Solaria

SLRS · Revisión v6 · Análisis propio TLT

Fecha del informe: 29/10/2026

Precio de referencia / reference_price: 15.40 EUR

Publicación en la web: 04/11/2026 · Referencia del documento, no cotización actual.

Empresa:	7.80/10
Oportunidad:	7.70/10
NOTA FINAL:	7.70/10

ESPERAR

Riesgo: Alto

Solaria — Empresa 7,8/10; Oportunidad 7,7/10; Nota Final 7,7/10. Riesgo alto; tesis 5–10 años favorable con financiación y ejecución por demostrar. Nueva entrada: ESPERAR a 15,40 EUR del 29/10/2026. Producción, conexión eléctrica e infraestructura ofrecen crecimiento, pero el beneficio incluye revaloración de participaciones y la caja tras inversión depende de capital externo.

Horizonte de 5-10 años. Las tres notas son juicios separados; Nota Final no es una media. Fuentes, supuestos y límites se distinguen en el texto.

Negocio, novedades y caja

Solaria — Empresa 7,8/10; Oportunidad 7,7/10; Nota Final 7,7/10. Riesgo alto; tesis 5–10 años favorable con financiación y ejecución por demostrar. Nueva entrada: ESPERAR a 15,40 EUR del 29/10/2026. Producción, conexión eléctrica e infraestructura ofrecen crecimiento, pero el beneficio incluye revaloración de participaciones y la caja tras inversión depende de capital externo.

El valor económico está en desarrollar suelo, permisos, acceso a red, PPAs y operación solar/BESS, además de infraestructura para centros de datos. Son barreras locales y experiencia, no monopolio ni beneficio asegurado por MW anunciado. Generación y desarrollo por hitos tienen recurrencia y necesidad de capital diferentes; precio capturado, disponibilidad y contraparte importan tanto como capacidad. [H; P]

H1 terminado el 30 de junio: producción 1.717 GWh frente a 1.139, +51%; capacidad operativa 3.063 MW, +85%. Ventas de energía 67,602 millones EUR frente a 57,201: el informe atribuye crecimiento a más volumen y caída de 10 EUR en precio capturado. Más potencia no garantiza igual precio ni margen; baterías pueden capturar diferenciales, con costes y degradación. [H, note13; P, p.4]

Primaria H1: cifra de negocios 167,224, otros ingresos 55,152 y resultado de participadas 0,918 suman 223,294 millones, frente a total publicado 223,293 por redondeo. EBITDA 210,148, EBIT 180,038, beneficio neto 124,939 y gasto financiero 26,923. El PDF habla de 122 millones netos y 94% de margen EBITDA: ni esa aproximación ni ingresos totales equivalen a generación de caja. [H, statements y APM; P]

Comparativos no homogéneos: los estados muestran ventas previas 60,833 millones y otros ingresos 94,276; el deck reclasifica a 79,1 y 76,0, conservando total 155,1. Servicios previos 3,632 en estados frente a infraestructura 21,9 en presentación. El crecimiento 111% del comunicado usa esta segunda base, no la fila contable de 60,833. No se mezcla una base con otra ni se certifica conciliación completa por falta de detalle. [H, note13; P, pp.4/5]

Gravyx: pérdida de control y valoración de participación retenida generaron 37,799 millones de otros ingresos H1, con compromiso del socio de aportar 39 millones para alcanzar 50%. No es venta recurrente de energía ni cobro de 37,799. En 2025 Generia tuvo ganancia 54,586 y participación retenida valorada 96 millones; derechos económicos cambian con aportaciones efectivas y decisiones requieren consentimiento conjunto. Ni valoración retenida ni compromiso del socio son caja libre de Solaria. [H, note2.8]

Servicios de infraestructura H1 99,623 millones reflejan hitos de desarrollo; activos contractuales por ingresos aún no facturados suben de 24 a 44 millones. No se considera todo el ingreso cobrado, ni 438 MW contratados centros de datos como EBITDA. Acuerdo Merlin añade 213 MW de conexión, PPA solar 426 MWp a 40 años y almacenamiento 600 MWh a 10 años; cada servicio requiere inversión y cumplimiento. [H, notes7/13 y management; REL]

