Alfredo Echevarría Otegui – alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

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. Más del 95% de las ventas de ETC proceden de España. Desde diciembre de 2022 cotiza en BME Growth.

Con fecha de este informe Lighthouse cesa la cobertura de Energy Solar Tech (Ver página 19).

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	76,3	87,6
EV (Mn EUR y USD)	86,2	99,0
Número de Acciones (Mn)	27,0	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	3,50 / 2,90 / 2,05	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,02	
Rotación(1)	7,8	
Factset / Bloomberg	ETC-ES / ETC SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)(3)

Alberto Hernández Poza	21,0
Erbienergía Inversiones	12,5
José Abel Martín Sánchez	10,6
Alberto Torrego López	10,5
Free Float	44,6

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	76,3	
+ Minoritarios	0,1	Rdos. 12m 2024
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,2	Rdos. 12m 2024
+ Deuda financiera neta	11,1	Rdos. 12m 2024
- Inmovilizado financiero	1,5	Rdos. 12m 2024
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	**86,2**	

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2022	2023	2024
% de consejeros independientes	66,7%	57,1%	80,0%
% de consejeros dominicales	33,3%	42,9%	20,0%
% de consejeros ejecutivos	0,0%	0,0%	0,0%
% de otros consejeros	0,0%	0,0%	0,0%
% de mujeres en el consejo de administración	0,0%	0,0%	0,0%
% de mujeres en la plantilla	30,0%	14,5%	16,3%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	19,0%	4,4%	4,1%

Comportamiento histórico (base 100)

(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	*37,4*	*6,0*	*-19,1*	*n.a.*

(1) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.
(2) Sector: Stoxx Europe 600 Utilities.
(3) Otros: Autocartera 0,8%

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2025E?

2024: Alto crecimiento en ingresos. ETC alcanza ingresos de EUR 63,6Mn (+20,9%). En 2024 la energía corrige c.-30% vs 2023. El crecimiento en ingresos en este contexto de precios confirma la resiliencia del modelo de negocio de ETC.

Pero el margen y el EBITDA Rec. (-30%) caen con fuerza. El EBITDA Rec. alcanza EUR 6,1Mn en 2024 y el margen EBITDA Rec./Vtas, cae casi a la mitad (9,6% 2024 vs 16,9% 2023). El margen recoge de manera directa el efecto de la caída del precio de la energía en el negocio de generación y en menor medida en el de outsourcing.

PILARES DEL EQUITY STORY: ¿EN QUÉ HAY QUE "FIJARSE"?

Modelo de energy as a service. En el que ETC se encarga de la construcción (y mantenimiento) del activo en el establecimiento del cliente (ETC mantiene la propiedad) y le vende a este toda la energía que se produce. Lo que genera unos ingresos recurrentes con un elevado coste de cambio para el cliente, una vez el activo se ha instalado. Reduciendo significativamente el riesgo comercial o de rotación.

Control de toda la cadena de valor. ETC desarrolla una estrategia de integración vertical que le permite controlar desde el desarrollo y construcción hasta la operación y mantenimiento de proyectos eólicos y fotovoltaicos. Ayudando a la generación de sinergias y a la diversificación del mix de negocio.

Foco en el negocio de generación eólica y fotovoltaica, con la adquisición y construcción de activos de generación para mantenerlos en propiedad (de mayor margen y CF Operativo), aumentando la capacidad híbrida del grupo.

2025e-2026e es "clave" para ver el resultado del giro estratégico. Toda la atención debe estar puesta en la evolución del mix de negocio hacia líneas de negocio de mayor margen y CF operativo, hiperdependiente de la velocidad de ejecución del pipeline de generación. El giro estratégico que busca ETC se basa en el incremento del peso de generación (que reduzca el peso en el mix de ingeniería). El negocio de ingeniería, a salvo del precio de la energía, no permite aspirar a altos márgenes

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

El retraso en la puesta en marcha o en la adquisición de los parques (eólicos y fotovoltaicos, tendría un impacto significativo en ingresos y rentabilidad (y, por tanto, en la generación de caja) durante el periodo proyectado. Retrasando el salto de escala. Lo que implica un riesgo importante de revisión de estimaciones a la baja.

