

Trabajo Fin de Grado

Valoración de una empresa multinacional: SOLARIA ENERGIA Y MEDIO AMBIENTE

Autor/es

José Martín Palacín Martín

Director/es

José Antonio Laínez Gadea

Facultad de Economía y Empresa

2026

Autor: José Martín Palacín Martín

Director: José Antonio Láinez Gadea

Título: Valoración de una empresa multinacional: SOLARIA ENERGIA Y MEDIO AMBIENTE

Title: Valuation of a multinational company: SOLARIA ENERGIA Y MEDIO AMBIENTE

Titulación: Programa conjunto Derecho-ADE

Resumen:

Este Trabajo valora Solaria Energía y Medio Ambiente, S.A., cotizada del IBEX 35 especializada en generación fotovoltaica, mediante tres métodos complementarios: patrimonio neto ajustado, descuento de flujos de caja y múltiplos de mercado. A partir de los estados financieros 2021-2024 se proyectan los ejercicios 2025-2029 bajo tres escenarios (optimista, neutro y pesimista), descontando los flujos a una WACC del 6,01% % y con una tasa de crecimiento a largo plazo del 2 %. El patrimonio neto ajustado sitúa el valor en torno a 15,4 €/acción, mientras que el descuento de flujos de caja ofrece un rango de 20,14–21,92 €/acción con valor central de 21,03 €/acción. En conjunto, los resultados apuntan a un valor razonable con un potencial alcista limitado a los precios actuales, aunque con atractivo para inversores de largo plazo.

Summary:

This Paper assesses Solaria Energía y Medio Ambiente, S.A., a listed IBEX 35 company specializing in photovoltaic generation, using three complementary methods: adjusted equity, cash flow discounting and market multiples. Based on the 2021-2024 financial statements, the 2025-2029 financial years are projected under three scenarios (optimistic, neutral and pessimistic), discounting flows at

a WACC of 6.01 % and with a long-term growth rate of 2%. Adjusted equity puts the value at around €15.4/share, while the cash flow discount offers a range of €20.14–€21.92/share with a core value of €21.03/share. Overall, the results point to a fair value with upside potential limited to current prices, although attractive to long-term investors.

ÍNDICE

1. Presentación, objeto y alcance del TFG	7
2. Análisis de la Empresa “SOLARIA ENERGIA Y MEDIO AMBIENTE”	8
3. Métodos de valoración de empresas. Marco conceptual.	11
3.1. Aspectos conceptuales claves y determinantes de la valoración.....	11
3.2. Principales modelos de valoración. Clasificación	13
3.2.1. Modelos estáticos	13
3.2.2. Modelos dinámicos.....	14
3.2.3. Modelos mixtos.....	14
3.2.4. Métodos a aplicar en la valoración de la Empresa “SOLARIA ENERGIA Y MEDIO AMBIENTE”	15
4. Método del patrimonio ajustado o de valores contables.....	15
4.1. Objetivos y metodología	15
4.2. Considerar posible valor de la marca y cartera de productos.....	15
4.3. Considerar, en su caso, innovación y desarrollo	16
4.4. Considerar, en su caso, capital humano e intelectual	16
4.5. Considerar, en su caso, otros posibles activos y pasivos	16
4.6. Valoración del Patrimonio Neto Ajustado de la Empresa “SOLARIA ENERGIA Y MEDIO AMBIENTE”	17
5. Método de descuento de flujos	18
5.1. Objetivos y metodología	18
5.2. Horizonte temporal (5 años)	18
5.3. Proyecciones financieras y establecimiento de escenarios.....	19
5.3.1. Escenario optimista	20

5.3.2. Escenario neutro	22
5.3.3. Escenario pesimista	22
5.4. Estimación de las tasas de descuento	23
5.5. Valor terminal o residual	25
5.6. Valor de la empresa (enterprise value)	26
5.6.1. Escenario optimista	26
5.6.2. Escenario neutro	26
5.6.3. Escenario pesimista	27
5.7. Valor del patrimonio o de las acciones de la empresa (equity value)	27
5.7.1. Escenario optimista	28
5.7.2. Escenario neutro	28
5.7.3. Escenario pesimista	28
6. Método de valoración por múltiplos	28
6.1. Objetivos y metodología	28
6.2. Análisis y selección de empresas comparables	29
6.3. Selección de los múltiplos a aplicar.....	30
6.4. Aplicación de los múltiplos a la empresa y rango de valoración obtenido.....	31
7. Conclusiones	31
BIBLIOGRAFÍA	33
ANEXO 1. Previsiones financieras, a partir de Cuentas Anuales	33
ANEXO 1.1. Escenario optimista.....	37
ANEXO 1.2. Escenario neutro	38

ANEXO 1.3. Escenario pesimista.....	38
ANEXO 2. Cuentas anuales y, en su caso, ratios históricos.....	39
ÍNDICE DE GRÁFICOS	

1. Presentación, objeto y alcance del TFG

El presente Trabajo tiene como objetivo principal la valoración Solaria Energía y Medio Ambiente S.A. (en adelante, Solaria), componente del principal índice español (IBEX 35) y top diez empresas ibéricas del sector energético según capitalización bursátil (*Cotización Petróleo | BME Exchange, s. f.*), mediante tres métodos diferentes con objetivo de determinar el precio de la acción y exponer conclusiones.

Desde el comienzo de su andadura en el año 2002, Solaria ha experimentado una profunda transformación estratégica, pasando actualmente a cubrir toda la cadena de valor de la producción de energía.

El contexto económico de bonanza para el mercado continuo español, con el IBEX 35 acercándose a máximos históricos al rozar los 15.700 puntos, y el foco largoplacista de sustitución de combustibles fósiles por energías renovables del Objetivo de Desarrollo Sostenible 7 de la Agenda 2030 («Resolución Aprobada Por la Asamblea General el 25 de Septiembre de 2015. Transformar Nuestro Mundo: La Agenda 2030 Para el Desarrollo Sostenible», 2015) para el Desarrollo Sostenible, adoptada por las Naciones Unidas en 2015 (Tras la revisión en 2023 de los objetivos fijados por la Directiva (UE) 2018/2001 del 32 %, al 42,5%-45% de la cuota de energía procedente de fuentes renovables en el *consumo final bruto de energía* de la Unión Europea para 2030) colocan a la empresa en un sector en plena expansión. (La Energía Renovable | Fichas Temáticas Sobre La Unión Europea | Parlamento Europeo, 2025).

El motivo de la línea de trabajo es el reto personal que supone el desarrollo de un análisis y valoración de una cotizada respaldado por el análisis fundamental, buscando la inspiración en las filosofías de inversión valor de grandes gestoras y profesionales.

El estudio se centra exclusivamente en la valoración de Solaria como entidad independiente, sin considerar sinergias potenciales derivadas de procesos de integración o adquisiciones por parte de otras compañías del sector. El horizonte temporal de proyección comprende el periodo 2025–2029, basándose en la información financiera más reciente publicada por la empresa y en estimaciones razonables de evolución del negocio.

Las fuentes utilizadas son fundamentalmente públicas y oficiales, entre las que destacan: Las cuentas anuales (en adelante, CCAA) y presentaciones financieras de Solaria, informes de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante, CNMV), Informes de organismos sectoriales, e informes de mercado elaborados por entidades de inversión.

2. Análisis de la Empresa “SOLARIA ENERGIA Y MEDIO AMBIENTE”

Solaria se ha consolidado como una de las compañías líderes en el sector de las energías renovables en España.

El modelo de negocio abarca el desarrollo y administración de energía eléctrica de origen solar, la operación y mantenimiento de sus propias plantas, así como el diseño e implantación de parques solares.

En los últimos años, la empresa ha mostrado un notable crecimiento en términos de capacidad instalada sustentado por los megavatios (en adelante, MW) operativos a fecha de 2024 y los 1530 MW que se encuentran en construcción, gracias a una estrategia de expansión fruto de la diversificación tecnológica y geográfica (Bankinter, 2025).

Tras el “injusto” mes de agosto a nivel de valor bursátil, ha reforzado su posición en el mercado español y europeo gracias a la puesta en marcha de nuevos proyectos, la optimización de su estructura de costes con un crecimiento acumulado de los gastos financieros de los años 2019-2023 del 25,27%, ha conseguido reducir el estrés crediticio en un 80% para el año 2024 (Estratégica,

2025) y la obtención de autorizaciones administrativas clave. Entre los hitos recientes más relevantes destaca la Declaración de Impacto Ambiental (en adelante, DIA) obtenida el 2 de octubre de 2025, para la instalación de un sistema de almacenamiento a través de baterías con una capacidad de 780 (MWh) en el complejo solar de Garoña, y consolidando su presencia dentro del mercado fotovoltaico nacional («A LA COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES SOLARIA ENERGÍA y MEDIO AMBIENTE, S.A.», 2025). Este avance actuó como catalizador en el “rally” (Bolsamanía, 2025) bursátil de la acción y permitió a la cotizada continuar con su plan estratégico de hibridar y digitalizar sus plantas solares, como recordó Arturo Díaz-Tejeiro, CEO de la compañía (elEconomista.es, 2025).

Solaria orienta su crecimiento sobre dos ejes estratégicos: el almacenamiento energético mediante baterías y su entrada en el mercado de los centros de datos. El primero permite optimizar la gestión de la energía generada, reduciendo la dependencia de la irradiación solar, por tanto el factor de capacidad de las instalaciones solares, y mejorando la estabilidad del suministro, que como recuerda *Macquarie Asset Management*, es uno de los mayores factores de riesgo de las renovables (Macquarie Asset Management, 2024). El segundo posiciona a la compañía como proveedora de energía verde para un sector en auge, impulsado por la expansión de la inteligencia artificial (en adelante, IA) y las criptomonedas, que requiere un abastecimiento continuo y sostenible de electricidad.

