



SPANISH SECTOR NOTE

EL FUTURO PASA POR LAS RENOVABLES

		Last price- €	Mkt Cap- €mn
Utilities e IPPs			
Acciona	ANA SM	125,60	6.890
Iberdrola	IBE SM	11,39	72.327
Endesa	ELE SM	21,59	22.858
Solaria	SLR SM	21,14	2.641
Solarpack	SPK SM	21,50	715
Soltec	SOL SM	10,78	985
Grenergy	GRE SM	31,90	775
Greenalia	GRN SM	18,00	382
Naturgy	NTGY SM	22,01	21.341
Industriales/Servicios + Renovables			
Repsol	REP SM	8,42	13.202
ENCE	ENC SM	3,32	818
Global Dominion	DOM SM	3,83	649

Analyst

Alvaro Navarro
+34 91 701 57 19
alvaro.navarro@mirabaud-msl.com

El consumo de energía mundial seguirá creciendo los próximos 20 años fundamentalmente por el aumento de la población mundial (+1.500mn habitantes, equivalente a una nueva China) y a la progresiva electrificación de la economía. En este contexto, las energías renovables serán las protagonistas, multiplicando por cerca de 3x la capacidad, hasta superar los 9 TW en 2040. Hay dos factores fundamentales a favor de estos objetivo y que ofrecen visibilidad a los planes de las renovables: 1. El compromiso y apoyo a nivel mundial para mitigar el cambio climático y 2. Las mejoras de eficiencia y competitividad de las tecnologías renovables, que irán desplazando a los hidrocarburos. **La inversión ya se está movilizandoy las compañías están desarrollando proyectos para satisfacer la demanda prevista y las hojas de ruta marcadas.**

ESPAÑA SE HA CONVERTIDO EN LÍDER EN RENOVABLES

El plan de transición energética en España, un país que “funciona” con hidrocarburos importados (74% del consumo primario de energía) y donde las renovables aportaron el 50% de la generación eléctrica el pasado año, pasa por acelerar la gestión energética con renovables. El objetivo de España de **introducir 57 GW de potencia renovable hasta 2030**, triplicando la solar fotovoltaica y aumentando un 80% la eólica, exigirá una fuerte inversión (> 90.000mn€ en renovables), que contará con el apoyo financiero de la UE. España recibirá cerca del 19% del plan de recuperación (~72.000mn€), que irá en gran parte destinado a estos planes. Fiscalidad y derechos de emisión también irán a favor, en detrimento de los hidrocarburos.

ESTO ES YA UNA REALIDAD Y LAS COMPAÑÍAS TIENEN AMBICIOSOS PLANES DE INVERSIÓN

Ni el Covid 19 ha detenido estos proyectos. En los dos últimos años se han instalado más de 10 GW de renovables en España, poniendo de manifiesto el interés inversor de las compañías. Todos los planes estratégicos de las utilities integradas y productores independientes (IPPs) han reforzado sus objetivos de renovables. Repasando 12 compañías cotizadas, que son de las principales protagonistas del sector, observamos que contemplan más de 50 GW renovables tanto en España como fuera, donde las compañías españolas son una referencia en muchos casos.

M&A, TIPOS Y ESG DAN SOPORTE AL SECTOR

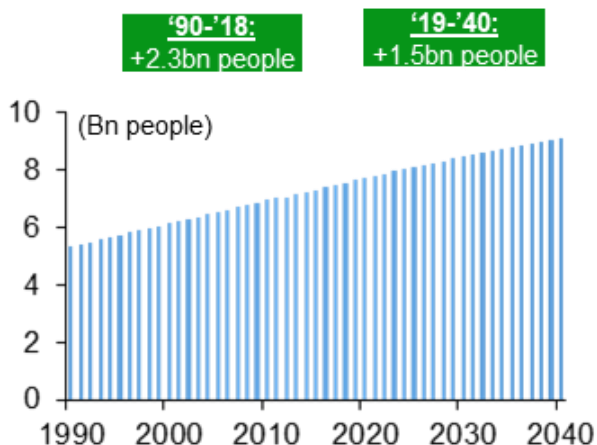
Las cotizaciones han tenido un comportamiento excepcional, con revalorizaciones que han llegado a multiplicar el valor varias veces. Los múltiplos EV/EBITDA y P/BV marcan máximos de la década pero tres factores actúan como soporte: i) operaciones de M&A a múltiplos muy elevados dado el gran interés por estos activos y compañías; ii) los criterios ESG como factor crítico en la inversión y donde estas compañías encajan, y iii) un escenario de tipos de interés en mínimos históricos, que eleva el interés por activos de renovables, de larga duración y visibilidad. En definitiva, con el apoyo institucional al sector energético, ambiciosos objetivos, tipos de interés bajos e inversores con interés, consideramos que las energías renovables tienen una década brillante por delante y desde Mirabaud pensamos que hay que apostar por ellas.

RENOVABLES: ELEVADO CRECIMIENTO CON GRAN VISIBILIDAD A NIVEL MUNDIAL

LA CAPACIDAD INSTALADA DE RENOVABLES MULTIPLICARÁ POR 4X HASTA 2040

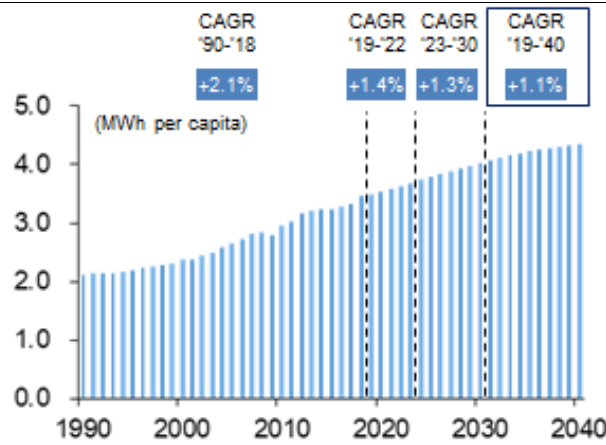
El consumo energético a nivel mundial crecerá a tasas del 1,9% anual hasta 2040. El consumo energético está totalmente vinculado al crecimiento de la población y de la economía. Se espera que para 2040 la población alcance los 9.100mn de personas lo que implicará un crecimiento del 18% en el periodo. Así mismo, se espera un fuerte incremento de PIB per capital en el periodo creciendo a tasas del 2,4% anual hasta 2040, siguiendo una senda similar a la de las últimas décadas. De esta manera, se estima un crecimiento del consumo energético del 1,9% anual hasta el 2040.

Figure 1: Población mundial (Bn personas) (1990 a 2040)



Sources: Banco Mundial, ONU, Mirabaud Securities

Figure 2: Consumo energético per cápita mundial (1990 a 2040)



Sources: Bloomberg NEF, Mirabaud Securities

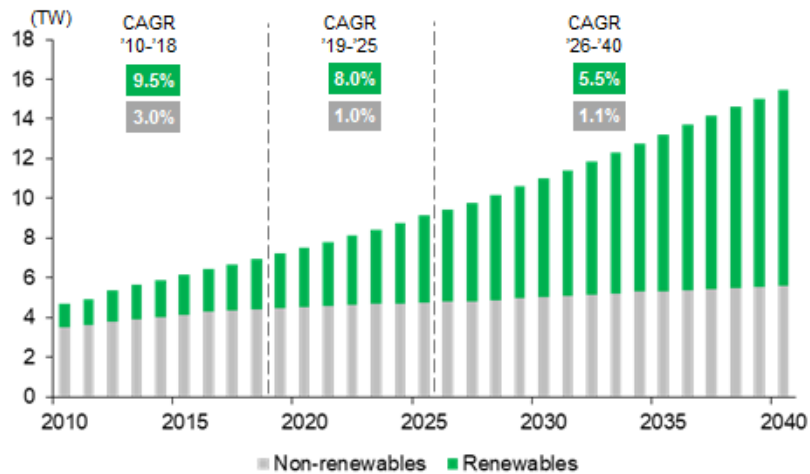
Dicho incremento del consumo de energía se satisfará principalmente a través de una electrificación de los procesos productivos, para lo que será necesario un incremento de la capacidad eléctrica instalada del 2,7% anual hasta 2040. La transición energética es un proceso que ya es una realidad y que pasa por la descarbonización de las distintas economías reduciendo la dependencia de las fuentes de energía fósiles y que inevitablemente lleve a una elevada electrificación de la economía mundial. En ese entorno de electrificación se encuadran multitud de iniciativas como el coche eléctrico, nueva regulación más sostenible en la construcción de edificios, desarrollo del hidrógeno verde,... Para poder cumplimentar todas estas necesidades se espera un incremento anual hasta 2040 de la capacidad eléctrica instalada a nivel mundial del 2,7%.

Las nuevas instalaciones eléctricas serán principalmente de energías renovables, se estima que crezcan a tasas del 6,3% anual hasta 2040. Para suplir este incremento de demanda se estima que la capacidad instalada aumente hasta los 15,5 TW en 2040 (vs. 7,2 TW en 2019) y que las energías renovables supondrán más del 60% de toda la capacidad instalada a nivel mundial, frente al 38% actual, lo que implicaría un crecimiento anual el 6,3% hasta 2040.

Crecimiento que tiene una elevada visibilidad. Es cierto que muchos inversores tienden a poner en duda estos estudios del potencial a futuro de una determinada industria y en el pasado hemos visto que en muchas ocasiones las expectativas de algunas industrias no se han cumplido. Sin embargo, creemos que uno de los mayores activos de la industria de energías renovables es la elevada visibilidad de su crecimiento gracias a dos factores principales:

- a) Políticas a nivel mundial para mitigar el cambio climático
- b) Mejora de la eficiencia y competitividad de las fuentes de energía renovables

Figure 3: Evolución y perspectivas de la capacidad eléctrica instalada (2010 a 2040)



Sources: Bloomberg NEF, Mirabaud Securities

EL APOYO GUBERNAMENTAL A LAS ENERGÍAS RENOVABLES ES FIRME

No hay unanimidad sobre la forma de afrontar esta transición energética,... Sobre los acuerdos de París y los objetivos de reducción de emisiones es cierto que no hay unanimidad. Muchos países emergentes, sobre todo China, han sido críticos con estos acuerdos pues piensan que podrían lastrar su futuro crecimiento económico y argumentan que los que deberían cargar con todos los costes del cambio climático son los países desarrollados que han sido los que han llevado al mundo a la actual situación. También EE.UU., especialmente con la administración Trump, ha sido muy crítico con estos acuerdos y sobre todo en la velocidad de la reducción de las emisiones y en el coste de dismantelar o transformar las industrias más contaminantes. Es cierto que la nueva administración demócrata es mucho más receptiva a todos los temas medioambientales y dejará de ser una voz discordante en este tema.

... pero hay un amplio consenso en que la futura demanda se tiene que satisfacer principalmente con energías renovables. Hay discusiones sobre la velocidad de reducir emisiones y sobre el coste de transformar la industria más contaminante. Pero, donde sí existe un amplio consenso a nivel mundial, tanto en autoridades, empresas, opinión pública, particulares,...incluso entre los negacionistas del cambio climático, es que es imposible hacer frente a la futura demanda energética con el actual mix energético, que sigue basado principalmente en energías fósiles, para evitar el deterioro del planeta. Esto da una gran visibilidad a los objetivos de crecimiento de las energías renovables a nivel mundial.

Los principales países tienen agresivos planes de apoyo al sector de renovables. La gran mayoría de los países desarrollados tienen planes en vigor para apoyar y fomentar el desarrollo de las energías renovables para los próximos años, donde se cuenta con el respaldo de organismos internacionales (ONU; Acuerdos de París...). Es significativo que el COVID 19 en lugar de frenar el desarrollo de las renovables, lo ha potenciado de forma significativa, pues los grandes planes de apoyo público para salir de la crisis en muchos casos se han centrado en estas energías.

A la vez que se pone más inconvenientes a las tecnologías fósiles. Es importante reseñar que las administraciones no sólo están lanzando programa de apoyo para el desarrollo de las energías renovables, sino que en la mayoría de los casos en los países desarrollados se incluyen medidas para gravar las tecnologías fósiles (el mercado de emisiones, impuestos a las industrias contaminantes,...) de manera que se incentive económicamente la transformación.