Puente real H1, millones EUR: resultado antes de impuesto 153,907 + ajustes 19,126 − capital corriente 28,273 − otros flujos operativos 20,637 = CFO 124,123. Menos inmovilizado pagado 275,786 da −151,663. Retener además pago principal IFRS16 6,829, clasificado en financiación, da −158,492 antes de amortización bancaria. No se resta otra vez todo gasto financiero ni la ganancia Gravyx de un CFO ya ajustado sin reconstruir sus componentes. Es caja del periodo, no mantenimiento normalizado. [H, cash flow]

Financiación real explica la caja: emisión nueva 184,494, venta autocartera 111,604, compras autocartera −41,787, emisión neta de valores −51,439, deuda bancaria nueva 164,113, amortización bancaria −72,418 y principal IFRS16 −6,829 suman 287,738 frente a 287,739 publicado. CFO 124,123 − inversión 275,786 + financiación 287,739 = +136,076, llevando caja 73,329 a 209,405. Una mejora de caja financiada no demuestra FCF distribuible. [H, cash flow]

Al 30 de junio: deuda bancaria y bonos netos de costes de emisión 1.355,242 millones, más leases 183,498; derivados pasivos 20,673 separados. Menos caja 209,405 da deuda financiera neta 1.329,335 con IFRS16 y 1.145,837 sin él, próxima al deck 1.329/1.146. El 3,9x comunicado debe mantener numerador y EBITDA LTM compatibles; no se aplica al H1 duplicado ni se retiran leases de un lado solamente. [H, balance/note10; P, p.6]

La caja 209,405 son cuentas bancarias, pero note8 declara restricciones en sociedades financiadas por Project Finance/Bonds y condiciones para distribuir. Algunos bonos requieren cobertura de servicio y reservas de deuda/capex antes de subir caja a matriz. No se dispone de reparto exacto libre/restringido/operativo, por lo que no sumamos toda caja a valor de equity. Circulante 352,203/241,189 = 1,46x y fondo 111,014: contradice 0,59 del relato PR, sin probar liquidez excedentaria. [H, notes8/10; PR]

Financiación no es sólo ratio: vencimiento corriente contable de banca/valores 162,975 millones, leases corrientes 10,029. Nota MARF cita saldo nominal 103,7 millones frente a balances amortizados y otras emisiones con distinta clasificación; no se fuerza igualdad con una fila sin conciliación. La compañía informa 91% deuda de proyecto, 84% fija/cubierta, coste medio 3,9% y plazo residual de proyecto 10 años; no se infiere que todo vencimiento pueda renovarse ni certificación de covenants a octubre. [H, note10; P]

La ampliación del 29 de abril emitió 7.687.288 acciones a 24 EUR; capital pasa de 124.950.876 a 132.638.164 acciones, más venta de 4.807.799 propias. A junio quedan 991.901 propias, dando 131.646.263 netas de autocartera al cierre, no media diluida. Es financiación con dilución, no split deducido. Gastos de personal 7,974 y activaciones en construcción no se suman como beneficio libre: ya soportan proyectos/capex. No se obtuvo desglose separado de remuneración en acciones suficiente para certificar coste económico cero. [H, notes9/13]

Inversión H1 275,786 incluye expansión; no se añade toda como si pudiera desaparecer sin perder crecimiento. BESS necesita equipamiento y reposición, y tierra/conexión consumen capital. La primaria rebaja capacidad de fin de 2026 de objetivo previo 4,3 a 3,6 GW por foco en rentabilidad: contraevidencia a ejecución perfecta. Rentabilidad mínima de proyecto 12% es política de selección, no retorno observado del accionista ni tasa propia de descuento. [P, p.7; REL]