Desde una perspectiva macroeconómica, el rendimiento futuro de Solaria pende de factores exógenos que inciden directamente en la rentabilidad del sector. La evolución del precio de la energía constituye una variable clave, especialmente en los proyectos que no están cubiertos por contratos (Cuatrecasas, 2020) de suministro de energía a largo plazo (o Power Purchase Agreement, en adelante, PPAs). Asimismo, el marco regulatorio nacional, que incluye el debate sobre la

retribución de las redes eléctricas y los mecanismos de apoyo a las renovables, puede influir en la estabilidad de los ingresos. A esto se suma el entorno de tipos de interés, que afecta al coste de financiación de los proyectos y, por tanto, a la valoración global de la empresa. De este modo pasa a ser crucial mantener una estructura financiera eficiente y diversificar las fuentes de financiación para sostener su crecimiento (Bankinter, 2025).

A nivel microeconómico, el sector fotovoltaico español se encuentra en una fase de expansión sostenida, impulsada por las políticas de transición energética y por la creciente conciencia social sobre la sostenibilidad. El producto principal de Solaria, la energía solar fotovoltaica, se caracteriza por su bajo coste marginal una vez instalada la planta (Struyven, Dinsmore, Sutherland, Dart, et al., 2025), y su capacidad para contribuir a la descarbonización del sistema eléctrico.

El entorno competitivo del sector se caracteriza por la coexistencia de grandes empresas de servicios públicos (*utilities*), como Iberdrola, Endesa, Acciona o Naturgy, y desarrolladores independientes, entre los que Solaria ocupa una posición destacada. Su principal ventaja competitiva reside en la agilidad operativa y la eficiencia técnica en la ejecución de proyectos. No obstante, la saturación de determinados nudos de conexión (Strategic Energy, 2025) y la limitación de capacidad en la red eléctrica dada la falta de adaptación de la infraestructura existente, constituyen amenazas que podrían ralentizar su ritmo de crecimiento.

En el ámbito internacional, Solaria ha iniciado una diversificación geográfica mediante su expansión hacia mercados europeos con marcos regulatorios estables y alta irradiación solar, como Portugal e Italia. Esta estrategia contribuye a mitigar el riesgo regulatorio nacional y a aprovechar las oportunidades derivadas del Pacto Verde Europeo, que incentiva la inversión en infraestructuras energéticas sostenibles. Al mismo tiempo, esta diversificación

refuerza la resiliencia de la compañía frente a posibles fluctuaciones de precios o cambios normativos en el mercado español.

En resumen, Solaria se encuentra en una posición sólida dentro del sector de las energías renovables, respaldada por un modelo de negocio escalable y por un contexto de creciente demanda de electricidad verde. No obstante, persisten ciertos desafíos estructurales:

- El nivel de apalancamiento financiero ,
- y la dependencia del marco regulatorio.

El éxito de la compañía dependerá, en última instancia, de su capacidad para convertirse en un actor relevante en el almacenamiento energético y en el suministro eléctrico a centros de datos, áreas con un elevado potencial de rentabilidad, pero también con crecientes exigencias en materia de sostenibilidad y eficiencia operativa.

3. Métodos de valoración de empresas. Marco conceptual.

3.1. Aspectos conceptuales claves y determinantes de la valoración

La valoración de empresas constituye un proceso analítico destinado a estimar el valor económico de las compañías en un momento determinado, y su finalidad puede variar según el contexto: operaciones de compraventa, fusiones y adquisiciones, salidas a bolsa (OPV), reestructuraciones financieras o litigios, entre otros.

Antes de comenzar con la puesta en práctica de los métodos de valoración para Solaria, vamos a definir algunos conceptos cruciales, como las diversas acepciones del concepto de valor, los principales factores que condicionan las valoraciones, así como alguno de los principios básicos en los que se sustentan los métodos que se van a emplear, y otros conceptos llevan aparejados.

En el presente trabajo se emplearán principalmente tres definiciones de valor de una empresa. En primer lugar, el valor contable (del inglés, *book value*), entendido como la diferencia entre el total de activos y el total de pasivos de la compañía, utilizando las cifras más recientes de los estados financieros, en particular del balance de situación (Fidelity International, 2024). En segundo lugar, el valor de mercado, o capitalización bursátil (del inglés, *market capitalization*), definido como el producto del número de acciones en circulación y el precio por acción fijado en el mercado secundario. Por último, el valor intrínseco (del inglés, *intrinsic value*), que Kaplan Schweser Notes (2025) describe como “el valor racional que los inversores asignarían al activo si tuvieran pleno conocimiento de sus características”.

Entre principales factores que condicionan la valoración destacan:

- Rentabilidad esperada y crecimiento sostenible, relacionados con la capacidad para generar márgenes empresariales a largo plazo, las expectativas de crecimiento de la empresa y la reinversión de beneficios.
- Coste de capital o WACC (del inglés *Weighted Average Cost of Capital*), como la tasa mínima de rendimiento que exigen los inversores y acreedores para aportar fondos a la empresa y, desde la perspectiva de la compañía, refleja el coste medio que debe asumir para acceder a dichos recursos.
- Riesgo, sigue la definición de la teoría moderna de carteras, se entiende como la variabilidad de los rendimientos que puede experimentar un activo o una cartera a lo largo del tiempo, es decir, la incertidumbre asociada al rendimiento futuro, que suele medirse mediante la varianza o la desviación típica. (Leardi, 2020)
- Estructura financiera, que incide directamente en el apalancamiento y en la distribución de valor entre deuda y capital propio.

- Activos intangibles, como la marca, el capital humano, la innovación o la fidelización del cliente, que pueden generar ventajas competitivas duraderas y no siempre se reflejan en la contabilidad.

Respecto a algunos principios básicos y conceptos fundamentales, conviene recordar que el valor no es único ni universal, sino que depende del método de valoración empleado y de la perspectiva adoptada por el analista. En este contexto, a partir del valor intrínseco o del valor de mercado estimado se distinguen dos magnitudes clave: el Valor de la empresa (en inglés, *Enterprise Value*; en adelante, EV), que representa el valor total de la empresa, incluyendo el capital propio y la deuda financiera neta, y el Valor del patrimonio (en inglés, *Equity Value*; en adelante EqV) que recoge exclusivamente el valor atribuible a los accionistas una vez descontada la deuda neta.

3.2. Principales modelos de valoración. Clasificación

Los métodos de valoración pueden agruparse en tres grandes categorías: modelos estáticos, dinámicos y mixtos, cada uno con su propio enfoque y ámbito de aplicación.

3.2.1. Modelos estáticos

Estas valoraciones se basan en la información contable disponible en un momento determinado, cuya ventaja principal es la simplicidad, sin embargo, no incluyen factores relevantes en la valoración de una compañía como “la posible evolución futura de la empresa, el valor temporal del dinero u otros riesgos...que no se vean reflejados en los estados contables” (Fernández, P. 2008).

Entre ellos destacan, el Patrimonio Neto Ajustado (en adelante, PNA), que toma como base el patrimonio neto de la empresa y lo corrige en base a valoraciones realistas de los activos y pasivos, y el valor liquidativo, que estima el importe

neto que se obtendría si la empresa cesara su actividad, vendiera sus activos y cancelara la totalidad de sus deudas.

3.2.2. Modelos dinámicos

Los modelos dinámicos integran la dimensión temporal al considerar los flujos de dinero futuros y descontarlos a una tasa que refleje el riesgo y el coste de capital.

La principal ventaja de estos métodos radica en la consideración de las expectativas de rentabilidad y riesgo, y pese a requerir supuestos sólidos y un elevado grado de precisión en las proyecciones, son los más empleados en la industria financiera para la valoración de activos.

Aquí destaca el popular Descuento de Flujos de Caja (en inglés *Discounted Cash Flow*; en adelante, DCF), que consiste en determinar el valor intrínseco de una compañía, sustentado por el valor presente de los flujos de caja esperados de una compañía, usando una tasa de descuento (Buffett, 1994).

3.2.3. Modelos mixtos

Los modelos mixtos combinan métricas contables y de mercado para realizar una valoración. Se trata de métodos cuyo objetivo es la determinación del valor de la empresa a través de la estimación del valor conjunto de su patrimonio más una plusvalía resultante del valor de sus beneficios futuros: comienzan con la valoración de los activos de la empresa y luego le suman una cantidad relacionada con los beneficios futuros (Fernández, P. 2008).

Debido a su sencillez se usan como herramientas de valoración cruzada, frente métodos más sofisticados.

3.2.4. Métodos a aplicar en la valoración de la Empresa “SOLARIA ENERGIA Y MEDIO AMBIENTE”

Para la valoración de Solaria, se han aplicado tres metodologías complementarias con el fin de obtener un rango de valoración coherente y contrastado: PNA, DCF y valoración por comparables.

4. Método del patrimonio ajustado o de valores contables

4.1. Objetivos y metodología

El objetivo de este método es estimar el valor de Solaria a partir del valor económico de sus activos y pasivos, ajustando las cifras contables a valores de mercado.

Se parte del último balance disponible, corrigiendo las partidas del activo y pasivo según su valor mercado o de reposición. De esta forma, se obtiene el Patrimonio Neto Ajustado (PNA), que refleja una medida más realista del valor de los recursos propios o de los intangibles de la empresa (Laínez Gadea, s. f.).