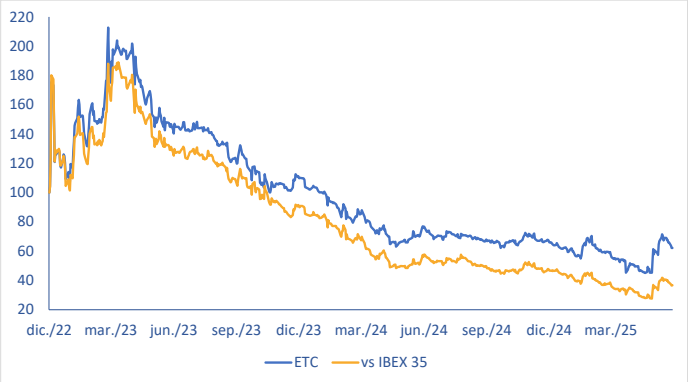
Concentración geográfica, con el 100% de sus ingresos procedentes de España. Lo que hace a ETC especialmente sensible a la regulación, la evolución del precio de la energía y condiciones sectoriales y económicas de España.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

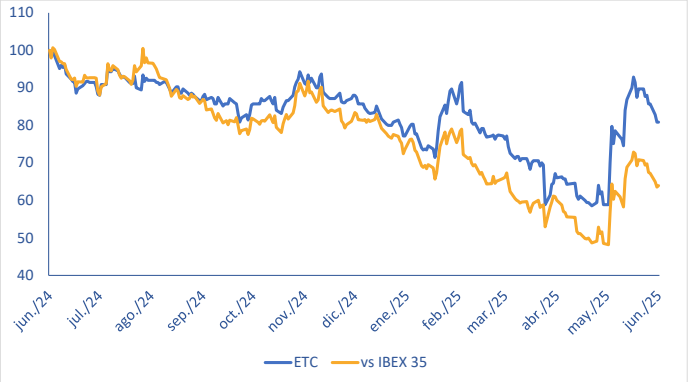
A la espera del giro estratégico. El problema son los márgenes. Y los múltiplos. El modelo de integración vertical de ETC ha probado su efectividad en entornos de precios difíciles. Ahora el reto es conseguir márgenes estructuralmente más altos, muy por encima de los del negocio de ingeniería. Lo que explica: 1) la decisión de incrementar el peso de generación, 2) la orientación a proyectos de mayor tamaño (y margen) tanto en ingeniería como en outsourcing, 3) la entrada en negocios nuevos como la construcción de centros de datos, etc. Es decir, un giro estratégico profundo que busca crecimiento rentable. Aunque su ejecución es todavía una incógnita y el entorno de precios sigue sin ser favorable. Ambos hechos explican el fuerte underperformance de ETC -12m. El hecho es que los múltiplos hoy (EV/EBITDA 2024, 14,1x) son elevados. Y en un contexto de posible bajo crecimiento en ingresos 2025 exigen un salto en márgenes muy significativo que todavía no es visible, y esta es la clave. Los múltiplos de las grandes utilities integradas (EV/EBITDA 2024, c,8x) siguen siendo un hándicap (performance-12m, -19,1%; -31,8% vs sector).