Figure 4: Principales planes de apoyo a las renovables de los principales países



Sources: Iberdrola, Mirabaud Securities

Creemos que las medidas de apoyo a las renovables van a continuar, por su amplio apoyo social. En política es difícil de predecir que va a ocurrir en los próximos años, y las innumerables sorpresas políticas de los últimos años son un buen reflejo de ello. Pero hay una clara concienciación sobre el cambio climático y la necesidad de proteger el planeta en todas las capas de la sociedad, especialmente en las generaciones más jóvenes, que nos hacen prever que el apoyo de las administraciones a las energías renovables no es una situación coyuntural sino que es estructural y que se mantendrá en las próximas décadas gobierne quien gobierne. Probablemente el ejemplo más claro de que el apoyo institucional a las energías renovables no va a modificarse ha sido la Administración Trump, que ha sido muy crítica con todas las políticas sobre el cambio climático, pero que durante los años de su gobierno todas las medidas de apoyo a las energías renovables se mantuvieron en vigor.

LAS MEJORAS DE EFICIENCIA DE LA TECNOLOGÍAS HAN DISPARADO LA COMPETITIVIDAD DE LAS RENOVABLES

El sector renovable ha pasado de ser un sector que “vivía” de las subvenciones a un sector que es competitivo sin ayudas,... Algunos inversores plantean que en los 2000 también se vivió una fiebre de energías renovables y que tras unos años de fuerte crecimiento se frenó en seco. La gran diferencia entre ese ciclo y el actual, es la eficiencia y competitividad las energías renovables. No hay que olvidar que a principios de la década, las cuentas de resultados de las renovables estaban basadas en un sistema de primas/subvenciones públicas que a largo plazo provocaron problemas de sostenibilidad del sector eléctrico, mientras que en el momento actual las energías renovables son rentables sin subvenciones.

...gracias a la fuerte caída de los costes de las plantas. Desde 2010 hasta ahora, el MW solar fotovoltaico se ha reducido en un 85% pasando de 4,4mn\$ en 2010 a los actuales 0,7Mn\$. Aunque en menor magnitud también se ha producido un abaratamiento de la energía eólica donde el coste de producción del MW instalado se ha reducido un 39% en los últimos 10 años. Es importante destacar que parte de la rebaja de los costes se ha producido por deflación de precios, pero sobre todo está provocada por mejoras de eficiencia en cada planta, normalmente por mayor capacidad de producción, de manera que un panel o una turbina hoy produce mucha más electricidad que hace unos años y encima de forma más barata.

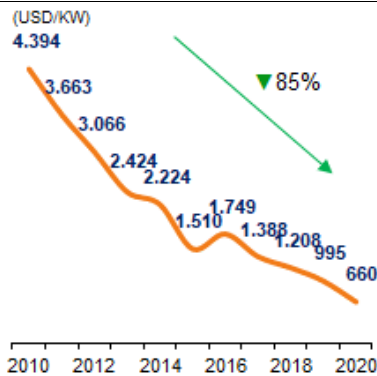
Creemos que seguirán las mejoras de eficiencia. Los paneles y las turbinas siguen mejorando su eficiencia las cuáles seguirán gracias a innovaciones como las células bifaciales, trackers, etc para la solar y un mayor tamaño de las turbinas para la eólica. Además pensamos que las mayores eficiencias vendrán por la hibridación de eólica y solar, incluso incorporando baterías/hidrógeno, que permitirá aprovechar emplazamientos para desarrollar conjuntamente ambas tecnologías. De tal forma, sin esperar una deflación de precios, los futuros

SPANISH SECTOR NOTE

parques ganarán en producción por MW instalado. Las mejoras de eficiencia descritas, principalmente vía tecnológicas, se irán traspasando a los clientes.

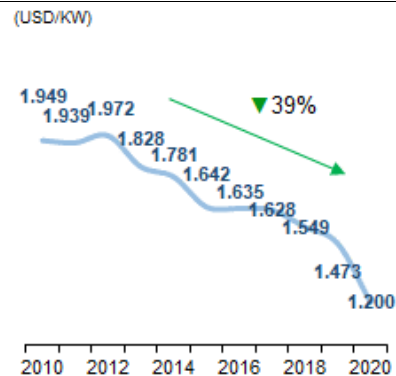
Sin embargo, creemos que una gran parte del proceso de caída de costes se ha producido. El ritmo de mejora de eficiencia en costes que hemos visto en estos últimos años claramente no es sostenible a futuro. Las mejoras tecnológicas van a continuar aunque parece difícil que mantengan el ritmo de los últimos años. Las curvas de aprendizaje de la eólica terrestre y la fotovoltaica han tenido un avance que nos parece difícil de mantener al mismo ritmo en el futuro.

Figure 5: Evolución del total coste de instalación de un MW solar fotovoltaico



Sources: IRENA, Mirabaud Securities

Figure 6: Evolución del total coste de instalación de un MW eólico



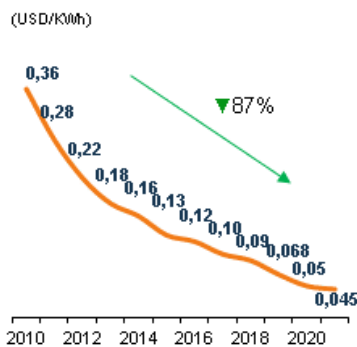
Sources: IRENA, Mirabaud Securities

Curva de aprendizaje con mayor recorrido para el offshore. Respecto a la eólica offshore señalar que tendrá aún más recorrido al ser una tecnología más reciente; el *know how* en el desarrollo de parques en el mar está avanzando de forma acelerada, impulsado en gran medida por nuevos *players* entre los que destacan compañías petroleras.

LAS TECNOLOGÍAS RENOVABLES SON ACTUALMENTE LAS MÁS COMPETITIVAS DEL MIX DE PRODUCCIÓN

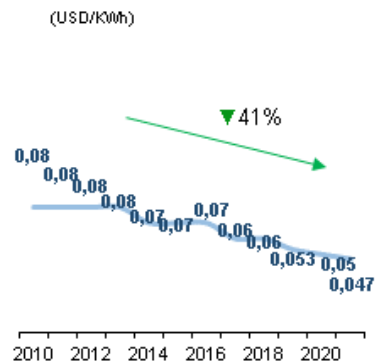
Actualmente, el coste de producción de las renovables está muy por debajo del resto de tecnologías. Los precios de producción de energías renovables han caído a la vez que los costes de instalación de manera que en el momento actual sus precios son los más atractivos del mix eléctrico, donde únicamente los costes de producción de la energía hidráulica es más competitiva, principalmente gracias a que en muchos casos estos activos están en gran parte amortizados.

Figure 7: Coste producción de energía solar fotovoltaica



Sources: IRENA, Mirabaud Securities

Figure 8: Coste de producción de energía eólica



Sources: IRENA, Mirabaud Securities

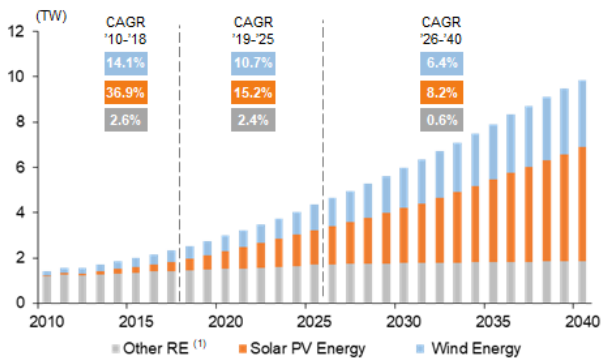
LA SOLAR FOTOVOLTAICA Y LA EÓLICA OFFSHORE SERÁN LAS TECNOLOGÍAS GANADORAS

LA SOLAR FOTOVOLTAICA SE CONSOLIDA COMO UNA DE LAS TECNOLOGÍAS GANADORAS A FUTURO

Es significativo el cambio de percepción que se ha producido sobre esta tecnología,..., hasta hace muy poco los grandes operadores de renovables domésticos (Iberdrola, Acciona,...) claramente veían la tecnología fotovoltaica como residual, básicamente para pequeños proyectos en manos de operadores independientes de reducido tamaño y muy basada en subvenciones. Por ello, muchos de estos grandes operadores miraban esta tecnología con cierta indiferencia.

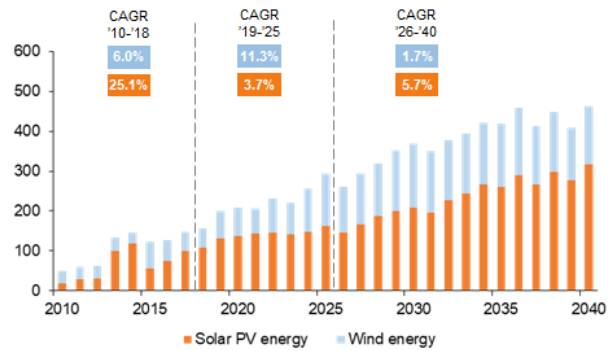
... gracias a la mejora de sus fundamentales. Sin embargo, el desplome de los precios de los paneles solares que hemos visto ha provocado que para los próximos años la tecnología solar fotovoltaica sea una de las grandes ganadoras del sector renovable a nivel mundial. Los mismos operadores que hasta no hace mucho no tenían previsto inversiones significativas en fotovoltaica han cambiado radicalmente sus planes de futuro y en los próximos años una gran parte de los proyectos renovables se están dirigiendo a esta tecnología como veremos más adelante.

Figure 9: Evolución de la capacidad instalada de energías renovables



Sources: Bloomberg NEF, IRENA, Mirabaud Securities

Figure 10: Nueva capacidad instalada fotovoltaica y eólica

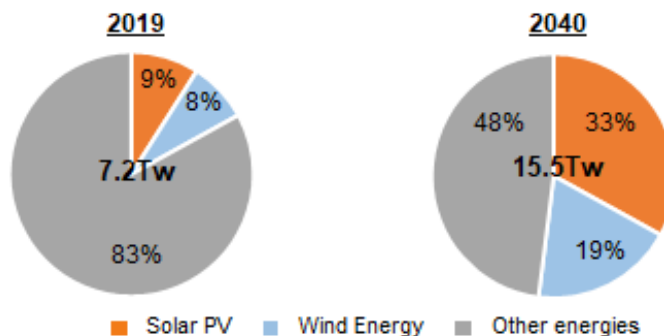


Sources: Bloomberg NEF, IRENA, Mirabaud Securities

Se estima que la potencia instalada fotovoltaica multiplique por 7,7x hasta 2040. En los próximos años se estima que la tecnología líder en el sector renovable sea la solar fotovoltaica que crecerá en este lustro a nivel mundial a tasas anuales superiores al doble dígito y de forma exponencial en las dos próximas décadas, esperándose así que la potencia instalada se multiplique casi por 8x para 2040.

La solar fotovoltaica representará un tercio de la potencia renovable instalada. Se espera que en 2040, un tercio del total de la capacidad instalada renovable corresponda a energía fotovoltaica frente al 9% actual y pasando a ser la tecnología renovable líder a nivel mundial.

Figure 11: Mix eléctrico: Peso porcentual de las tecnologías sobre el total



Sources: Bloomberg NEF, Mirabaud Securities

LA OTRA GRAN GANADORA SERÁ LA ENERGÍA EÓLICA

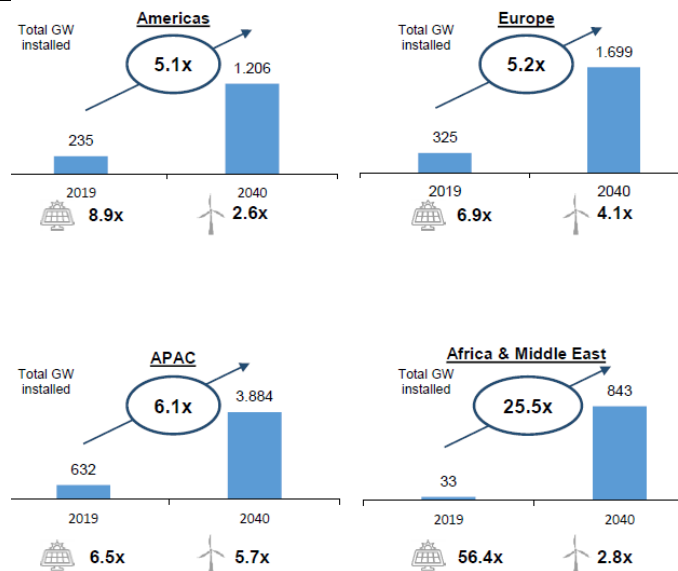
La energía eólica será la otra gran ganadora a futuro. Se espera que la capacidad eólica actual multiplique por 4,8x hasta 2040 y que pase a representar prácticamente un 20% del total del parque renovable, de manera que se consolida como la segunda tecnología renovable de mayor crecimiento futuro, tanto onshore como offshore.