4.2. Considerar posible valor de la marca y cartera de productos

A fecha de cierre del ejercicio 2024, el balance consolidado de Solaria recoge 76.000 euros en la partida “Patentes, licencias, marcas y similares”. De acuerdo con la normativa contable aplicable, los activos intangibles generados internamente, no se reconocen en los estados financieros, por lo que este importe no resulta representativo del valor económico y de mercado asociado a la plataforma de negocio de la compañía.

En este contexto, y a efectos del método de patrimonio neto ajustado, se considera que la partida infravalora los intangibles vinculados a la marca corporativa y a la cartera de proyectos en desarrollo (en inglés, *pipeline*; en adelante, *pipeline*). Como soporte de esta conclusión, pueden destacarse los siguientes elementos:

- Solaria opera plantas en España, Italia, Uruguay, Grecia y Brasil, lo que confiere a la marca una presencia internacional consolidada.
- Dispone de un *pipeline* superior a 3 GW, con proyectos ya financiados y en fase de construcción, que constituye un activo comercial relevante y una fuente potencial de creación de valor futura (Solaria Energía y Medio Ambiente, S.A., 2025).

No obstante, ante la ausencia de transacciones comparables o métricas de mercado que permitan estimar de forma objetiva el valor de estos intangibles, el presente trabajo se limita a poner de manifiesto la infravaloración de la partida, sin efectuar un ajuste cuantitativo específico, lo cual se recoge como una limitación del método de patrimonio neto ajustado.

4.3. Considerar, en su caso, innovación y desarrollo

Tras la revisión del resto del inmovilizado intangible, se constata que el Grupo no ha activado gastos de I+D+i en 2023 ni en 2024, de acuerdo con la nota correspondiente de las cuentas anuales consolidadas (Solaria Energía y Medio Ambiente, S.A., 2025). Las únicas partidas vinculadas a este epígrafe son *software* y las licencias informáticas, de importe reducido. En ausencia de información desagregada que permita estimar un valor de mercado para los activos ligados a la innovación, no se practica ningún ajuste positivo por I+D+i en el método del patrimonio neto ajustado.

4.4. Considerar, en su caso, capital humano e intelectual

Las cuentas anuales reflejan un incremento de los gastos de personal asociado a la expansión del negocio y al mayor número de plantas en operación, lo que pone de manifiesto la relevancia del equipo humano en la actividad de la compañía. No obstante, desde una perspectiva contable y de valoración patrimonial, no existe información suficiente para estimar una plusvalía

atribuible exclusivamente al capital humano. En consecuencia, y siguiendo un criterio de prudencia, no se reconoce ningún ajuste en este epígrafe.

4.5. Considerar, en su caso, otros posibles activos y pasivos

Finalmente, se han revisado otras partidas del balance susceptibles de modificación en su valor. En primer lugar, se analiza el activo no corriente mantenido para la venta, la fábrica de Puertollano, cuyo valor neto contable asciende a 28.944 miles de euros. Aunque el activo se encuentra en proceso de negociación, no se dispone de tasaciones externas ni de ofertas vinculantes que permitan justificar una revalorización objetiva. Así, siguiendo un criterio de prudencia, se mantiene su valor contable.

La partida “Derechos de superficie” presenta igualmente un tratamiento conservador, sin que se hayan identificado elementos que sustenten un ajuste adicional.

Se revisan del mismo modo los deudores comerciales, las inversiones financieras, las periodificaciones y los activos fiscales, sin detectarse potenciales modificaciones.

4.6. Valoración del Patrimonio Neto Ajustado de la Empresa “SOLARIA ENERGIA Y MEDIO AMBIENTE”

Tras la revisión detallada de los principales epígrafes del balance, no se han identificado elementos con evidencia suficiente, como tasaciones externas, transacciones comparables o información desagregada, que justifiquen ajustes cuantitativos sobre los valores contables de Solaria.

Aunque el análisis pone de manifiesto posibles fuentes de infravaloración relacionadas con la marca, el *pipeline* de proyectos, la innovación y el capital humano, la ausencia de métricas objetivas aconseja mantener un criterio de máxima prudencia. Por todo ello, el Patrimonio Neto Ajustado se equipara al patrimonio neto contable, recogiendo expresamente las limitaciones del

método para capturar el valor económico total de la compañía y utilizando este resultado únicamente como referencia inicial dentro del proceso de valoración.

5. Método de descuento de flujos

5.1. Objetivos y metodología

El DCF permite estimar el valor intrínseco de una compañía como el valor presente de sus flujos de caja futuros (Damodaran, 2025). Conocer este valor intrínseco es clave para el inversor orientado a la rentabilidad: siguiendo la filosofía del fondo español Azvalor, se trata de “analizar compañías de gran calidad [...] cuyo valor intrínseco no esté reflejado en su precio de cotización”, es decir, invertir en activos cuyo precio de mercado sea inferior a su valor real.

La valoración de Solaria se basa en la elaboración de proyecciones financieras a cinco años y en el diseño de tres escenarios (optimista, neutro y pesimista), recogidos en el Anexo 1. A partir de dichas proyecciones se estiman los flujos de caja libres de tesorería de explotación (en adelante, FLTE), las tasas de descuento (coste medio ponderado de capital, en inglés Weighted Average Cost of Capital, en adelante WACC), el valor terminal y, finalmente, el EV y el EqV en cada escenario, lo que permite obtener un rango de valoración y analizar los resultados ante cambios en los supuestos.

5.2. Horizonte temporal (5 años)

El horizonte para el modelo es de cinco años. Esta elección responde a un compromiso entre la necesidad de recoger de forma suficientemente detallada la evolución operativa de la compañía y la creciente incertidumbre asociada a estimaciones a muy largo plazo.

De este modo se permite incorporar en las proyecciones la maduración de las inversiones realizadas y el impacto en los estados financieros. A partir de ahí, se asume que la compañía converge hacia una dinámica de crecimiento estable,

que se refleja en la tasa de crecimiento (en adelante, g) a largo plazo utilizada en el cálculo del valor terminal.

5.3. Proyecciones financieras y establecimiento de escenarios

Siguiendo las directrices metodológicas de la Comisión de Valoración y Financiación de Empresas de AECA, las proyecciones se elaboran a partir de los estados financieros históricos de Solaria (2021-2024), identificando los factores operativos clave (*drivers* operativos; en adelante, *drivers*) que explican la generación de flujos de efectivo, conectándolos según : capacidad instalada en megavatios (MW) y mix de producción destinada al mercado público de energía y al de *PPAs*, precios de la energía, estructura de costes, inversión en inmovilizado a través de las inversiones en activos fijos (en inglés, *capital expenditures*, en adelante CAPEX), capital circulante y estructura de financiación.

Conforme a AECA, como analista se formula un escenario neutro, que representa la mejor estimación de los flujos “más probables”, complementándolo con uno optimista y otro pesimista que recojan la incertidumbre en torno a las principales hipótesis (crecimiento, *capex*, estructura financiera, etc.) (AECA, 2021, pp. 26-27).

Los tres escenarios se construyen manteniendo constante la metodología de cálculo de los FCLTE y del WACC, de manera que la diferencia en el valor proviene de las hipótesis sobre el comportamiento económico-financiero de Solaria (AECA, 2020).

En el Anexo 1 se presentan, para cada escenario, los siguientes cuadros de apoyo:

- Esquema de capacidad instalada y generación, por tecnología y año (En consonancia con los informes de Solaria para el horizonte temporal fijado);
- Detalle de ingresos “precio $\times$ cantidad” (PPA vs. mercado);

- Esquema de inmovilizado material y CAPEX;
- Esquema de capital circulante operativo;
- Esquema de deuda y gastos financieros;
- y, finalmente, el DCF completo con los flujos de caja libre y la obtención del valor empresarial.

5.3.1. Escenario optimista

El escenario optimista representa una trayectoria en la que Solaria ejecuta con éxito la totalidad de su plan de crecimiento, consolidando una posición favorable en el sector renovable europeo.

En concreto, se supone:

- Capacidad instalada y producción. Se asume que la compañía ejecuta el plan de expansión en MW en el rango alto de sus previsiones proporcionadas al mercado (en inglés *guidance*; en adelante *guidance*), logrando su objetivo de instalación de 9GW sin retrasos significativos. El aumento de capacidad se traduce en un crecimiento de ingresos superior al del escenario neutro, manteniendo factores de carga consistentes con estándares del sector fotovoltaico en España (En torno al 20% según Red Eléctrica, 2025).
- Precios. Se proyectan precios de venta algo superiores en los primeros años, apoyados en un entorno de demanda fuerte y en la penetración de la electrificación, y se asume que Solaria consigue cerrar PPA en condiciones ligeramente más favorables que la media del sector. Este planteamiento es coherente con la idea de que empresas con *pipelines* visibles y contratos de largo plazo pueden capturar mejores precios y reducir volatilidad (AECA, 2021; SchweserNotes™ 2025).
- La partida de otros ingresos, en vista de la descripción que se da en las CCAA, se hace depender del nuevo CAPEX en base a una ratio de

activación del inmovilizado en curso. Esta asunción aplica para los otros dos escenarios.

- Costes. COGS y gastos de personal se modelizan como porcentaje de ingresos, incrementando para el comienzo de periodo para después estabilizarse, bajo la suposición de revalorización de ese capital humano valioso durante el proceso de expansión, el impacto de las nuevas operaciones en las que se sumerge la compañía.

El gasto por depreciación y amortización se obtiene en base al promedio histórico de los años 2021 a 2024. Esta asunción aplica para los otros dos escenarios.

Proceso similar es el que se sigue para el cálculo de los gastos financieros, pero en esta ocasión, la tasa se aplica sobre la deuda existente. Esta asunción aplica para los otros dos escenarios.

