



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
ICADE

Trabajo Final de Grado: Valoración de Acciona Energía

Autor: Monte López, Jaime
Director: David Pérez-Renovales

MADRID | Marzo de 2024

Resumen

En el mundo de finanzas corporativas, es de vital importancia hallar el valor de una compañía y poder predecir el éxito de sus actividades a futuro. Para ello, se concibe como necesario utilizar los métodos empleados por los expertos financieros para estimar el valor de una compañía. El siguiente análisis se basará en un marco teórico que analizará la situación macroeconómica y regulatoria actual, ilustrará el mercado en el que opera Acciona Energía y, finalmente, usando los métodos correspondientes, tratará de hallar un rango de valores correspondientes a la compañía. A modo de conclusión, se hará una breve comparativa entre los resultados obtenidos y el consenso de los analistas que siguen la compañía desde 2021, año en el que Acciona Energía salió a bolsa.

Palabras clave: Descuento de flujos de caja, múltiplos, EBITDA, cartera de proyectos, eólico, solar fotovoltaico, renovables, ANE¹

In the corporate finance world, it is of vital importance to find the value of the company and to be able to predict the success of its future activities. For this purpose, it is considered necessary to use the methods used by financial practitioners to find the value of a company. The analysis will be based on a theoretical framework that will analyze the macroeconomic and regulatory situation, illustrate the market and business of Acciona Energía and, finally, using the appropriate methods, will try to find a range of values corresponding to the company. By way of conclusion, a brief comparison will be made between the results obtained and the consensus of analysts that follow the company since 2021, the year in which Acciona Energía went public.

Keywords: Discounted cash flows, multiples, EBITDA, pipeline, wind, solar photovoltaic, renewables, ANE

¹ ANE: Acciona Energía

Índice

| | | |
|-------|-------------------------------------|----|
| 1. | Introducción..... | 7 |
| 1.1. | Justificación..... | 7 |
| 1.2. | Objetivos..... | 8 |
| 1.3. | Metodología..... | 8 |
| 2. | Sector energético..... | 11 |
| 2.2 | Contexto mundial..... | 11 |
| 3. | Acciona Energía | 14 |
| 3.1 | Conceptualización..... | 14 |
| 3.1.1 | Historia de la compañía | 14 |
| 3.1.2 | Salida a bolsa y accionariado..... | 15 |
| 3.1.3 | Situación actual | 15 |
| 3.1.4 | Modelo de negocio..... | 16 |
| 3.2 | Portfolio de la compañía | 17 |
| 3.2.1 | Desglose por productos..... | 18 |
| 3.2.2 | Desglose por países | 20 |
| 3.2.3 | Opciones de crecimiento..... | 24 |
| 4. | Marco normativo y regulatorio | 26 |
| 4.1 | España..... | 26 |
| 4.2 | Estados Unidos..... | 27 |
| 4.3 | Otras geografías | 29 |
| 5. | Análisis DAFO..... | 33 |
| | Debilidades | 33 |
| | Amenazas..... | 33 |
| | Fortalezas..... | 34 |
| | Oportunidades..... | 34 |
| 6. | Metodologías de valoración | 35 |

| | | |
|-------|--|----|
| 6.1 | Descuento de Flujos de Caja | 35 |
| 6.1.1 | Coste medio ponderado de capital, WACC..... | 35 |
| 6.1.2 | Magnitudes operativas y financieras. Parámetros de crecimiento | 40 |
| 6.2 | Transacciones Precedentes..... | 50 |
| 6.3 | Múltiplos de Compañías Comparables Cotizadas..... | 54 |
| 7. | Conclusiones..... | 62 |
| 8. | Bibliografía..... | 65 |

Índice de gráficos

| | | |
|------------|--|----|
| Gráfico 1: | Evolución de la capacidad instalada (GW) de las energías renovables | 12 |
| Gráfico 2: | Capacidad instalada de cada país en diciembre 2023..... | 20 |
| Gráfico 3: | Proporción de la cantidad de capacidad instalada de cada energía por país..... | 20 |
| Gráfico 4: | Incrementos esperados de capacidad durante el período 2020-25, por país..... | 24 |
| Gráfico 5: | Inversión y capacidad añadida en renovables por año en EEUU | 29 |
| Gráfica 6: | Evolucion del precio de la acción..... | 59 |

Índice de tablas

| | | |
|----------|---|----|
| Tabla 1: | Capacidad instalada y producción de las tecnologías de ANE..... | 18 |
| Tabla 2: | Evolución contribución renovables, por país, 2020-30 | 21 |
| Tabla 3: | Desglose de la capacidad instalada por energía en España | 21 |
| Tabla 4: | Desglose de la capacidad instalada por energía en EEUU | 22 |
| Tabla 6: | Desglose de la capacidad instalada por energía en México | 22 |
| Tabla 5: | Desglose de la capacidad instalada por energía en Australia..... | 23 |
| Tabla 6: | Desglose de la capacidad instalada por energía en Chile..... | 23 |
| Tabla 7: | Cálculo del WACC por geografía | 39 |
| Tabla 8: | Capacidad instalada desglosada en 9 segmentos seleccionados | 40 |
| Tabla 9: | Estimación de la productividad unitaria de cada tecnología..... | 41 |

| | |
|--|----|
| Tabla 10: Estimación de la producción total (GWh) desglosada en 9 segmentos | 41 |
| Tabla 11: Precio medio de por MW calculado por ANE (€ / MWh) | 42 |
| Tabla 12: Evolución de precios 2022-2030..... | 43 |
| Tabla 13: Evolución y desglose de las ventas (€)..... | 43 |
| Tabla 14: Estimación del EBITDA (€m) y su margen (%)..... | 44 |
| Tabla 15: Comparativa de ingresos (€) y de EBITDA (€) entre los valores estimados por el modelo del TFG y los del consenso de bancos | 44 |
| Tabla 16: Evolución del coste incurrido por MW de potencial instalada adicional (€/MW)... | 45 |
| Tabla 17: Estimación de la evolución del CapEx Expansión (€)..... | 45 |
| Tabla 18: Desglose por país del valor del CapEx de mantenimiento (€)..... | 46 |
| Tabla 19: Comparativa entre CapEx total del TFG frente al del consenso de bancos (€)..... | 46 |
| Tabla 20: Estimación del D&A | 47 |
| Tabla 21: Proyección del EBIT | 47 |
| Tabla 22: Cálculo y proyección del NOPAT | 47 |
| Tabla 23: Proyección de los flujos de caja..... | 48 |
| Tabla 24: Proyección del flujo de caja normalizado para el año 2030 | 49 |
| Tabla 25: Cálculo del Valor Terminal de la compañía..... | 49 |
| Tabla 26: Cálculo del valor empresarial de ANE (€) | 50 |
| Tabla 27: Transacciones precedentes Solar Fotovoltaica..... | 52 |
| Tabla 28: Máximo, mínimo y promedio del múltiplo EV / MW | 52 |
| Tabla 29: Transacciones precedentes Eólica | 53 |
| 53 | |
| Tabla 30: Máximo, mínimo y promedio del múltiplo EV / MW | 53 |
| Tabla 31: Cálculo del valor según promedios de transacciones precedentes (€) | 53 |
| Tabla 32: Cálculo del valor según máximos y mínimos de transacciones precedentes (€)..... | 54 |
| Tabla 33: Comparables cotizadas seleccionadas con múltiplo de EV / EBITDA | 56 |
| Tabla 34: Cálculo del valor de la acción de ANE con la mediana de los múltiplos..... | 56 |

| | |
|---|----|
| Tabla 35: Comparables cotizadas seleccionadas con múltiplo de EV / Capacidad Instalada y EV / CI + pipeline | 57 |
| Tabla 36: Cálculo del valor de la acción según la capacidad instalada + el pipeline de ANE .. | 57 |
| Tabla 37: Promedio de precio objetivo (€) según brokers | 58 |
| Tabla 38: Hitos de la cotización en 4 períodos seleccionados | 60 |
| Tabla 39: Resumen de resultados según los distintos métodos | 62 |
| Tabla 40: Valoración estimada por el consenso e hitos de la acción | 63 |

1. Introducción

1.1. Justificación

He escogido hacer una valoración como Trabajo de Fin de Grado, porque me permite aplicar conceptos complejos y abstractos aprendidos durante mis estudios a una situación real y práctica. Además, en mi objetivo personal de dedicarme profesionalmente a las finanzas corporativas, las valoraciones son una constante en el trabajo. La razón por la que he escogido Acciona Energía es porque es una compañía exclusivamente enfocada en el desarrollo y producción de energías renovables. Además de ser una empresa pionera en el sector a nivel mundial, es española, así como la mayoría de su accionariado. Creo firmemente que las energías renovables son claves para proporcionar mayor independencia energética, avanzar en la lucha contra el cambio climático y favorecer la creación de nuevas oportunidades industriales. Son tecnologías seguras, competitivas y proveedoras de riqueza autóctona, por lo que son palanca esencial para el desarrollo sostenible. Además, al tratarse de recursos inagotables, la posibilidad de inversión pudiera ser perpetua, en la teoría; no obstante, motivos medioambientales (fauna, paisaje) y regulatorios, cuestionan dicha perpetuidad en la práctica.

En 2023 la COP28² se comprometió a duplicar la eficiencia energética y triplicar la capacidad instalada mundial de energía renovable hasta 11.000 GW en 2030, compromiso que implica pasar de una tasa de crecimiento actual del 6% actual a una ambiciosa tasa del 17% de crecimiento anual compuesto en el periodo 2024-2030. Para ello, se requiere duplicar los esfuerzos actuales y añadir al menos 1.000 GW de capacidad instalada en cada año del periodo.

Finalmente, este ejercicio de valoración requiere comprender los diferentes parámetros de productividad e inversión de las diferentes tecnologías, así como los diferentes elementos y factores que intervienen en la formación de los precios de venta de la energía (incluyendo marcos regulatorios). Y me permite poner en práctica las metodologías de valoración absolutas, como el DFC⁴ y las relativas (múltiplos implícitos en transacciones relevantes (por sector y proximidad temporal) o en la cotización diaria de compañías comparables)

² COP28 (Conference of Parties): vigésimo octava reunión oficial de las partes de la Convención Marco de las Naciones Unidas sobre el Cambio Climático encargada de defender a la población de cualquier peligro meteorológico o climático (Naciones Unidas, 2023)

⁴ DFC: Descuento de flujos de caja

1.2. Objetivos

Este trabajo de valoración de Acciona Energía tiene por objeto aproximar su valor inherente o fundamental.

En el ejercicio de valoración he tratado de agregar y filtrar documentación que me permita identificar la capacidad que tiene una empresa para generar flujos de caja futuros y ofrecer rendimientos sostenibles. Para ello, he evaluado numerosas medidas financieras y operativas, en el contexto de sus perspectivas de crecimiento, ajustadas por consideraciones de riesgo. Esta información es la que entiendo como fundamental para la toma de decisiones por parte de los órganos de gestión de la compañía, y esencial en el desarrollo de los planes estratégicos.

Reviste interés contrastar nuestras proyecciones con las de los analistas bursátiles, así como las valoraciones que resulten de nuestro ejercicio con el valor prevalente en mercado, en el bien entendido de que la cotización diaria de los valores puede no guardar correlación estricta con su valor inherente (aproximado por analistas e inversores con complejos modelos de valoración), pues puede estar afectada por otros factores momentáneos, ya sean posiciones técnicas bajistas (que presionarán a la baja la cotización), ya rumores de toma de control (que redundarán en especulación alcista sobre la cotización).

1.3. Metodología

Para poder acometer este trabajo, seguiremos dos líneas de investigación, una primera de carácter cualitativo, consistente en analizar el comportamiento histórico de la empresa, además del contexto macroeconómico y los marcos regulatorios y normativos a los que está sujeta. También, analizaremos informes sobre el sector energético, además de las publicaciones de resultados y presentaciones realizadas por la propia empresa.

Por otro lado, la línea cuantitativa, que se basará en el empleo de las tres metodologías más generalizadas en los departamentos de M&A⁵: el DFC⁶, los múltiplos implícitos en transacciones precedentes y los múltiplos explícitos en cotizadas comparables, que posteriormente desarrollaré.

Para asegurarnos de la corrección de este enfoque, hemos consultado trabajos de valoración recientes de empresas similares como el realizado para Cox Energy en el Folleto de Admisión a

⁵ M&A (Mergers and Acquisitions): Según BBVA, el M&A consiste en “resolver los problemas corporativos de las empresas y aportar ideas encaminadas a generar valor para los accionistas”. (Martínez, 2018)

⁶ DFC: Descuento de flujos de caja

negociación en BME Growth, o en la reciente Oferta Pública de Adquisición de Acciones de OPDEnergy. También hemos revisado multitud de notas de análisis bursátiles de 2021 (iniciaciones de cobertura) y 2024 (revisión de resultados 2023 y Outlook 2024) publicadas por varios bancos de inversión (JP Morgan, Bank of America, Barclays, Berenberg, etc.) .

Dichas metodologías son las siguientes:

a. Descuento de Flujos de Caja

El método del Descuento de flujos de caja (DFC) consiste en proyectar los flujos de caja futuros de una compañía, y descontarlos a valor presente mediante una tasa que aproxime el coste de capital de la empresa en cuestión. Esa tasa pondera los distintos retornos exigibles a las diferentes partes de la estructura de capital (Deuda y Fondos Propios). En inglés: WACC⁷.

Dado que las empresas cotizadas, para evitar contenciosos legales por parte de los inversores, no comparten sus proyecciones financieras detalladas a medio y largo plazo, hemos comparado las que resultan de nuestra proyección con las estimaciones consenso de la comunidad de analistas. Los analistas proyectan un crecimiento de la cartera de proyectos actual en función de su (i) experiencia en el mercado; (ii) sus expectativas de probabilidad de los desarrollos menos avanzados; y (iii) contratos y/o acuerdos firmados con terceros.

Considero que el DFC es el método más adecuado para determinar el valor inherente de una empresa, pues parte de un análisis prospectivo del negocio (incluyendo la estrategia operativa estimada a futuro), y se encuentra menos afectado que otros métodos, por las condiciones de volatilidad del mercado de valores.

b. Transacciones Precedentes

El método de las transacciones precedentes es uno de los métodos mayormente aceptados de la valoración relativa, puesto que consiste en el extenso análisis del precio que se está pagando en el mercado por compañías semejantes a la que es objeto de análisis (The Power Business School, 2021). Estos criterios varían en función del sector que se pretenda analizar, y sirven como indicativos del valor atribuido a tus actividades por el mercado.

⁷ WACC (Weighted Average Cost of Capital): “El WACC es una tasa de descuento, la cual nos permite valorar en el momento actual los flujos de caja futuros esperados.” (Inesem, 2023)

A pesar de lo habitual del método, al no valorar las actividades inherentes de la compañía puede no captar adecuadamente el valor real de la compañía . Además, una de las características del método es que, dado que para la adquisición de una mayoría de acciones de una compañía hay que incluir una prima de control, el precio comparado reflejará una sobrevaloración de la compañía.

c. Comparables cotizadas

Similar al método anterior, este método basa sus resultados con la comparativa frente a los demás participantes del mercado. En este caso, se identifican una serie de compañías cotizadas comparables, y sus magnitudes financieras más relevantes. La capitalización actual de la compañía, ajustada por su estructura de capital, implica unos multiplicadores a esas magnitudes financieras más relevantes. Dichos múltiplos, se aplican para valorar la compañía en cuestión.

En el método de los comparables cotizados, al menos se calculan múltiplos sobre magnitudes financieras a 12 y 24 meses, reflejando parte del crecimiento futuro inherente a una empresa con desarrollos pendientes.

2. Sector energético

2.2 Contexto mundial

Números informes realizados por la IEA (World Energy Outlook, 2023; World Energy Investment, 2023) comentan que el contexto macroeconómico mundial se encuentra en un estado de volatilidad elevado, sometido a un flujo constante de cambios inesperados. Así se ha cumplido recientemente el segundo aniversario de la invasión de Ucrania por parte de Rusia, sin esperanza de solución próxima, y pasan ya seis meses de la incursión del ejército israelí en el territorio palestino de Gaza. Dicho contexto geopolítico redundante en una incesante inflación, por subida de los precios de materias primas y/o alteración de las rutas logísticas habituales, y, por ende, en políticas monetarias que se traducen en el encarecimiento de la deuda pública y privada. Esta volatilidad pone de manifiesto la necesidad de un mercado de energía más seguro y estable (IEA, 2024).

Según la Agencia Internacional de la Energía⁸, el objetivo asumido en la COP28⁹ (recientemente celebrada en Dubai) consiste en triplicar la capacidad de generación de energía renovable en todo el mundo antes de 2030. En los próximos cinco años se conseguirán los siguientes hitos:

- En 2024, la energía generada por las tecnologías eólica y solar fotovoltaica será más que la generada por tecnologías hidráulicas.
- En 2025, la energía generada por fuentes renovables superará a la generada por carbón.
- La energía producida por reacción nuclear será menor que la producida por tecnología eólica en 2025, y menor que la solar-fotovoltaica en 2026
- Para 2028, el 42% de toda la energía eléctrica a nivel global será de fuentes renovables.

Las principales razones detrás de este cambio de mentalidad son: la seguridad energética y las estrategias industriales sostenibles (IEA, 2023)

⁹COP28 (Conference of parties): vigésimo-octava reunión oficial de las partes de la Convención Marco de las Naciones Unidas sobre el Cambio Climático encargada de defender a la población de cualquier peligro meteorológico o climático (Naciones Unidas, 2023)

El año 2023 supone el vigésimo segundo año consecutivo en el que la nueva capacidad renovable marca récords. Con un crecimiento interanual del 50%, el más rápido en tres décadas, se han superado los 500 GW instalados en todo el mundo (IEA, 2023).

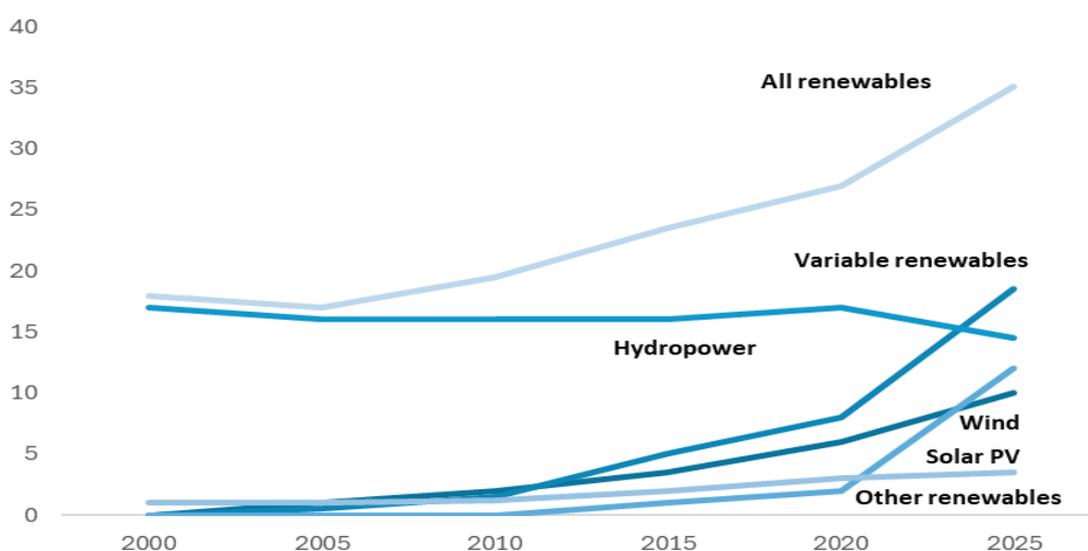
Los objetivos de emisiones netas cero ya se han asumido durante 2023 por países que representan el 92% del PIB mundial. Esos países explican el 88% de las emisiones globales y el 89% de la población mundial, según la Universidad de Oxford. (Bunting et al., 2023).