Siendo la eólica offshore el segmento de donde se espera el mayor crecimiento. Todavía se espera una fuerte caída de los costes de instalación gracias a las mejoras tecnológicas que sin duda se van a producir. No hay que olvidar que el factor de carga de la eólica offshore es el más alto de todas renovables, lo que compensa parcialmente sus mayores gastos de instalación y mantenimiento. El elevado tamaño y coste de los proyectos offshore la hacen especialmente atractiva para los grandes desarrolladores de renovables por sus elevadas barreras de entrada y donde será difícil ver operadores de pequeño tamaño.

EL CRECIMIENTO SE PRODUCIRÁ EN TODAS LAS PARTES DEL MUNDO

La apuesta por las renovables es un movimiento global. Se podría pensar que las renovables va a ser una apuesta únicamente de los países desarrollados pero también hay un movimiento en países en vías de desarrollo que van a realizar importantes inversiones.

Figure 12: Crecimiento de potencia solar FV y eólica



Sources: Bloomberg NEF, Mirabaud Securities

ESPAÑA SE HA CONVERTIDO EN LÍDER DE RENOVABLES

PLAN DE RENOVABLES EN ESPAÑA: EL CAMBIO CLIMÁTICO EN EL CENTRO DE LA GESTIÓN ENERGÉTICA

PNIEC 2021-2030: la descarbonización exigirá 57 GW de renovables hasta 2030. En España, el PNIEC (Plan Nacional Integrado de Energía y Clima) es un proyecto ambicioso con 53 medidas, la mayoría dirigidas a objetivos de descarbonización que plantean objetivos de aumentar el peso de las energías renovables en el consumo de energía final y de mejora de la eficiencia energética.

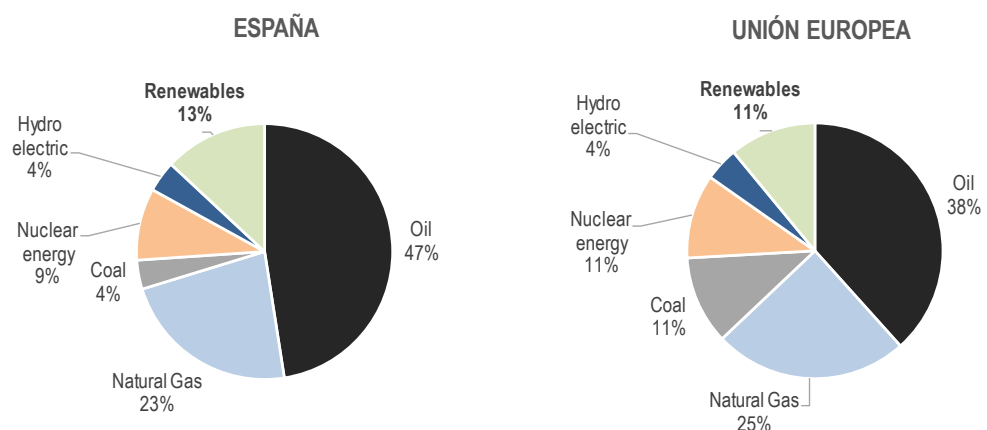
Objetivos PNIEC

2030	<p>21% REDUCCIÓN EMISIONES GASES EFECTO INVERNADERO (GEI) VS. 1990</p> <p>42% RENOVABLES SOBRE CONSUMO FINAL ENERGÍA</p> <p>74% ENERGÍA RENOVBLE EN LA GENERACIÓN ELÉCTRICA (60% 2025)</p> <p>39,6% MEJORA EFICIENCIA ENERGÉTICA</p>
2050	<p>NEUTRALIDAD EN CARBONO: 90% REDUCCIÓN EMISIONES GEI VS. 1990</p>

Source: Company, Mirabaud Securities

Los hidrocarburos aún dominan la energía. Observando el consumo energético en 2019, los hidrocarburos (petróleo + gas + carbón) todavía representaban el 74% del total tanto en España como en la UE. Si además, incluimos la energía nuclear, este porcentaje aumenta por encima del 83% en ambos casos. Nos parece evidente que la descarbonización hasta 2050 tiene un largo camino por delante.

Matriz energética España y UE: consumo energético por combustibles (2019)



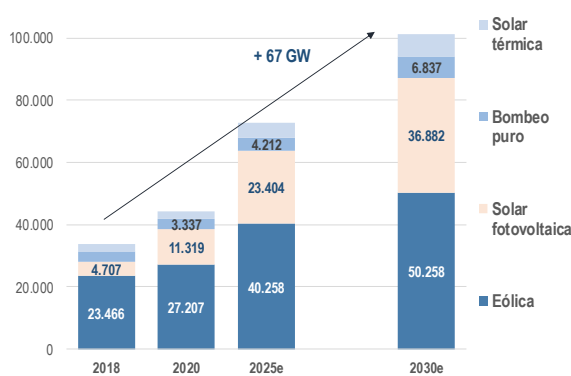
Source: BP Statistical Review 2020, Mirabaud Securities

Esta transición energética podrá ir cambiando de velocidad aunque nosotros pensamos que está en fase de aceleración. Más allá de cuestiones ideológicas, la realidad refleja que los hidrocarburos irán cediendo el paso a la energía renovable y que no hay vuelta atrás. La matriz energética tendrá a las renovables como ganadores, tendencia que se acelerará con subidas del precio del petróleo.

EÓLICA Y FOTOVOLTAICA LIDERAN EL PRÓXIMO PARQUE DE RENOVABLES

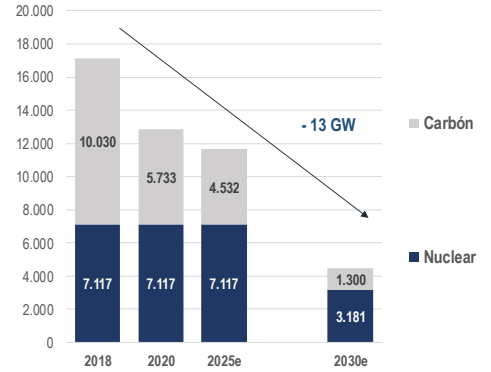
Este objetivo del PNIEC (+57 GW de generación renovable en 2030) **implica un aumento del 80% de la potencia eólica (50 GW en 2030) y triplicar la fotovoltaica (37 GW en 2030)** al mismo tiempo que se cierra el carbón y el desmantelamiento progresivo de la nuclear, proceso que se extenderá hasta 2035.

España: OBJETIVOS POTENCIA RENOVABLES (PNIEC) -MW



Source: PNIEC, Mirabaud Securities

España: OBJETIVOS CARBÓN Y NUCLEAR (PNIEC) -MW



Source: PNIEC, Mirabaud Securities

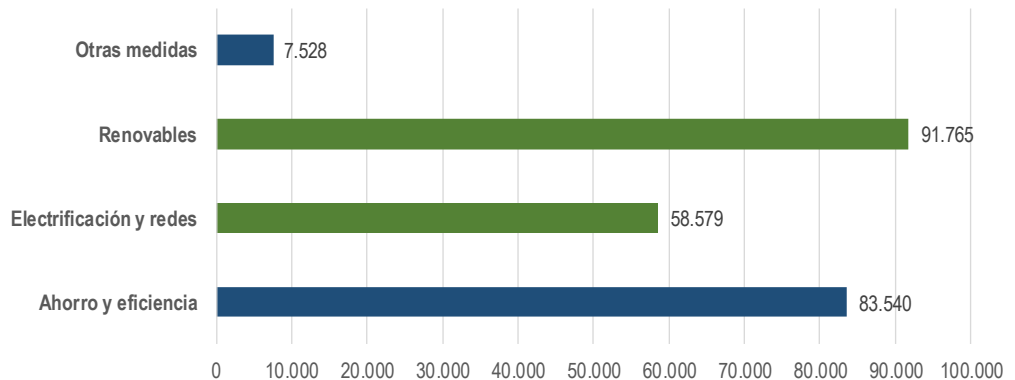
Objetivo intermedio 29 GW en 2025. De cara a cumplir con el objetivo intermedio (30% energías renovables sobre el consumo final de energía 2025e) el sector deberá introducir 29 GW de nueva potencia renovable (4,8 GW anuales).

Advertimos una total sintonía entre compañías y regulador (Ministerio de Transición Ecológica). Este aspecto resulta clave a la hora de ejecutar inversiones, otorgando las máximas garantías al plan de transición energética y por tanto, eliminando incertidumbres regulatorias para los inversores.

ELEVADAS INVERSIONES PARA ACOMETER EL CAMBIO

Acometer el plan de transición energética exigirá una inversión superior a 241.000mn€ en España, que implica un capex medio anual de 11.000mn€ para el sector eléctrico (renovables, redes y electrificación). Los proyectos de generación renovable acaparan 92.000mn€, casi el 40% del total. Adicionalmente los planes de hidrógeno para 2030 (4 GW de electrólisis) ampliarán la inversión prevista para todo el sector.

Inversiones totales para objetivos PNIEC 2021-2030



Source: PNIEC, Mirabaud Securities

SPANISH SECTOR NOTE

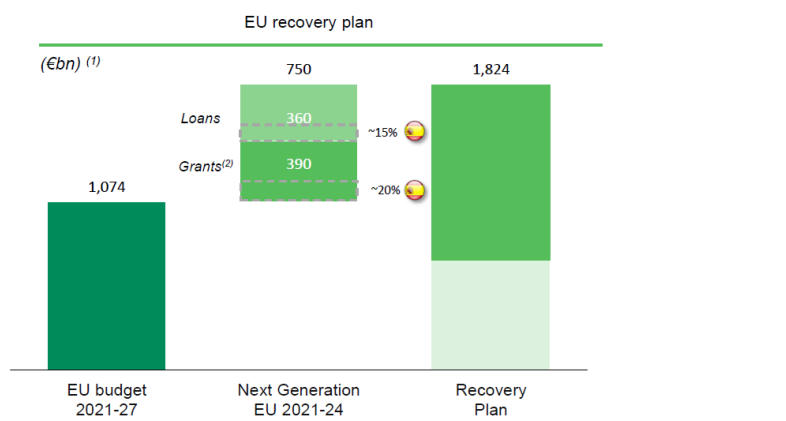
La inversión conjunta en redes y renovables será indispensable para integrar la nueva capacidad y dotar de mayor estabilidad al sistema eléctrico. En este sentido, los avances en las inversiones en transporte y distribución eléctrica será un requisito básico.

APOYO FINANCIERO A LOS PLANES DE ESPAÑA

La masiva necesidad de inversión exige señales económicas para otorgar rentabilidad. Aunque la UE ya había apostado por las energías renovables antes de la pandemia (European Green Deal), el pasado año se ha reforzado la estrategia con el **plan de recuperación de la UE (Next Generation UE), por importe total de 750.000mn€,** además de los refuerzos específicos del **presupuesto a largo plazo de la UE 2021-2027 (Multiannual Financial Framework > 1 billón€),** que reforzarán la capacidad financiera total del presupuesto hasta 1,85 billones €.

España recibirá 140.000mn€. Entre los países más favorecidos está España, donde la UE aprobó destinar un 19% del total del plan de recuperación, que se articulará mediante ayudas (72.000mn€) y préstamos (68.000mn€). El sector energético será uno de los más beneficiados de los planes para relanzar la economía y movilizar inversiones de las compañías. El presupuesto español ya incluye 27.000mn€ para 2021.