- CAPEX y estructura financiera. El CAPEX total del periodo 2025-2029 es fiel al desembolso marcado por la compañía en el *Capital Markets Day* (en adelante CMD) del pasado 18 de noviembre. La ratio DFN/EBITDA se mantiene en niveles elevados pero controlados, compatible con el perfil de una *utility* en fase de crecimiento, pero con flujos relativamente sostenibles, circunstancia que, según la literatura de estructura de capital, permite sostener un mayor apalancamiento sin comprometer la capacidad de servicio de la deuda (CFA Institute, 2020; Kaplan Schweser, s. f.).
- El Capital Circulante Neto (en inglés Net Working Capital) se proyecta bajo una metodología simplificada asumiendo la constancia de las políticas de cobro y pago en los tres escenarios. Únicamente se proyectan Deudores y Acreedores Comerciales en función de los Ingresos y el coste de ventas proyectados, mientras que el resto de las partidas

del NWC se mantienen constantes. este patrón se mantuvo inalterado en el desarrollo de los escenarios optimista y pesimista.

5.3.2. Escenario neutro

El escenario neutro constituye la referencia principal de la valoración y refleja la mejor estimación de los flujos futuros, a partir de la información disponible y sin sesgos sistemáticamente optimistas o pesimistas (AECA, 2021, p. 19).

Las principales hipótesis son:

- Capacidad instalada. Se proyecta la capacidad en línea con el plan anunciado, pero incorporando un cierto grado de retraso medio en la entrada en operación de algunos proyectos, coherente con la experiencia reciente de la industria en cuanto a cuellos de botella regulatorios y de red.
- Precios. Los precios de energía se sitúan en torno a los niveles implícitos en las guías de la propia compañía.
- Costes. COGS y gastos de personal se modelizan como porcentaje de ingresos, y experimentan un ligero incremento siguiendo la tendencia de los dos últimos años, y a la luz del despliegue del plan estratégico de la compañía.
- CAPEX. Se asume Solaria no cumple dentro del plazo establecido con esa salida de caja que presenta en el CMD.

5.3.3. Escenario pesimista

El escenario pesimista recoge una combinación de riesgos que podrían materializarse en un entorno menos favorable para las renovables o para Solaria en particular.

En este caso se plantean las siguientes hipótesis:

- Capacidad y ejecución de proyectos. Se mantiene, de forma conservadora, un plan de capacidad similar al neutro, pero se introducen retrasos y menor factor de utilización efectiva, de manera que el crecimiento de producción se modera.
- Precios. Se asume un entorno de precios de electricidad menos favorable, bien por presión regulatoria, bien por mayor competencia en el mercado. Los nuevos PPA se cierran a precios algo inferiores y el componente *merchant* no permite compensar totalmente esa caída.
- Costes. COGS y gastos de personal se modelizan como porcentaje de ingresos, si bien en vista de la situación desfavorable de la compañía, y el objetivo de una estructura financiera óptima obligan a la compañía mantener un perfil estricto con el control de gastos, por lo que las partidas se proyectan a nivel estable desde las últimas cifras históricas.
- CAPEX y endeudamiento. El CAPEX total se mantiene próximo al del escenario neutro, pero con menor holgura de generación de caja. Ello implica que el ratio Deuda Financiera Neta/EBITDA se sitúa en la parte alta del rango sectorial, limitando la capacidad de Solaria para seguir aumentando deuda a futuro.

5.4. Estimación de las tasas de descuento

La valoración de la compañía se sustenta en los FLTE, de modo que, siguiendo la metodología de AECA, se ha utilizado como tasa de descuento el WACC (AECA, 2021). Siguiendo la definición de Pablo Fernández, por WACC debe entenderse la tasa única a la que deben descontarse los FCF para obtener el mismo valor que resultaría de descontar por separado los flujos para las acciones y para la deuda a sus rentabilidades exigidas respectivas; por tanto, no es un “coste” en sentido estricto, sino un promedio ponderado entre un coste (en adelante, K_d) y una rentabilidad exigida (en adelante, K_e) (Fernández, 2011).

Para Solaria, el coste de los recursos propios se ha estimado mediante el Capital Asset Pricing Model (CAPM), tal y como sugiere la literatura financiera para empresas cotizadas (AECA, 2020, 2021, SchweserNotes™ 2025). Se ha tomado como tipo libre de riesgo el rendimiento del bono alemán a 10 años, $r_f = 2,71\%$, por considerarse el activo de referencia libre de riesgo para inversores de la zona euro (Investing.com, 2025). La prima de riesgo de mercado se fija en $5,50\%$ (Kroll, 2025), y una beta apalancada utilizada es 1 (Damodaran, 2025). Con estos parámetros, el coste de los fondos propios resulta:

$$K_e = r_f + \beta \cdot \text{PRM} = 2,71\% + 1\% \cdot 5,50\% \approx 8,36\%.$$

El coste de la deuda (K_d) se ha aproximado a partir del tipo medio efectivo de los últimos ejercicios y de los spreads de crédito observados para *utilities* renovables con perfil de riesgo similar, en línea con el enfoque sugerido por AECA y por la práctica de valoración habitual (AECA, 2021). El resultado es un coste antes de impuestos de $6,36\%$ (Damodaran, 2025). Dado que los intereses son fiscalmente deducibles, se utiliza el coste después de impuestos, aplicando un tipo impositivo del 25% como regla general para las sociedades españolas obteniendo como resultado:

$$K_d(1 - T) = 6,36\% \cdot (1 - 0,25) \approx 4,77\%.$$

Los pesos de deuda y patrimonio se calculan con valores de mercado en la fecha de valoración, tal como recomiendan AECA y la literatura financiera cuando el objetivo es estimar el coste de capital como oportunidad actual y no como dato histórico (AECA, 2021; Fernández, 2011). El valor de mercado de los fondos propios asciende a $617,8$ M€, mientras que la deuda financiera neta relevante alcanza unos $1.171,8$ M€, lo que implica una estructura aproximada del $34,52\%$ de equity y $65,48\%$ de deuda.

Con todos estos elementos, el WACC utilizado en el modelo se calcula como:

$$WACC = 0,3452 \cdot 8,36\% + 0,6548 \cdot 4,77\% \approx 6,01\%.$$

5.5. Valor terminal o residual

Proyectados los FLTE, es necesario estimar el valor terminal o residual que recoja el valor de los flujos generados a partir de 2030. AECA recomienda que el horizonte explícito incluya los años en los que la empresa todavía obtiene rendimientos anormalmente altos o está inmersa en procesos de inversión relevantes, de forma que el valor residual se calcule sobre una situación ya relativamente estabilizada del negocio (AECA, 2021).

Así Solaria durante el periodo 2025-2029 recoge el grueso del programa de inversiones anunciado para los próximos años y la entrada progresiva en operación de los nuevos MW. A partir de 2030 se considera que la compañía entra en una fase de crecimiento estable.

Bajo estas asunciones, el valor terminal se ha calculado mediante la fórmula de crecimiento constante de Gordon-Shapiro, aplicando la misma WACC que en el resto del modelo y una tasa de crecimiento a perpetuidad (g) del 2 %, que se sitúa en el entorno del crecimiento nominal prudente a largo plazo de la economía europea y se encuentra dentro del rango sugerido por AECA (AECA, 2021). Operativamente, el valor terminal al final de 2029 para el EV se obtiene como:

$$TV_{2029} = \frac{FLTE_{2030} * (1 + g)}{WACC - g}$$

Por su parte, para el EqV se obtiene como:

$$TV_{2029} = \frac{FLTE_{2030} * (1 + g)}{Ke}$$

En el escenario neutro, el valor presente del terminal representa aproximadamente un 60 % del valor de empresa, porcentaje que AECA

considera habitual en valoraciones de compañías en funcionamiento cuando se ha elegido adecuadamente el horizonte explícito, evitando que explique la mayoría del precio objetivo al que se llega con la valoración (AECA, 2021; Fernández, 2011).

5.6. Valor de la empresa (*Enterprise value*)

El valor de empresa (en inglés *Enterprise Value*) de Solaria en cada escenario se obtiene sumando el valor presente de los FLTE proyectados para el periodo 2025-2029 y el valor presente del terminal, todos ellos descontados a partir de la WACC del 6,04 % (AECA, 2021; Fernández, 2011). Para llegar a ellos, no se tienen en cuenta los gastos financieros, pues se trata de calcular el valor de la empresa, con indiferencia acerca del destino de los fondos.

El rango de valoración obtenido está entre 2.500.307.366,95€ y 3.330.931.903,31 €, con un valor central de 2.776.020.961,44 €.

5.6.1. Escenario optimista

El escenario optimista es consecuencia de mayores ingresos derivados de mayor capacidad instalada junto con precios relativamente más activos, márgenes operativos sólidos y una ejecución eficiente del CAPEX. Al descontar esos FLTE y el valor terminal al WACC del 5,60 %, se obtiene un EV de aproximadamente 3.328 millones de euros. Este valor se sitúa en la parte alta del rango y refleja el potencial de Solaria si se materializa plenamente su plan estratégico con unas condiciones de mercado favorables y razonables.

5.6.2. Escenario neutro

En el escenario neutro, el mismo procedimiento de descuento conduce a un EV de aproximadamente 2.732 millones de euros. Este valor incorpora el grueso del programa de inversiones (CAPEX total cercano a 2.500 millones de euros en el periodo) y un valor terminal consistente con una fase de crecimiento estable.

Desde la perspectiva de AECA y de Fernández (2011), este EV puede interpretarse como la medida central del valor económico de Solaria.