El contexto mundial pues se puede resumir en estos epígrafes:

- Impulso sin precedentes hacia la descarbonización del sector público
- Rápido crecimiento de la electrificación
- Nuevas tecnologías de flexibilidad y respaldo (almacenamiento de energía)
- Expansión del hidrógeno verde

La agencia anuncia que según la expectativa de STEPS¹⁰ para 2030, se espera que las energías renovables representen un 80% de la generación energética, además se espera que la tecnología solar fotovoltaica genere más de la mitad de esta nueva cifra (IEA, 2023). A esto, los expertos de la agencia añaden que, debido a la naturaleza competitiva y versátil de la energía solar, la predicción de crecimiento es aún mayor de lo que se presume en el escenario STEPS. Y añade, que llegaría a una capacidad generativa de más del doble (1200 GW) que lo establecido (500 GW) (IEA, 2023).

Gráfico 1: Evolución de la capacidad instalada (GW) de las energías renovables



Fuente: IEA, 2023

¹⁰ STEPS (Stated Policies Scenarios): Políticas y procedimientos para guiar al público sobre la progresión del sistema energético (IEA, 2023)

Mercado español

El sistema español, con 110 GW de potencia instalada, cuenta ya con un 60% de la misma en tecnologías renovables, y es el segundo país europeo por capacidad instalada en tecnologías renovables, según Redeia (2023) (otrora Red Eléctrica de España)¹¹.

En cuanto al balance de generación por tipo de energía, el mismo informe apunta que la generación renovable en el sistema eléctrico nacional en 2022 se ha reducido un 4,0 % y su participación en el mix nacional ha sido del 42% frente al 47% en 2021. El año 2022 estuvo marcado por un fuerte descenso de la producción hidráulica llegando a valores mínimos históricos pero que a su vez registró máximos de producción eólica y solar fotovoltaica. Esos porcentajes de contribución renovable a la energía eléctrica producida son superiores a los de la media de la UE (40% en 2022, y 39% en 2021).

¹¹ Informe Sistema Eléctrico 2022, marzo 2023. En los próximos días está prevista la presentación del ISE 2023, que también revisaremos.

3. Acciona Energía

3.1 Conceptualización

3.1.1 Historia de la compañía

La compañía se estableció como una sociedad limitada a finales de la década de los 2000, pero lleva operando en el sector más de 30 años, como parte de Grupo Acciona. Tras la instalación de plantas hidroeléctricas en 1990, la compañía se expandió, penetrando en el mercado de la energía eólica y posteriormente (2001) con la construcción de una planta solar, en el mercado de la energía fotovoltaica.

No obstante, el verdadero salto para convertirse en un referente en el mercado se dio mediante un periodo de crecimiento inorgánico de la compañía:

- Adquisición en 2003 de EHN (Energías Hidroeléctricas de Navarra) por c. €800m (que contaba con 724 MW de capacidad instalada, 58 MW bajo construcción y más de un 1 GW en cartera de proyectos),
- La incorporación de CESA (536 MW de capacidad instalada, 138 MW bajo construcción y +4 GW en cartera de proyectos) en 2006 y
- La compra en 2008 de los activos de hidro y renovables de Endesa (>2 GW de activos renovables, mayoritariamente hidráulicos).

Acciona Energía se convirtió en la primera compañía en firmar un acuerdo de PPA¹² para energías renovables como destaca Berenberg (9 de agosto de 2021). En la primera década de este siglo, la compañía multiplicó por 8 la capacidad instalada (hasta 8.211 MW).

Durante el período comprendido entre 2012 y 2016, la expansión de la empresa se vio ralentizada debido a la implementación de diversas leyes por parte del gobierno español que desincentivaron el crecimiento general del sector. En ese lapso, la empresa vendió sus activos en Corea del Sur, Alemania y Grecia. A pesar de estos desafíos, logró asegurar una inversión de 417 millones de euros por parte KKR¹³ a cambio del 33,33% de AEI, Acciona Energía Internacional (subsidiaria centrada en inversiones fuera de España).

¹² PPA (Power Purchase Agreement): “es un acuerdo a largo plazo entre un promotor de energías renovables y un consumidor para la compra de energía” (Iberdrola,s.f.)

¹³ KKR (Kohlberg Kravis Roberts): “es una gestora de fondos de inversión alternativos; líder a escala mundial” (KKR, s.f.)

3.1.2 Salida a bolsa y accionariado

Acciona Energía concluyó en julio de 2021 su OPV¹⁴ institucional global (abarcando inversores domésticos e internacionales, con un perfil QIB¹⁵). Las acciones ofertadas fueron un 15% del capital. También se otorgó una opción de sobre-adjudicación (conocida como “*green shoe*”) a los bancos colocadores del 2,25% de las acciones de la compañía (el 15% del tamaño de la colocación), con lo que al final del periodo de estabilización, el porcentaje del capital adjudicado a los accionistas institucionales fue del 17,25%. Acciona S.A. mantenía la propiedad del 82.75% restante.

Tras 11 meses desde el inicio de cotización¹⁶, la compañía fue admitida al índice IBEX 35¹⁷ por el Comité Asesor Técnico del Ibex 35 (Press Release Acciona Energía, 2022).

En agosto de 2023, Acciona Energía anuncia el comienzo de un programa de recompra de acciones de hasta el 1.5% del capital social.

Actualmente en la CNMV, Acciona S.A, tiene reportada una participación del 82,632% del capital. Y un inversor institucional extranjero, Millenium Group Management, un 1,097%.

Acciona, S.A., accionista de referencia de Acciona Energía, está controlada por varios vehículos de inversión últimamente controlados por distintas ramas de la familia Entrecanales.

3.1.3 Situación actual

En 2023 el Grupo aceleró notablemente su ritmo de crecimiento de acuerdo con sus objetivos estratégicos, instalando 1.7 GW de nueva capacidad, lo que supone un máximo histórico. La producción consolidada creció un 9,0% respecto al 2022. El entorno operativo mejoró sustancialmente con respecto al 2022, con la normalización de la cadena de suministro global.

¹⁴ OPV: Oferta pública de adquisición. “*Son operaciones que se realizan cuando un propietario de un gran volumen de acciones de una empresa desea vender ese paquete accionarial*” (El economista)

¹⁵ QIB o Qualified institutional buyers, o Compradores Institucionales calificados

¹⁶ Cotizar: “*implica que un activo financiero esté admitido a negociación en un mercado bursátil, es decir, que los inversores puedan negociar con él.*” (Ismael de la Cruz, 2024)

¹⁷ IBEX 35: “*El IBEX 35 es el índice bursátil de referencia de la bolsa española, y mide el comportamiento conjunto de las 35 empresas más negociadas (...), entre aquellas que cotizan en el Sistema de Interconexión Bursátil Electrónico (SIBE) en las cuatro bolsas españolas (Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia).*” (Banco Santander)

Los resultados del Grupo en 2023 reflejan la progresiva normalización de los precios energéticos, particularmente en España, siendo estos aún superiores a los esperados precrisis energética. Las coberturas de precio, la producción de los nuevos activos puestos en funcionamiento, y el crecimiento de los resultados en el área Internacional, han contribuido a mitigar el impacto de los precios realizados muy inferiores a los de 2022. En España, la bajada de precios del pool se ha visto acrecentada por la modificación extemporánea de los parámetros retributivos para el semiperiodo regulatorio 2023-25, llevada a cabo en Julio de 2023.

La cifra de negocios del Grupo en 2023 se sitúa en €3.547 millones, con ingresos de Generación de €1.851 millones y otros ingresos de €1.696 millones que corresponden principalmente a la Comercialización en España y Portugal. El EBITDA del periodo se situó en €1.285 millones, fundamentalmente por el negocio de Generación. El Beneficio Neto Atribuible alcanzó los €524 millones (Cuenta de Resultados de Acciona Energía, 2023).

3.1.4 Modelo de negocio.

El modelo de negocio de Acciona Energía aspira a un nivel de excelencia operativa durante el proceso completo de oferta de energía. Dicho modelo de negocio está dividido en cuatro etapas:

Desarrollo de negocio

Acciona Energía busca crecimiento orgánico a través de una mezcla de ventajas tecnológicas que ofrece una empresa global junto con un enfoque multi-local. Acciona Energía reconoce que dos de sus principales razones de éxito radica en gestionar adecuadamente las complejidades locales para obtener permisos y autorizaciones, además de su enfoque a largo plazo con las entidades que otorgan dichos permisos y autorizaciones.

José Garrido, analista de JP Morgan, destaca que esta combinación proporciona numerosos beneficios para Acciona Energía, y que está totalmente respaldada por la incorporación de consideraciones ESG¹⁸ en las operaciones y prácticas de gestión de riesgos de la empresa. Acciona Energía hace hincapié en la importancia de la gestión de riesgos e incorpora a todos los departamentos en el desarrollo de los marcos de riesgo de los proyectos. (Garrido, 2021).

Ingeniería, contratación y construcción

Esta área garantiza un volumen adecuado que permita a la empresa duplicar su capacidad en 5 años, manteniendo al mismo tiempo la calidad y el rendimiento. Acciona Energía prioriza el

¹⁸ ESG: Environment, Sustainability and Governance

suministro de activos de alta calidad para reducir el LCOE¹⁹ de las plantas durante todo su ciclo de vida. Para ello, el gran equipo de ingeniería y construcción del grupo controla rigurosamente a los contratistas para optimizar los procesos de construcción que se subcontratan a muchos contratistas. (Garrido, 2021).

O&M y mantenimiento de activos

El analista de JP Morgan nos cuenta que debido a la política de “activos de por vida” de Acciona Energía, el mantenimiento continuo de los activos es particularmente importante. Además, ensalza la gran coordinación que tienen con los centros locales gracias al CECOER²⁰. La disponibilidad de sus activos para generar energía, un 99% para las plantas fotovoltaicas y un 98% para las eólicas, solo ejemplifican la maestría para el mantenimiento de las operaciones de la compañía. Además, este gran control se debe a varias razones como:

- a. Su experiencia de >30 años
- b. Su conocimiento de las tecnologías
- c. La digitalización completa de las operaciones (Garrido, 2021).

Energy Management

Como última parte del modelo de negocio, el analista ha señalado que este departamento juega un papel crucial en reducir los perfiles de riesgo de la compañía. Su estrategia se centra en ofrecer energía de forma estructurada, usar su experiencia como evidencia de sus capacidades y ofrecer una cartera de productos variada que le permita crecer en los distintos mercados.

3.2 Portfolio de la compañía

Acciona Energía es considerada por muchos una de las compañías más versátiles del sector, capaz de acceder y operar en todos los rincones del mercado. Destaco este comentario del analista de BofA²¹ en 2021, “*Acciona Energía ofrece una combinación poco común de escala, amplia experiencia en desarrollo, diversificación entre tecnologías y regiones, y una oferta de O&M y PPA líder en el mercado*” (Bisztyga et al., 2021). Acciona Energía, con presencia operativa

¹⁹ LCOE: “es una metodología estándar para calcular el coste por kilovatio hora para cada tipología de generación eléctrica” (Caja de Ingenieros, 2022)

²⁰ CECOER: Centro de Control Centralizado

²¹ BofA. Bank of America

en 16 países, se encuentra entre los seis mayores promotores de energías renovables cotizados de Europa.

Gracias a su gran experiencia y conocimiento del sector, Acciona Energía es uno de los mayores referentes energéticos. Para el analista de Mirabaud, la compañía española ha sabido crecer de manera orgánica (instalación del primer parque eólico en 1995), igual que ha demostrado su habilidad estratégica con el crecimiento a partir de fusiones y adquisiciones (EHN, CESA, EÓLICA, Endesa, etc.) (Navarro, 2021).

Además, la compañía española con su plan de crecimiento preveía crecer cerca de un 100% hasta llegar a 20 GW de capacidad instalada en 2025, y tiene como objetivo alcanzar una capacidad instalada de 30 GW para el año 2030 (Fisher et al., 2021). Los analistas determinan que el continuo crecimiento de la compañía en los próximos años se deberá a proyectos que ya están bajo desarrollo o “asegurados”, en combinación con proyectos que Acciona Energía considera visibles (Fisher et al., 2021).

3.2.1 Desglose por productos

A continuación, nos adentraremos más a fondo en los productos y servicios que ofrece Acciona Energía. La siguiente tabla recoge las capacidades instaladas a diciembre de 2023, segregada en tres grandes segmentos tecnológicos. También, encontramos el mix de energía eléctrica generada.

Tabla 1: Capacidad instalada y producción de las tecnologías de ANE

| Tecnología | MW | | GWh | |
|--------------|---------------|----------|---------------|----------|
| | Instalados | % | Producidos | % |
| Eólico | 8.126 | 69% | 16.081 | 76% |
| SolarPV | 1.460 | 12% | 2.901 | 14% |
| Otras | 2.284 | 19% | 2.049 | 10% |
| Total | 11.870 | 1 | 21.031 | 1 |

Fuente: Acciona Energía, 2023

Como se aprecia en la tabla, las tecnologías predominantes de la compañía son la energía eólica y solar, sus dos mayores fuentes de energía. Acciona Energía es capaz de operar y gestionar otras tecnologías, visto en su experiencia con la tecnología solar fotovoltaica a través de su planta original con más de 18 años; también visto en la hidroeléctrica, en la que opera activos con vida

útil de más de 100 años; también con la solar térmica, que lleva operando más de 14 años en EEUU; y finalmente, en la biomasa, con la que lleva operando más de dos décadas (Navarro, 2021).

Aparte de su prolífica eficacia en la producción de electricidad, otra de las prioridades de Acciona Energía es el desarrollo parques cada vez más eficientes. Según IRENA²² (2023) la energía eólica terrestre es víctima del mayor descenso de precios en cualquier energía, *y es principalmente donde ANE se ha posicionado*” (Navarro, 2021)

Según el informe anual de IRENA (2023) el LCOE medio ponderado mundial de la energía eólica terrestre ha descendido agudamente desde 2010 hasta 2022. En concreto, ha pasado de ser el doble de caro (aproximadamente un 95%) que el precio más barato de los combustibles fósiles, a tener un LCOE medio 52% más barato que el precio de cualquier solución basada en combustibles fósiles. Por otro lado, la energía solar fotovoltaica ha sido la que mayor corrección ha experimentado en cuanto al precio de esta, con una caída mayor que la eólica. Según el informe, como previamente, la caída del precio se ha medido en base a la relatividad con aquel del combustible fósil más barato en 2010, el precio solar era un 710% mayor durante ese periodo. En el año 2022, tras la medida de ambos precios, se aprecia que la energía solar fotovoltaica se ha convertido en un 29% más barata que esta solución fósil (IRENA, 2023).

Sin embargo, los financieros consideran la dependencia de pocas tecnologías puede resultar en una estrategia arriesgada, ya que depende de varios factores incontrolables, por eso Acciona Energía planea diversificar las tecnologías de producción con el objetivo de minimizar los riesgos de explotación y dar respuesta a aquellos peligros meteorológicos. Los analistas ponen de ejemplo la actual situación de reducida producción eólica, y advierten que la compañía hará frente al problema mediante la reducción de la dependencia de la capacidad eólica, transformando su contribución actual del 79% al 65% en 2025 (Fisher et al., 2021)

Aparte de los segmentos tecnológicos ya mencionados, Acciona Energía sigue en su línea de innovación y desarrollo, y se está encargando de crear nuevas tecnologías: proyectos de hidrógeno verde, eólica offshore, servicios de “energy as a service²³”, etc. (Acciona Energía, 2023)

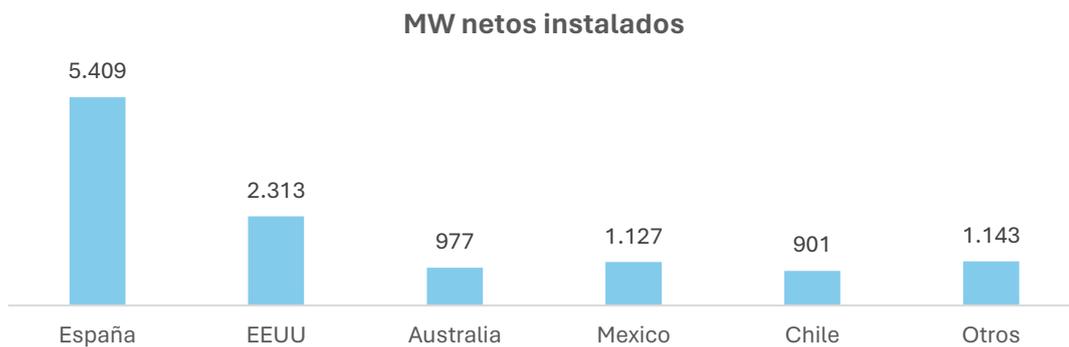
²² International Renewable producers Association o Agencia Internacional de Energías Renovables.

²³ Energy as a service: es un modelo de negocio que involucra modelos de eficiencia energética y gestión de la demanda (Enel, s.f.)

3.2.2 Desglose por países

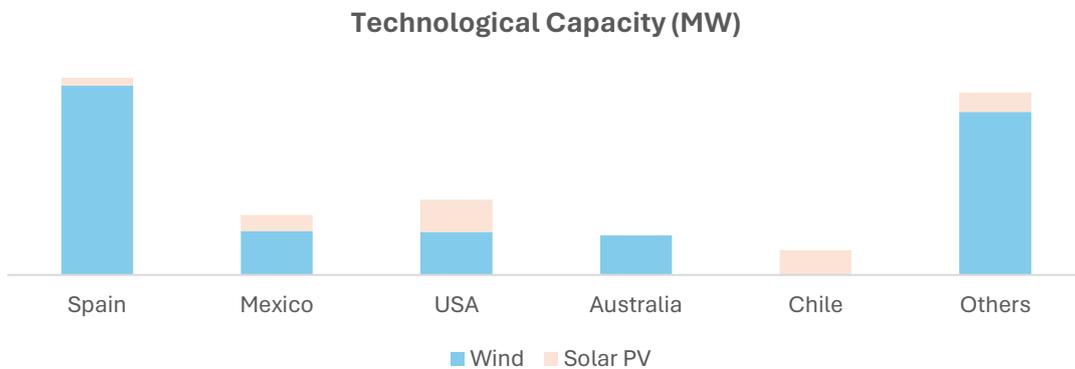
A pesar de que su posición más significativa se encuentra en España, la compañía lleva más de 20 años operando internacionalmente. La experiencia acumulada en territorios extranjeros la coloca en una posición ventajosa de cara al aprovechamiento de transiciones energéticas en países de la OCDE²⁴.