EUROPA- Planes de recuperación con el sector energético en el foco



Source: Endesa, Mirabaud Securities

Los planes de apoyo financiero se irán concretando durante este año. El Ministerio de Transición Ecológica planea repartir la financiación entre proyectos de gran escala y otros con mayor capilaridad. Entendemos que las compañías cotizadas podrán acceder a estos proyectos.

OTRAS SEÑALES PARA ATRAER INVERSIÓN

Además del apoyo directo de la UE, se están introduciendo otras señales para atraer la inversión al sector: medidas fiscales, los derechos de emisión de CO2, etc.

Medidas fiscales propicias para las renovables. A nivel fiscal el PNIEC plantea que el sistema tributario incentive sistemáticamente la economía baja en carbono y resiliente al clima. En este sentido, una de las medidas más relevantes ha sido la reciente creación del **Fondo de Sostenibilidad del Sistema Eléctrico (FNSSE)**, que progresivamente irá repartiendo los costes de las primas de las renovables entre toda los agentes comercializadores de energía y no solamente en la factura eléctrica. Esta controvertida medida perjudica a otras energías (gas, derivados del petróleo) pero supone un alivio para el sistema eléctrico. El sector de renovables la ha recogido con mucha satisfacción puesto que el 40% de los costes regulados no serán soportados exclusivamente por el sistema eléctrico sino por todas las energías.

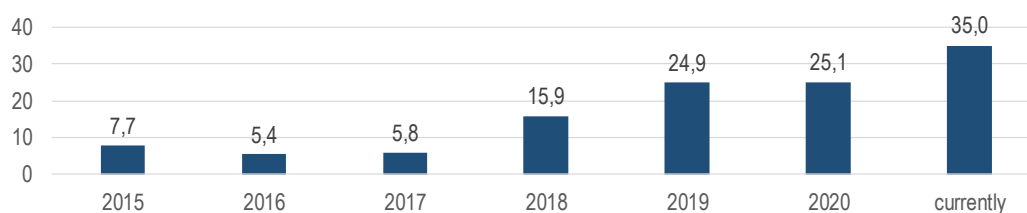
Electricity regulated revenues and costs (2019)- €mn

Total revenues	17.100	100%	Total costs	17.600	100%
Tariffs	13.600	80%	Transport	1.700	10%
Taxes on electricity	1.700	10%	Distribution	5.200	30%
CO2 auctions	700	4%	Renewables incentives	7.100	40%
Capacity payments	700	4%	Extra peninsular costs	800	5%
Others	400	2%	Deficit payment & other	2.800	16%

Source: CNMC, Mirabaud Securities

Renovables favorecidas por derechos de emisión al alza. Europa tiene un mercado de derechos de emisión de CO2 que establece una reducción acelerada de los mismos. Esto implica un encarecimiento progresivo del CO2, que la generación eléctrica internaliza y eleva los costes de las tecnologías térmicas (carbón, gas). El aumento de precios del CO2 implicará mayores precios del coste del gas, que fija la mayor parte del tiempo el precio del pool eléctrico.

European CO2 prices- €/Ton



Source: Bloomberg, Mirabaud Securities

En definitiva, la fiscalidad y los derechos de emisión serán instrumentos para favorecer la inversión en energías renovables durante los próximos años, promoviendo la electrificación del país y **disuadiendo el consumo de los combustibles hidrocarburos que seguirán penalizados.**

NO VEMOS EN RIESGO EL SISTEMA MARGINALISTA EN LA PRÓXIMA DÉCADA QUE NOS HACE PREVER LOS PRECIOS DEL POOL POR ENCIMA DE 40 €/MWH

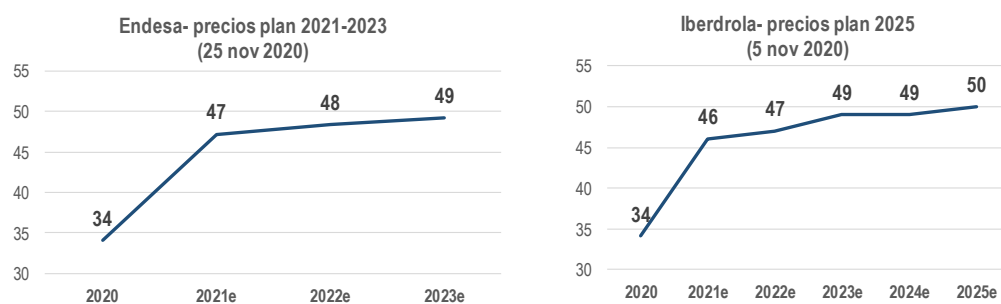
Hay temores sobre la evolución de los precios del pool. Últimamente, vemos muchos inversores preocupados por la futura evolución de los precios de la electricidad en España y el impacto que pueda tener la nueva capacidad instalada de renovables en los precios del pool, temores que se acrecentaron masivamente con la evolución de precios durante el confinamiento.

Sin un cambio tecnológico en el almacenamiento vemos difícil cambios en el sistema marginalista de fijación de precios de electricidad. No hay que olvidar que mientras que la energía producida no pueda almacenarse, el sistema necesitará mantener la garantía de potencia y un sistema marginalista que hagan rentables las energías que garantizan esa potencia en cualquier momento.

Actualmente hay dos grandes proyectos para almacenar energía: hidrógeno verde y baterías. Se está invirtiendo mucho en su desarrollo a gran escala (actualmente el hidrógeno representa menos del 1% del consumo de energía europeo) pero por el momento son tecnologías en estado muy embrionario y con un coste elevado. No tenemos duda de que finalmente se conseguirá desarrollar formas eficientes de almacenamiento pero no prevemos que estén plenamente disponibles en el corto plazo, al menos de forma masiva. En todo caso, el hidrógeno verde se apoya desde Europa ("Hoja de ruta del Hidrógeno renovable", 29 Julio 2020) y el Gobierno español prevé fuertes inversiones en su desarrollo: 8.900mn€ hasta 2030. También se esperan avances en la reducción de costes de almacenamiento mediante baterías. Lo interesante es la complementariedad del almacenamiento con las energías renovables, con el fin de mitigar los inconvenientes de su intermitencia.

En un entorno sin interrupciones regulatorias ni tecnológicas las grandes eléctricas consideran que los precios del pool se mantendrán por encima de los 40 €/MWh. Pensamos que en la próxima década el sistema marginalista se mantendrá en España y que los precios eléctricos seguirán marcados por el gas como la tecnología que asegura la garantía de potencia. En este escenario, es complicado ver los precios cayendo por debajo de los 40 €/MWh. Consideramos que el precio del gas será la clave y resulta poco probable que se prolonguen de forma sostenida los niveles de 2020 que, con el gas en España a 10-11€/MWh y la tonelada de CO2 a 25€, el precio medio de la electricidad cayó a 34€/MWh. Los últimos planes estratégicos de las dos grandes eléctricas españolas (Endesa e Iberdrola) asumen un nivel de precios entre 46€-50€/MWh.

PRECIO DEL POOL EN ESPAÑA: escenarios previstos- €/MWh



Source: Companies, Mirabaud Securities

Aunque nosotros somos más conservadores para los precios de las energías renovables. La nueva capacidad instalada de renovables puede presionar a la baja los precios del pool en determinados días de mucho viento o alta radiación solar. Esto puede provocar divergencias entre el precio medio que obtengan las *utilities* (que combinan distintas tecnologías) y el de los productores independientes, concentrados normalmente en eólica y/o fotovoltaica, cuya producción es más intermitente. La última subasta de renovables ha reflejado adjudicaciones de 3.000MW de proyectos eólicos y fotovoltaicos a un precio medio de ~25€/MWh para plazos de 10-15 años. También los PPAs que están cerrando los productores independientes están en torno a 35€/MWh. La elevada cantidad de proyectos seguirá presionando los precios de las subastas.

PRECIO RESULTANTE DE LA SUBASTA 26 ENERO 2021- €/MWh

	Precio medio ponderado	Precio mínimo adjudicado	Precio máximo adjudicado
Solar fotovoltaica	24,5	14,9	28,9
Eólica	25,3	20,0	28,9

Source: Companies, Mirabaud Securities

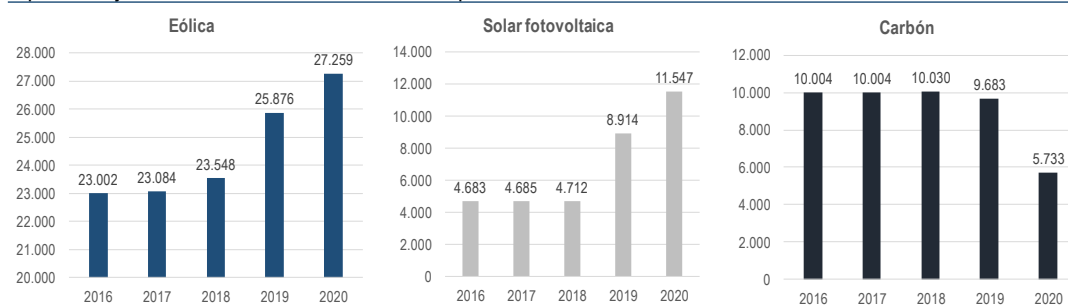
PPAs vs. merchant. La opción PPA (contrato de venta de energía largo plazo) ha sido clave para el desarrollo inicial de las renovables, especialmente por la mayor capacidad de financiación de los proyectos. Aunque seguirán siendo relevantes para todas las compañías, la calidad del *offtaker* es diferencial. De nada sirve un PPA si surgen problemas y no se puede cumplir el contrato. Así, consideramos que la visión de los precios de mercado para los próximos años es un factor fundamental. Firmar un precio “garantizado” del PPA muy alejado de los precios de mercado tendrá poco interés. Adicionalmente, destacar el desarrollo que está experimentando el mercado de futuros como alternativa al PPA y que puede tener un interés creciente durante los próximos años. En algunos mercados de Latinoamérica también hay una larga experiencia en el mercado de PPAs.

ESTO ES YA UNA REALIDAD

MÁS DE 10 GW DE RENOVABLES EN LOS DOS ÚLTIMOS AÑOS

Todas estas medidas están dirigidas a incentivar las inversiones del sector privado en renovables. Aunque no resultan sencillas y evolucionarán con muchos altibajos, la orientación está clara: acelerar la transición energética en Europa. España ha sido uno de los países pioneros en la introducción de las energías renovables y, aunque la reforma del sector eléctrico frenó la carrera, llevamos ya dos años en los que la inversión ha sido imparable. Ni siquiera el virus ha podido pararla. Y no se trata solamente de planes gubernamentales y de consultoras sino que la realidad ya lo refleja.

España: Eólica y fotovoltaica llevan dos años creciendo mientras que el carbón se cierra -MW



Source: REE, Mirabaud Securities

Ni el Covid-19 ha detenido el desarrollo de proyectos. Durante los dos últimos años ya se han instalado más de 10 GW (6,8 GW eólica y 3,7 GW fotovoltaica). Bombeo hidráulico y termosolar también contribuirán a los objetivos. Al mismo tiempo, destacar el cierre completo del carbón y progresivo de la nuclear, tecnologías de respaldo que serán sustituidas por las renovables con el reto que implica a nivel técnico. La próxima década mantendrá esta tendencia.

VUELVEN LAS SUBASTAS DE RENOVABLES EN ESPAÑA

Esta semana han vuelto las subastas de potencia (la última fue en 2017) después de la aprobación del RDL 960/2020 que contempla subastas por 19,5 GW hasta 2025 basadas en el precio de la energía más competitivo. Se esperan unos 10 GW de fotovoltaica, 8,5 GW de eólica y 1 GW de otras tecnologías. Aunque como hemos observado en los dos últimos años no ha sido necesario este mecanismo para incentivar la inversión. Además, se mantendrán otros instrumentos de impulso, como pueden ser las líneas de ayuda a la inversión en renovables financiadas por fondos europeos (FEDER) o las garantías públicas a los contratos PPAs. Las compañías valoran que se pone mayor orden a la entrada de proyectos, evitando los problemas de acceso de conexión para los proyectos más grandes. El calendario de subastas se irá actualizando para alcanzar los objetivos del PNIEC. Esta semana se han subastado 3.000 MW.