5.6.3. Escenario pesimista

En el escenario pesimista, los FLTE resultan sensiblemente inferiores debido a un crecimiento más moderado de la capacidad, precios de energía y condiciones de PPA menos favorables y márgenes más ajustados. El EV obtenido se reduce en consecuencia hasta aproximadamente 2.275 millones de euros. Este resultado sitúa el extremo inferior del rango, pero sigue describiendo una situación de continuidad operativa, en línea con la recomendación de AECA de que los escenarios pesimistas sean severos pero verosímiles y compatibles con el uso del WACC estimado (AECA, 2021).

5.7. Valor del patrimonio o de las acciones de la empresa (*Equity value*)

El Equity Value de Solaria en cada escenario se obtiene sumando el valor presente de los FLTE proyectados para el periodo 2025-2029 y el valor presente del terminal, todos ellos descontados a partir del K_e de 8,36% (AECA, 2021; Fernández, 2011). Para el cálculo del Equity value, sí se han incluido los gastos financieros para llegar al Resultado del ejercicio.

El equity value resultante se divide entre las 124.950.900 acciones en circulación para obtener un valor teórico por acción. De esta forma se mantiene la coherencia interna de la valoración y se obtiene una medida directamente comparable con la cotización de mercado, tal como recomiendan AECA y la práctica habitual del análisis de valores del mercado continuo (AECA, 2021; SchweserNotes™ 2025).

De este modo se obtiene un rango de valoración objetivo entre 2.516.789.091,81 € y 2.739.057.755,52 €, con un valor central de 2.627.212.443,82 €.

5.7.1. Escenario optimista

En el escenario optimista el EqV de 2.739.057.755,52 € se ajusta por el número de acciones en circulación para obtener el valor teórico de la acción:

$$\text{Equity value} = \frac{2.739.057.755,52 \text{ €}}{124.950.900,00 \text{ €}} = 21,92\text{€/acc}$$

5.7.2. Escenario neutro

En el escenario neutro, el EqV de 2.627.212.443,82 € conduce a:

$$\text{Equity value} = \frac{2.627.212.443,82 \text{ €}}{124.950.900,00 \text{ €}} = 21,03\text{€/acc}$$

Este resultado constituye la mejor estimación puntual del precio razonable de Solaria bajo las hipótesis centrales de flujos y tasa de descuento.

5.7.3. Escenario pesimista

Finalmente, en el escenario pesimista el EV de 2.516.789.091,81 € genera:

$$\text{Equity value} = \frac{2.516.789.091,81 \text{ €}}{124.950.900,00 \text{ €}} = 20,14\text{€/acc}$$

Este resultado permite cuantificar el riesgo a la baja de la inversión en caso de que se materialicen las hipótesis adversas de crecimiento, precios y estructura financiera incorporadas en el escenario pesimista.

6. Método de valoración por múltiplos

6.1. Objetivos y metodología

La valoración por múltiplos tiene como objetivo estimar el valor de mercado de una empresa en función de cómo están siendo valoradas otras compañías dentro del mismo sector con estructuras de balance y de cuenta de resultados semejantes (González-Paramés, 2023).

A diferencia del descuento de flujos de caja (DCF), que se erige como método más riguroso dado el elevado nivel de detalle y de análisis, el método de múltiplos se apoya en referencias observables del mercado, ofreciendo así una valoración sencilla y rápida para aquellas ocasiones en que no se disponga de tiempo o información detallada suficiente (Icaria Capital, 2023).

La comparación se realiza a través de ratios que relacionan el precio de mercado o el valor de la empresa con magnitudes representativas de su rendimiento (beneficio, EBITDA, ventas, patrimonio, etc.).

El procedimiento general recomendado se estructura en las siguientes fases (AECA, 2013):

- Selección de las empresas comparables (en inglés, *peer group*; en adelante, *peer group*).
- Identificación de los múltiplos más adecuados al sector y al tipo de empresa analizada.
- Cálculo y depuración estadística de los múltiplos de las comparables.
- Aplicación de los múltiplos seleccionados a las magnitudes financieras de la empresa valorada para obtener un rango estimado de valor.

6.2. Análisis y selección de empresas comparables

La validez del método de múltiplos depende en gran medida de la adecuada selección del grupo de comparables, ya que cualquier diferencia sustancial entre las empresas analizadas y la valorada puede generar resultados sesgados o no representativos. En este caso, se han elegido como empresas de referencia las siguientes: Audax Renovables (ADX), Cox ABG Group, S.A. (COXG), Corporación Acciona Energías Renovables, S.A. (ANE.MC), Grenergy Renovables, S.A. (GRE.MC) y ERG SpA (ERG).

La elección de estas compañías responde a los siguientes criterios:

- Mismo sector y modelo de negocio: Todas operan en el ámbito de las energías renovables, con un peso relevante de la energía solar.
- Tamaño y posicionamiento en el mercado: Aunque existen diferencias en escala, todas mantienen una presencia relevante en Europa, con modelos de negocio centrados en la promoción, operación y mantenimiento de parques renovables.
- Similitud geográfica y regulatoria: La mayoría de las comparables desarrollan su actividad en mercados europeos bajo marcos regulatorios y políticas energéticas similares a los de España.
- Rentabilidad y crecimiento: las empresas seleccionadas presentan tasas de crecimiento del EBITDA y márgenes operativos comparables a los de Solaria, garantizando una base homogénea para el análisis.

Una selección inadecuada podría distorsionar significativamente los resultados, ya que diferencias en tamaño, apalancamiento o modelo de ingresos pueden generar múltiplos no representativos. Por tanto, la homogeneidad sectorial y operativa ha sido un criterio esencial en la elección de estas compañías.

6.3. Selección de los múltiplos a aplicar

En el caso del sector energético, caracterizado por su intensidad de capital y estabilidad operativa, el múltiplo más representativo se considera el siguiente:

- EV/EBITDA. Este múltiplo es el más utilizado y representativo, ya que relaciona el valor de la empresa con su capacidad de generar beneficios operativos. El Enterprise Value refleja el valor de los activos que producen flujos de caja, mientras que el EBITDA mide ese flujo de forma operativa, sin depender de la estructura financiera, amortizaciones o impuestos. Por ello, permite comparar empresas de manera homogénea y centrarse en su eficiencia operativa.

6.4. Aplicación de los múltiplos a la empresa y rango de valoración obtenido

Una vez seleccionadas las empresas comparables y definidos los múltiplos, se procede a aplicar dichos múltiplos a las magnitudes financieras de Solaria con el objetivo de estimar su valor implícito de mercado.

Para ello, se calculan los múltiplos EV/EBITDA del grupo de comparables, obteniéndose los valores promedio, mediana y, primer y tercer cuartil.

A partir de los resultados obtenidos, el múltiplo mediano (Uso de la mediana en vista de evitar el efecto de valores elevados) de EV/EBITDA se sitúa en torno a 8,7x. Aplicando estos múltiplos a las magnitudes de Solaria, se obtiene un valor implícito estimado de:

- Enterprise Value por múltiplo EV/EBITDA: 2.004.088.237,52 €

Este valor se encuentra por debajo del valor actual de mercado, lo que sugiere que Solaria podría estar ligeramente infravalorada en relación con sus comparables del sector.

7. Conclusiones

La valoración realizada para Solaria ofrece una referencia coherente desde los dos principales métodos de valoración: por un lado, el DCF (FLTE 2025-2029 + valor terminal, descontado a una WACC $\approx 6,04\%$) sitúa el *Enterprise Value* en un rango de 2.500–3.331 millones de euros, con un valor central de 2.776 millones; por otro, el *Equity Value* (descontado con $K_e \approx 8,36\%$ e incorporando gastos financieros) arroja un valor central de 2.627 millones, equivalente a un precio teórico de aproximadamente 21,03 €/acción (rango 20,14–21,92 €/acción). En paralelo, la valoración por múltiplos EV/EBITDA del grupo comparable arroja un EV implícito aproximadamente 2.004 millones, inferior al DCF.

Estas diferencias son esperables: el DCF depende de hipótesis explícitas (CAPEX, crecimiento, precios, márgenes y terminal) y el múltiplo refleja cómo el mercado está valorando el sector "hoy". La clave, en todo caso, es por qué el mercado puede estar valorando a Solaria de forma distinta a lo que sugiere la estimación.

En primer lugar, el mercado suele aplicar un descuento por incertidumbre de ejecución: retrasos en puesta en marcha, desviaciones de CAPEX, menor visibilidad de ingresos por mix PPA/merchant o presión en márgenes. En segundo lugar, pesa el riesgo regulatorio y de mercado propio de renovables (permisos, retribución, fiscalidad energética y cambios normativos), que eleva la rentabilidad exigida. En tercer lugar, puede existir una discrepancia en el coste de capital implícito: pequeñas variaciones en WACC/Ke y en el valor terminal cambian mucho el resultado, y el mercado puede estar incorporando una prima de riesgo superior a la utilizada en el DCF. Por último, diferencias frente a comparables (diversificación geográfica, perfil de deuda/refinanciación, calidad y duración de PPAs, historial de ejecución) justifican que el mercado pague un múltiplo distinto.

En conjunto, bajo hipótesis centrales, Solaria presenta un valor razonable en torno a 21 €/acción, pero la divergencia con la cotización se explica principalmente por prima de riesgo, confianza en la ejecución del plan inversor y visibilidad/estabilidad de los flujos. Por ello, el resultado debe interpretarse como un rango y como un marco para identificar qué variables (precio de energía, CAPEX, PPAs y coste de capital) explican la diferencia entre tu valoración y la del mercado.