Gráfico 2: Capacidad instalada de cada país en diciembre 2023



Fuente: presentación de resultados Acciona Energía, 2023

Gráfico 3: Proporción de la cantidad de capacidad instalada de cada energía por país



Fuente: Presentación de resultados Acciona Energía, 2023

En el momento de la salida a bolsa, Acciona Energía compartió con analistas e inversores cómo preveían que evolucionaría el porcentaje de contribución relativo de las energías renovables en los mercados que había identificado como prioritarios para su estrategia.

²⁴ OCDE: Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico

Tabla 2: Evolución contribución renovables, por país, 2020-30

| % | Representado por Renovables en dicho país | Esperado Renovables en dicho país |
|------------------|---|-----------------------------------|
| | (2020) | (2030) |
| EEUU | 15% | 28% |
| Australia | 26% | 45% |
| España | 37% | 68% |
| México | 10% | 22% |
| Chile | 26% | 45% |

Fuente: Acciona Energía Folleto OPV, Junio 2021

España

A finales del ejercicio de 2023, Acciona Energía poseía un total de 5.409 MW netos de capacidad instalada en total, 5.839 brutos, es decir, asumiendo la inexistencia de socios en los proyectos. Y como se puede apreciar, es con diferencia, el mayor pilar de la energía de la compañía, aunque esto se pretende cambiar en un futuro.

Tabla 3: Desglose de la capacidad instalada por energía en España

| España | MW Instalados | % |
|---------------|----------------------|-------------|
| Eólico | 4.263 | 79% |
| Hidro | 868 | 16% |
| Solar | 219 | 4% |
| Biomasa | 59 | 1% |
| Total | 5.409 | 100% |

Fuente: Acciona Energía, 2023

Teniendo en cuenta los datos proporcionados por la empresa del año 2023, vemos que 4.263 MW netos pertenecen a la energía eólica española, que representa un 79% de la total suministrada por el país; 868 MW de energía hidroeléctrica (con la que empezó la compañía); sorprendentemente, solo 219 MW de la energía solar, siendo está más importante en los demás países; y por último, el 1% restante, equivalente a 59 MW, perteneciente a la biomasa (Acciona Energía, 2023)

Añaden los de JP Morgan que aparte de los 5.409MW instalados, Acciona Energía posee otros 402 MW en desarrollo y 1,3GW en tramitación de gran visibilidad (Garrido & Mahbubani, 2021)

Estados Unidos

A diciembre de 2023, Estados Unidos es el segundo país con mayor facturación en el área internacional (sólo después de México). No obstante, en los últimos dos años las inversiones acumuladas en Estados Unidos superan los 1.500 millones de euros, que reflejan el 57% de todas las inversiones realizadas en el extranjero, y el 52% de todas las inversiones del grupo

Tabla 4: Desglose de la capacidad instalada por energía en EEUU

| EEUU | MW Instalados netos | % |
|---------------------------|---------------------|-------------|
| Eólica | 848 | 41% |
| Solar PV y termoeléctrica | 1.227 | 59% |
| Total | 2.075 | 100% |

Fuente: Acciona Energía, 2023

Destaca la única presencia termoeléctrica (64 MW consolidados, 48 MW netos) del grupo en todo el mundo.

México

México se presenta como uno de los países más atractivos en este mercado de energías renovables. Las nuevas subastas eléctricas impulsarán la inversión sostenible lo que, ligado a las excelentes condiciones meteorológicas, convertirá a México en uno de los países óptimos para la inversión en proyectos “verdes” (Gobierno de México, 2018)

Tabla 6: Desglose de la capacidad instalada por energía en México

| Mexico | MW Instalados | % |
|--------------|---------------|-------------|
| Eólica | 1.076 | 73% |
| Fotovoltaica | 405 | 27% |
| Total | 1.481 | 100% |

Fuente: Acciona Energía, 2023

México es el segundo país con más capacidad instalada de Acciona Energía con un total de 1.481 MW, que se separan en un 73% en energía eólica (1.076 MW) y un 27% en energía fotovoltaica

(405 MW). No obstante, las inversiones agregadas en el periodo 2022-23 no han superado los 20 millones de euros.

Además, la compañía posee 217 MW en desarrollo y también cuenta con 555 MW en su portfolio de productos de alta visibilidad (Garrido & Mahbubani,2021).

Australia

Australia sólo representa un 2% de la energía total de la compañía, y tan sólo opera con tecnología eólica (592 MW instalados). No obstante, Acciona Energía propugna que se hallan en ese mercado con el objetivo de mantener y proteger el medio ambiente, además de impulsar campañas educativas, mejorar el bienestar social y promover la construcción de mejores infraestructuras (Acciona Energía, s.f.)

Tabla 5: Desglose de la capacidad instalada por energía en Australia

| Australia | MW Instalados | % |
|------------------|----------------------|-------------|
| Eólica | 977 | 100% |
| Total | 977 | 100% |

Fuente: Acciona Energía, 2023

Además, la compañía posee 1.081 MW en desarrollo y también cuenta con 1.459 MW en su portfolio de productos de alta visibilidad (Garrido & Mahbubani, 2021). Se prevé que el país Australiano sea una de las claves para el crecimiento orgánico de la compañía.

Chile

Tabla 6: Desglose de la capacidad instalada por energía en Chile

| Chile | MW Instalados | % |
|--------------|----------------------|-------------|
| Eólica | 312 | 34% |
| Fotovoltaica | 610 | 66% |
| Total | 922 | 100% |

Fuente: Acciona Energía, 2023

Chile es una de las claves para la compañía en cuanto a energía fotovoltaica, siendo una de las que más capacidad instalada tiene (610). Y no sólo eso, sino que es de las pocas que tiene más

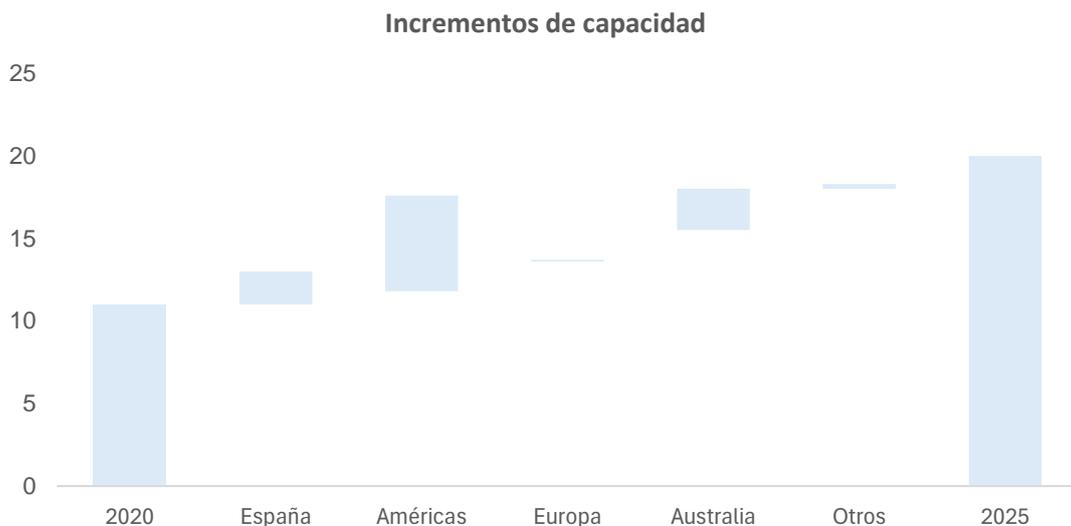
capacidad instalada solar que eólica (la fotovoltaica representa un 66% del total de la energía instalada).

Además, la compañía posee 209 MW en desarrollo y también cuenta con otros 457 MW en tramitación (Garrido & Mahbubani, 2021)

3.2.3 Opciones de crecimiento

Desde Berenberg consideran que hasta 2025, los puntos de crecimiento estratégicos serán los países de Australia y Estados Unidos, que crecerán equitativamente en las tecnologías tanto eólica como solar fotovoltaica. Este crecimiento geográfico y tecnológico aumentarán la capacidad instalada relativa del país americano para 2025, que logrará alcanzar a España en la cantidad de capacidad instalada. La otra forma que alterará la cartera de productos es la estimación sobre el crecimiento de la energía solar fotovoltaica, que se predice que crecerá de un 11% a un 30% de la capacidad total anual (Fisher et al., 2021)

Gráfico 4: Incrementos esperados de capacidad durante el período 2020-25, por país



Fuente: Acciona Energía, 2023

El objetivo inicial de Acciona Energía era llegar a 30 GW de capacidad instalada para 2030. Aparte de la introducción de nuevas tecnologías y de la diversificación de los lugares con operación, Acciona Energía cuenta *“con proyectos en su pipeline de desarrollo avanzado (9,8GW), muchos de los cuales pueden situarse en el periodo posterior a 2025 en términos de entrega. Además, se han identificado otros 13 GW de capacidad, para los que la empresa ha iniciado un análisis preliminar a fin de evaluar la viabilidad de su ejecución.* (Fisher et al., 2021)

Acciona Energía sigue investigando y planteando la existencia de nuevas posibilidades para aumentar la capacidad. En concreto, la compañía ha identificado 15GW en oportunidades, que incluyen:

- 9 GW de crecimiento inorgánico (fusiones y adquisiciones), que se encuentran en fase de análisis
- 2,7 GW posibles con el desarrollo de tecnologías renovables alternativas como la eólica marina, la hidroeléctrica de bombeo ESTC²⁵ y biomasa. (Fisher et al., 2021)
- *“3,2 GW de proyectos elegibles para la financiación Nextgen de la UE, incluido el almacenamiento en baterías, la energía solar flotante, la energía fotovoltaica para el riego, la energía fotovoltaica para la hibridación de activos eólicos existentes y el autoconsumo industrial; y*
- *+0,5 GW de electrolizadores de hidrógeno”* (Fisher et al., 2021)

Estas últimas oportunidades identificadas, no forman parte del plan estratégico ni de los objetivos de capacidad de Acciona Energía, sin embargo, son clasificadas como oportunidades de crecimiento disponibles para la empresa, pero no forman parte de la cartera de proyectos visibles de Acciona Energía (Fisher et al., 2021)

²⁵ ESTC (Energía Solar Térmica de Concentración): *“producen calor o electricidad mediante el uso de cientos de espejos que concentran los rayos del sol a unas temperaturas que oscilan entre 400 y 1.000 °C”* (DR. Christoph Richter, 2009)

4. Marco normativo y regulatorio

En este apartado, trataremos sobre los marcos normativos y regulatorios que afectan el crecimiento de Acciona, en los diferentes países. Desde las diferentes facilidades a nuevas inversiones como la determinación del precio de la energía producida.

4.1 España

Resulta fundamental hacer mención del cambio normativo producido con la aprobación del Real Decreto Ley 9/2013²⁶, el cual establecía una compensación económica de apoyo a las energías renovables españolas (con carácter subsidiario) con el objetivo de ayudar a las empresas del sector a cubrir los gastos en instalaciones junto con las inversiones realizadas en la producción de la energía (CapEx). Además de fijar un precio por cada MWh, que logre compensar a las empresas por los costes de la explotación con los ingresos generados por ventas a precio de mercado (Garrido & Mahbubani,2021)

Asimismo, las plantas de producción son compensadas a lo largo de su vida regulatoria según tres factores: (i) los ingresos que generan tras la venta de electricidad al mercado general, (ii) sus gastos operativos normales y (iii) el valor de la inversión inicial en la planta. Estas compensaciones económicas tienen como objetivo habilitar a las energías renovables a competir en el mercado, y, además, conseguir una rentabilidad razonable.

En segundo lugar, destacamos el Real Decreto Ley 17/2019²⁷, que aborda la extinción del uso de las plantas de producción a partir de carbón (en torno a 5GW), dando la oportunidad a las nuevas plantas renovables para cubrir la capacidad.

En 2019 se establece un permiso especial para que el grupo de empresas sujetas al antiguo régimen de compensación, que son aptas para mantener la misma tasa de rendimiento (7,398%) hasta el año 2031. Además, dispone que iniciado el periodo desde 2020, aproximadamente el 55% de la producción eléctrica del grupo en España estará sujeta a retribución regulada, mientras que el resto será retribuido a partir del libre mercado eléctrico. Estas medidas fueron tomadas por temor a un cambio en la tendencia de la inversión causada por la incertidumbre en

²⁶ Real Decreto Ley 9/2013: *por el que se adoptan medidas urgentes para garantizar la estabilidad financiera del sistema eléctrico*

²⁷ Real Decreto Ley 17/2019 *por el que se adoptan medidas urgentes para la necesaria adaptación de parámetros retributivos que afectan al sistema eléctrico y por el que se da respuesta al proceso de cese de actividad de centrales térmicas de generación.*

los retornos de las inversiones. Esta desaceleración de la inversión impediría a España llegar a los objetivos fijados en relación con reducir las emisiones de carbono.

El grupo está también sujeto a la ley 15/2012²⁸, que implementa un impuesto dirigido a la sostenibilidad de la energía. Dicha ley, obliga a pagar un impuesto (IVA²⁹) de aproximadamente un 7% a todas las instalaciones situadas en el país, impuesto sobre los ingresos generados con la venta de la electricidad al público. Esta medida fue impuesta a modo de coste de operación (OPEX³⁰) en el cálculo de la tasa interna de retorno del 7.398%. Además, el grupo está obligado a abonar una tasa específica por la generación de electricidad en aguas continentales.

También cabe destacar, el impuesto especial conocido como el 'gas clawback', "*Un acuerdo de devolución de impuestos es un acuerdo por el que los beneficios fiscales recibidos de una determinada empresa se reinvierten en la misma para cubrir déficits de tesorería.*" (Investopedia, 2021). Y cabe destacar esta regulación debido a la modificación realizada por el Real Decreto Ley del 23/2021 en el "*el nuevo RDL ha introducido la exención de los volúmenes cubiertos del mecanismo de recuperación del gas*" (Porta, 2021)

Con fecha 27 de diciembre de 2022 se publicó la Ley 38/2022 que establece gravámenes temporales en el sector energético y bancario. Dicho gravamen, aplicable para los ejercicios 2022 y 2023, consiste en el 1,2% del Importe Neto de la Cifra de Negocios obtenida en el ejercicio inmediatamente anterior y para la actividad que desarrollen en España, excluyendo el importe correspondiente a actividades reguladas. Los obligados al pago son los operadores principales en los sectores energéticos

4.2 Estados Unidos

En algunos estados, existe la política conocida como "Renewable Portfolio Standard", una regulación que dicta la obligación de tener una cantidad mínima de la energía que sea suministrada ha de ser proveniente de las renovables. Estos porcentajes pueden alternar dependiendo del estado en el que se opere. Según la National Conference of State Legislatures³¹

²⁸ Ley 15/2012 de *medidas fiscales para la sostenibilidad eléctrica*

²⁹ IVA: Impuesto por valor añadido

³⁰OPEX: "*El opex (gastos operativos) es, para la mayoría de las empresas, necesario para el buen funcionamiento del negocio*" (César Martínez, 2022)

³¹ National Conference of State Legislatures (NCSL): entidad reguladora cuya misión es promover la eficacia, independencia e integridad de los órganos legislativos y fomentar la cooperación interestatal y facilitar el intercambio de información entre ellos.

(2021) en gran parte de los estados con un RPS³² vigente, se ha determinado que al menos un 40% de la energía suministrada provenga de fuentes renovables. En contraste a este impulso, la reciente legislación ha impulsado la instauración de una serie de requisitos para la energía completamente renovable. Con las miradas puestas en periodos entre 2030 y 2050, 15 de los estados, más Puerto Rico y Guam, han fijado objetivos que implican la posesión de una cartera 100% renovable. En cambio, las Islas Vírgenes y otros cinco estados, tienen objetivos más moderados, requiriendo hasta un 50% o más de energías limpias.

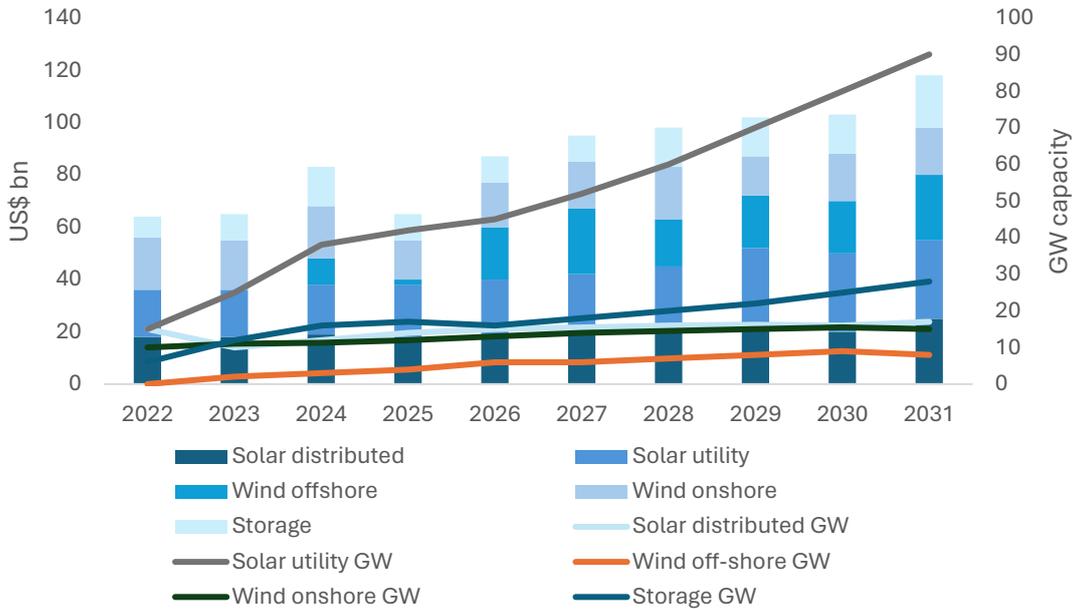
Durante la presidencia de Trump, se establecieron los PTCs (Production Tax Credit), que impulsaban la producción de energía mediante las reducciones de las tasas de impuestos pagados durante los 10 primeros años, la reducción calculada a partir de los MWh producidos por las compañías y ajustada por el IPC³³ de cada año. Además, el Congreso aprobó un 30% de ITC (Investment Tax Credit) para la aplicación en los proyectos de energía solar. (Garrido & Mahbubani,2021)

Recientemente el presidente Joe Biden, ha impulsado una nueva ley de regulación para fomentar la inversión en la energía renovable en el país. Esta nueva ley ofrece dos tipos de créditos por apostar por esta nueva forma. En primer lugar, se oferta un crédito fiscal, conocido como *créditos a la producción de fabricación avanzada* (AMPC), con el objetivo de compensar la fabricación local de equipos renovables. Del mismo modo, esta nueva ley motiva a los promotores de las energías renovables a adquirir equipos de producción nacional, promocionando un crédito fiscal adicional por cumplir las indicaciones impuestas por los Requisitos Domésticos de Contenido (DCR) (Roca, 2023). Además, dicha ley pretende impulsar la inversión del país en las fuentes de energía renovables con el objetivo de reducir las emisiones de carbono. Según Wood Mackenzie, se espera un aumento desde los 64.000 millones de dólares en 2022, hasta 114.000 millones de dólares en 2031 (Roca, 2023).