España: Volúmenes mínimos de potencia acumulada en subastas 2020-2025

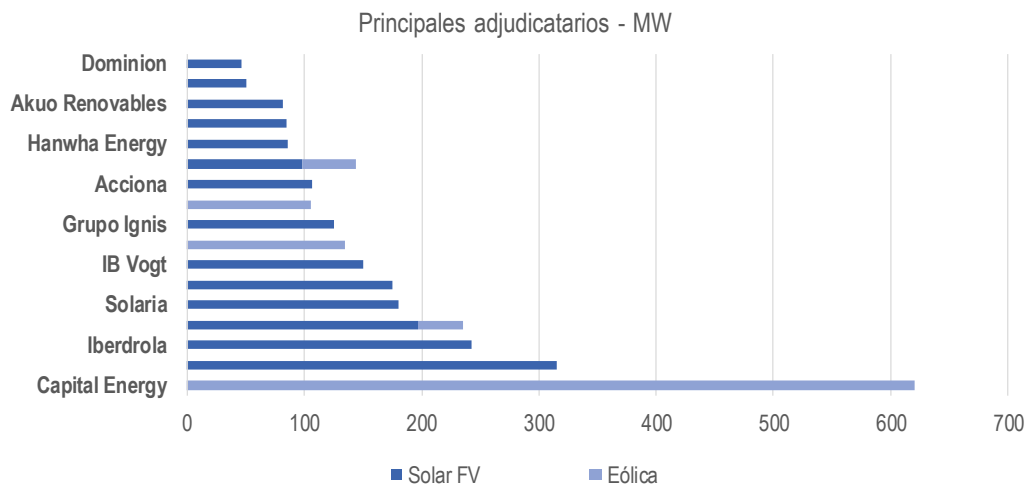
MW instalados	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Eólica	1.000	2.500	4.000	5.500	7.000	8.500
Fotovoltaica	1.000	2.800	4.600	6.400	8.200	10.000
Solar termoeléctrica		200	200	400	400	600
Biomasa		140	140	260	260	380
Otras tecnologías		20	20	40	40	60
TOTAL	2.000	5.660	8.960	12.600	15.900	19.540

Source: RDL 960/2020, Mirabaud Securities

SPANISH SECTOR NOTE

Éxito de la primera subasta (26 enero). A la subasta han concurrido 84 agentes y se han ofertado 9.700 MW (3 veces la potencia subastada). La adjudicación de los 3.034 MW se ha cerrado de acuerdo al siguiente cuadro:

Resultado de la subasta 26 enero 2021



Source: Mirabaud Securities

Y LAS COMPAÑÍAS INCLUYEN AMBICIOSOS PLANES DE RENOVABLES

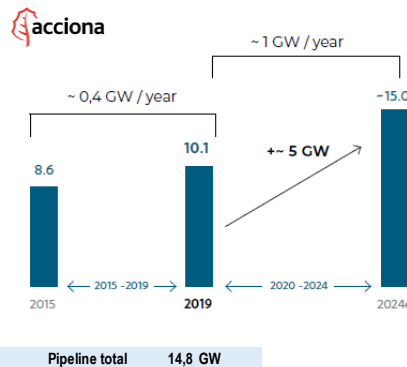
Planes estratégicos reforzados en renovables. En el último año los planes estratégicos de las *utilities* tradicionales (IBE, ELE, ANA,...) y de otras compañías cotizadas más pequeñas (SPK, SOL, GRE,...) han mostrado ambiciosos planes de inversión en renovables. A nivel internacional ya estaban la mayoría desarrollando proyectos pero ahora también en España. La fotovoltaica era una tecnología “olvidada” para las *utilities* españolas pero el renovado apoyo regulatorio y la rápida reducción de los costes de inversión (evitando incentivos específicos) la han convertido en una tecnología prioritaria. La eólica sigue avanzando, también con mejoras de eficiencia, y la eólica marina (offshore) se ha disparado como la tecnología de gran escala a nivel europeo. En España, los problemas de la plataforma continental no permiten un desarrollo del offshore. **Repasamos los planes de 12 compañías cotizadas españolas, que planean instalar conjuntamente más de 50 GW de renovables en los próximos 5-6 años, con España como uno de los países destacados.**

UTILITIES/ IPPS

1. ACCIONA (ANA SM): LA PIONERA DE LAS ENERGÍAS RENOVABLES EN ESPAÑA

Doblará su ritmo de instalaciones, hasta 1.000MW/ año, repartido entre FV y eólica al 50%, **superando los 15GW en 2024.** Actualmente solamente representa un 7% de los MW previstos en España pero probablemente será muy superior cuando incorpore definitivamente algún proyecto del **pipeline**, que asciende a **14,8 GW** (3,6 GW ya en construcción).

ACCIONA - Energy investments 2020-2024e



Source: Company, Mirabaud Securities

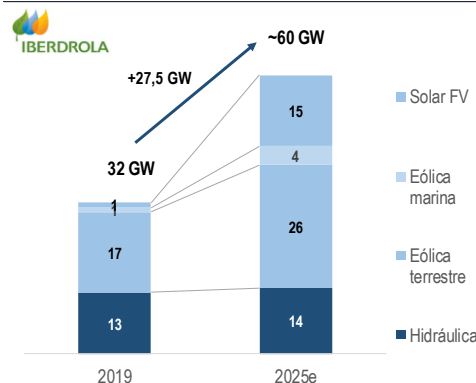
ACCIONA - New MW installed per annum (2020-2024e)

MW	2020	2021	2022	2023	2020-2023
Spain	1	48	211		260
Wind		48			
Solar PV	1		211		
International	678	779	952	895	3.304
Chile	232	148	0	0	380
Wind	78				
Solar PV	154	148			
Mexico	207	129	0	0	336
Wind	207	129			
Solar PV					
Australia	41	117	536	490	1.184
Wind	41	117	536	490	
Solar PV					
USA	198	385	416	405	1.404
Wind	198				
Solar PV		385	416	405	
Total	679	827	1.163	895	3.564
Wind	524	294	536	490	1.844
Solar PV	155	533	627	405	1.720

2. IBERDROLA (IBE SM): EL GIGANTE DE LAS RENOVABLES

Destinará 34.000mn€ (51% del plan inversor 2020-2025) a renovables para aumentar su potencia hasta **60 GW en 2025** (vs. 32 GW a cierre de 2019).

IBERDROLA- Fuerte plan inversor en renovables



Pipeline por grado avance		70,5 GW	
En construcción	7	10%	
Permisos avanzados	9	13%	
Permisos en tramitación	7	9%	
En desarrollo	48	68%	
Pipeline por tecnologías			
Solar FV	30,7	44%	
Eólica terrestre	20,2	29%	
Eólica marina	16,3	23%	
Hidráulica	2,5	4%	
Baterías	0,8	1%	
Pipeline por países			
EEUU	22,9	32%	Brasil 5,2 7%
España	11,7	17%	México 5,0 7%
Portugal	2,6	4%	Japón 3,3 5%
UK	7,0	10%	Australia 2,5 4%
Resto Europ	9,1	13%	Resto 1,1 2%

Source: Company, Mirabaud Securities

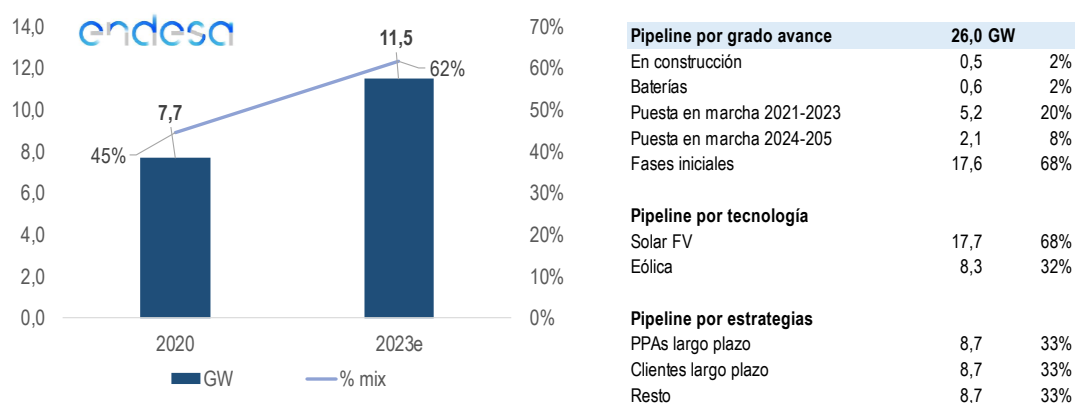
SPANISH SECTOR NOTE

El mayor impulso vendrá por el lado de la eólica marina (+3 GW) junto a fuertes inversiones en solar FV (+15 GW), eólica terrestre (+9 GW) e hidroeléctrica (+1 GW). Su pipeline total asciende a 70,5 GW, destacando la inversión en offshore. **España aportará 8 GW adicionales (30% del total)**, alcanzando los 25 GW de renovables en 2025. La compañía ha vuelto a invertir a nivel doméstico hace dos años tras varios años sin contemplarlo. En EEUU prevén ampliar en 7 GW.

3. ENDESA (ELE SM): ACELERA EL CAMBIO DE SU MIX DE GENERACIÓN

Otra compañía que doblará su potencia renovable en 3 años, con el **objetivo de 11,5 GW en 2023** (vs. 7,7 GW actuales). Las renovables representarán el 62% de su mix eléctrico frente al 45% actual. España será el mercado donde se centre puesto que su matriz (Enel) ya desarrolla los proyectos en otros países.

ENDESA- Plan de renovables 2023



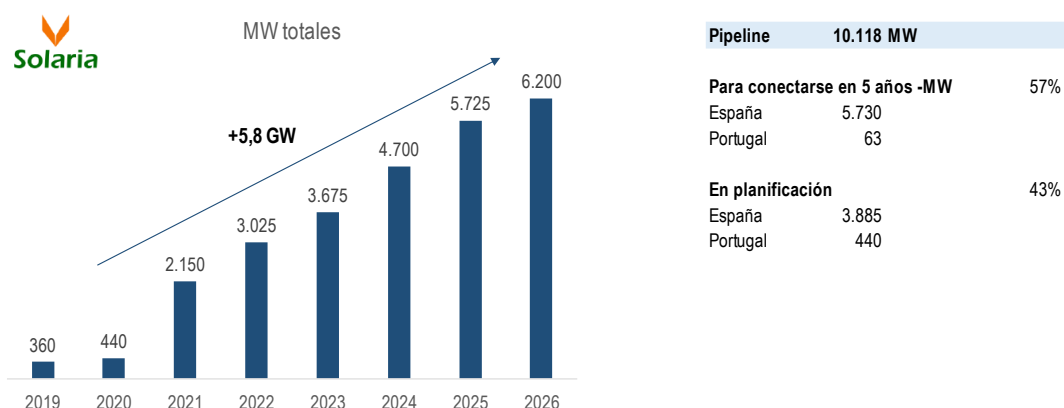
Source: Company, Mirabaud Securities

La estrategia de Endesa también pasa por mantener una posición comercial que la mantenga verticalmente integrada, con una cuota de mercado ~30% de la comercialización en España.

4. SOLARIA (SLR SM): +5,8 GW FOTOVOLTAICA EN ESPAÑA

Éste es el ambicioso objetivo que pretende alcanzar. Además está gestionando más de 2 GW en PPAs con utilities y petroleras con elevada calidad crediticia (*investment grade*) persiguiendo un modelo de generación de caja estable. La compañía se está centrando en grandes plantas para lograr economías de escala, de tal forma que cuenta con 4 proyectos en España entre 400 MW y >1.000 MW que suman más de 2,5 GW. Con una capitalización de 3.100mn€ (25€/acción), la compañía es la más grande de las renovables españolas al margen de las tradicionales.