BIBLIOGRAFÍA

AECA. (2013). La valoración de empresas: métodos y enfoques (Documento AECA-PV15). Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas. <https://aeca.es/wp-content/uploads/2014/05/pv15.pdf>

AECA. (2021). Proyecciones de flujos de efectivo (Documento n.º 17). Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas. <https://aeca.es/publicaciones2/documentos/documentos-emitidos/pv17/>

Azvalor. (s. f.). Filosofía de inversión. <https://www.azvalor.com/>

Bankinter, S. A. (2025, 6 de marzo). Solaria: Resultados 4T soportados en ingresos no recurrentes. Recortamos precio objetivo a 8,50 €/acc. [Nota de compañía]. https://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+binarios?secc=PVAL&subs=IBEX&nombre=Solaria_informe_06Mar2025.pdf

Berkshire Hathaway Inc. (1994). Chairman's letter to shareholders. En 1994 Annual Report. <https://www.berkshirehathaway.com/letters/1994.html>

Bolsamanía. (2025, 2 de octubre). Solaria extiende el rally tras asegurar 780 MWh de almacenamiento de baterías en Garoña. <https://www.bolsamania.com/noticias/empresas/solaria-obtiene-autorizacion-para-la-instalacion-de-780-mwh-de-baterias--20983795.html>

Bolsas y Mercados Españoles (BME Exchange). (s. f.). Cotización petróleo. <https://www.bolsasymercados.es/bme-exchange/es/Mercados-y-Cotizaciones/Acciones/Mercado-Continuo/Precios/petroleo-y-energia>

Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). (2025). A la Comisión Nacional del Mercado de Valores: Solaria Energía y Medio Ambiente, S. A. [Documento].

<https://www.cnmv.es/web/services/verdocumento/ver?t=%7Bac853959-c35e-40ab-a74f-1c64f3a3a98c%7D>

Cuatrecasas. (2020, noviembre). Claves de los “PPA” o contratos de suministro de energía renovable a largo plazo [Legal Flash Energía].

<https://www.cuatrecasas.com/resources/legal-flash-energia-claves-de-los-ppa-o-contratos-de-suministro-de-energia-renovable-a-largo-plazo-power-purchase-agreements.%20rd-ley%2024%2020-611f7f1586180923779452.pdf?v1.6.0.202110071014>

Damodaran, A. (2025). Data: Current data for valuation. Stern School of Business, New York University.

https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html

Damodaran, A. (2025). Valuation packet 1 [Archivo PDF]. NYU Stern.

<https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdf/eqnotes/valpacket1spr25.pdf>

elEconomista.es. (2025, 2 de octubre). Solaria obtiene la aprobación ambiental para instalar 780 MWh de baterías en su complejo solar de Garoña.

<https://www.eleconomista.es/energia/noticias/13573708/10/25/solaria-obtiene-la-aprobacion-ambiental-para-instalar-780-mwh-de-baterias-en-su-complejo-solar-de-garona.html>

Fernández, P. (2008). Métodos de valoración de empresas (Documento de investigación DI-0771). IESE Business School, Universidad de Navarra.

<https://www.iese.edu/es/wp-content/uploads/sites/2/2021/11/Metodos-valoracion-empresas-Pablo-Fernandez-IESE-DI-0771.pdf>

Fernández, P. (2011). WACC: Definición, interpretaciones equivocadas y errores (Documento de Investigación DI-0914). *IESE Business School*, Universidad de Navarra. <https://www.iese.edu/media/research/pdfs/DI-0914.pdf>

Fidelity International. (2024). *Book value: What is it and how do you calculate it?* <https://www.fidelity.co.uk/markets-insights/ask-fidelity/book-value-what-is-it-and-how-do-you-calculate-it/>

González-Paramés, J. (2023). Mis tres múltiplos favoritos para valorar empresas. Instituto de Estudios Bursátiles (IEB). <https://www.ieb.es/mis-tres-multiplos-favoritos-para-valorar-empresas/>

Icaria Capital. (2023). Entendiendo la valoración por múltiplos (1). <https://www.icariacapital.es/post/entendiendo-la-valoracion-por-multiplos-1>

Investing.com. (2025). *Germany 10-year bond yield*. <https://es.investing.com/rates-bonds/germany-10-year-bond-yield>

Kaplan, Inc. (2024). *SchweserNotes 2025 Level I CFA, Book 2: Financial Statement Analysis and Equity Investments*. Kaplan, Inc.

Kroll. (2024). *Recommended Eurozone equity risk premium and corresponding risk-free rates*. <https://www.kroll.com/en/reports/cost-of-capital/recommended-eurozone-equity-risk-premium-corresponding-risk-free-rates>

Laínez Gadea, J. A. (s. f.). *Modelos de valoración de empresas utilizados en la práctica profesional [Material docente]*. Máster en Auditoría, Universidad de Zaragoza.

Leardi, A. (2020). *Regulatory risk constraints and investment decisions: Unintended consequences for the financial system* (Tesis doctoral, University of Essex). University of Essex Research Repository. <https://repository.essex.ac.uk/28017/1/Regulatory%20risk%20constraints%20and%20investment%20decisions.pdf>

Macquarie Asset Management. (2024). *Should we fear renewables in the power system...* [Archivo PDF]. <https://www.macquarie.com/assets/macq/mam/insights/2024/should-we-fear-renewables-in-the-power-system/should-we-fear-renewables.pdf>

Naciones Unidas, Asamblea General. (2015). *Transformar nuestro mundo: la Agenda 2030 para el Desarrollo Sostenible* (Resolución A/RES/70/1). <https://docs.un.org/es/A/RES/70/1>

Solaria Energía y Medio Ambiente, S. A. (2025). *Cuentas anuales consolidadas y informe de gestión del ejercicio 2024* [Informe anual]. https://solariaenergia.com/wp-content/uploads/IN25-1240-Solaria-Energia-y-Medioambiente-consolidado-2024_Completo-.pdf

Strategic Energy Europe. (2025, 8 de julio). *Solaria registra un aumento del 127% en su beneficio neto en el primer trimestre de 2025*. <https://strategicenergy.eu/solaria-registra-un-aumento-del-127-en-su-beneficio-neto-en-el-primer-trimestre-de-2025/>

Strategic Energy Europe. (2025, 24 de octubre). *Spain nears 54% renewable generation in September driven by solar photovoltaics*. <https://strategicenergy.eu/spain-nears-54-renewable-generation-in-september-driven-by-solar-photovoltaics/>

Struyven, D., Dinsmore, E., Sutherland, E., Dart, S., et al. (2025, 28 de julio). The structural solar surge. Macro Roundup (Coherent Research Institute).
<https://www.edwardconard.com/macro-roundup/a-gs-analysis-argues-the-solar-boom-driven-by-scale-economies-and-the-zero-marginal-cost-of-fuel-will-persist-despite-falling-subsidies-prospects-for-additional-growth-hinge-on-price-guarantees-ch/?view=detail>

ANEXO 1. Previsiones financieras, a partir de Cuentas Anuales

ANEXO 1.1. Escenario optimista

x	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026	FY 2027	FY 2028	FY 2029
Base case												
1. Revenue (pxa)				89.376,85 €	137.139,08 €	184.069,08 €	162.161,55 €	214.328,83 €	285.441,10 €	380.147,74 €	506.277,14 €	516.402,68 €
Capacidad instalada	506,70	862,50	1.401,00	2.271,00	2.543,00	2.543,00	2.543,00	3.386,74	4.510,43	6.006,95	8.000,00	8.160,00
		70,22%	62,43%	62,10%	11,98%	33,18%	33,18%	33,18%	33,18%	33,18%	33,18%	2,00%
Merchant exposure		10%	25%	30%	35%	37,92%	37,92%	37,92%	37,92%	37,92%	37,92%	37,92%
			15%	5%	5%	8,33%	8,33%	8,33%	8,33%	8,33%	8,33%	8,33%
precio		44,22 €	93,30 €	73,60 €	53,00 €	53,00 €	53,00 €	53,00 €	53,00 €	53,00 €	53,00 €	53,00 €
PPA exposure		90,00%	75,00%	70,00%	65,00%	62,08%	62,08%	62,08%	62,08%	62,08%	62,08%	62,08%
precio		110,23 €	99,42 €	84,25 €	69,57 €	69,57 €	69,57 €	69,57 €	69,57 €	69,57 €	69,57 €	69,57 €
2. Otros ingresos		4.469,00 €	9.975,00 €	38.681,00 €	33.538,00 €	14.947,78 €	54.686,98 €	72.831,60 €	96.399,43 €	126.002,94 €	126.002,94 €	126.002,94 €
alta inmov en curso		258.075,00 €	318.992,00 €	395.727,00 €	329.378,00 €	149.800,67 €	548.051,13 €	729.889,28 €	972.059,59 €	1.263.301,68 €	1.263.301,68 €	1.263.301,68 €
Ratio de activación		1,73%	3,13%	9,77%	10,18%	9,98%	9,98%	9,98%	9,98%	9,98%	9,98%	9,98%
3. COGS (% OF REV.)		6,98%	4,87%	5,53%	9,59%	11,59%	11,59%	11,59%	11,59%	11,59%	11,59%	11,59%
4. Gastos de personal (% OF REV.)		9,50%	8,06%	8,50%	12,06%	12,06%	12,06%	12,06%	12,06%	12,06%	12,06%	12,06%
5. D&A (NPPE)	-	22.327,00 €	24.989,00 €	31.476,00 €	43.656,00 €	55.805,68 €	58.942,11 €	75.262,69 €	97.106,26 €	126.301,68 €	126.301,68 €	126.301,68 €
6. Ingresos financieros		328,00 €	344,00 €	1.439,00 €	626,00 €	1.014,08 €	1.157,68 €	1.203,47 €	1.486,32 €	1.626,76 €	1.626,76 €	1.626,76 €
Deriv.(Hedge debt risk)			0,04%	0,13%	0,05%	0,07%	0,07%	0,07%	0,07%	0,07%	0,07%	0,07%
7. Gastos financieros (%Debt clos.)						3,18%	3,18%	3,18%	3,18%	3,18%	3,18%	3,18%
8. Impuesto sobre Benef.						25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
9. Capex (cte/mw)	-	195.259,00 €	331.469,00 €	328.608,00 €	187.385,00 €	149.800,67 €	548.051,13 €	729.889,28 €	972.059,59 €	1.263.301,68 €	1.263.301,68 €	1.263.301,68 €
10 Var. CC							14.247,65 €	8.554,59 €	11.242,76 €	13.804,93 €	16.262,73 €	16.262,73 €