³² RPS: Estándar de Cartera Renovable. “*El programa establece requisitos de adquisición de energía renovable en continuo aumento para las entidades de servicio de carga del estado*” (Gobierno de California, 2023)

³³ IPC: Índice de Precios de Consumo

Gráfico 5: Inversión y capacidad añadida en renovables por año en EEUU



Fuente: Wood Mckenzie, s.f.

Las previsiones de Wood Mackenzie para la inversión en el país son alcistas, gracias a los incentivos fiscales y a los subsidios. (Wood Mckenzie, enero de 2023 “What the Inflation reduction Act means for US renewables manufacturers”).

Por otro lado, existe otro beneficio fiscal vinculado a la posibilidad de que el propietario del parque eólico se beneficie de la amortización acelerada de la mayoría de los bienes de capital (Modified Accelerated Cost Recovery), que puede dar lugar a un periodo medio de amortización de cinco años. Esta medida se implantó con el fin de atraer inversión en activos de larga vida útil, con el aumento de ahorros con el recorte de impuestos. (Corporate Finance Institute, s.f.)

4.3 Otras geografías

a) Australia

En junio de 2015, el parlamento Australiano promulgó el “Renewable Energy (Electricity) Amendment Bill 2015” con el objetivo de fijar una meta de unos 33,000 GWh generados por fuentes de energía renovable y sostenible, mientras que buscaba la reducción de emisiones de sustancias dañinas para el medio ambiente. Este marco regulatorio está amparado por el Ente Regulador de la Energía Limpia (Clean Energy Regulator). Esta ley pretende por tanto, impulsar

la producción y el suministro de energía limpia como reducir las emisiones de carbono. (Power, 2015)

b) Chile

Semejante al caso de Australia, la medida tomada por las autoridades chilenas fue la de establecer una norma de uso mínimo de las fuentes de energía renovables, en este caso, establecieron que para 2025, del total de la energía chilena, un mínimo del 20% debía provenir de Energías Renovables no Convencionales (Energías Renovables, El Periodismo De Las Energías Limpias, 2013)

Como medida auxiliar, el gobierno promulgó la ley 20/25 (*Ley de fomento a las energías renovables no convencionales*, que establece una meta de 20% de participación de las energías renovables no convencionales en 2025). En dicha ley se introduce la idea de subastas anuales para firmar contratos a largo plazo con compañías de distribución eléctrica.

Según relatan los analistas de JP Morgan, la tensión social que estalló en el año de 2019 propició nuevas medidas por el gobierno, que se vio obligado a tomar nuevas decisiones. Una de ellas fue la congelación de los precios de la electricidad a partir de los métodos transitorios de estabilización de las tarifas para aquellos sujetos a la Ley 21185 del 2/11/2019. (Garrido & Mahbubani, 2021). Para compensar a los operadores, el gobierno propone una devolución en forma de compensación por la congelación de las tarifas.

C) México

En 2013, se produce un cambio drástico en las dinámicas competitivas del sector energético mexicano, invitando y aceptando la entrada de una participación mayor de las empresas privadas, lo que redundó en un aumento de la inversión en las energías renovables. Se llegó a duplicar la capacidad instalada y se marcaron precios mínimos de energía, entre la proveniente de parques solares y eólicos.

Cabe destacar que las empresas privadas, a pesar de penetrar en el mercado, siguen estando reguladas por el CENACE. La publicación de la Ley de la Industria Eléctrica (LIE) alteró por completo el mercado nacional con dos medidas:

- a) La creación de un mercado eléctrico mayorista regulado por el Centro Nacional de Control de Energía (CENACE) y cuyos precios se fijarán en función de los costes incurridos por la producción de la energía.

- b) En segundo lugar, las compañías se ven obligadas a cumplir una serie de normas impuestas por los Certificados de Energías Limpias (CELs) (Garrido & Mahbubani, 2021).

A modo de complemento, en el mercado se incluirán subastas para la obtención de contratos de electricidad de larga y corta duración. Dichas subastas tendrán en cuenta características como la capacidad energética, los CELs y el poder de generación de las centrales. Los contratos firmados antes de esta nueva regulación (previos a 2018), serán permitidos a seguir operando como antaño.

En Octubre de 2019, el gobierno de México publicó un acuerdo que cambiaba las directrices que establecían las normas de calificación para la entrega de certificados CELs, dando así prioridad a las plantas de la Comisión Federal Eléctrica (CFE) *“Se modifican las fracciones I y II, del numeral 4, primer párrafo, de los Lineamientos que establecen los criterios para el otorgamiento de Certificados de Energías Limpias y los requisitos para su adquisición, publicados en el Diario Oficial de la Federación el 31 de octubre de 2014, para quedar como sigue:*

“4. Tendrán derecho a recibir CEL por un período de hasta por veinte años los Generadores Limpios que representan a:

I. Las Centrales Eléctricas Limpias que hayan entrado en operación con posterioridad al 11 de agosto de 2014.

II. Las Centrales Eléctricas Legadas, previstas en la Ley de la Industria Eléctrica que generen energía eléctrica a partir de fuentes de Energías Limpias.

III. ...” (Secretaría de Energía, 2019)

A pesar de revocar la medida regulatoria, los problemas continuaron en la industria, ya que la Comisión Federal Eléctrica podía prolongar su producción de certificados, reduciendo las demandas de estos, y a la vez presionando para empujar los precios hacia abajo. Estas circunstancias, perjudicaban seriamente a las predicciones de ingresos que tenían las empresas.

En el año 2020, se publicaron nuevas políticas como la *“Policy on the Reliability, Continuity and Quality of the National Electric System”* que otorgaban prioridad a los sistemas utilizados por las autoridades gubernamentales (Aranda et al., 2020). Finalmente, tras las críticas de las nuevas normas, y con la ayuda de la Comisión de Competencia Económica (COFECE), estas nuevas propuestas fueron suspendidas y rechazadas (Honorable Congreso de la Unión, 2022).

En 2021 (actualizada en 2022) la Secretaría General publica la nueva ley de la Industria Eléctrica, en la cual otorga el poder absoluto a las entidades regulatorias, entidades que optan por una

mayor cantidad de producción más barata, que por la calidad de las energías limpias (Honorable Congreso de la Unión, 2022). En el artículo 4 de la ley, el último apartado establece que el suministro eléctrico es de bien público y para ello, debe *“Ofrecer energía eléctrica, potencia y Servicios Conexos al Mercado Eléctrico Mayorista basado en los costos de producción unitarios conforme a las Reglas del Mercado, garantizando, en primera instancia, los Contratos de Cobertura Eléctrica con Compromiso de Entrega Física y, en segundo término, el suministro de energías limpias, entregando dichos productos al Sistema Eléctrico Nacional cuando sea técnicamente factible, sujeto a las instrucciones del CENACE”* (Honorable Congreso de la Unión, 2022).

5. Análisis DAFO

El análisis DAFO se encarga de identificar aquellas características que pueden suponer una **Debilidad, Amenaza, Fortaleza u Oportunidad** para el funcionamiento de una empresa. Es un método que recolecta las ideas esenciales del análisis, y que es crucial para crear estrategias que defiendan a la compañía de sus debilidades, alerten de las amenazas, impulsen las fortalezas y hagan uso de las oportunidades que se brindan (IEBS, 2022). Para el caso de Acciona Energía, hemos seleccionado información de diversos analistas bursátiles.

Debilidades

1. La edad media ponderada de la cartera instalada es de 14 años, muy elevada. Así el 94% de la capacidad eólica en España lleva instalada más de 10 años y en torno al 40% de los activos eólicos de otras zonas geográficas muestran idéntica vida útil.
2. Reducida exposición a países emergentes con mucho potencial de crecimiento, en particular Egipto, India y Sudáfrica
3. Muchos contratos PPA³⁴, y la exposición de ANE a los precios fluctuantes del mercado
4. La actividad de comercialización (casi la mitad de los ingresos) no genera rentabilidad.

Amenazas

1. Pendiente decreciente de la curva de rendimiento. Las nuevas inversiones tienen una rentabilidad menor que las anteriores.
2. Retrasos de proyectos o interrupciones de la producción.
3. Deflación a medio plazo en el precio de la energía en mercado. Que impacta a Acciona Energía en los activos que instala con riesgo-merchant y también a aquellos cuyo PPA termina
4. Inflación de los costes en la cadena de suministro para Acciona Energía y sus proveedores (especialmente los productores de turbina)
5. En la actualidad, más del 90% de la capacidad instalada de las ANE se encuentra en terrenos que no son de su propiedad (alquilados). La duración media restante de los contratos de arrendamiento vigentes es de 18 años. Si se fueran a extender, las condiciones de arrendamiento pueden ser peores

³⁴ PPA o Power Purchasing Agreement: acuerdos o contratos de compraventa de energía a medio y largo plazo entre un desarrollador renovable y un consumidor industrial.

6. Endeudamiento elevado y creciente (crecimiento esperado de la deuda de un 2.3x ND/Adj EBITDA en 2021 a un 4.0x en 2025)
7. Presión en retornos debido a la competencia de actores existentes y nuevos actores (en especial en el precio de licitación de nuevos PPAs)
8. Volatilidad en divisa. AE se está denominada en "hard currencies" (USD, EUR, AUD) y tan sólo el 14% de su actividad se cifra en monedas emergentes. No obstante oscilaciones en el cambio EUR-USD puede tener consecuencias perjudiciales

Fortalezas

1. Objetivo de 20 GW de 2025 cubierto por una cartera de proyectos visible
2. Largo historial de operaciones con éxito durante más de 30 años
3. Ratio de apalancamiento por debajo de 3x ND/Adj. EBITDA a finales de 2023
4. Enfoque industrial de "activos para toda la vida" de Acciona Energía ya sea de repotenciación (*repowering*, sustitución de turbinas viejas por turbinas más potentes y versátiles) o hibridación (agregación de nuevas tecnologías a activos ya existentes. Así añadir placas solares en la base de turbinas eólicas, optimizando la capacidad de evacuación de energía).
5. La empresa opera en países con posibilidades de expansión, lo que se traduce en economías de escala y en la capacidad de negociar mejores condiciones con los proveedores
6. Su diversificación de productos (eólica, hidro, Solar...) y su presencia en varios países de la OECD (España, Estados Unidos, etc.)
7. El 80% de la electricidad se comercializa mediante contratos de suministro a largo plazo, con escasa exposición a la volatilidad de los precios de mercado.

Oportunidades

1. Plan estratégico respaldado por una cartera de proyectos confiable (19GW, de los que 3GW están en construcción)
2. Capacidad de ampliar la vida útil de los activos (de 20 a 40 años) dado que los activos están situados en localizaciones óptimas, con factores de carga altos y operaciones eficientes
3. Innovación tecnológica y capacidad industrial, actualmente estudiando Hidrógeno Verde y offshore wind
4. Posible hibridación de tecnologías fotovoltaicas y eólicas (la oportunidad según estimaciones de los gestores se cifra en 2.4 GW para España y 5 GW internacional)

6. Metodologías de valoración

6.1 Descuento de Flujos de Caja

El método del Descuento de flujos de caja (DFC) consiste en proyectar los flujos de caja futuros de una compañía, y descontarlos a valor presente mediante una tasa que aproxime el coste de capital de la empresa en cuestión. Esa tasa pondera los distintos retornos exigibles a las diferentes partes de la estructura de capital (Deuda y Fondos Propios). En inglés: WACC³⁵.

Dado que las empresas cotizadas, en evitación de contenciosos legales por parte de los inversores, no comparten sus proyecciones financieras detalladas ni a medio ni a largo plazo, hemos comparado las que resultan de nuestra proyección con las estimaciones consenso de la comunidad de analistas. Los analistas proyectan un crecimiento de la cartera de proyectos actual en función de su (i) experiencia en el mercado; (ii) sus expectativas de probabilidad de los desarrollos menos avanzados; y (iii) contratos y/o acuerdos firmados con terceros.

Pienso que el DFC es el método más adecuado para determinar el valor inherente de una empresa, pues parte de un análisis prospectivo del negocio (incluyendo la estrategia operativa estimada a futuro), y se encuentra menos afectado que otros métodos, por las condiciones de volatilidad del mercado de valores (múltiplos de cotizadas comparables) o por consideraciones estratégicas que muevan a consolidación sectorial (múltiplos transacciones comparables).

6.1.1 Coste medio ponderado de capital, WACC

El WACC se calcula ponderando los rendimientos exigidos tanto para la deuda como para los fondos propios invertidos, en proporción a los porcentajes estimados de los mismos en una estructura de capital esperada. Es decir, para calcular el WACC, hay que estimar coste de deuda y coste de fondos propios. Como quiera que Acciona Energía opera en distintas geografías, hemos estimado las tasas de descuento apropiadas para cada una de las áreas geográficas (hemos segregado para el análisis España vs EEUU vs Resto del Mundo), en función de diferentes tasas impositivas y primas de riesgo país.

³⁵ WACC (Weighted Average Cost of Capital): “El WACC es una tasa de descuento, la cual nos permite valorar en el momento actual los flujos de caja futuros esperados.” (Inesem, 2023)

6.1.1.1 Coste de los fondos propios

Nos basamos en el Capital Asset Pricing Model (CAPM), que, de acuerdo con expertos financieros, es un método objetivo para identificar las expectativas de rendimiento del mercado (Estrategias de Inversión, s.f.). La tasa de rendimiento se estima como la tasa libre de riesgo más una prima de riesgo de mercado esperada adicional que se multiplica por la beta de la industria; la beta refleja la sensibilidad del precio de las acciones de una empresa a los movimientos del mercado de valores en su conjunto. Además, la tasa del CAPM se ajusta mediante una prima de riesgo/país.

Fórmula:

$$K_e = R_f + CRP + \beta \times (R_m - R_f)$$

- **Rf: Tasa libre de riesgo**
- **CRP: Prima de riesgo país**
- **B: riesgo sistemático**
- **(Rm – Rf): Prima de riesgo del mercado**

6.1.1.2 Beta

La beta es una función de la relación esperada entre el rendimiento de un valor individual y el rendimiento de la cartera de mercado general (Kroll Advisory, 2024). Se toman las betas no apalancadas (también llamadas betas de activos) de cada una de las empresas comparables. La beta no apalancada es aquella que tendría una empresa con solo fondos propios. La fórmula HAMADA³⁶ ha sido usada para desapalancar la beta de las compañías comparables.

Según la teoría del CAPM, la beta es un concepto prospectivo que ilustra la variabilidad de la rentabilidad de un valor individual frente al esperado por el mercado. En vez de recurrir a betas históricas, hemos utilizado betas de MSCI³⁷ Barra que se calculan “a futuro” según un modelo multifactorial.

La ecuación de HAMADA es un modelo financiero que ayuda a valorar el riesgo asociado con el apalancamiento financiero. Tiene en cuenta el riesgo comercial, el riesgo financiero y la tasa

³⁶ HAMADA: La fórmula obtiene el nombre del desarrollador de la misma Robert Hamada, exdecano de la Escuela de Negocios Booth de la Universidad de Chicago. La fórmula se utiliza para conocer el apalancamiento financiero de la empresa.

³⁷ MSCI: Morgan Stanley Capital International adquirió Barra Inc., consultora especializada en modelos estocásticos y econométricos, en 2004

impositiva de la empresa para determinar el riesgo general de la estructura de capital de una empresa.

Fórmula HAMADA:

$$\beta_u = \beta_L / [1 + (1-t) * (W_d / W_e)]$$

- **β_u : Beta desapalancada**
- **β_L : Beta apalancada**
- **(1-t): Descuento del tipo impositivo**
- **(W_d / W_e): Peso de la deuda en la estructura de capital de la empresa**

Beta, el primer componente de la ecuación HAMADA, mide la sensibilidad de los rendimientos de una acción a los cambios del mercado general; así, una beta de 1 indica que el precio de la acción se mueve en línea con el mercado, y una beta >1, sugiere mayor volatilidad con el mercado. La beta no apalancada representa el riesgo inherente de las operaciones de la empresa sin tener en cuenta su estructura de capital. Por ejemplo, en una empresa con una beta no apalancada de 1,2, si el mercado experimenta un aumento del 10%, se esperaría que las acciones aumentarían un 12%. Por el contrario, si el mercado cayese un 10%, se esperaría que la acción cayese en un 12%

El segundo componente de la ecuación es la relación deuda-capital, que mide la proporción de la financiación de una empresa que proviene de deuda (vs capital). Una relación deuda-capital más alta indica mayor apalancamiento financiero o mayor dependencia de fondos cogidos a préstamo. Por ejemplo, una empresa con relación deuda-capital de 0,5 significa que por cada euro de capital, la empresa tiene 50 céntimos de capital prestado. Esto indica menor riesgo financiero que una empresa con relación deuda-capital de 2 (Faster Capital, 2024).

El tercer componente de la ecuación es la tasa impositiva, que representa la proporción de los beneficios de una empresa que se paga en impuestos. Como quiera que los pagos de intereses de la deuda son deducibles de los impuestos, la tasa impositiva reduce el coste de financiación y el riesgo general asociado al apalancamiento financiero (Faster Capital, 2024).

El cuarto componente de la ecuación es el coste de la deuda, que representa la tasa de interés que paga una empresa sobre su deuda pendiente. Ese coste de la deuda está influenciado por varios factores, como la solvencia crediticia de la empresa, las tasas de interés vigentes en el mercado y la duración de la deuda. (Faster Capital, 2024)

La mediana de las betas prospectiva es **0.45**. La mediana de las betas desapalancadas (*unlevered*) se vuelve a apalancar (*levered*) considerando el apalancamiento promedio del grupo de comparables, basándonos una vez más en la fórmula de HAMADA.

6.1.1.3 Coste de la deuda

Es el retorno que un inversor debería exigir por encima de la tasa libre de riesgo. Una tasa libre de riesgo es el retorno disponible de un valor que el mercado considera libre de riesgo de impago. El coste de la deuda será el coste promedio de financiación a largo plazo de la empresa.

Como tasa libre de riesgo para España hemos considerado el rendimiento del bono a 10 años, para EEUU el bono del gobierno americano a 10 años, al igual que para el resto de las geografías.

Agregaremos para todos los países que no son Estados Unidos, una prima de riesgo país; así, para España será la diferencia entre una tasa de retorno actual del bono español frente al bono alemán. Para el resto de los países hemos añadido un **4.5%** a la tasa libre del bono americano.

