i>46,9%</i>	<i>185,7%</i>		
Beneficio ordinario neto			(0,0)	0,2	2,4	3,4	5,0	14,3	<i>n.a.</i>	<i>80,8%</i>
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>			<i>n.a.</i>	<i>649,8%</i>	<i>n.a.</i>	<i>40,8%</i>	<i>46,9%</i>	<i>185,7%</i>		
									TACC	
Cash Flow (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	19-22	22-25e
EBITDA recurrente						9,0	16,1	31,6	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						(1,4)	(1,5)	(1,6)		
Cash Flow operativo recurrente						7,6	14,6	30,0	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
CAPEX						(6,9)	(53,8)	(35,7)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,9)	(3,1)	(5,1)		
Impuestos						(0,8)	(1,2)	(3,6)		
Free Cash Flow Recurrente						(1,0)	(43,4)	(14,3)	<i>n.a.</i>	<i>-61,5%</i>
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						(40,6)	(13,3)	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						(41,5)	(56,7)	(14,3)	<i>n.a.</i>	<i>-4,5%</i>
Ampliaciones de capital						22,7	13,3	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						18,9	43,4	14,3		

Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
								19-22	22-25e
EBITDA recurrente			0,3	2,7	9,0	16,1	31,6	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>			942,1%	821,5%	233,8%	78,8%	96,5%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>			6,9%	20,3%	17,3%	21,3%	27,4%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)			-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante			(0,3)	0,5	(1,4)	(1,5)	(1,6)		
= Cash Flow operativo recurrente			(0,0)	3,2	7,6	14,6	30,0	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>			77,1%	<i>n.a.</i>	140,9%	91,4%	105,3%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>			<i>n.a.</i>	23,9%	14,7%	19,4%	26,1%		
- CAPEX			(5,0)	(6,5)	(6,9)	(53,8)	(35,7)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow			(0,0)	(0,1)	(0,9)	(3,1)	(5,1)		
- Impuestos			(0,0)	-	(0,8)	(1,2)	(3,6)		
= Free Cash Flow recurrente			(5,1)	(3,4)	(1,0)	(43,4)	(14,3)	<i>n.a.</i>	-61,5%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>			-371,8%	32,7%	72,0%	<i>n.a.</i>	67,0%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>			<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		
- Gastos de reestructuración y otros			-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones			(0,3)	(9,2)	(40,6)	(13,3)	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow			-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow			(5,4)	(12,6)	(41,5)	(56,7)	(14,3)	<i>n.a.</i>	-4,5%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>			-415,3%	-134,4%	-230,5%	-36,4%	74,7%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>			<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>			<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Free Cash Flow recurrente (Año -1)			(1,1)	(5,1)	(3,4)	(1,0)	(43,4)		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos			0,3	0,6	7,9	4,1	8,4		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos			(0,0)	1,8	(1,6)	3,0	7,1		
= Variación EBITDA recurrente			0,3	2,4	6,3	7,1	15,5		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)			-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante			(0,2)	0,8	(1,8)	(0,1)	(0,1)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente			0,0	3,2	4,5	7,0	15,4		
+/- Variación del CAPEX			(4,0)	(1,5)	(0,4)	(46,9)	18,1		
+/- Variación del resultado financiero neto			(0,0)	(0,1)	(0,8)	(2,2)	(2,0)		
+/- Variación de impuestos			(0,0)	0,0	(0,8)	(0,4)	(2,3)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente			(4,0)	1,7	2,4	(42,5)	29,1		
Free Cash Flow Recurrente			(5,1)	(3,4)	(1,0)	(43,4)	(14,3)		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
EBIT			0,3	2,5	5,0	9,2	22,8	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
<i>* Tasa fiscal teórica</i>			10,6%	10,7%	20,0%	20,0%	20,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)			(0,0)	(0,3)	(1,0)	(1,8)	(4,6)		
EBITDA recurrente			0,3	2,7	9,0	16,1	31,6	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)			-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante			(0,3)	0,5	(1,4)	(1,5)	(1,6)		
= Cash Flow operativo recurrente			(0,0)	3,2	7,6	14,6	30,0	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
- CAPEX			(5,0)	(6,5)	(6,9)	(53,8)	(35,7)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)			(0,0)	(0,3)	(1,0)	(1,8)	(4,6)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente			(5,0)	(3,6)	(0,2)	(41,0)	(10,2)	<i>n.a.</i>	-42,4%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>			-377,6%	29,4%	93,5%	<i>n.a.</i>	75,0%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>			<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		
- Adquisiciones / + Desinversiones			(0,3)	(9,2)	(40,6)	(13,3)	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow			-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"			(5,3)	(12,7)	(40,8)	(54,2)	(10,2)	<i>n.a.</i>	7,0%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>			-422,0%	-138,2%	-220,8%	-32,8%	81,1%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>			<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>			<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		

Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2022 - 2025e)

Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente

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

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

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	122,1	
+ Minoritarios	0,1	Rdos. 6m 2023
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,1	Rdos. 6m 2023
+ Deuda financiera neta	18,1	Rdos. 6m 2023
- Inmovilizado financiero	(1,5)	Rdos. 6m 2023
+/- Otros	13,3	Ver nota
Enterprise Value (EV)	155,1	

Nota: A fecha de este informe el valor de la ampliación de capital por importe de EUR 13,3Mn se ha incluido como Otros en el cálculo del EV. Por lo que los múltiplos sobre EV en este informe (EV/Ventas; EV/EBITDA...) reflejan el efecto dicha ampliación. Aunque, a día de hoy, el capital final que se logre en la ampliación (hemos asumido que se obtiene el 100%) no se conoce. Y, por tanto, el número de acciones y el número de acciones ajustado no recogen las acciones a emitir en la futura ampliación de capital.