Compañía: Solaria Energía y Medio Ambiente, S.A. (BMEX:SLR)												
Escenario Analysis												
x	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026	FY 2027	FY 2028	FY 2029
Revenue								297.011,21 €	390.250,95 €	535.263,96 €	734.162,24 €	650.921,62 €
COGS								37.379,80 €	49.114,32 €	67.364,66 €	92.396,64 €	81.920,55 €
Gross Profit								259.631,41 €	341.136,63 €	467.899,30 €	641.765,60 €	569.001,07 €
Gastos de personal								38.777,43 €	50.950,70 €	69.883,43 €	95.851,35 €	84.983,56 €
EBITDA								220.853,98 €	290.185,93 €	398.015,87 €	545.914,24 €	484.017,52 €
D&A								55.805,68 €	72.420,06 €	89.618,64 €	113.532,09 €	146.644,78 €
EBIT								165.048,30 €	217.765,87 €	308.397,23 €	432.382,15 €	337.372,74 €
Ingresos financieros								1.014,08 €	1.157,68 €	1.328,91 €	1.534,61 €	1.698,00 €
Gastos financieros								37.283,12 €	43.292,45 €	49.422,70 €	56.732,96 €	65.514,45 €
Pre-tax income (EqV)								128.779,26 €	175.631,09 €	260.303,44 €	377.183,80 €	273.556,30 €
Pre-tax income (EV)								166.062,38 €	218.923,55 €	309.726,14 €	433.916,76 €	339.070,74 €
Imp.Benef (Eq.V)								32.194,82 €	43.907,77 €	65.075,86 €	94.295,95 €	68.389,07 €
Imp.Benef (EV)								41.515,60 €	54.730,89 €	77.431,54 €	108.479,19 €	84.767,69 €
NOPAT (Eq.V)								96.584,45 €	131.723,32 €	195.227,58 €	282.887,85 €	205.167,22 €
NOPAT (EV)								124.546,79 €	164.192,66 €	232.294,61 €	325.437,57 €	254.303,06 €
(+)D&A								55.805,68 €	72.420,06 €	89.618,64 €	113.532,09 €	146.644,78 €
(-)CAPEX								135.941,22 €	88.167,40 €	141.615,57 €	196.949,61 €	85.718,44 €
FCF (EqV)								265.388,16 €	295.530,87 €	379.815,44 €	512.511,55 €	119.448,78 €
FCF (EV)								502.813,98 €	558.592,41 €	722.563,87 €	982.473,37 €	288.033,41 €
(-)net interest								27.962,34 €	32.469,34 €	37.067,02 €	42.549,72 €	49.135,83 €
(+)inc. deudas								188.871,35 €	192.671,76 €	229.799,47 €	275.999,24 €	219.235,37 €
FCFE								104.478,94 €	135.328,45 €	187.121,00 €	279.062,03 €	285.548,33 €
FCFE								502.813,98 €	558.592,41 €	722.563,87 €	982.473,37 €	288.033,41 €
Period								1	2	3	4	5
Present value of FCFE								474.306,22 €	497.047,59 €	606.499,79 €	777.905,20 €	215.129,63 €
PV of TV (WACC)												7.525.780,35 €
EV												3.330.931.903,31 €
Present value of FCFE												367.319,59 €
PV of TV (Ke)								96.415,70 €	115.246,32 €	147.056,46 €	202.384,23 €	193.783,13 €
EqV												2.739.097.755,52 €
Nº OF SHARES												124.950.900,00 €
Implied stock price												21,92 €
Current stock price												17,81 €

ANEXO 1.2. Escenario neutro

x	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026	FY 2027	FY 2028	FY 2029
Best case												
1. Revenue (pxq)				89.376,85 €	137.139,08 €	184.069,08 €	162.161,55 €	241.758,62 €	331.593,49 €	454.810,03 €	623.812,50 €	636.288,75 €
Capacidad instalada		506,7	862,5	1401	2271		2543	3.487,95	4.784,04	6.561,73	9.000,00	9.180,00
Merchant exposure precio				44,22 €	93,30 €	73,60 €	53,00 €	38%	38%	38%	38%	38%
PPA exposure precio							69,57 €	75,00 €	75,00 €	75,00 €	75,00 €	75,00 €
2. Otros ingresos				4.469,00 €	9.975,00 €	38.681,00 €	33.538,00 €	55.252,60 €	58.657,46 €	80.453,93 €	110.349,74 €	14.632,87 €
alta innov en curso				258.075,00 €	318.992,00 €	395.727,00 €	329.378,00 €	553.719,51 €	587.841,66 €	806.277,24 €	1.105.881,10 €	146.644,78 €
Ratio de activación				1,73%	3,13%	9,77%	10,18%	9,98%	9,98%	9,98%	9,98%	9,98%
3. COGS (% OF REV.)				6,98%	4,87%	5,53%	9,59%	12,59%	12,59%	12,59%	12,59%	12,59%
4. Gastos de personal (% OF REV.)				9,50%	8,06%	8,50%	10,06%	13,06%	13,06%	13,06%	13,06%	13,06%
5. D&A (NIPPE)								55.805,68 €	72.420,06 €	89.618,64 €	113.532,09 €	146.644,78 €
6. Ingresos financieros				328,00 €	344,00 €	1.439,00 €	626,00 €	1.014,08 €	1.157,68 €	1.328,91 €	1.534,61 €	1.698,00 €
Deriv.(Hedge debt risk)				0,00%	0,04%	0,13%	0,05%	0,07%	0,07%	0,07%	0,07%	0,07%
7. Gastos financieros (%Debt op.)								3,18%	3,18%	3,18%	3,18%	3,18%
8. Impuesto sobre Benef.								25%	25%	25%	25%	25%
9. Capex (cte/mw)								553.719,51 €	587.841,66 €	806.277,24 €	1.105.881,10 €	146.644,78 €
10 Var. CC								14.247,65 €	8.554,59 €	11.242,76 €	13.804,93 €	16.262,73 €

Compañía: Solaria Energía y Medio Ambiente, S.A. (BMEX:SLR)												Cases
x	Scenario Analysis											1 Base case 2 Best case 3 Worst case
x	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026	FY 2027	FY 2028	FY 2029
Revenue								229.276,61 €	340.128,08 €	452.979,34 €	603.279,57 €	529.005,63 €
COGS								26.562,42 €	39.404,91 €	52.479,09 €	69.891,15 €	61.286,98 €
Gross Profit								202.714,19 €	300.723,17 €	400.500,25 €	533.382,42 €	467.718,65 €
Gastos de personal								27.641,32 €	41.005,44 €	54.610,65 €	72.729,95 €	63.776,29 €
EBITDA								175.072,87 €	259.717,73 €	345.889,60 €	460.652,47 €	403.942,36 €
D&A								55.805,68 €	58.942,11 €	75.262,69 €	97.106,26 €	126.301,68 €
EBIT								119.267,19 €	200.775,62 €	270.626,91 €	363.546,22 €	277.640,67 €
Ingresos financieros								951,28 €	1.089,95 €	1.135,32 €	1.403,28 €	1.543,40 €
Gastos financieros								37.283,12 €	40.611,17 €	46.531,19 €	53.520,26 €	61.853,91 €
Pre-tax income (EqV)								82.935,35 €	161.254,40 €	225.231,03 €	311.429,23 €	217.330,17 €
Pre-tax income (EV)								120.218,47 €	201.865,57 €	271.762,22 €	364.949,49 €	279.184,08 €
Imp.Benef (Eq.V)								20.733,84 €	40.313,60 €	56.307,76 €	77.857,31 €	54.332,54 €
Imp.Benef (EV)								30.054,62 €	50.466,39 €	67.940,56 €	91.237,37 €	69.796,02 €
NOPAT (Eq.V)								62.201,51 €	120.940,80 €	168.923,28 €	233.571,92 €	162.997,63 €
NOPAT (EV)								90.163,85 €	151.399,18 €	203.821,67 €	273.712,12 €	208.388,06 €
(+)/D&A								55.805,68 €	58.942,11 €	75.262,69 €	97.106,26 €	126.301,68 €
(-)/CAPEX								149.800,67 €	548.051,13 €	729.889,28 €	972.059,59 €	126.301,68 €
(-)/Var CC								49.540,35 €	97.017,07 €	100.272,31 €	156.087,62 €	70.766,99 €
FCF (EqV)								17.746,87 €	271.151,15 €	385.431,00 €	505.283,79 €	92.230,63 €
FCF (EV)								63.456,09 €	511.843,92 €	735.963,61 €	970.447,39 €	230.851,69 €
(-)/net interest								27.962,34 €	30.458,37 €	34.898,39 €	40.140,20 €	46.390,43 €
(+)/inc.deuda								104.599,57 €	186.064,57 €	219.664,39 €	261.923,90 €	217.532,44 €
FCFE								94.384,10 €	115.544,95 €	200.665,01 €	261.530,09 €	263.372,64 €
FCFF								63.456,09 €	511.843,92 €	735.963,61 €	970.447,39 €	230.851,69 €
Period								1	2	3	4	5
Present value of FCFE								59.858,35 €	455.449,78 €	617.747,16 €	768.383,24 €	172.421,11 €
PV of TV (WACC)												5.871.432,82 €
EV												2.776.020.961,44 €
Present value of FCFE								87.099,94 €	98.398,60 €	157.698,87 €	205.610,09 €	176.264,79 €
PV of TV (Ke)												4.221.909,40 €
EqV												2.627.212.443,82 €
Nº OF SHARES												124.950.900,00 €
Implied stock price												21,03 €
Current stock price												17,81 €