El coste promedio en el balance 2023 de Acciona Energía es un **4.7%** y parece razonable mantenerlo por el compromiso de estabilidad financiera anunciado por el equipo gestor en la locución de resultados de 2023.

Fórmula

$$K_d = (RR + Spread) \times (1-t)$$

- **Kd: Coste de la deuda**
- **RR: Tasa de referencia para la deuda**
- **T: tipo impositivo**

Apalancamiento

La estructura optima de capital suele referenciarse con la estructura de capital observada en el mercado. En este sentido hemos observado que, para compañías de este tamaño, un **40%** de deuda sobre capital es el promedio.

Hemos asumido un 40% pues hemos de acomodar un periodo de desarrollo y estabilización de las operaciones desde que se incurre el compromiso de inversión (es decir, los parques tardan unos años en estar a pleno rendimiento, desde que se inicia la obra civil y se incurren los primeros pagos de equipos). El modelo arroja flujos de caja negativos en los primeros 4 años de nuestra proyección.

Hemos realizado una comprobación a partir de datos reales: a 31 de diciembre de 2023, la capitalización bursátil de Acciona Energía es de €9.072 millones y la deuda financiera neta ajustada, a la misma fecha, es €3.823 millones, lo que implica un ratio del **42%**

Tipo impositivo

Los tipos impositivos aplicados se basan en tipos de impuestos de sociedades aplicables en la actualidad, para España un **25%**, para Estados Unidos un **28%** y para el resto de geografías, un **30%**

Prima de riesgo de mercado (ERP)

Se define como el retorno adicional sobre el retorno esperado en los valores libres de riesgo. Nuestra estimación de la prima de riesgo del mercado es **5.5%** (en línea con la ERP estimada por Kroll para la valoración de OPDE).

Tabla 7: Cálculo del WACC por geografía

| | España | EEUU | RoW |
|---|---------------|--------------|--------------|
| Beta desapalancada | 0.41 | 0.41 | 0,41 |
| Deuda / Capital | 60.0% | 60.0% | 60.0% |
| Fondos propios / Capital | 40.0% | 40.0% | 40.0% |
| Tipo impositivo | 25.0% | 28.0% | 28.0% |
| Beta reapalancada | 0.87 | 0.85 | 0,84 |
| Coste de los fondos propios | | | |
| Tasa libre de riesgo | 3.0% | 4.5% | 4,5% |
| Prima de riesgo país | 1.4% | 0.0% | 1,7% |
| Tasa de referencia local | 4.4% | 4.5% | 6,2% |
| Beta reapalancada | 0.87 | 0.85 | 0,84 |
| Prima de riesgo de mercado | 5.5% | 5.5% | 5,5% |
| Coste de los fondos propios | 9.1% | 9.2% | 11,0% |
| Coste de la deuda | | | |
| Tasa de referencia | 3.0% | 4.5% | 4,0% |
| Spread de la deuda | 2.5% | 2.0% | 2,7% |
| Retorno requerido sobre la deuda | 5.5% | 6.5% | 6,7% |
| Tipo Impositivo | 25% | 28.0% | 30,0% |
| Coste de la deuda después de impuestos | 4.2% | 4.7% | 4,7% |
| WACC | | | |
| Retorno ponderado de la deuda | 2.5% | 2.8% | 2,8% |
| Retorno ponderado de los fondos propios | 3.7% | 3.7% | 4,3% |
| WACC estimado | 6.15% | 6.48% | 7,1% |
| WACC (redondeado) | 6.10% | 6.50% | 7,0% |

Fuente: Kroll Advisory, 2024

6.1.2 Magnitudes operativas y financieras. Parámetros de crecimiento

Para simplificar la proyección de flujos de caja futuros, pero poder afinar las variables diferentes, hemos decidido segmentar el negocio de Acciona Energía en tres geografías (España, EEUU, Resto del Mundo) y tres tecnologías (Eólica, Solar-fotovoltaica o Solar-PV y Otras). En total tendremos 9 segmentos.

Capacidad

A partir de la capacidad instalada en 2023 hemos asumido un crecimiento de la misma hasta 2030, y la inversión necesaria para acometer dicho crecimiento. Las asunciones varían en función de los segmentos mencionados.

Tabla 8: Capacidad instalada desglosada en 9 segmentos seleccionados

| Capacidad | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| España | 5.796 | 5.838 | 6.475 | 6.854 | 7.358 | 7.905 | 8.501 | 9.152 | 9.862 |
| Eólica | 4.681 | 4.682 | 5.000 | 5.300 | 5.618 | 5.955 | 6.312 | 6.691 | 7.093 |
| Solar | 186 | 227 | 500 | 530 | 562 | 596 | 631 | 669 | 709 |
| Otros | 929 | 929 | 975 | 1.024 | 1.178 | 1.355 | 1.558 | 1.791 | 2.060 |
| EEUU | 1.316 | 1.312 | 1.763 | 1.939 | 2.133 | 2.347 | 2.581 | 2.839 | 3.123 |
| Eólica | 1.062 | 1.058 | 1.354 | 1.489 | 1.638 | 1.802 | 1.982 | 2.181 | 2.399 |
| Solar | 64 | 64 | 200 | 220 | 242 | 266 | 293 | 322 | 354 |
| Otros | 190 | 190 | 209 | 230 | 253 | 278 | 306 | 337 | 370 |
| RoW | 4.714 | 6.372 | 7.054 | 7.478 | 7.926 | 8.402 | 8.906 | 9.440 | 10.007 |
| Eólica | 3.038 | 3.647 | 3.866 | 4.098 | 4.344 | 4.604 | 4.881 | 5.173 | 5.484 |
| Solar | 1.676 | 2.725 | 2.889 | 3.062 | 3.246 | 3.440 | 3.647 | 3.865 | 4.097 |
| Otros | 0 | 0 | 300 | 318 | 337 | 357 | 379 | 401 | 426 |
| Total | 11.826 | 13.522 | 15.293 | 16.271 | 17.417 | 18.653 | 19.988 | 21.431 | 22.992 |

Fuente: Elaboración propia a partir de los CAGR estimados en base al consenso general

El objetivo de la compañía cuando salió a bolsa en 2021 era alcanzar una capacidad instalada de alrededor de 30 GW en 2030 (3.0x la existente en diciembre 2020). En la reciente presentación de resultados 2023, el equipo gestor ha revisado a la baja esos objetivos de crecimiento y está priorizando la estabilidad en la estructura de capital, hacia la calificación crediticia de *investment grade*. En dicha alocución a los analistas la compañía ha desistido de alcanzar los 20GWs para 2025 y los 30GW en 2030. Ha guiado instalaciones de 1.7GW en 2024 y 0.7 GW ya en construcción para 2025. A partir de 2025, adiciones de capacidad de 1.2-1.5GW.

Nosotros hemos recogido ese *guidance*³⁸ para 2024 y 2025 y luego hemos proyectado crecimientos en línea con el rango bajo hasta 2030.

El crecimiento anual compuesto (CAC) que resulta es del 8% para el periodo 2023-30. Según nuestras proyecciones la energía eólica crece con un CAC³⁹ del 7%, por debajo de la Solar-PV

³⁸ *Guidance*: Orientación en inglés

³⁹ CAC: Crecimiento Anual Compuesto

(8%) y Otras tecnologías (14%) pero seguirá representando la mayor parte de la capacidad instalada al final del periodo (un 65% del total, frente a un 69% en 2023).

Producción

Para estimar la producción, hemos dividido los GWh producidos en 2022 y 2023 por los MW de capacidad instalada del mismo año en cada segmento.

Partiendo de la productividad observada para cada uno de los 9 segmentos, hemos mantenido la productividad de 2023 en nuestra capacidad de 2024, y luego hemos añadido mejoras de eficiencia del 1% anual a todos los segmentos.

Tabla 9: Estimación de la productividad unitaria de cada tecnología

| Productividad por MW | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 |
|-----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| España | | | | | | | | | |
| Eólica | 1,56 | 1,66 | 1,66 | 1,67 | 1,69 | 1,70 | 1,72 | 1,74 | 1,76 |
| Solar | 0,06 | 1,22 | 1,22 | 1,23 | 1,24 | 1,26 | 1,27 | 1,28 | 1,30 |
| Otros | 2,13 | 2,26 | 2,26 | 2,28 | 2,30 | 2,32 | 2,35 | 2,37 | 2,39 |
| Estados Unidos | | | | | | | | | |
| Eólica | 1,87 | 1,78 | 1,78 | 1,80 | 1,81 | 1,83 | 1,85 | 1,87 | 1,89 |
| Solar | 1,45 | 6,63 | 6,63 | 6,69 | 6,76 | 6,83 | 6,89 | 6,96 | 7,03 |
| Otros | 0,00 | 0,49 | 0,49 | 0,49 | 0,50 | 0,50 | 0,51 | 0,51 | 0,52 |
| RoW | | | | | | | | | |
| Eólica | 2,21 | 2,00 | 2,00 | 2,02 | 2,04 | 2,06 | 2,08 | 2,10 | 2,12 |
| Solar | 0,94 | 0,59 | 0,59 | 0,59 | 0,60 | 0,61 | 0,61 | 0,62 | 0,62 |
| Otros | 0 | 0 | 1,30 | 1,31 | 1,33 | 1,34 | 1,35 | 1,37 | 1,38 |
| Total | 1,66 | 1,59 | 1,59 | 1,60 | 1,63 | 1,65 | 1,67 | 1,69 | 1,71 |

Fuente: Elaboración propia, calculada a partir de la producción total partida de los MW instalados en base a los datos proporcionados por Acciona Energía

A continuación, se muestra la proyección de producción (en GWh) para aquellos MW de capacidad instalados.

Tabla 10: Estimación de la producción total (GWh) desglosada en 9 segmentos

| Producción | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| España | 9.278 | 10.147 | 11.113 | 11.840 | 12.888 | 14.044 | 15.322 | 16.736 | 18.304 |
| Eólica | 7.285 | 7.775 | 8.303 | 8.854 | 9.479 | 10.149 | 10.865 | 11.632 | 12.453 |
| Solar | 11 | 277 | 610 | 653 | 699 | 749 | 802 | 858 | 919 |
| Otros | 1.982 | 2.095 | 2.200 | 2.333 | 2.710 | 3.147 | 3.655 | 4.246 | 4.932 |
| EEUU | 2.078 | 2.398 | 3.308 | 3.639 | 4.003 | 4.403 | 4.844 | 5.328 | 5.861 |
| Eólica | 1.985 | 1.881 | 2.407 | 2.674 | 2.971 | 3.301 | 3.668 | 4.075 | 4.527 |
| Solar | 93 | 424 | 1.325 | 1.472 | 1.635 | 1.817 | 2.019 | 2.243 | 2.492 |
| Otros | 0 | 93 | 102 | 114 | 126 | 140 | 156 | 173 | 192 |
| RoW | 8.301 | 8.888 | 10.102 | 10.709 | 11.351 | 12.032 | 12.754 | 13.519 | 14.330 |
| Eólica | 6.724 | 7.287 | 7.724 | 8.270 | 8.853 | 9.478 | 10.148 | 10.864 | 11.631 |
| Solar | 1.577 | 1.601 | 1.697 | 1.817 | 1.945 | 2.082 | 2.229 | 2.387 | 2.555 |
| Otros | 0 | 0 | 390 | 418 | 447 | 479 | 512 | 549 | 587 |
| Total | 19.657 | 21.433 | 24.524 | 26.188 | 28.242 | 30.480 | 32.920 | 35.583 | 38.495 |

Fuente: Elaboración propia a partir de la productividad observada para 2022 y 2023 multiplicada por la capacidad instalada según proyecciones

El crecimiento total en producción es del 9% (CAC). La energía solar estadounidense tiene el mayor CAC (29%) seguido por la energía solar en España (CAC de 10%). No obstante el 2030 el peso de la energía eólica aún representa el 74% de la producción total (vs 79% en 2023)

Precio y ventas

Una vez proyectada la producción, hemos calculado los precios de venta de la energía producida. La asunción del precio en lo reportado históricamente por la compañía, pero proyectado significativamente a la baja a futuro, en línea con los precios de los futuros (*forwards*), observados en Bloomberg. Además, según se incrementa la capacidad instalada de energías renovables en sustitución de capacidad tradicional (combustibles fósiles), se produce una circularidad bajista en el precio medio resultante en mercado. Esos precios decrecientes en mercado resultan en presión a la baja en las renegociaciones, a plazo vencido, de los precios de los contratos mayoristas.

La siguiente tabla recoge los precios realizados por Acciona Energía en 2022 y 2023, según reportados por geografía. Como es consabido, 2022 fue un año especialmente alto para los precios de producción eléctrica por el conflicto ruso-ucraniano.

Tabla 11: Precio medio de por MW calculado por ANE (€ / MWh)

| (€ / MWh) | FY 2022 | FY 2023 | Var. (%) |
|-----------|---------|---------|----------|
| España | 167,6 | 108,9 | -35,02% |
| EEUU | 48,8 | 53,6 | 9,84% |
| Otros | 66 | 66,1 | 0,15% |

Fuente: Acciona Energía, 2023

En la presentación de resultados de 2023, la compañía guio el precio medio para 2024 un 10% por debajo del precio medio realizado en 2022 y 2023 (66 €/MWh). En el modelo hemos bajado el precio medio en España para 2024 en un 20%. Para años posteriores, la reducción anual ha sido del 6% (España y EE.UU.) y del 4% para el Resto del Mundo.

Tabla 12: Evolución de precios 2022-2030

| Precios Realizados | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 |
|--------------------|-------|-------|------|------|------|------|------|------|------|
| España | 167,6 | 108,9 | 87,1 | 81,9 | 77,0 | 72,4 | 68,0 | 63,9 | 60,1 |
| Estados Unidos | 48,8 | 53,6 | 50,4 | 47,4 | 44,5 | 41,8 | 39,3 | 37,0 | 34,8 |
| RoW | 66,0 | 66,1 | 63,5 | 60,9 | 58,5 | 56,1 | 53,9 | 51,7 | 49,7 |

Fuente: Elaboración propia. Estimaciones a partir de los precios realizados por Acciona Energía en 2022 y 2023

Los precios proyectados para cada geografía, multiplicados por la energía producida, nos arroja una cifra de ingresos de Generación hasta 2030. Acciona reporta dos grandes bloques de ingresos. Por un lado, las Ventas de Generación, y por otro las Ventas de la Comercializadora de Energía⁴⁰. Los ingresos de la Actividad Comercializadora se han calculado como un % de los ingresos de generación en función de los importes promedio reportados para 2022 y 2023. Así para España representan un 113% de los ingresos de generación y para la actividad internacional un 62%. Es importante destacar que esta actividad comercializadora no tiene resultado de explotación. Su contribución negativa o positiva a las cuentas del grupo es marginal, a pesar de lo relevante de su contribución a los ingresos totales.

Tabla 13: Evolución y desglose de las ventas (€)

| Ventas | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 |
|--------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| España | 1.555 | 1.105 | 968 | 970 | 992 | 1.016 | 1.042 | 1.070 | 1.100 |
| Estados Unidos | 101 | 129 | 167 | 172 | 178 | 184 | 191 | 197 | 204 |
| Otros | 548 | 587 | 641 | 652 | 664 | 676 | 687 | 699 | 712 |
| Total Ventas Generación | 2.204 | 1.821 | 1.776 | 1.794 | 1.834 | 1.876 | 1.920 | 1.967 | 2.016 |
| Comercialización España | 1.643 | 1.321 | 1.090 | 1.092 | 1.117 | 1.144 | 1.174 | 1.205 | 1.239 |
| Comercialización Internacio | 468 | 375 | 503 | 513 | 524 | 535 | 546 | 558 | 570 |
| Total ventas | 4.315 | 3.517 | 3.369 | 3.399 | 3.475 | 3.555 | 3.640 | 3.729 | 3.824 |

Fuente: Elaboración propia, calculada por la multiplicación de precio y producción proyectados y estimados de la actividad comercializadora proyectada según dada por Acciona Energía

EBITDA

Una vez proyectados los ingresos, hemos proyectado unos gastos de operación en función de los gastos incurridos históricamente.

Hemos calculado el margen EBITDA⁴¹ (EBITDA / Ingresos) de cada geografía, para 2022 y 2023, en función de la información reportada por la compañía. A partir de esos datos de promedio asumimos mejora de márgenes por economías de escala que resultan en unos márgenes 2024 de 35.1% para España, 69.9% para EEUU, y 41.7% para el resto de las geografías. Como antedicho, el margen de España está lastrado por el peso de la actividad de comercialización en

⁴⁰ Informe de Resultados 2023 de Acciona Energía; 29 de febrero de 2024.

⁴¹ Earnings before interests, taxes, depreciation and amortization.

ventas, pero sin beneficio. Para la proyección posterior asumimos mejoras marginales de eficiencia.

Tabla 14: Estimación del EBITDA (€m) y su margen (%)

| EBITDA | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| España | 1253,0 | 736,0 | 722,6 | 744,3 | 782,7 | 827,7 | 875,4 | 910,2 | 947,4 |
| Estados Unidos | 46,0 | 116,0 | 116,6 | 122,3 | 128,2 | 134,8 | 141,7 | 147,5 | 153,5 |
| RoW | 354,0 | 433,0 | 476,8 | 497,5 | 521,3 | 545,8 | 571,1 | 588,3 | 606,0 |
| Total | 1653,0 | 1285,0 | 1316,0 | 1364,2 | 1432,2 | 1508,3 | 1588,1 | 1645,9 | 1706,9 |
| España | 39,2% | 23,0% | 35,1% | 36,1% | 37,1% | 38,3% | 39,5% | 40,0% | 40,5% |
| Estados Unidos | 44,7% | 89,2% | 69,9% | 70,9% | 71,9% | 73,1% | 74,3% | 74,8% | 75,3% |
| RoW | 33,7% | 43,7% | 41,7% | 42,7% | 43,9% | 45,1% | 46,3% | 46,8% | 47,3% |

Fuente: Elaboración propia a partir de estimaciones referenciadas a datos reales aportados por la Acciona Energía en 2022-23

Una vez establecidos los márgenes con la tasa de crecimiento elegida, los hemos multiplicado por los ingresos totales de cada año en cada país ([Ventas por Generación + Comercialización] * Margen EBITDA).

Hemos comparado las proyecciones de Ingresos y EBITDA que resultan de nuestro ejercicio de proyección con las estimadas por el consenso de analistas en el periodo 2024-2027 (por no haber en Factset estimaciones a más largo plazo). Las cantidades son casi idénticas, lo que nos conforta.