Anexo 4. Principales comparables 2023e

		Comparables EE. UU				Comparables España				
EUR Mn		Ameresco	Sunnova	Sunrun	Sunpower	Average	Greening Energy	Holaluz	Average	ETC
Datos Mercado	Ticker (Factset)	AMRC-US	NOVA-US	RUN-US	SPWR-US		GGR-ES	HLZ-ES		ETC-ES
	País	United States	United States	United States	United States		Spain	Spain		Spain
	Market cap	1.264,7	1.046,7	1.955,9	670,0		157,2	71,4		122,1
	Enterprise value (EV)	2.352,3	8.018,4	12.088,0	894,5		170,6	98,3		155,1
Información financiera básica	Total Ingresos	1.452,7	723,1	2.211,3	1.651,6		97,2	554,9		52,0
	Cto.Total Ingresos	-16,1%	36,6%	0,4%	0,0%	5,2%	121,8%	-39,7%	41,1%	291,6%
	2y TACC (2023e - 2025e)	15,3%	30,9%	11,3%	5,6%	15,8%	54,0%	-6,8%	23,6%	48,8%
	EBITDA	198,7	211,0	(227,8)	7,3		10,0	(10,9)		9,0
	Cto. EBITDA	11,7%	439,5%	-18,3%	-77,6%	88,8%	255,3%	n.a.	255,3%	262,8%
	2y TACC (2023e - 2025e)	29,6%	48,1%	68,3%	n.a.	48,6%	71,7%	91,3%	81,5%	87,4%
	EBITDA/Ingresos	13,7%	29,2%	n.a.	0,4%	14,4%	10,3%	n.a.	10,3%	17,3%
	EBIT	128,4	(103,1)	(765,6)	(79,2)		5,8	(17,8)		5,0
	Cto. EBIT	1,7%	-9,6%	-21,8%	n.a.	-9,9%	113,3%	-220,5%	-53,6%	101,1%
	2y TACC (2023e - 2025e)	41,2%	63,2%	13,2%	53,7%	42,8%	49,3%	58,3%	53,8%	n.a.
	EBIT/Ingresos	8,8%	n.a.	n.a.	n.a.	8,8%	6,0%	n.a.	6,0%	9,6%
	Beneficio Neto	85,3	(227,7)	(251,5)	(75,8)		3,6	(15,7)		3,4
	Cto. Beneficio Neto	-5,2%	-48,4%	-252,9%	-178,0%	-121,1%	63,0%	-207,0%	-72,0%	53,0%
	2y TACC (2023e - 2025e)	41,3%	34,1%	55,5%	52,6%	45,9%	15,4%	50,1%	32,8%	n.a.
	CAPEX/Ventas	11,4%	248,6%	107,7%	2,9%	92,7%	52,4%	1,3%	26,8%	13,2%
Free Cash Flow	191,8	(1.547,9)	(3.141,9)	(126,5)		(2,7)	(5,0)		(41,5)	
Deuda financiera Neta	847,8	6.508,1	9.063,2	59,6		32,6	56,4		15,1	
DN/EBITDA (x)	4,3	30,9	n.a.	8,2	14,4	3,3	n.a.	3,3	1,7	
Pay-out	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	14,6	n.a.	n.a.	n.a.	14,6	43,1	n.a.	43,1	33,7
	P/BV (x)	1,5	0,6	0,3	1,6	1,0	n.a.	n.a.	n.a.	2,4
	EV/Ingresos (x)	1,6	11,1	5,5	0,5	4,7	1,8	0,2	1,0	3,0
	EV/EBITDA (x)	11,8	38,0	n.a.	n.a.	24,9	17,0	n.a.	17,0	17,2
	EV/EBIT (x)	18,3	n.a.	n.a.	n.a.	18,3	29,4	n.a.	29,4	30,9
	ROE	10,1	n.a.	n.a.	n.a.	10,1	n.a.	n.a.	n.a.	9,1
	FCF Yield (%)	15,2	n.a.	n.a.	n.a.	15,2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	DPA	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dvd Yield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	

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

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

LIGHTHOUSE

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

Alfredo Echevarría Otegui
Head of research
alfredo.echevarria@lighthouse-ieaf.com

Luis Esteban Arribas, CESGA
Equity research
luis.esteban@lighthouse-ieaf.com

Enrique Andrés Abad, CFA
Equity research
enrique.andres@lighthouse-ieaf.com

Jesús López Gómez, CESGA
ESG Analyst & Data analytics
jesus.lopez@lighthouse-ieaf.com

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

INFORMACIÓN LEGAL IMPORTANTE SOBRE ESTE INFORME

LIGHTHOUSE

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

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

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

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

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

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

DISCLAIMER

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

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

Normas de confidencialidad y conflictos de interés

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

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

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

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

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

Todos los derechos reservados. Queda prohibido su uso o distribución no autorizados. Este documento ha sido elaborado y distribuido, según lo establecido en la MiFID II, por IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Su actividad empresarial está regulada por la CNMV. La información y las opiniones expresadas en este documento no constituyen ni pretenden constituir una oferta o la solicitud de una oferta para la compra o la venta de los valores referidos (es decir, los valores mencionados en el presente y los warrants, opciones, derechos o intereses relacionados con estos). La información y las opiniones contenidas en este documento están basadas en informaciones de carácter público y en fuentes consideradas fiables por IEAF Servicios de Análisis S.L.U., pero no se ofrece ninguna garantía en cuanto a su precisión o integridad. Todos los comentarios y las estimaciones facilitadas reflejan únicamente la

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

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

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

Histórico de notas e informes

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
02-Nov-2023	n.a.	4,55	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	Enrique Andres Abad