SOLARIA- Objetivos de capacidad y pipeline

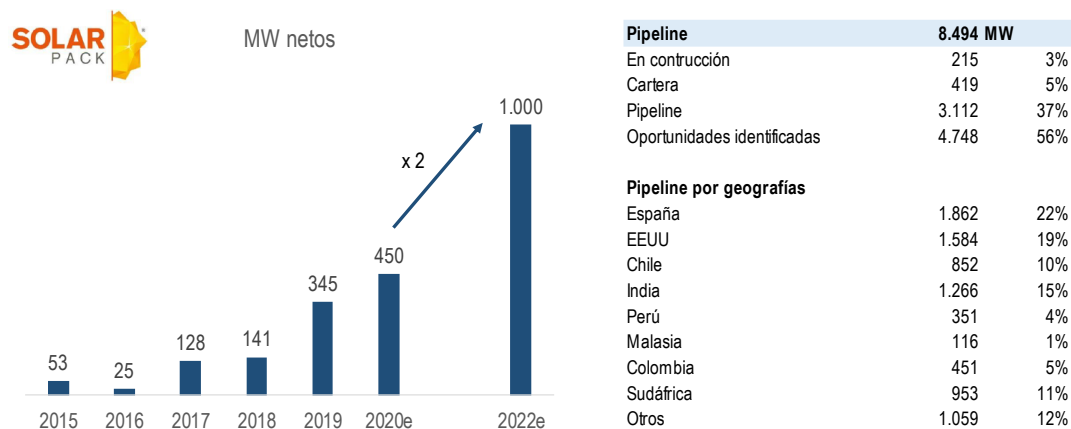


Source: Company, Mirabaud Securities

5. SOLARPACK (SPK SM): CUMPLIENDO SUS OBJETIVOS

La compañía vasca que comenzó a cotizar en diciembre de 2018 ha ido ejecutando su plan de desarrollo, alcanzando actualmente los 450 MW netos. Su perfil es muy internacional y será fuera de España donde continúe el crecimiento, al menos a medio plazo. India y Malasia serán los próximos grandes proyectos. El objetivo más inmediato es alcanzar **1 GW en operación y construcción en 2022**.

SOLARPACK- Cartera de proyectos y pipeline



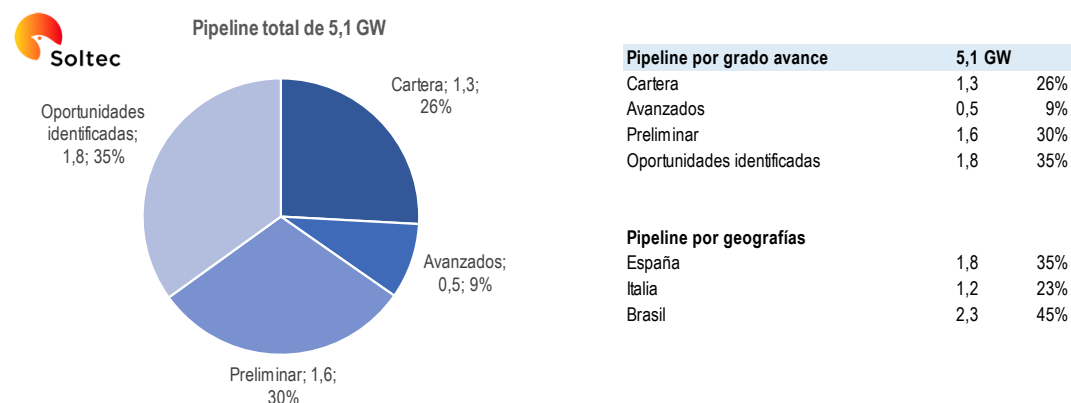
Source: Company, Mirabaud Securities

Su **pipeline de 8,5 GW** le ofrece oportunidades para seguir creciendo y desarrollando su estrategia, que desde la salida a bolsa consiste en un modelo denominado Build & Own: mantener en el medio-largo plazo una parte mayoritaria de los activos que desarrolla, construye y pone en operación. En poco más de dos años, la compañía ha incrementado su capitalización hasta 900mn€ (23€/acción) tras colocarse a 8,3€/acción (+177%).

6. SOLTEC (SOL SM): TRACKERS Y TAMBIÉN DESARROLLO DE PROYECTOS

La compañía murciana además de ser el nº 3 mundial en fabricación de trackers para plantas solares PV (~20% coste de la planta), ha alcanzado a través de su filial Powertis importantes acuerdos con empresas como la petrolera Total (1 GW) o fondos como Aquila en Italia (750 MW) para promover proyectos FV. Cuenta con un **pipeline de 5,1 GW**, que espera poner en marcha entre 2021 y 2024.

SOLTEC- Cartera de proyectos y pipeline



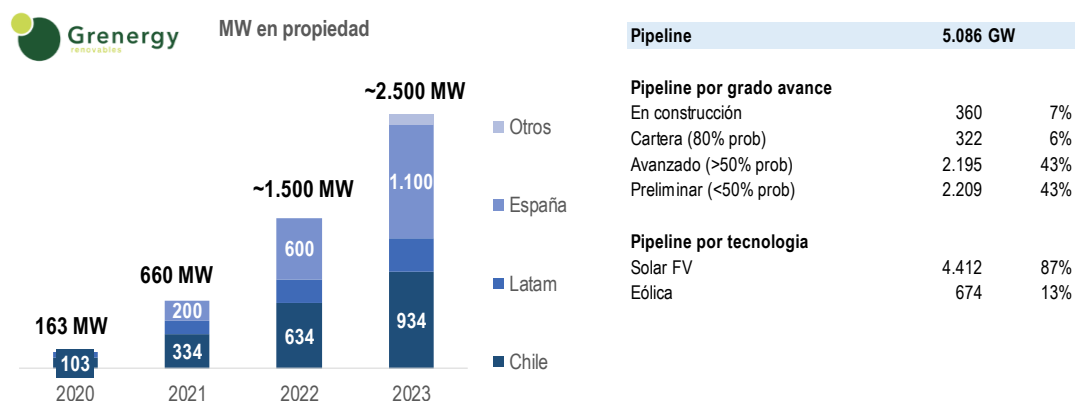
Source: Company, Mirabaud Securities

Actualmente capitaliza más de 1.000mn€ (11,5€/acción), reflejando una revalorización del ~140% desde su salida a bolsa (28 oct 2020).

7. GREENERGY (GRE SM): UNA PEQUEÑA QUE YA HA CRECIDO

La compañía es un productor independiente de energía (IPP) desde 2007, iniciándose en España con una potencia instalada de 18MW fotovoltaicos. Posteriormente, en 2013, comenzó su actividad internacional y ha construido proyectos eólicos y FV para terceros (más de 400MW). Actualmente cuenta con 163MW en propiedad y con los objetivos de **alcanzar 1.500MW en 2022 y 2.500MW en 2023**, además de desarrollar entre 100MW-200MW anuales para terceros.

GREENERGY- Cartera de proyectos y pipeline



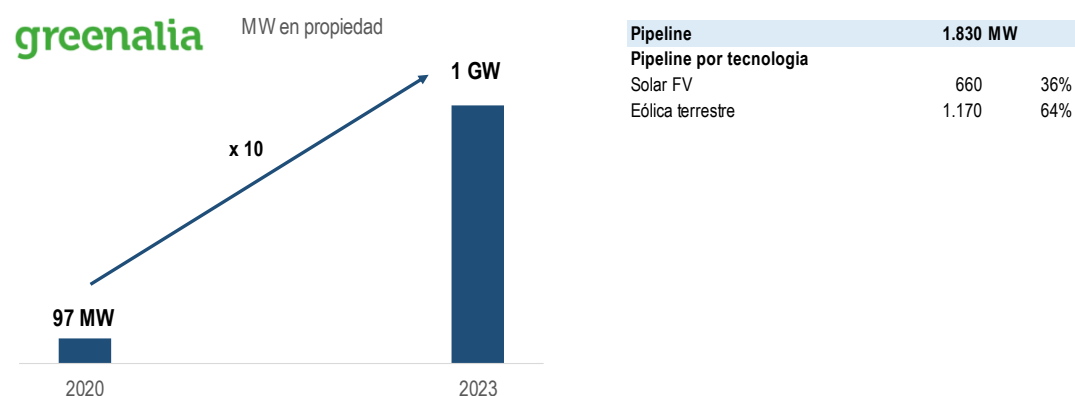
Source: Company, Mirabaud Securities

Salió a cotizar en el MaB (Mercado Alternativo Bursátil) en 2015 y en diciembre de 2019 al mercado continuo. Actualmente capitaliza más de 750mn€ (31,5€/acción), con una revalorización del 150% desde el salto al continuo.

8. GREENALIA (GRN SM): MULTIENERGÍAS CON OBJETIVO 1 GW EN 2023

Greenalia es un IPP gallego que inició su actividad en 2006, con sus orígenes basados en la biomasa, donde está integrada verticalmente, ampliándose posteriormente a la eólica y solar FV. Los proyectos de su **pipeline de proyectos con acceso a red (1.830 MW)** representan más del 80% de su objetivo de **1 GW en 2023**. Greenalia ha anunciado una **próxima actualización de su plan estratégico**, marcando como **nuevo objetivo la construcción de más de 2 GW** en distintas tecnologías, frente a 100 MW actualmente (biomasa y eólica). Destacar que la compañía apunta además a desarrollar tecnología eólica offshore, inédita en España, con un proyecto en Canarias de 50 MW (ampliable a 250 MW).

GREENALIA- Cartera de proyectos y pipeline



Source: Company, Mirabaud Securities

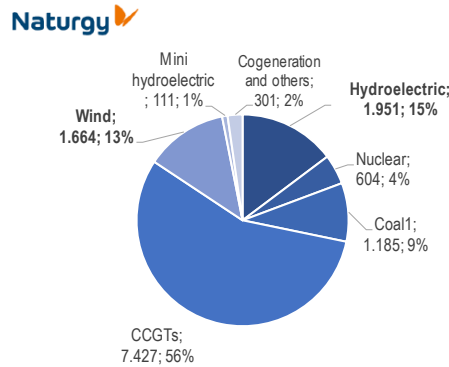
* Plan estratégico 2019-2023 (Agosto 2019)

Greenalia cotiza en el MaB desde diciembre de 2017 y capitaliza más de 350mn€ actualmente (17,5€/acción), después de una revalorización del 680% en estos tres años.

9. NATURGY (NTGY SM): ANUNCIARÁ UN PLAN AMBICIOSO PLAN DE RENOVABLES

La compañía actualizará su plan estratégico en febrero y sus objetivos de renovables serán muy superiores. Su potencia instalada actualmente es de 3,8 GW (1,7 GW eólica y 2,1 GW hidráulica), representando el 29% de su mix. Hace unos días ya ha anunciado su entrada en EEUU para desarrollar una cartera de 8 GW de solar fotovoltaica y 4,6 GW de almacenamiento en 9 estados. Esperan alcanzar **3,2 GW solar FV y 2 GW de almacenamiento antes de 2026.**

NATURGY: Capacidad instalada España (30 Sept 2020)



NATURGY: Capacidad renovable y planes fuera España

Mexico (Wind)	234
Brazil (Solar)	153
Australia (Wind)	96
Costa Rica (Hydroelectric)	101
Panama (Hydroelectric)	22
MW renovables	607

EEUU- objetivos 2026 (MW)

Fotovoltaica	3.200
Almacenamiento	2.000

Source: Company, Mirabaud Securities

Tenemos claro que Naturgy hará de las renovables y el hidrógeno verde una de sus principales vías de crecimiento para los próximos años. España será uno de los principales destinos de la inversión pero EEUU y otros mercados como Australia u otros países europeos también serán estratégicos.

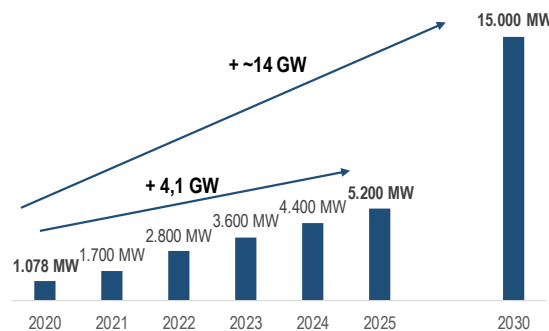
OTRAS COMPAÑÍAS INDUSTRIALES CON NEGOCIO RELEVANTE DE RENOVABLES

Además de las anteriores, otras compañías como petroleras, papeleras o del negocio de construcción y servicios cuentan ya con actividades de energías renovables que pretenden seguir impulsando.