Tabla 15: Comparativa de ingresos (€) y de EBITDA (€) entre los valores estimados por el modelo del TFG y los del consenso de bancos

| | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | Suma 24-27 |
|---------------------|-----------|-----------|--------------|-------------|-------------|
| Ingresos (Consenso) | 3.380 | 3.434 | 3.444 | 3.635 | 13.893 |
| Ingresos (TFG) | 3.369 | 3.399 | 3.555 | 3.640 | 13.963 |
| Desviación | 11 | 35 | (111) | (5) | (70) |
| EBITDA (Consenso) | 1.323 | 1.364 | 1.435 | 1.498 | 5.620 |
| EBITDA (TFG) | 1.316 | 1.364 | 1.432 | 1.508 | 5.621 |
| Desviación | 7 | () | 3 | (10) | (1) |

Fuente: Elaboración propia comprando resultados del modelo con el consenso de analistas de Factset

CapEx Expansión

Para proyectar el CapEx⁴², primero hemos asumido un coste unitario (€m) por cada MW instalado en el año 2024, en función de la información histórica de Acciona. Además, se ha usado un índice de deflación para cada segmento geográfico, que reducirá el coste de instalación de los nuevos

⁴² CapEx (Capital Expenditure): Los profesionales financieros dicen que es aquella inversión que se realiza en el activo a largo plazo para el desarrollo de la actividad de la empresa (Lean Finance, s.f)

MW a futuro. En España se ha estimado un decrecimiento del coste por MW del 7% anual, de un 5% en EEUU y un 4% en el resto de los países.

Tabla 16: Evolución del coste incurrido por MW de potencial instalada adicional (€/MW)

| Capex | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 | Inflación |
|---------------|------|------|------|------|------|------|------|-----------|
| España Eólico | 1 | 0,93 | 0,86 | 0,80 | 0,75 | 0,70 | 0,65 | -0,07 |
| España Solar | 0,55 | 0,51 | 0,48 | 0,44 | 0,41 | 0,38 | 0,36 | -0,07 |
| España Otros | 0,7 | 0,65 | 0,61 | 0,56 | 0,52 | 0,49 | 0,45 | -0,07 |
| EEUU Eólico | 1 | 0,95 | 0,90 | 0,86 | 0,81 | 0,77 | 0,74 | -0,05 |
| EEUU Solar | 0,55 | 0,52 | 0,50 | 0,47 | 0,45 | 0,43 | 0,40 | -0,05 |
| EEUU Otros | 0,7 | 0,67 | 0,63 | 0,60 | 0,57 | 0,54 | 0,51 | -0,05 |
| Otros Eólico | 1 | 0,96 | 0,92 | 0,88 | 0,85 | 0,82 | 0,78 | -0,04 |
| Otros Solar | 0,55 | 0,53 | 0,51 | 0,49 | 0,47 | 0,45 | 0,43 | -0,04 |
| Otros otros | 0,7 | 0,67 | 0,65 | 0,62 | 0,59 | 0,57 | 0,55 | -0,04 |

Fuente: Elaboración propia a partir de informes de análisis bursátiles de Acciona Energía

Partiendo del coste unitario de los MW instalados cada año, lo multiplicamos por el incremento de MW instalados de un año al siguiente, según la tabla de capacidad instalada que se incluye más arriba $[(\text{MW instalados (X)} - \text{MW instalados (X-1)}) * \text{Coste Unitario}]$.

Tabla 17: Estimación de la evolución del CapEx Expansión (€)

| Capex | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 |
|-----------------------|--------------|--------------|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| España | 500,7 | 326,1 | 383,2 | 385,5 | 388,4 | 391,8 | 395,7 |
| Eólica | 318,0 | 279,0 | 275,0 | 271,1 | 267,3 | 263,5 | 259,7 |
| Solar | 150,2 | 15,3 | 15,1 | 14,9 | 14,7 | 14,5 | 14,3 |
| Otros | 32,5 | 31,8 | 93,0 | 99,5 | 106,4 | 113,8 | 121,7 |
| Estados Unidos | 500,7 | 333,1 | 399,8 | 410,9 | 422,9 | 435,7 | 449,6 |
| Eólica | 318,0 | 285,0 | 287,0 | 289,0 | 291,0 | 293,1 | 295,1 |
| Solar | 150,2 | 15,7 | 15,8 | 15,9 | 16,0 | 16,1 | 16,2 |
| Otros | 32,5 | 32,4 | 97,1 | 106,0 | 115,8 | 126,6 | 138,3 |
| RoW | 518,7 | 326,3 | 332,0 | 337,9 | 343,8 | 349,9 | 356,0 |
| Eólica | 218,8 | 222,7 | 226,6 | 230,6 | 234,6 | 238,8 | 243,0 |
| Solar | 89,9 | 91,5 | 93,1 | 94,8 | 96,4 | 98,1 | 99,8 |
| Otros | 210,0 | 12,1 | 12,3 | 12,5 | 12,7 | 13,0 | 13,2 |
| Total | 1640 | 2218 | 1520,1 | 985,5 | 1115,0 | 1134,3 | 1155,1 |
| | | | | | | 1177,4 | 1201,4 |

Fuente: Elaboración propia a partir de la multiplicación de capacidad instalada (la tabla 8) y la (tabla 14)

CapEx Mantenimiento

Al CapEx de Expansión le hemos sumado un cargo anual del 12% de las ventas como inversión de mantenimiento.

Tabla 18: Desglose por país del valor del CapEx de mantenimiento (€)

| Capex mantenimiento | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 |
|---------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Capex Mant España | 116,2 | 116,4 | 89,3 | 91,5 | 93,8 | 96,3 | 99,0 |
| Capex Mant EEUU | 20,0 | 20,7 | 16,0 | 16,6 | 17,1 | 17,7 | 18,3 |
| Capex Mant Otros | 76,9 | 78,3 | 59,7 | 60,8 | 61,9 | 63,0 | 64,1 |
| Total | 213,1 | 215,3 | 220,1 | 225,1 | 230,4 | 236,0 | 241,9 |

Fuente: Elaboración propia calculado como el 12% de las ventas del mismo año

CapEX Mantenimiento y Expansión

Hemos comparado la suma de ambos con las estimaciones de CapEx total (Expansión y Mantenimiento) con las estimaciones del consenso de analistas. Observamos una pequeña discrepancia en 2025, pero creemos que la orientación creciente de la compañía sobre 700 MW en 2025 está más alineada con nuestro modelo.

Tabla 19: Comparativa entre CapEx total del TFG frente al del consenso de bancos (€)

| Capex | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | Suma 24-27 |
|-------------------|-------------|------------|-----------|------------|------------|
| Capex (Consenso) | 1.707 | 1.515 | 1.290 | 1.475 | 5.987 |
| Capex (TFG) | 1.733 | 1.201 | 1.280 | 1.303 | 5.517 |
| Desviación | (26) | 314 | 10 | 172 | 470 |

Fuente: Elaboración propia comprando resultados del modelo con el consenso de analistas de Factset

EBIT

Una vez proyectado los EBITDA, deduciremos de ellos una carga de Depreciación y Amortización que derivamos del apunte en las Cuentas de Acciona de 2023 (de 483m de euros)⁴³, al que sumaremos una trigésima parte del CapEx incurrido en 2024. Ese será el cargo de Depreciación y Amortización en 2024. Para 2025 sumaremos al dato implicado para 2024, una trigésima parte del capex incurrido en 2025.

$$DA (n+1) = DA (n) + (1/30) Capex (n+1)$$

La trigésima parte corresponde con la política de amortización de Acciona Energía, que es de 30 años para Parques eólicos y centrales fotovoltaicas⁴⁴

⁴³ Resultados Anuales 2023. La dotación de amortización alcanza 472m de euros y la dotación por deterioro de inmovilizado son 11m.

⁴⁴ Cuentas Anuales Consolidadas 2023 Acciona Energía, pág. 22

Acciona Energía no desglosa la amortización por región, así que vamos a distribuir nuestra estimación en función de la potencia instalada a finales de 2023 para el apunte y luego añadimos la trigésima parte del capex proyectado para cada región

Tabla 20: Estimación del D&A

| D&A | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 |
|--------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| España | 355,0 | 302,31 | 322,87 | 337,62 | 353,37 | 369,27 | 385,34 | 401,61 | 418,10 |
| EEUU | 11,4 | 16,20 | 33,56 | 45,35 | 59,21 | 73,46 | 88,13 | 103,24 | 118,84 |
| RoW | 115,7 | 135,95 | 155,81 | 169,29 | 182,35 | 195,64 | 209,16 | 222,92 | 236,93 |
| Total | 483 | 442 | 512,2 | 552,3 | 594,9 | 638,4 | 682,6 | 727,8 | 773,9 |

Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas anuales Acciona Energía 2023 y sus políticas contables sobre la capacidad instalada proyectada

Una vez estimado el D&A, lo restaremos al EBITDA para obtener el EBIT que nos servirá como base para calcular el NOPAT.

Tabla 21: Proyección del EBIT

| EBIT | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 |
|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| España | 898,0 | 433,7 | 399,8 | 406,7 | 429,3 | 458,4 | 490,0 | 508,6 | 529,3 |
| EEUU | 34,6 | 99,8 | 83,0 | 76,9 | 69,0 | 61,3 | 53,5 | 44,2 | 34,6 |
| RoW | 238,3 | 297,0 | 321,0 | 328,2 | 338,9 | 350,2 | 361,9 | 365,4 | 369,1 |
| Total | 1170,9 | 830,5 | 803,8 | 811,9 | 837,3 | 869,9 | 905,5 | 918,1 | 933,0 |

Fuente: Elaboración propia a partir de la resta del D&A al EBITDA proyectado (tabla 20 y tabla 14)

NOPAT

Tras descontar los impuestos del beneficio bruto [EBIT * (1-t)], obtenemos el NOPAT⁴⁵. Hemos aplicado un tipo impositivo diferente para cada área geográfica: un 25% para España, un 28% y un 30% para el resto de los países.

Tabla 22: Cálculo y proyección del NOPAT

| NOPAT: EBIT x (1-T) | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 |
|---------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| España | 673,5 | 325,3 | 299,8 | 305,0 | 322,0 | 343,8 | 367,5 | 381,4 | 397,0 |
| EEUU | 24,9 | 71,9 | 59,8 | 55,4 | 49,7 | 44,2 | 38,5 | 31,8 | 24,9 |
| RoW | 166,8 | 207,9 | 224,7 | 229,8 | 237,3 | 245,1 | 253,3 | 255,8 | 258,3 |
| Total | 865,2 | 605,1 | 584,3 | 590,2 | 608,9 | 633,1 | 659,4 | 669,0 | 680,3 |

Fuente: Elaboración propia a partir de la multiplicación entre el EBITDA (tabla 14) y las hipótesis de tipo impositivo

⁴⁵ NOPAT: Net operating profit after tax. Beneficio bruto después de impuestos

Variación de capital circulante

La variación de circulante observada en los últimos cuatro años es inferior al 1% de las ventas y con signo cambiante alterno, debido a la volatilidad de los ingresos de Comercialización, Hemos optado por asumir cero variaciones a futuro por la imposibilidad de proyectar de forma coherente, luego no hay impacto en nuestros flujos de caja.

Flujos de Caja 2024-2030, por región

Tabla 23: Proyección de los flujos de caja

| FCF | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 |
|--------------|---------------|----------------|---------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|
| España | 785,5 | 344,6 | 5,8 | 200,2 | 202,9 | 236,1 | 270,7 | 295,0 | 320,3 |
| EEUU | -710,7 | -674,9 | -427,3 | -253,1 | -307,0 | -309,9 | -313,4 | -318,4 | -324,2 |
| RoW | -367,5 | -828,1 | -215,2 | -5,5 | 27,8 | 42,1 | 56,8 | 65,9 | 75,2 |
| Total | -292,7 | -1158,5 | -636,7 | -58,3 | -76,2 | -31,7 | 14,1 | 42,4 | 71,4 |

Fuente: Elaboración propia a partir de las estimaciones de NOPAT (tabla 22) y de CapEx total (tabla 19)

Añadimos a los NOPAT calculado, la D&A (restada anteriormente para aproximar la carga fiscal) y restamos el CapEx. Se observa que durante los primeros 4 años de proyección los flujos de caja son negativos. Lo que resulta en un VAN del periodo inicial de 7 años negativo, normal en empresas con este fuerte ritmo inversor.

Flujo de caja normalizado

No hemos valorado Acciona Energía como la suma del valor asignado a cada uno de los proyectos en operación actualmente o en construcción, sino que nos hemos basado en el principio de empresa en funcionamiento. Así hemos dividido las proyecciones de negocio a futuro en dos periodos

- Inicial o discreto, que abarca 7 ejercicios (2024-2030)
- Final o infinito, mediante un valor terminal que supone que los flujos de caja de la compañía a partir de 2030 continuarán creciendo a una tasa constante (como si fuera una anualidad perpetua)

Creemos que 2030 presenta unas condiciones normales para ser proyectado, salvo para EEUU, donde el flujo de caja está penalizado. Hemos pues asumido 50m de euros para Estados Unidos.

Los analistas de Berenberg, durante el periodo de 2030-2060 proyectan una tasa de crecimiento del 3% (Fisher et al., 2021). Por eso, para capitalizar ese flujo normalizado hemos escogido una tasa de crecimiento nominal (“g”) del 2.5% para España y de un 3% para EEUU y RoW⁴⁶. Es menor

⁴⁶ Row (Resto of the World): Resto del mundo

la tasa estimada para España por la mayor base instalada, al comienzo del periodo de proyección perpetua.

No obstante, hemos sensibilizado nuestro modelo a distintas hipótesis de g (+0.5%/-0.5% el valor central). Esta tasa de crecimiento se la hemos aplicado al flujo de caja normalizado de cada geografía, y finalmente hemos sumado los valores para obtener un flujo de caja de €457.3m.

Tabla 24: Proyección del flujo de caja normalizado para el año 2030

| FCF Normalizado | |
|------------------------|--------------|
| España | 328,3 |
| EEUU | 51,5 |
| RoW | 77,4 |
| Total | 457,3 |

Fuente: Elaboración propia a partir de los flujos de caja de 2030

Valor Terminal

Al valor terminal se puede llegar mediante (a) la proyección a perpetuidad de un flujo de caja normalizado, o (b) aplicando un múltiplo en línea con la valoración del sector al último cash Flow proyectado. Opino que, dada la volatilidad reciente en el sector, el múltiplo no es un método acertado y he optado por la proyección de los flujos de caja a la perpetuidad.

$$VT = \text{VAN} (FC_{n+1} \times (1+g)) / (WACC-g)$$

Tabla 25: Cálculo del Valor Terminal de la compañía

| Valor terminal | |
|-----------------------|-----------------|
| España | 9.120,5 |
| EEUU | 1.471,4 |
| RoW | 1.936,2 |
| Total | 12.528,1 |

Fuente: Elaboración propia capitalizando los flujos de caja normalizados

Enterprise value por Suma de Partes

El valor terminal representativo de cada geografía se suma al FCF normalizado de la misma, obteniendo así el Enterprise Value de cada región. El EV indica el valor intrínseco total de la

compañía, descontado a valor presente mediante los costes medios ponderados de capital (o WACC), que han sido calculados anteriormente en la tabla 7.

Tabla 26: Cálculo del valor empresarial de ANE (€)

| Enterprise Value | |
|------------------|-----------------|
| España | 10.279,7 |
| EEUU | -303,5 |
| RoW | 1.916,4 |
| Total | 11.892,6 |

Fuente: Elaboración propia a partir del valor actual de los flujos de caja 2024-30 sumados al valor terminal

Según nuestro modelo de valoración (valor central, antes de sensibilidades) el Enterprise value de Acciona Energía es €11.892. España representa la mayor parte del valor (87%)

Valor de los fondos propios y de la deuda neta

De cara a calcular el valor de los fondos propios de la empresa a partir del valor de la empresa.

- deduciremos la deuda financiera neta (€3.726m), así como otros pasivos contingentes, provisiones (€199m), e intereses minoritarios (€489m)
- y añadiremos Inversiones por puesta en equivalencia (€289m) y Activos mantenidos para la venta (€262m)

El saldo neto de las deducciones y adiciones antedichas (€3.863m) minorará el valor de empresa, resultando un valor para los fondos propios de €8.029 millones.

Para calcular el precio de cada acción de la compañía dividiremos por las acciones emitidas (324 millones)

- Precio de la acción: $8.029 / 324 = €24,8$ por cada acción

6.2 Transacciones Precedentes

El método de las transacciones precedentes es uno de los métodos mayormente aceptados de la valoración relativa, puesto que estima el valor de la compañía en función del valor satisfecho

por compañías comparables. Para poder filtrar dichas operaciones, debemos tener en cuenta diversos criterios más allá de que sean del mismo sector: localización, criterios financieros, y, sobre todo, el espacio temporal en el que se haya realizado la transacción (Breaking into Wall Street, s.f.).

Dicho esto, este método presenta algunos inconvenientes para hallar el valor inherente de la compañía, pues no tiene en cuenta:

- a. Distinta rentabilidad de la cartera de activos de las empresas adquiridas frente a la empresa a valorar
- b. Distintos marcos legislativos y/o regulatorios de las compañías;
- c. Posible existencia de sinergias para determinado adquirente que se hayan incluido como mayor precio.
- d. Las magnitudes financieras u operativas sobre las que se calcula el múltiplo son las últimas reportadas antes de cerrarse la transacción, con lo que se ignora un crecimiento de aquellos activos en fase de inversión pero pendientes de rendimiento.

6.2.1 Descripción de criterios

Para poder elegir las empresas comparables nos hemos basado en ciertos criterios:

- **Tecnología:** las tecnologías predominantes de Acciona Energía son solar fotovoltaica y eólica; nos hemos guiado por esos parámetros para buscar compañías adquiridas con tecnologías coincidentes
- **Capacidad:** De cara a elegir el múltiplo más indicativo del sector, se ha seleccionado el VE / MW instalado, al ser una variable operativa muy contrastable. Sin embargo, tiene el inconveniente de que todo el crecimiento a futuro no queda valorado. Es decir, el múltiplo pagado por una cartera de activos en operación que no tuviera activos en construcción o desarrollo estaría infravalorando el valor de Acciona Energía
- **Geografía:** Hemos descartado operaciones comparables donde los activos estuvieran en Asia Continental , pues las geografías donde opera Acciona Energía son España, Australia y Américas. Es fundamental entender que no todos los activos son iguales si están sujetos a diferentes dinámicas competitivas y regulatorias.
- **Fecha:** De cara a aislar variables macroeconómicas muy diferentes, hemos optado por acotar la selección de transacciones realizadas en los últimos 3 años.

Las tablas a continuación mostrarán diversos resúmenes acerca de las operaciones marcadas como comparables en los mercados de energía solar fotovoltaica (gráfica 27) y energía eólica (gráfica 29). Compañías que han sido seleccionadas en webs como Mergermarket y Capital IQ, filtrando por sectores determinados (*Renewable Electricity*⁴⁷ o *Construction and Engineering*).