ANEXO 1.3. Escenario pesimista

x	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026	FY 2027	FY 2028	FY 2029
Worst case												
1. Revenue (pxq)								202.306,18 €	260.583,59 €	335.648,71 €	432.337,50 €	440.984,25 €
Capacidad instalada	0		506,70	862,50	1401,00	2271,00	2543,00	3275,55	4219,12	5434,51	7000,00	7140,00
Merchant exposure precio								38%	38%	38%	38%	38%
PPA exposure precio				110,23 €	99,42 €	84,25 €	69,57 €	62,08%	62,08%	62,08%	62,08%	62,08%
2. Otros ingresos				4.469,00 €	9.975,00 €	38.681,00 €	33.538,00 €	21.640,23 €	50.559,89 €	65.124,45 €	83.884,55 €	11.989,86 €
alta innov en curso				258.075,00 €	318.992,00 €	395.727,00 €	329.378,00 €	216.869,81 €	506.691,12 €	652.651,31 €	840.657,58 €	120.157,58 €
Ratio de activación				1,73%	3,13%	9,77%	10,18%	9,98%	9,98%	9,98%	9,98%	9,98%
3. COGS (% OF REV.)				6,90%	4,07%	5,53%	9,59%	9,59%	9,59%	9,59%	9,59%	9,59%
4. Gastos de personal (% OF REV.)				9,50%	8,06%	8,50%	10,06%	10,06%	10,06%	10,06%	10,06%	10,06%
5. D&A (%NPE)								55.805,68 €	61.180,07 €	76.045,87 €	95.286,03 €	120.157,58 €
6. Ingresos financieros				328,00 €	344,00 €	1.439,00 €	626,00 €	1.014,08 €	1.157,68 €	1.328,91 €	1.534,61 €	1.698,00 €
Deriv (Hedge debt risk)					0,04%	0,13%	0,05%	0,07%	0,07%	0,07%	0,07%	0,07%
7. Gastos financieros (%Debt clos.)				- €	- €	- €	- €	3,18%	3,18%	3,18%	3,18%	3,18%
8. Impuesto sobre Benef.								25%	25%	25%	25%	25%
9. Capex (cte/mw)				- 195.259,00 €	- 331.469,00 €	- 328.608,00 €	- 187.385,00 €	- 216.869,81 €	- 506.691,12 €	- 652.651,31 €	- 840.657,58 €	- 120.157,58 €
10 Var. CC								- 14.247,65 €	8.554,59 €	11.242,76 €	13.804,93 €	16.262,73 €

Compañía: Solaria Energía y Medio Ambiente, S.A. (BME:SLR)												
Escenario Analysis												
x	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026	FY 2027	FY 2028	FY 2029
Revenue								223.946,41 €	311.143,49 €	400.773,17 €	516.232,05 €	452.974,11 €
COGS								21.465,97 €	29.824,09 €	38.415,38 €	49.481,52 €	43.419,00 €
Gross Profit								202.480,44 €	281.319,40 €	362.357,79 €	466.750,54 €	409.555,11 €
Gastos de personal								22.519,79 €	31.288,22 €	40.301,28 €	51.910,68 €	45.550,54 €
EBITDA								179.960,65 €	250.031,18 €	322.056,51 €	414.829,86 €	364.004,56 €
D&A								55.805,68 €	61.180,07 €	76.045,87 €	95.286,03 €	120.157,58 €
EBIT								124.154,97 €	188.851,11 €	246.010,64 €	319.543,82 €	243.846,99 €
Ingresos financieros								961,71 €	1.095,26 €	1.251,36 €	1.436,27 €	1.598,01 €
Gastos financieros								37.283,12 €	41.056,38 €	46.757,89 €	53.422,20 €	61.316,10 €
Pre-tax Income (EqV)								87.833,56 €	148.889,99 €	200.504,11 €	267.557,90 €	184.128,89 €
Pre-tax Income (EV)								125.116,68 €	189.946,37 €	247.262,00 €	320.980,09 €	245.445,00 €
Imp.Benef (EqV)								21.958,39 €	37.222,50 €	50.126,03 €	66.889,47 €	46.032,22 €
Imp.Benef (EV)								31.278,17 €	47.486,59 €	61.815,50 €	80.285,02 €	61.361,25 €
NOPAT (EqV)								65.875,17 €	111.667,49 €	150.378,08 €	200.668,42 €	138.096,67 €
NOPAT (EV)								93.837,51 €	142.459,78 €	185.446,50 €	240.735,07 €	184.083,75 €
(+)/D&A								55.805,68 €	61.180,07 €	76.045,87 €	95.286,03 €	120.157,58 €
(-)/CAPEX								216.869,81 €	506.691,12 €	652.651,31 €	840.657,58 €	120.157,58 €
(-)/Var CC								8.833,86 €	61.199,33 €	64.466,48 €	85.401,31 €	50.466,17 €
FCF (EqV)								86.355,10 €	272.644,23 €	361.760,88 €	459.301,81 €	87.630,50 €
FCF (EV)								144.747,86 €	514.496,18 €	688.453,33 €	878.536,97 €	221.248,07 €
(-)/net interest								27.962,34 €	30.792,29 €	35.068,42 €	40.066,65 €	45.987,08 €
(+)/inc.deuda								118.592,60 €	179.196,77 €	209.456,97 €	248.103,05 €	217.018,11 €
FCFE								4.275,16 €	124.239,75 €	187.372,33 €	251.265,41 €	258.661,53 €
FCFF								144.747,86 €	514.496,18 €	688.453,33 €	878.536,97 €	221.248,07 €
Period								1	2	3	4	5
Present value of FCFE								136.541,17 €	457.809,81 €	577.868,37 €	695.610,18 €	165.248,24 €
PV of TV (WACC)												5.627.176,34 €
EV												2.500.307.366,95 €
Present value of FCFE												173.111,83 €
PV of TV (Ite)												4.146.389,52 €
EqV												2.516.789.091,81 €
Nº OF SHARES												124.950.900,00
Implied stock price												20,14 €
Current stock price												17,81 €

ANEXO 2. Cuentas anuales y, en su caso, ratios históricos

Worst												
INGRESOS	95.070,00 €	139.281,00 €	191.322,00 €	176.906,00 €	202.306,18 €	260.583,59 €	335.648,71 €	432.337,50 €	440.984,25 €			
var.INCN		44.211,00 €	52.041,00 €	14.416,00 €	25.400,18 €	58.277,41 €	75.065,12 €	96.688,79 €	8.646,75 €			
Capex	- 195.259,00 €	- 331.469,00 €	- 328.608,00 €	- 216.869,81 €	- 506.691,12 €	- 652.651,31 €	- 840.657,58 €	- 120.157,58 €	- 2.000.000,00 €	2026-2029		
f		-442%	-637%	2279%	854%	869%						
		1	2	3								
Saldo Inicial					1.672.432,00 €	1.833.496,13 €	2.279.007,18 €	2.855.612,61 €	3.600.984,16 €			
(+/-)Altas/bajas					216.869,81 €	506.691,12 €	652.651,31 €	840.657,58 €	120.157,58 €			
(+/-)Mantenido v.												
(-)Amortización					- 55.805,68 €	- 61.180,07 €	- 76.045,87 €	- 95.286,03 €	- 120.157,58 €			
(-)Correcciones												
Saldo final					1.833.496,13 €	2.279.007,18 €	2.855.612,61 €	3.600.984,16 €	3.600.984,16 €			
Best												
INGRESOS	95.070,00 €	139.281,00 €	191.322,00 €	176.906,00 €	241.758,62 €	331.593,49 €	454.810,03 €	623.812,50 €	636.288,75 €			
var.INCN		44.211,00 €	52.041,00 €	14.416,00 €	64.852,62 €	89.834,88 €	123.216,54 €	169.002,47 €	12.476,25 €			
Capex	- 195.259,00 €	- 331.469,00 €	- 328.608,00 €	- 553.719,51 €	- 587.841,66 €	- 806.277,24 €	- 1.105.881,10 €	- 146.644,78 €	- 2.500.000,00 €			
f		-442%	-637%	2279%	854%	654%						
Saldo Inicial					1.672.432,00 €	2.170.345,83 €	2.685.767,43 €	3.402.426,03 €	4.394.775,04 €			
(+/-)Altas/bajas					553.719,51 €	587.841,66 €	806.277,24 €	1.105.881,10 €	146.644,78 €			
(+/-)Mantenido v.												
(-)Amortización					- 55.805,68 €	- 72.420,06 €	- 89.618,64 €	- 113.532,09 €	- 146.644,78 €			
(-)Correcciones												
Saldo final					2.170.345,83 €	2.685.767,43 €	3.402.426,03 €	4.394.775,04 €	4.394.775,04 €			