1. REPSOL (REP SM): RENOVABLES PARA SER NEUTRAL EN CARBONO 2050

Las compañías petroleras también han decidido entrar en renovables. Repsol pretende superar los **5 GW en 2025** (5x capacidad actual) y alcanzar los 15 GW en 2030. Solar y eólica serán los protagonistas, además de un proyecto hidráulico (1 GW). España y Chile (JV con Ibereólica) son los países objetivo del grupo, para extenderse posteriormente a otras geografías. Su pipeline total es de 11,7 GW. Repsol ha manifestado su **intención de buscar un socio o llevar a cabo una OPV** para acelerar el desarrollo de este ambicioso plan de crecimiento.

REPSOL- Objetivos de renovables 2025 y 2030



Pipeline según nivel avance

En construcción	445	4%
Alta visibilidad (>90% probabilidad)	3.471	30%
En desarrollo y negociaciones	7.775	67%
MW totales	11.691	100%

Pipeline por tecnologías

Hidráulica	1.000	9%
Solar FV	5.656	48%
Eólica	5.034	43%

Pipeline por geografías

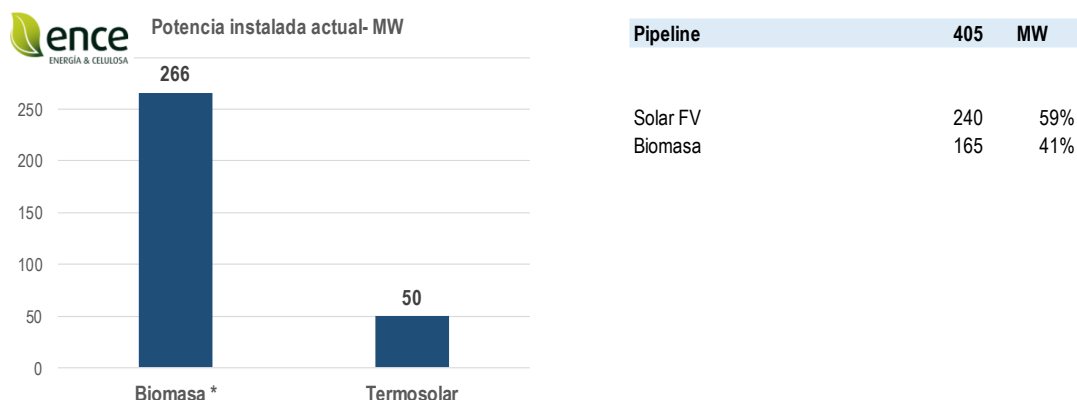
Península Ibérica	6.211	53%
Chile	1.280	11%
Resto del mundo	4.200	36%

Source: Company, Mirabaud Securities

2. ENCE (ENC SM): DE LA CELULOSA A LA BIOMASA Y FOTOVOLTAICA

Ence es la primera empresa de España en producción de energía renovable con biomasa forestal y agrícola (capacidad de producción anual 1.044 GWh en 2019). Cuenta con una **potencia instalada total de 266 MW**, de los cuales 13 MW a cogeneración con gas natural y 253 MW a generación con biomasa. La compañía seguirá potenciando la biomasa como negocio complementario al tradicional (producción de celulosa) además de fotovoltaica. Ence tiene un **pipeline de ~405 MW** con acceso a la red y localizaciones (140 MW biomasa & 240 MW fotovoltaica).

ENCE- Potencia instalada y pipeline



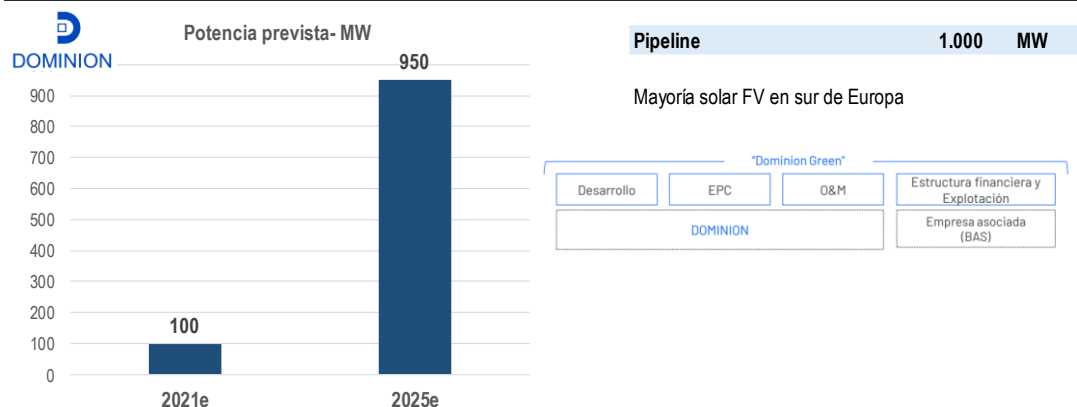
Source: Company, Mirabaud Securities

* incluyendo 96 MW en 1T 2020

3. GLOBAL DOMINION (DOM SM): UNA IPP DESDE 2021

Dominion cuenta desde 2016 con una división dedicada al desarrollo, construcción, explotación y mantenimiento de energías renovables. En el transcurso de estos años la división ha alcanzado una **cartera de proyectos superior a 1 GW** de potencia, tanto en Europa como en Latinoamérica. De esta cartera **alrededor de 100 MW están actualmente en construcción y entrarán en funcionamiento en el 2021** y unos 950 MW en el periodo 2021-25.

GLOBAL DOMINION- Potencia prevista



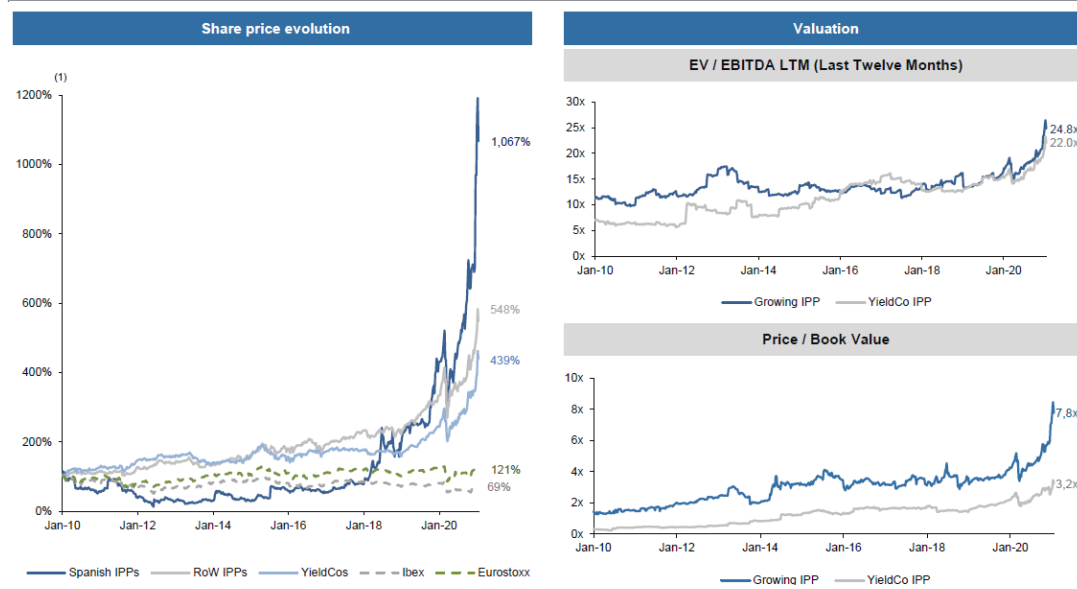
Source: Company, Mirabaud Securities

En otoño de 2020 la compañía redefinió su estrategia en esta área y está buscando un socio financiero para su división de renovables con el fin de crear una IPP que explote y mantenga la cartera actual y futura de proyectos en la que Dominion mantendrá una participación relevante, de manera que pueda beneficiarse de toda la cadena de valor de las energías renovables. En la última subasta se han adjudicado 45 MW en solar.

M&A, TIPOS Y ESG DAN SOPORTE AL SECTOR

La evolución de los valores expuestos al sector de renovables ha mostrado una evolución extraordinaria en los últimos meses. Así, observamos una fuerte revalorización bursátil de estas compañías, con varias de ellas próximas a máximos históricos. Los múltiplos EV/EBITDA y P/BV de los productores independientes de electricidad (IPPs) y de las YieldCos marcan máximos de la última década.

RENOVABLES: Valoraciones y precios al alza



OPERACIONES M&A SOPORTANDO MÚLTIPLOS MUY ELEVADOS

España en el foco de operaciones corporativas a múltiplos elevados. El sector está atrayendo elevadas inversiones no solamente de operadores eléctricos sino además de fondos de inversión. Los activos o compañías difieren en su vida media, regulación aplicable, pipelines...pero en cualquier caso resulta evidente los elevados múltiplos pagados en todos los casos. El elevado interés por los activos renovables en España supone un soporte a las valoraciones de las compañías. Por el momento, la actividad continuará.

Actividad M&A de renovables en España

Date	Company/assets acquired	MW	Technology	€mn	mn€/MW	comments
dic.-20	ELAWAN *	714	wind	1.200	1,7	adquirido el 80% por ORIX a la familia Riberas
dic.-20	T- SOLAR **	274	solar PV	1.500	5,5	adquirido por Cubico
ago.-20	EDP wind assets in Spain	242	wind	507	2,1	adquirido por Finerge
jul.-20	EDP - Viesgo renewables	511	wind	565	1,1	adquirido por EDP a Viesgo
ene.-20	ZERO-E	1.500		1.000	0,7	adquirido por Galp a ACS
dic.-19	Renovalia fotov	955	solar PV	700	0,7	adquirido por fondo italiano F2i a Cerberus
dic.-19	EDP hydro assets Iberia	1.689	hydro	2.210	1,3	adquirido por consorcio liderado por Engie
nov.-19	EOLIA	700	wind	1.400	2,0	adquirido por AIMCo (Alberta, Can) a Oaktree y RES Neco
jul.-19	X-ELIO ***	1.700	solar PV	443	0,3 mn\$	adquirido el 50% por Brookfield a la familia Riberas
may.-19	Renovalia wind	420	wind	550	1,3	adquirido por Ardian a Cerberus y BlackRock
abr.-19	EDPR assets in Europe	491	wind	800	1,6	

Source: Mirabaud Securities

En estos precios no solamente se valora la potencia instalada sino además el valor de los pipelines. Esto dependerá principalmente de la visibilidad de los mismos, atendiendo a su nivel de avance por derechos de conexión a la red, contratos sobre los terrenos, financiación y visibilidad de los precios de la venta de energía.

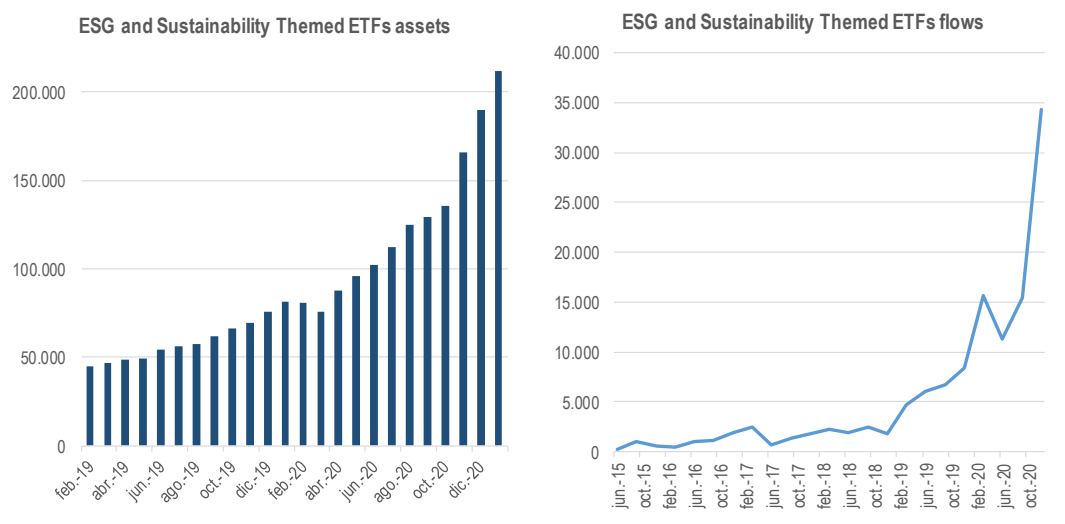
La mayor parte de las compañías estiman una creación de valor para los próximos años que supera los 200 pb respecto al coste medio de su deuda (TIR-WACC). Las compañías que ofrecen visibilidad y capacidad de

ejecución para cumplir con sus objetivos están viendo cómo el mercado premia su esfuerzo. En la medida en que se mantenga esta tendencia, el conjunto del sector se verá favorecido.