Uruguay: acuerdo estratégico comunicado el 15 de octubre prevé campus hasta 500 MW en fases 200 y 300, junto a solar hasta 350 MW y PPA con UTE previsto hasta 40 años. Desarrollo y demanda se coordinarán; no se capitalizan estimaciones de analistas sobre EBITDA futuro ni se trata como planta operativa financiada. Conversaciones Alibaba del PDF no son contrato firmado confirmado. El CMD fue comunicado oficialmente para 19 de noviembre, distinto de pasajes 17–18 del proveedor; no se incorporan sus futuros anuncios. [UY; CNMV; PR]

Páginas originales 3/4 realmente contrastadas visualmente: tabla BPA 1,63/1,88/2,03 FY2026/27/28, con PER 10,5/9,2/8,5 que no reproduce exactamente precio 15,40; portada usa estimación 1,46. Tabla de acciones 131,6 con pie en miles contradice gráfico en millones y primaria 132.638.164 emitidas. Se conservan contradicciones, sin escala ni conversión arbitraria. La tabla LTM hasta junio no equivale a guía de caja futura. [PR; H]

Revisión primaria de doce meses: CFO 2025 138,164 + H1 2026 124,123 − H1 2025 56,374 = 205,913 millones, conciliando 205,9 del PDF. Inversión pagada comparable 398,262 + 275,786 − 164,466 = 509,582; salida después de capex −303,669. Principal IFRS16 LTM 12,265 + 6,829 − 5,048 = 14,046; después sería −317,715 antes de principal bancario. No es un año futuro ni mantenimiento certificado; demuestra que el déficit no es sólo una foto semestral. [A; H]

La lectura de periodos confirma que la operación Generia ya ocurrió en H1 2025. No se resta sin más su ganancia anual de un LTM que elimina ese semestre: importe exacto/reestimaciones exigirían conciliación específica. Beneficio LTM contable 137,390 + 124,939 − 82,069 = 180,260 millones concilia 180,3 del PDF, pero no prueba beneficio sostenible. No se confunde retirar ganancias de resultado con restarlas de CFO de nuevo. [A; H; H25]

La compañía atribuye parte de la caída de costes H1 al menor impuesto eléctrico durante una suspensión en Q2 y parte del mayor gasto financiero al devengo de financiación de nuevas plantas. No extrapolamos ahorro regulatorio temporal ni tratamos nuevos activos como productores sin intereses. En 2025 personal capitalizado 18,5 millones y compensaciones de proveedores/seguros 18,6 aparecen entre otros ingresos: la etiqueta no acredita renta repetible ni otra deducción de capex por duplicado. [H, management; A, note16]

Valoración y exigencias del precio

Al precio original 15,40: /1,46 de portada = 10,55 veces; /1,63 de tabla = 9,45; /1,88 = 8,19 y /2,03 = 7,59. Son consensos con bases sin conciliación, no beneficios garantizados ni PER 10,5 reconstruido con 1,63. Fair value 16,9 y targets 19,8/25 no fijan valor propio. Un precio menor mejora oportunidad sólo si se mantiene retorno económico.

Normalización parcial de resultado H1: retirar ganancia Gravyx 37,799 con impuesto supuesto de 25% deja 96,590 millones de beneficio ilustrativo, no adjusted oficial. No se aplica ese 25% como impuesto observado de la transacción. Dividir por 131,646 millones de acciones de cierre da 0,734 por acción H1; duplicar produciría 1,467 y PER 10,49, sólo sensibilidad de ritmo, no LTM ni estacionalidad normal. Otros ingresos activados, minoritarios y periodos requieren más conciliación. [H; cálculos propios]

EBITDA H1 sin sólo Gravyx sería 172,349 millones, frente a 210,148 publicado. Es 52,1% de objetivo anual 331, no el 63,5% titular; no demuestra objetivo incumplido ni ajusta automáticamente la guía. Caja libre real después de todo capex es negativa pese a beneficio y margen elevados. Ninguna yield propietaria se deduce de −14,8% del PDF sin conciliar inversión, semestre y capitalización.

Qué exige el precio: a múltiplos contemporáneos de 10/12/14 se requieren BPA económicos de 1,54/1,283/1,10 EUR. Es sensibilidad nominal, sin probabilidades ni valor intrínseco validado. El supuesto decisivo es caja retenida y retornos de nuevos activos después de servicio de deuda y dilución, además de recurrencia de hitos de infraestructura; no basta otro MW anunciado.