6.2.2 Selección de Comparables

Tabla 27: Transacciones precedentes Solar Fotovoltaica

| | Adquirida | Comprador | Fecha | País | Capacidad | VE (€m) | VE / MW |
|----|---|-------------------------------------|-------|---|-----------|---------|---------|
| 1 | Grenergy Renovables | Allianz Capital Partners | 2023 |  | 297 | 270,6 | 0,91 |
| 2 | Renertia Gestion Solar | ERG | 2023 |  | 25 | 30,4 | 1,22 |
| 3 | 147 MW Laberinto (Bólero) | AES Andes | 2023 |  | 147 | 112,7 | 0,77 |
| 4 | Dolores, Zatumo and Buenaventura Solar Project | Grenergy | 2023 |  | 32,5 | 44,2 | 1,36 |
| 5 | Lightsource | Plenium Partners | 2023 |  | 247 | 300 | 1,21 |
| 6 | Sonnedix Power Holdings Ltd | JP Morgan ; Sonnedix Power Holdings | 2022 |  | 36 | 30 | 0,83 |
| 7 | Aquila Solar Portfolio Investment | Aquila Energy Efficiency Trust | 2022 |  | 17 | 12 | 0,71 |
| 8 | Canoa Solar Park Sale (2022) | Polaris Renewable Energy | 2022 |  | 32 | 20,3 | 0,63 |
| 9 | GreenYellow Brazil 31 MW Solar Portfolio | Albioma | 2022 |  | 31,6 | 43,8 | 1,39 |
| 10 | Ardian | AZA SpA | 2022 |  | 492 | 452 | 0,92 |
| 11 | Solar photovoltaic plant in Plasencia del Monte | Amarenco Solar Ltd | 2022 |  | 15 | 11 | 0,73 |
| 12 | G2 Energía and Apolo Energía Sale | Cemig | 2022 |  | 18,5 | 16,1 | 0,87 |
| 13 | Repsol S.A. | The Renewables Infrastructure Group | 2022 |  | 264 | 239 | 0,91 |
| 14 | Coclé 13,4MW Solar Asset Sale | Polaris Renewable Energy | 2022 |  | 13,4 | 10 | 0,75 |
| 15 | Actividades de Construcción y Servicios | JP Morgan; Sonnedix Power Holdings | 2021 |  | 100 | 100 | 1,00 |
| 16 | Grupo Tec | ERG | 2021 |  | 92 | 96 | 1,04 |
| 17 | X-Elio | China Three Gorges | 2021 |  | 572 | 573 | 1,00 |

Fuente: Kroll Advisory, 2024

Tabla 28: Máximo, mínimo y promedio del múltiplo EV / MW

| EV/MW | Solar PV |
|----------|----------|
| Máximo | 1.39 |
| Mínimo | 0.34 |
| Promedio | 0.97 |

Fuente: Elaboración propia a partir de los resultados de la tabla 27

⁴⁷ *Renewable electricity*: Electricidad renovable

Tabla 29: Transacciones precedentes Eólica

| Adquirida | Comprador | Fecha | País | Capacidad | VE (€m) | VE / MW |
|-----------------------|--------------------------------------|-------|------|-----------|---------|---------|
| Enerfin | Statkraft | 2023 | | 1500 | 1800 | 1,20 |
| ASR Wind | Naturgy | 2023 | | 422 | 650 | 1,54 |
| Park Wind | Jera | 2023 | | 1028 | 2375 | 2,31 |
| Iberdrola | Norges Bank | 2023 | | 1270 | 1224 | 0,96 |
| PLT Energía | Plenitude | 2022 | | 1600 | 1000 | 0,63 |
| ERG | IFM | 2022 | | 2761 | 4500 | 1,63 |
| Contour Global | KKR | 2022 | | 6311 | 5488 | 0,87 |
| Albioma | KKR | 2022 | | 998 | 2500 | 2,51 |
| Siemens | SSE Renewables | 2022 | | 3900 | 580 | 0,15 |
| Orsted Hornsea 2 | Investment Managers; Crédit Agricole | 2022 | | n.a. | 6779 | n.a. |
| Reden | Macquaire; Bci; MEAG | 2022 | | 762 | 2500 | 3,28 |
| Boralex France | Energy Infrastructures Partners | 2022 | | 1235 | 2720 | 2,20 |
| Edison Renewables | Crédit Agricole | 2021 | | 1062 | 2000 | 1,88 |
| Eolia | Crédit Agricole; Engie | 2021 | | 899 | 2100 | 2,34 |
| Falck Renewables | JP Morgan | 2021 | | 1334 | 3314 | 2,48 |
| Brookfield Renewables | Orsted | 2021 | | 389 | 571 | 1,47 |
| Helia Renewables | Northland Power | 2021 | | 540 | 1061 | 1,96 |

Fuente: Mergermarket, s.f.

Tabla 30: Máximo, mínimo y promedio del múltiplo EV / MW

| VE/MW | Eólico |
|----------|--------|
| Máximo | 3,28 |
| Mínimo | 0,15 |
| Promedio | 1,71 |

Fuente: Elaboración propia a partir de los resultados de la tabla 29

Una vez averiguados los promedios del mercado de las energías eólica y solar, debemos multiplicar los promedios por los MW instalados de la empresa de la energía respectiva. [MW instalados (eólicos) * EV / MW Promedio (mercado eólico)]

Tabla 31: Cálculo del valor según promedios de transacciones precedentes (€)

| | MW Instalados 2023 | EV/MW Promedio | EV |
|--------------|--------------------|----------------|---------------|
| ANE Eólico | 9.387 | 1,7 | 15.958 |
| ANE PV | 2.952 | 0,97 | 2.863 |
| Total | 12.339 | 2,7 | 18.821 |

Fuente: Elaboración propia a partir de la capacidad instalada 2023

Una vez averiguado el valor de la empresa, pasaremos a calcular el valor de cada acción de la compañía. Para ello debemos:

- Restar la deuda financiera neta ajustada por provisiones, minoritarios e inversiones asociadas (€3.823)m = €14.998m
- Dividir por el número total de acciones de la compañía – 324m de acciones
- $PPS^{48} = €14.998 / 324m = €46.3$ es el precio por cada acción de Acciona Energía.

Tabla 32: Cálculo del valor según máximos y mínimos de transacciones precedentes (€)

| | EV/MW mín | EV/MW máx | EV mínimo | EV Máx |
|--------------|-------------|-------------|------------|---------------|
| ANE Eólico | 0,15 | 3,28 | 571 | 30.797 |
| ANE PV | 0,34 | 1,39 | 10 | 4.103 |
| Total | 0,49 | 4,67 | 581 | 34.901 |

Fuente: Elaboración propia a partir de la capacidad instalada proporcionada por Acciona Energía 2023

6.2.3 Conclusión

Una vez obtenido el múltiplo y el EV de Acciona Energía, no estamos seguros de la fiabilidad de este método.

A nivel relativo, existe una gran diferencia de tamaño entre el valor de empresa (VE) de Acciona Energía y el de las transacciones comparables recientes (El VE de €18bn de ANE, es 3x que la mayor transacción en la muestra (€6.7bn).

Además, al aplicarse el múltiplo sobre la capacidad instalada última reportada se podría argumentar que no se asigna valor a activos actualmente en construcción o desarrollo ni al know-how del equipo para identificar valor a futuro

6.3 Múltiplos de Compañías Comparables Cotizadas

Similar al método anterior, este método basa sus resultados con la comparativa frente a los demás participantes del mercado. En este caso, se identifican una serie de compañías cotizadas muy comparables, y las magnitudes financieras que más releven. La capitalización actual de la

⁴⁸ PPS: Price per Share o el precio que se paga por cada acción de una empresa

compañía, ajustada por su estructura de capital, implica unos multiplicadores a esas magnitudes financieras más relevantes. Se aplican dichos múltiplos para valorar nuestra compañía en cuestión.

Al igual que en el caso anterior, cuenta con algunas limitaciones:

- a. Distinta madurez en la cartera de proyectos; o diferente ponderación de las tecnologías
- b. Estado regulatorio de cada país difiere, por lo tanto es complejo determinar el riesgo de desempeño de los distintos perfiles.
- c. Las cotizaciones pueden estar afectadas coyunturalmente por motivos técnicos o exógenos.

En el método de los comparables cotizados al menos se calculan múltiplos sobre magnitudes financieras a 12 y 24 meses, reflejando parte del crecimiento futuro inherente a una empresa con desarrollos pendientes.

6.3.1 Descripción de criterios

- **Capacidad Instalada:** De cara a elegir el múltiplo más indicativo del sector, se ha seleccionado el VE / MW instalado. Pues es una variable operativa muy contrastable
- **Pipeline:** Para hacer frente al inconveniente de que el crecimiento a futuro no figure en la valoración. Es decir, para valorar el cómputo global de cada empresa y su valor futuro con proyectos en construcción.
- **EV / EBITDA:** El múltiplo seleccionado tiene la ventaja de que ignora las diferentes políticas de depreciación y amortización así como las diferentes estructuras de capital, además de incluir los verdaderos beneficios del ejercicio de las compañías.

6.3.2 Selección de Comparables

Tabla 33: Comparables cotizadas seleccionadas con múltiplo de EV / EBITDA

| Compañías | País | Capitalización (€m) | VE (€m) | Capacidad instalada (MW) | EV / EBITDA 2024E (x) | EV / EBITDA 2025E (x) |
|-----------------|-----------|---------------------|---------|--------------------------|-----------------------|-----------------------|
| Orsted | Dinamarca | 20.472 | 29.722 | 15.731 | 8.2x | 7.0x |
| EDPR | Portugal | 14.525 | 22.780 | 14.072 | 10.7x | 9.4x |
| Neoen | Francia | 3.730 | 6.562 | 4.723 | 12.2x | 9.3x |
| ERG | Italia | 3.848 | 5.585 | 3.117 | 9.2x | 8.9x |
| Northland Power | Canada | 4.138 | 8.934 | 3.355 | 10.4x | 10.0x |
| Encavis | Alemania | 2.252 | 4.245 | 2.636 | 12.2x | 11.0x |
| Solaria | España | 1.430 | 2.414 | 1.658 | 10.7x | 8.6x |
| Boralex | Canada | 2.085 | 4.498 | 3.078 | 9.5x | 9.1x |
| Terna | Grecia | 1.977 | 2.753 | 1.226 | 11.5x | 10.4x |
| Innergex | Canada | 1.188 | 5.723 | 3.600 | 11.1x | 9.9x |
| Voltaia | Francia | 854 | 2.306 | 2.370 | 8.6x | 7.5x |
| Scatec | Noruega | 898 | 3.132 | 1.845 | 9.3x | 7.9x |
| EnergieKontor | Alemania | 949 | 1.241 | 392 | 9.9x | 8.6x |
| Grenergy | España | 743 | 1.346 | 908 | 10.6x | 6.0x |
| Promedio | | | | | 10.3x | 8.8x |
| Mediana | | | | | 10.5x | 9.0x |

Fuente: Capital IQ, s.f.

En la tabla podemos apreciar que este método sí que ofrece comparables más precisos en términos de tecnología ofertada. Las únicas comparables que se pueden equiparar en términos de capacidad instalada son Orsted y EDPR, que ofrecen 15.731MW y 14.072MW respectivamente. Estas empresas están valoradas en €29bn (2.7x más grande que el de ANE) y en €22bn (2x más grande que el de ANE)

Tabla 34: Cálculo del valor de la acción de ANE con la mediana de los múltiplos

| | EBITDA 24 | EV (mediana) | EBITDA 25 | EV (mediana) |
|--------------------------------|-----------|--------------|-----------|--------------|
| Acciona Energía | 1323 | 13.891 | 1.358 | 12.230 |
| Deuda y ajustes | | -3.823 | | -3.823 |
| Valor FFPP | | 10.068 | | 8.407 |
| Valor FFPP (por acción) | | 31,1 | | 25,9 |
| | EBITDA 24 | EV (mediana) | EBITDA 25 | EV (mediana) |
| Acciona Energía | 1323 | 13.891 | 1.358 | 12.230 |
| Deuda y ajustes | | -3.823 | | -3.823 |
| Valor FFPP | | 10.068 | | 8.407 |
| Valor FFPP (por acción) | | 31,1 | | 25,9 |

Fuente: Elaboración propia aplicando tabla 33 a los EBITDAS proyectados (tabla 14)

Tabla 35: Comparables cotizadas seleccionadas con múltiplo de EV / Capacidad Instalada y EV / CI + pipeline

| Compañías | País | Capacidad instalada (MW) | Pipeline (MW) | EV (€m) / Capacidad instalada (x) | EV (€m) / CI + Pipeline |
|-----------------|-----------|--------------------------|---------------|-----------------------------------|-------------------------|
| Orsted | Dinamarca | 15.731 | 110.300 | 1.9x | 0,09x |
| EDPR | Portugal | 14.072 | 95.928 | 1.6x | 0,1x |
| Neoen | Francia | 4.723 | 29.644 | 1.4x | 0,33x |
| ERG | Italia | 3.117 | 3.313 | 1.8x | 1,74x |
| Northland Power | Canada | 3.355 | 12.029 | 2.7x | 0,73x |
| Encavis | Alemania | 2.636 | 3.200 | 1.6x | 1,92x |
| Solaria | España | 1.658 | 15.737 | 1.5x | 0,64x |
| Boralex | Canada | 3.078 | 6.778 | 1.5x | 1,14x |
| Terna | Grecia | 1.226 | 11.000 | 2.2x | 0,92x |
| Innervex | Canada | 3.600 | 10.900 | 1.6x | 0,77x |
| Voltaia | Francia | 2.370 | 16.100 | 1.0x | 0,61x |
| Scatec | Noruega | 1.845 | 11.967 | 1.7x | 0,81x |
| EnergieKontor | Alemania | 392 | 20.800 | 3.2x | 0,53x |
| Grenergy | España | 908 | 23.780 | 1.5x | 0,45x |
| Promedio | | | | 1.8x | 0,77x |
| Mediana | | | | 1.6x | 0,69x |

Fuente: Capital IQ, s.f.

En función del pipeline de las compañías seleccionadas, se puede afirmar que la única que es comparable a las 40.000MW de Acciona Energía, es la francesa Neoen, que tiene 29.644MW en su pipeline. Basándonos en los múltiplos de EV (€m) / Installed Capacity (x), concluimos que Acciona Energía es la que menos vale respecto a su capacidad instalada, solo un 0.9x frente a la media de 1.8x de sus comparables (0.7x por debajo de la mediana de 1.6x).

Tabla 36: Cálculo del valor de la acción según la capacidad instalada + el pipeline de ANE

| | Cap Instalada (MW) | EV (mediana) | Cap instalada + pipeline (MW) | EV (mediana) |
|--------------------------------|--------------------|--------------|-------------------------------|--------------|
| Acciona Energía | 12339 | 19.742 | 32.339 | 22.314 |
| Deuda y ajustes | | -3.823 | | -3.823 |
| Valor FFPP | | 15.919 | | 18.491 |
| Valor FFPP (por acción) | | 49,1 | | 57,1 |

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos obtenidos por Capital IQ

6.3.3 Precios Objetivos de analistas

A continuación, mostramos los precios objetivos de los analistas para comparar con nuestros resultados

Tabla 37: Promedio de precio objetivo (€) según brokers

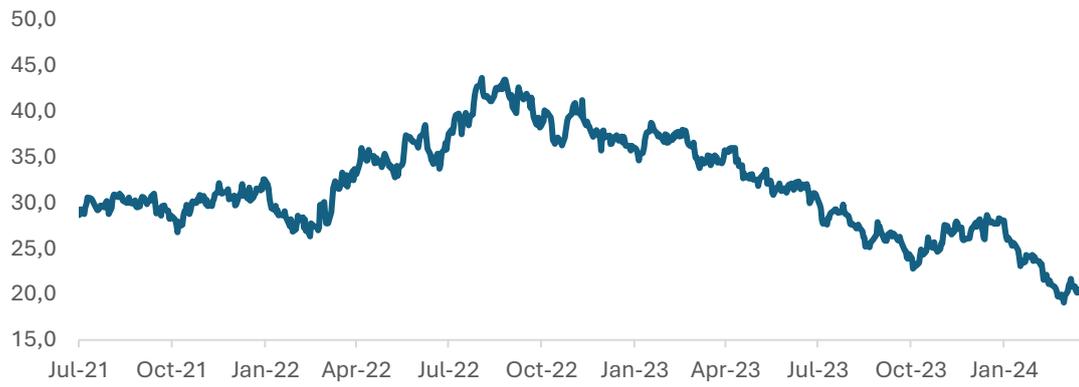
| Fecha reportada | Broker | Precio Objetivo (€) | Recom. |
|--|--------------------|---------------------|--------|
| 11-mar-24 | Santander | 34,75 | Buy |
| 11-mar-24 | HSBC | 19,50 | Sell |
| 08-mar-24 | Caixabnk | 31,30 | Buy |
| 08-mar-24 | GVC Gaesco | 30,00 | Buy |
| 07-mar-24 | Alantra | 28,86 | Buy |
| 06-mar-24 | Intensa Sanpaolo | 18,50 | Sell |
| 06-mar-24 | Barclays | 23,00 | Hold |
| 05-mar-24 | BNP Paribas | 26,00 | Buy |
| 05-mar-24 | JP Capital Markets | 34,00 | Buy |
| 04-mar-24 | Medioblanca | 29,50 | Buy |
| 01-mar-24 | Morgan Stanley | 22,00 | Sell |
| 01-mar-24 | Citi | 19,90 | Sell |
| 01-mar-24 | Banco Sabadell | 32,54 | Buy |
| 01-mar-24 | Mirabaud | 30,20 | Buy |
| 29-feb-24 | RBC | 30,00 | Buy |
| 19-feb-24 | Kepler Chevreaux | 29,60 | Buy |
| 06-feb-24 | Goldman Sachs | 24,00 | Sell |
| 30-ene-24 | Societe Generale | 26,00 | Hold |
| 14-dic-23 | JP Morgan | 33,50 | Hold |
| Promedio | | 27,53 | |
| Precio de la acción en el 08-Mar-2024 | | 20,82 | |
| Positivo / Negativo (%) | | 33,20% | |

Fuente: Bloomberg y Factset, marzo 2024

Es interesante también comparar nuestros resultados con las cotizaciones alcanzadas por Acciona (máximo €43,5 y mínimo €19,8) desde que empezó a cotizar. Para ello hemos segmentado su breve vida bursátil en 4 periodos que hemos considerado más representativos. Y analizado como compara la evolución del precio de la acción de Acciona Energía, respecto del IBEX y de los dos comparables más directos (EDPR y Orsted). También hemos recogido cómo ha evolucionado el precio objetivo medio de los analistas en cada uno de esos periodos.