Evolución de la cotización

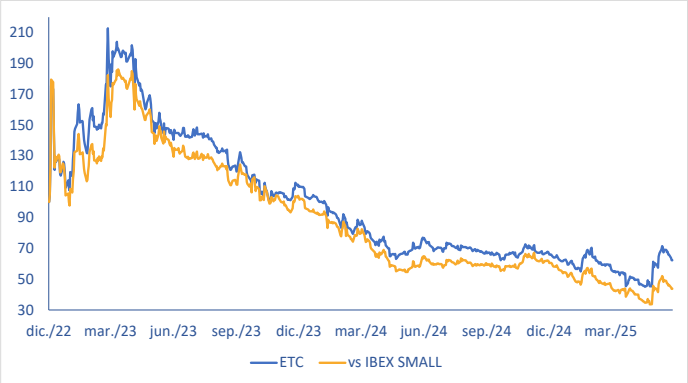
Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



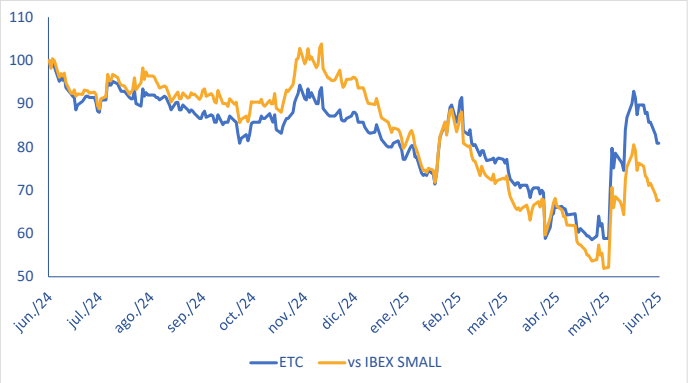
Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



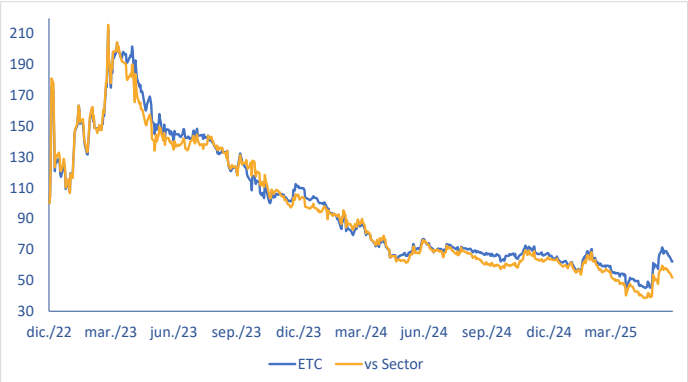
Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)



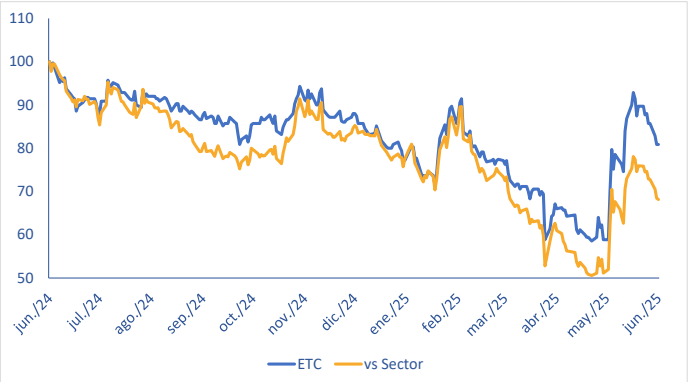
Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento histórico vs Sector[1] (base 100)



Comportamiento -1a vs Sector[1] (base 100)



(1) Sector: Stoxx Europe 600 Utilities

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	37,4	6,0	-19,1	1,1	n.a.	n.a.
vs Mercado						
vs Ibex 35	31,7	-3,4	-36,1	-17,1	n.a.	n.a.
vs Euro STOXX 50	35,3	4,4	-25,6	-8,2	n.a.	n.a.
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	30,3	-6,7	-32,3	-21,0	n.a.	n.a.
vs Segmento Micro Cap España [1]	30,8	-1,0	-23,2	-11,0	n.a.	n.a.
vs MSCI Europe Micro Cap	31,3	-2,7	-20,3	-6,2	n.a.	n.a.
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Utilities	33,2	-6,0	-31,8	-13,1	n.a.	n.a.

(1) Detalles constituyentes en Pág. 10