CRITERIOS ESG COMO FACTOR CRÍTICO PARA LOS INVERSORES

La inversión en renovables lleva asociado normalmente un factor de alineación con los objetivos de desarrollo sostenible (ODS / SDS en inglés) y los criterios ESG (Environmental, Social and Governance) que son críticos en las decisiones. Todo esto ha llegado para quedarse e incluso todavía irá a más, por lo que prevemos que las empresas y los inversores lo tengan en cuenta tanto como otros aspectos.

RENOVABLES: Los fondos ESG van ganando peso y las renovables en ellos



Source: Morningstar, Mirabaud Securities

Prevedemos que la sensibilidad ante un entorno de creciente interés por la sostenibilidad y el clima seguirá en el futuro y las compañías tratarán de ser elegibles con criterios ESG. Las compañías de renovables en España están muy avanzadas en este aspecto. Por ejemplo, destacar a Acciona, que es la compañía nº1 de generación eléctrica “verde” del mundo desde 2015 (*New Energy Top 100 Green Utilities -Energy Intelligence*), tiene más del 80% del EBITDA y del 90% del capex alineados con las actividades bajas en carbono según criterios de la UE (*EU Low Carbon Taxonomy*) y es neutra en carbono desde 2016.

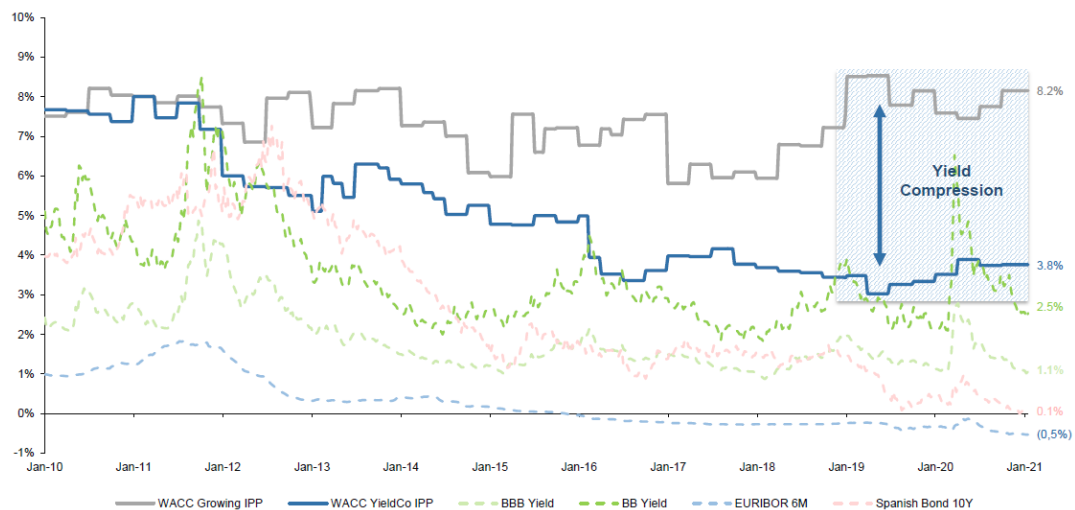
Financiación “verde”. También las entidades financieras y organismos multilaterales utilizan criterios ESG para sus planes financieros. Por ejemplo, el Banco Europeo de Inversiones (BEI) ha aprobado su *Climate Bank Roadmap* para articular el plan de “1 trillón €” de inversiones en acción climática y desarrollo sostenible hasta 2030 y para conceder más del 50% de su financiación al cambio climático y sostenibilidad medioambiental hasta 2025. Además, se ha marcado como hoja de ruta, que todas las operaciones del BEI estén alineadas con los principios y objetivos del Acuerdo de París desde este año. Hay que señalar que se está produciendo un fuerte interés de inversores institucionales en deuda, a través de instrumentos como *project bonds*, etc.

TIPOS DE INTERÉS IMPULSANDO EL SECTOR RENOVABLE

La prolongada presión de los tipos de interés lleva a las compañías de renovables (IPPs) a reducir las rentabilidades exigidas a las compañías, forzándolas a evolucionar hacia un modelo de YieldCos (compañías generadoras de flujos de caja recurrentes) en la medida en que tienen activos operativos de larga duración.

SPANISH SECTOR NOTE

RENOVABLES: Bajos tipos de interés han ido comprimiendo las rentabilidades



Source: Mirabaud Securities

Perspectivas positivas. En definitiva, con los Gobiernos y los reguladores apoyando la transición energética, ambiciosos objetivos por delante, tipos de interés bajos e inversores buscando este tipo de activos por rentabilidad y visibilidad a largo plazo, consideramos que el sector de las energías renovables tiene una década por delante que no se puede dejar pasar.

SPANISH SECTOR NOTE

RECOMMENDATIONS HISTORY

Please use the link below to view our recommendations history for all covered research:

[Recommendations History](#)

For more information on recommendations history, please contact the author/s of this document.

RATINGS, CERTIFICATION AND DISCLOSURE

RATINGS SYSTEM

BUY:	The stock is expected to generate absolute positive price performance of over 10% during the next 12 months.
HOLD:	The stock is expected to generate absolute price performance of between negative 10% and positive 10% during the next 12 months.
SELL:	The stock is expected to generate absolute negative price performance of over 10% during the next 12 months.
RISK QUALIFIER:	Speculative: The stock bears significantly higher risk that typically cannot be valued by normal fundamental criteria and investment in the stock may result in material loss.

The ratings are applicable to all research produced after 1st January 2016

INVESTMENT ANALYST CERTIFICATION

All research is issued under the regulatory oversight of Mirabaud Securities Limited.

Unless stated otherwise below, each Investment Analyst of Mirabaud Securities Limited whose name appears as the Author of this Investment Research hereby certifies that the recommendations and opinions expressed in the Investment Research accurately reflect the Investment Analyst's personal, independent and objective views about any and all of the Designated Investments or Relevant Issuers discussed herein that are within such Investment Analyst's coverage universe.

SPANISH SECTOR NOTE

INVESTMENT RESEARCH DISCLOSURES

The following disclosures relate to this document: None

1. This is a commissioned or a non-independent research note/comment that meets the requirements for acceptable min or non-monetary benefits as defined in COBS 2.3A.19.
2. In the past 12 months Mirabaud Securities or its affiliates have had corporate Finance mandates or managed or co-managed a public offering of the relevant Issuer's securities or received compensation for Corporate Finance services from the Relevant Issuer, excluding acting as a corporate broker, on a retained basis, for the Relevant Issuer.
3. Mirabaud Securities expect to receive or intend to seek compensation for Corporate Finance services from this company in the next 6 months, excluding acting as a corporate broker, on a retained basis, for the Relevant Issuer.
4. The Investment Analyst or a member of the Investment Analyst's household has a long position in the shares or derivatives of the Relevant Issuer.
5. The Investment Analyst or a member of the Investment Analyst's household has a short position in the shares or derivatives of the Relevant Issuer.
6. At the date of production Mirabaud Securities or its affiliates have a net long position exceeding 0.5% of the issued share capital of the Relevant Issuer.
7. At the date of production Mirabaud Securities or its affiliates have a net short position exceeding 0.5% of the issued share capital of the Relevant Issuer.
8. As of the month end immediately preceding the date of publication of this report, or the prior month end if publication is within 10 days following a month end, Mirabaud Securities and/or its affiliates beneficially owned 5% or more of any class of common equity securities of the Relevant Issuer.
9. A senior executive or director of Mirabaud Securities, or a member of his / her household, is an officer, director, advisor, or board member of the Relevant Issuer and/or one of its subsidiaries.
10. Mirabaud Securities acts as corporate broker, on a retained basis, for the Relevant Issuer.
11. This research note has been seen by the relevant Issuer to review factual content only prior to publication.
12. Factual changes have been made by the relevant Issuer prior to the distribution of this note/comment.

The Investment Analysts who are responsible for the preparation of this Investment Research are employed by Mirabaud Securities Limited a securities broker-dealer. The Investment Analysts who are responsible for the preparation of this Investment Research have received (or will receive) compensation linked to the general profits of Mirabaud Securities Limited.

Copies of the Mirabaud Securities Policy on the Management of Material Interests and Conflicts of Interest in Investment Research can be obtained from the Mirabaud Securities Compliance Department by emailing compliance@mirabaud-msl.com.

For the valuation methodology and investment risks, please contact the analyst directly.

SOURCES

None

SPANISH SECTOR NOTE

ISSUED BY MIRABAUD SECURITIES LIMITED, A LIMITED COMPANY AUTHORISED AND REGULATED BY THE FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY. A MEMBER OF THE LONDON STOCK EXCHANGE

© Mirabaud Securities Limited. All rights reserved. Any unauthorised use or distribution is strictly prohibited. This document has been prepared and issued by Mirabaud Securities Limited or its associated companies and has been approved for publication in the United Kingdom by Mirabaud Securities Limited, a limited company authorised and regulated by the Financial Conduct Authority or via its branch in Spain called Mirabaud Securities Limited Sucursal en España under MiFID passporting arrangements and whose conduct of business activities are regulated by the CNMV. Neither the information nor the opinions expressed in this document constitute or intend to be an offer, or a solicitation of an offer, to buy or sell relevant securities (i.e. securities mentioned herein and options, warrants, or rights to or interests in any such securities). The information and opinions contained in this document have been compiled from and based upon generally available information which Mirabaud Securities Limited believes to be reliable but the accuracy or completeness of which cannot be guaranteed. All comments and estimates given are statements of Mirabaud Securities Limited's or an associated company's opinion only and no express or implied representation or warranty is given or to be implied therefrom. All opinions expressed herein are subject to change without notice. This document does not take into account the specific investment objectives, financial status, attitude to risk or any other specific matters relevant to any person who receives this document and should therefore not be used in substitution for the exercise of judgment by such person. Neither Mirabaud Securities Limited nor any associated company accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from the use of its advice or research publications save where such loss arises as a direct result of Mirabaud Securities Limited's or an associated company's negligence. Research publications are issued by Mirabaud Securities Limited or an associated company for private circulation to eligible counterparties, professional clients and professional advisers, ("its clients"), and specifically not to private or retail clients. They may not be reproduced, distributed or published by you for any purpose except with Mirabaud Securities Limited's express written permission. Mirabaud Securities Limited, an associated company, or their employees and officers may have a holding (long or short) in an investment which it knows will be the subject of a published research recommendation to clients. It may also have a consulting relationship with a company being reported on. Mirabaud Securities Limited or an associated company may also act as agent of its clients and may have or have undertaken transactions in investments covered by this document prior to your receipt of it. Additional information on the contents of this report is available on request.

IN THE UNITED STATES

Mirabaud Securities Limited is not a registered broker-dealer in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to major U.S. institutional investors ONLY in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the US Securities Exchange Act of 1934, as amended (the "Exchange Act") and interpretations thereof by the U.S. Securities and Exchange Commission ("SEC").

MAJOR U.S. INSTITUTIONAL INVESTORS

The Information being furnished is for distribution to "Major U.S. Institutional Investors" within the meaning of Rule 15a-6 of the U.S. Securities and Exchange Commission under the U.S. Securities Exchange Act of 1934.

OTHER OFFICE LOCATIONS

Rep. Office Zurich, Claridenstrasse 26, CH- 8002 Zurich
T +41 58 816 88 75 F +41 58 816 98 00

Rep. Office Geneva, 29 boulevard Georges-Favon, CH-1204 Genève
T +41 58 816 86 72 F +41 58 816 96 60

Rep. Office Madrid, Calle Zurbano, 76 - 3ª Planta, 28010 Madrid
T +34 91 793 78 00 F +34 91 793 78 30