A continuación, mostraremos una gráfica que representa la evolución del precio de la acción desde la salida a bolsa de la compañía en julio de 2021 (€28,89 por acción) hasta los últimos valores obtenidos (€20,7). Posteriormente, se comentarán los 4 periodos más representativos en la evolución del precio,

Gráfica 6: Evolucion del precio de la acción



Fuente: Bloomberg

Tabla 38: Hitos de la cotización en 4 períodos seleccionados

| | %Primeros 6 meses post IPO | Hasta el pico en agosto '22 | Bajada constante hasta octubre '23 | Últimos 6 meses |
|-----------------------------------|-----------------------------------|------------------------------------|---|------------------------|
| Evol. Abs | +21.8% | +33.5% | -46.9% | -11.3% |
| Periodo | | | | |
| Evol. re IBEX | 4% | +33.2% | -58.2% | -28.52% |
| Evol. re EDPR | -6.1% | +14.1% | -2.7% | -7.7% |
| Evol. re Orsted | +13.5 | +39.9% | +23.8% | -15.0% |
| Máx | 32,58 (28/6/21) | 43,50 (22/8/22) | 43,50 (22/8/22) | 28,68 (11/12/23) |
| Mín | 29.30 (27/12/21) | 26,86 (24/1/22) | 23,12 (23/10/23) | 19,78 (19/2/23) |
| PO analistas | 35.57 | 38.89 | 39.57 | 29.10 |
| Máx como % de PO analistas | 92% | 112% | 110% | 99% |

| | | | | |
|-------------------|---|--|---|--|
| Comentario | <p>En los primeros 6 meses post-IPO la acción tuvo un comportamiento muy favorable respecto del IBEX y uno de sus dos comparables. Los analistas tenían todos recomendación de Compra</p> | <p>En los 8 meses siguientes, la acción tuvo un rally relativo con cualquier referente. La capitalización bursátil alcanzó 14millardos de euros (62% más que el IPO en 14 meses), superando el PO de analistas</p> | <p>Desde el Máximo histórico en agosto 2022 la bajada fue constante durante 14 meses. Hasta octubre de 2023. Peor evolución que el IBEX, en línea con EDPR y mucho mejor que Orsted</p> | <p>Estos últimos 6 meses la compañía ha tenido mucho peor comportamiento que el IBEX y sus comparables directos. La capitalización actual es 25% menor que en el IPO</p> |
|-------------------|---|--|---|--|

Fuente: Elaboración propia basado en información de Invertia y Factset

En el cuadro previo, observamos cómo en los primeros 6 meses tras el IPO, la acción tiene una evolución absoluta y relativa favorable. Los analistas recomiendan la compra por encima del precio máximo de cotización en el periodo. En el siguiente periodo (hasta el máximo de cotización de Acciona Energía en agosto de 2022), esa evolución favorable es aún más acuciada. El precio de cotización llega a superar incluso el precio objetivo promedio de los analistas. En el siguiente periodo de análisis, la caída constante desde el referido máximo durante 14 meses, la acción se comporta peor que el IBEX, en línea con EDPR pero mucho mejor que Orsted. Finalmente, analizamos los últimos 6 meses, donde la acción remonta hasta diciembre de 2023 y luego acelera su caída hasta marcar el mínimo precio desde el inicio de cotización (19,78 euros por acción en febrero de 2024).

7. Conclusiones

En la siguiente tabla mostramos de forma comparada todos los valores obtenidos por las diferentes metodologías de nuestro ejercicio de valoración. Además, incluimos los precios objetivos de analistas y las cotizaciones reales (máxima, mínima y actual)

Importante reseñar que hemos incluido los valores que resultan de sensibilizar los cálculos del DCF para dos variables relevantes:

- La tasa de crecimiento a perpetuidad ("g") de las distintas regiones
- La tasa de descuento (WACC) de las distintas regiones

Tabla 39: Resumen de resultados según los distintos métodos

| Acciona Energía | TFG | PPA |
|------------------------------------|-----------------|-------------|
| DCF | | |
| <i>Valor central</i> | 11.892,6 | 25,2 |
| <i>Valor sensibilizado a "g"</i> | | |
| 0,50% | 13.048,0 | 28,3 |
| -0,50% | 11.600,6 | 23,9 |
| <i>Valor sensibilizado al WACC</i> | | |
| 0,50% | 9.909,9 | 17,7 |
| -0,50% | 14.975,6 | 34,7 |
| Transacciones precedentes | | |
| <i>EV / MW</i> | | |
| Mínimo | 4.103,0 | n / m |
| Máximo | 30.797,0 | 83,1 |
| Promedio | 18.821,0 | 46,3 |
| Comparables Cotizadas | | |
| <i>Mediana</i> | | |
| EBITDA 24 | 13.891,0 | 31,1 |
| EBITDA 25 | 12.230,0 | 25,9 |
| Capacidad instalada | 19.742,0 | 49,1 |
| CI + Pipeline | 22.314,0 | 57,1 |

Fuente: Elaboración propia a partir de tablas 26, 31, 32, 34, 36, 37 y 38

El precio actual de Acciona Energía (€20,7 por acción) es inferior al que resulta por cualquiera de nuestras metodologías, salvo cuando escogemos el valor mínimo de los rangos determinados. Si bien es cierto, que con tan solo incrementar la tasa de descuento en un 0.5%, arroja un valor de DCF inferior a la cotización actual.

Tabla 40: Valoración estimada por el consenso e hitos de la acción

| | |
|----------------------|-------------|
| Analistas | |
| <i>Mínimo</i> | 18,5 |
| <i>Máximo</i> | 34,8 |
| <i>Promedio</i> | 27,5 |
| Precio actual | 20,7 |
| Precio Máximo | 42,2 |
| Precio Mínimo | 19,6 |

Fuente: Bloomberg

Respecto a los rangos de precio vistos en la segunda tabla, se podría concluir que el método más preciso ha sido el método de descuento de flujos de caja (DCF). Que, sensibilizando su crecimiento a la baja (-0.5%) otorga un valor preciso en comparación con los datos actuales de la empresa. Por otro lado, añadimos que el método de las transacciones precedentes ha cumplido con las expectativas de sobrevalorar valor de Acciona Energía (su valor más bajo es más alto que el máximo histórico de la compañía). Y, en tercer lugar, para poder usar los comparables cotizados hay que ser riguroso para elegir los múltiplos que se quieren comparar. Mientras que los múltiplos de los EBITDA se acercaban a la media histórica del precio de la acción, el uso de la capacidad instalada y del pipeline se han mostrado irrelevantes para la valoración.

Si bien la acción está cercana de sus mínimos históricos y la industria de las energías renovables resulta muy atractiva a largo plazo, recomendaríamos cautela a la hora de invertir.

Declaración de Uso de Herramientas de Inteligencia Artificial Generativa en Trabajos Fin de Grado

ADVERTENCIA: Desde la Universidad consideramos que ChatGPT u otras herramientas similares son herramientas muy útiles en la vida académica, aunque su uso queda siempre bajo la responsabilidad del alumno, puesto que las respuestas que proporciona pueden no ser veraces. En este sentido, NO está permitido su uso en la elaboración del Trabajo fin de Grado para generar código porque estas herramientas no son fiables en esa tarea. Aunque el código funcione, no hay garantías de que metodológicamente sea correcto, y es altamente probable que no lo sea.

Por la presente, yo, Jaime Monte López, estudiante de E2-Bilingüe de la Universidad Pontificia Comillas al presentar mi Trabajo Fin de Grado titulado "Valoración de Acciona Energía", declaro que he utilizado la herramienta de Inteligencia Artificial Generativa ChatGPT u otras similares de IAG de código sólo en el contexto de las actividades descritas a continuación [el alumno debe mantener solo aquellas en las que se ha usado ChatGPT o similares y borrar el resto. Si no se ha usado ninguna, borrar todas y escribir "no he usado ninguna"]:

1. **Traductor:** Para traducir textos de un lenguaje a otro.

Afirmo que toda la información y contenido presentados en este trabajo son producto de mi investigación y esfuerzo individual, excepto donde se ha indicado lo contrario y se han dado los créditos correspondientes (he incluido las referencias adecuadas en el TFG y he explicitado para que se ha usado ChatGPT u otras herramientas similares). Soy consciente de las implicaciones académicas y éticas de presentar un trabajo no original y acepto las consecuencias de cualquier violación a esta declaración.

Fecha: 20/03/2024

Firma: _____



8. Bibliografía

Acciona Energía (2021) *La Junta Extraordinaria de ACCIONA da luz verde a la salida a*

bolsa de su división de Renovables. Acciona Energía

https://www.acciona.com/es/actualidad/noticias/junta-extraordinaria-acciona-luz-verde-salida-bolsa-division-renovables/?_adin=02021864894

Acciona Energía (2022) *ACCIONA Energía entra en el Ibex 35*. Acciona Energía

https://www.acciona.com/es/actualidad/noticias/acciona-energia-entra-ibex-35/?_adin=02021864894

Acciona Energía (2023) *Resultados FY 2023. Enero-Diciembre*, Acciona Energía

<https://procoazrbolsast1.blob.core.windows.net/media/hgrnd0k1/acciona-energia-informe-de-resultados-fy-2023.pdf>

Acciona Energía. (n.d.) *Parques eólicos en Australia*. Acciona Energía. (n.d.).

https://www.acciona.com/es/proyectos/iniciativas-sociales-parques-eolicos-australia/?_adin=02021864894

Aranda et al. (2023) *New Policy on Reliability of the National Electrical System (NES) in*

Mexico | *Foley & Lardner LLP*. Foley & Lardner LLP.

<https://www.foley.com/insights/publications/2020/05/policy-national-electrical-system-mexico/>

Bizstygá et al. (2021) *Acciona Energía. Powering ahead but limited reward left – initiate*

at neutral. BofA Securities

BME Growth (2023) *Documento Informativo de Incorporación en el Segmento de*

negociación de BME Growth de BME MTF Equity, de las acciones de Cox Energy,

S.A.B. de C.V.. BME Growth

https://www.bmegrowth.es/docs/documentos/Otros/2023/06/CO0U0_Folleto_20230626.pdf

Breaking into Wall Street (s.f.) 04-03-*Valuation Guide*. Breaking Into Wall Street

<https://breakingintowallstreet.com/investment-banking-interview-guide/>

Bunting et al. (2023) *The race to Replace: the economics of using renewables to free Europe from Russian Gas* University of Oxford

https://sustainablefinance.ox.ac.uk/wp-content/uploads/2023/05/Race-to-Replace-report-2_RC_17.pdf

Caja de Ingenieros (2022) *¿Qué es el LCOE y para que sirve?*. Caja de Ingenieros

https://www.caixaenginyers.com/documents/20143/663040130/gestiona_79_D_OCS_2022_.pdf/8be706db-e9de-a944-0a97-f47f3e37f4fb?t=1666353990794

California Energy Commission. (n.d.) *Estándar de Cartera de Renovables - RPS*. California

Natural Resources Agency <https://www.energy.ca.gov/es/programs-and-topics/programs/renewables-portfolio-standard>

Capital IQ (s. f.) *Log In | S&P Capital IQ*. S&P 500

<https://www.capitaliq.com/CIQDotNet/Login-okta.aspx>

De La Cruz, I. (2024, February 14) *Qué es cotizar en Bolsa - Investing.com*. Investing.com

ES. <https://es.investing.com/academy/trading/que-es-cotizar-en-bolsa/#:~:text=Cotizar%20en%20Bolsa%20implica%20que,en%20el%20cu%C3%A1l%20est%C3%A1n%20admitidas.>

Dr. Richter. (2009) *Energía Solar Térmica de Concentración*, Greenpeace & SolarPaces

https://www.solarpaces.org/wp-content/uploads/csp_2009_spanish.pdf

elEconomista.es. (2024) *Oferta pública de venta, OPV: qué es - Diccionario de Economía*.

elEconomista.es <https://www.eleconomista.es/diccionario-de-economia/oferta-publica-de-venta-de-valores-opv>

- Enel (s.f.) *La energía como servicio, la solución para empresas* Corporate Enel X
<https://corporate.enelx.com/es/media/news/2019/04/energy-as-a-service-companies>
- Energías Renovables, El Periodismo De Las Energías Limpias (2013) *Lista para ser promulgada la ley 20/25*. Energías Renovables, El Periodismo De Las Energías Limpias. <https://www.energias-renovables.com/panorama/lista-para-ser-promulgada-la-ley-20-20130904>
- Estrategias de Inversión. (n.d.) *Cotizaciones y análisis de la bolsa Española*. Estrategias De Inversión.
<https://www.estrategiasdeinversion.com/herramientas/diccionario/mercados/capital-asset-pricing-model-capm-t-73>
- Fisher et al. (2021) *Corporación Acciona Energías Renovables SA (ANE SM). A pioneer in renewables at a discount; buy*. Berenberg
- Fuente, O. (2022) *Qué es un Análisis DAFO: usos, ventajas y ejemplos*. IEBS School.
<https://www.iebschool.com/blog/analisis-dafo-creacion-empresas/>
- Faster Capital (s.f.) *Aplicando la Ecuación de Hamada para calcular el riesgo comercial*
Faster Capital <https://fastercapital.com/es/tema/aplicando-la-ecuacion-de-hamada-para-calculiar-el-riesgo-comercial.html/1>
- Garrido & Mahubani (2021) *Acciona Energía. Initiate with OW and €35 PT, value creation potential underappreciated*, JP Morgan Cazenove
- GVC Gaesco (s.f.) *GVC Gaesco | Expertos en inversión*. GVC Gaesco
<https://gvcgaesco.es/es/inversion/>
- Honorable Congreso de la Unión. (2014) *Ley de la industria eléctrica*. Congreso General de los Estados Mexicanos
<https://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/LIElec.pdf>

ibex 35 - Google Search. (n.d.).

https://www.google.com/search?q=ibex+35&rlz=1C1UEAD_esES1075ES1075&oq=ibex+35&gs_lcrp=EgZjaHJvbWUqEQgAEEUyJxg7GJ0CGIAEGIoFMhEIABBFGCcYOxidAhiABBiKBTIGCAEQRRhAMgYIAhAjGCcyDAgDEAAYQxiABBiKBTIHCAQQABiABDIMCAUQABhDGIAEGIoFMgclBhAAGIAEMgcIBxAAGIAEqAIAsAIA&sourceid=chrome&ie=UTF-8

IEA (2023) *World Energy Outlook 2023*, IEA <https://www.iea.org/reports/world-energy-outlook-2023?language=es>

IEA (2023), *Global Energy and Climate Model*, IEA, Paris

<https://www.iea.org/reports/global-energy-and-climate-model>, Licence: CC BY 4.0

KKR (s.f.) *A leading global Investment Firm* KKR <https://www.kkr.com/>

Kroll Advisory. (2024) *Valoración independiente de Opdenenergy Holding, S.A.* Kroll

Advisory <https://opdenenergyopa.com/wp-content/uploads/2024/02/Anexos-9-a-21.pdf>

Lean Finance. (s.f.) *¿Qué es el CapEx? Cómo se calcula y por qué es tan importante para las startups.* Lean Finance. <https://leanfinance.es/que-es-el-capex/>

Ley 15/2012 (de 27 de diciembre de 2015) *Ley 15/2012, de 27 de diciembre, de medidas fiscales para la sostenibilidad energética.*

<https://www.boe.es/buscar/pdf/2012/BOE-A-2012-15649-consolidado.pdf>

Ley 9/2013 (de julio 2012) *Real Decreto-ley 9/2013, de 12 de julio, por el que se adoptan medidas urgentes para garantizar la estabilidad financiera del sistema eléctrico.*

<https://www.boe.es/boe/dias/2013/07/13/pdfs/BOE-A-2013-7705.pdf>

Ley 17/2019 (desde 22 Noviembre 2019) *Real Decreto-ley 17/2019, de 22 de noviembre, por el que se adoptan medidas urgentes para la necesaria adaptación de parámetros retributivos que afectan al sistema eléctrico y por el que se da*

respuesta al proceso de cese de actividad de centrales térmicas de generación

<https://www.boe.es/boe/dias/2019/11/23/pdfs/BOE-A-2019-16862.pdf>

Martínez, C. (2022) *¿Qué es Opex? Definición, Importancia y Cómo se Calcula*. Drip

Capital <https://www.dripcapital.com/es-mx/recursos/finanzas-guias/que-es-opex>

Ministerio de la Presidencia (2019) *BOE-A-2019-16862 Real Decreto-ley 17/2019, de 22*

de noviembre, por el que se adoptan medidas urgentes para la necesaria adaptación de parámetros retributivos que afectan al sistema eléctrico y por el que se da respuesta al proceso de cese de actividad de centrales térmicas de generación., Gobierno de España <https://www.boe.es/eli/es/rdl/2019/11/22/17>

Mergermarket. (s.f.). *Be the First to Know About M&A Deals & Win Mandates*.

Mergermarket <https://info.mergermarket.com/banks/>

National Conference of State Legislatures (2024) *State Renewable Portfolio Standards*

and Goals. National Conference of State Legislatures

<https://www.ncsl.org/energy/state-renewable-portfolio-standards-and-goals>

Navarro, A. (2021) *Acciona Energía. Successful past and bright future*. Mirabaud Equity

Research

Opdenergy (2024) *Informe del Consejo de administración de Opdenergy Holding, S.A. en*

relación con la oferta pública voluntaria de adquisición de acciones formulada por GCE Bidco, S.L.U. Opdenergy,

<https://www.cnmv.es/webservices/verdocumento/ver?t=%7b7850c960-e913-4d30-87bd-38e37382484d%7d>

Porta, J. (2021) *Acciona Energía. Green to go*. Kepler Chvreaux, (no link)

Power, S. (2015) *Renewable Energy (Electricity) Amendment Bill 2015*. Parliament of

Australia

https://www.aph.gov.au/Parliamentary_Business/Bills_Legislation/bd/bd1415a/

[15bd119#:~:text=The%20purpose%20of%20the%20Renewable,to%20be%20mai
ntained%20until%202030](#)

Redeia. (n.d.) *Sector eléctrico*. Redeia. <https://www.redeia.com/es/accionistas-e-inversores/la-accion/red-electrica-en-bolsa/sector-electrico>

Roca, J. A. (2023, January 20) *La nueva ley de Biden impulsará la inversión anual en renovables en EEUU hasta casi 114.000 millones de dólares en 2031*. El Periódico De La Energía. <https://elperiodicodelaenergia.com/la-nueva-ley-de-biden-impulsara-la-inversion-anual-en-renovables-en-eeuu-hasta-casi-114-000-millones-de-dolares-en-2031/>

Secretaría de Energía. (2019) *Acuerdo por el que se modifican los Lineamientos que establecen los criterios para el otorgamiento de Certificados de Energías Limpias y los requisitos para su adquisición, publicados el 31 de octubre de 2014*.

Gobierno de México

https://www.dof.gob.mx/nota_detalle.php?codigo=5576691&fecha=28/10/2019#gsc.tab=0

Secretaría de Energía. (n.d.). *México se encuentra entre los primeros diez países del mundo más atractivos y con mayor inversión en energías renovables*. Gob.mx. <https://www.gob.mx/sener/articulos/mexico-se-encuentra-entre-los-primeros-diez-paises-del-mundo-mas-atractivos-y-con-mayor-inversion-en-energias-renovables?idiom=es>

Team, C. (s.f.) *MACRS depreciation*. Corporate Finance Institute.

<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/accounting/macrs-depreciation/>

Team, I. (2021) *Tax Clawback Agreement: What It is, How it Works, Example*.

Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/t/tax-clawback-agreement.asp>

Wood Mackenzie.(2022) *Let's create change*. [Video]. Wood Mackenzie

<https://www.woodmac.com/horizons/boom-time-what-the-inflation-reduction-act-means-for-us-renewables-manufacturers/#:~:text=The%20Inflation%20Reduction%20Act%20provides,a%20source%20of%20new%20generation>