Escenarios a 29/10/2031, sin dividendos: BPA económico 1,50 por 10 da terminal 15 EUR y CAGR de precio −0,5%; 2,00 por 12 da 24 y 9,3%; 2,50 por 14 da 35 y 17,8%. No son rentabilidades esperadas ni predicciones. Suponen mantener capital necesario y deuda atendida sin dilución adicional no modelada; si se necesita emitir, el BPA debe reducirse. No se suma toda caja o valor de JV al terminal que ya incluye sus rentas.

Financiar crecimiento compite con reparto. En H1 la salida tras capex 151,663 millones precede a amortización bancaria 72,418 y reducción neta de valores 51,439. No se exige cancelar toda deuda a la vez: vencimientos de proyecto y refinanciación deben evaluarse por fecha/covenants. Pero emitir acciones y recibir préstamos nuevos no es ingreso repartible. Antes de prometer dividendos habría que separar mantenimiento, expansión y caja que puede subir a matriz.

Sensibilidad conjunta ilustrativa, no precio objetivo: beneficio económico contemporáneo 1,30 EUR por acción, caída de 20% por menor precio/captura de hitos, aumento de 10% del número de acciones para financiar inversión y múltiplo 10 da 9,45 EUR. No presupone que los intereses o capex caigan igual que ingresos. Con coste de refinanciar 100 millones que suba 2 puntos, gasto adicional bruto sería 2 millones anuales; no se aplica a todo saldo fijo ni se resta dos veces bajo equity después de interés.

Comparables: EDPR y Acciona Energía comparten activos renovables y financiación pero difieren en geografía, tecnología, rotación y tamaño; infraestructura de desarrollo por hitos exige otra base. AP2 del PDF mezcla un negocio distinto y no establece prima/descuento solar defendible. No se obtuvo conjunto primario homogéneo de pares al corte; contraste útil es energía/servicios, caja e inversión propia y derechos de proyectos. No valoramos por media de múltiplos. [H; PR, p.6]

La revisión reconcilia EBITDA LTM primario: 217,672 de EBIT 2025 + 48,423 amortización = 266,095; + 210,148 H1 actual − 140,116 anterior = 336,127 millones. Deuda neta con IFRS16 1.329,335/336,127 = 3,95x, aproximación próxima al 3,9x de presentación; la base incluye ganancias y no es leverage normalizado certificado. Usar 1.145,837 sin leases produciría 3,41x y exige otra definición. El EBITDA 326,1 del PR permanece como discrepancia, sin elegir el menor ratio para justificar compra.

Riesgos, contraargumentos y seguimiento

Riesgo alto: precio solar y canibalización, cumplimiento de PPAs, conexión, permisos, costes de BESS y construcción, financiación y reservas de proyecto. Un préstamo sin recurso puede limitar contagio pero también bloquear distribuciones; no vuelve irrelevante el riesgo para equity. Dependencia de hitos y revaloraciones puede elevar beneficio antes de caja y disminuir comparabilidad. [H; P]

Mejor objeción a esperar: volumen crece, contratos Merlin y conexiones ofrecen barreras concretas, el apalancamiento comunicado baja y 84% de deuda cubierta protege parte del coste. Infraestructura puede generar caja por hitos y baterías mejorar capturas mientras el precio ya descuenta riesgos. Esa evidencia sostiene conservar opcionalidad; la financiación externa y restricción de caja aún impiden certificar retorno suficiente para nueva entrada.

Pendientes: flujo de planta mantenida frente a expansión, margen y cobro de infraestructura, impuesto de operaciones JV, caja libre para matriz, remuneración/dilución, vencimientos refinanciables y retorno de baterías/Uruguay. Fuentes primarias leídas parcialmente, sin inventario exhaustivo de hechos posteriores a junio. No se incorporan resultados ni anuncios posteriores al 29 de octubre.

Conclusión y justificación de las notas

Empresa 7,8: experiencia, PPAs y acceso a red crean valor local, con recurrencia solar limitada por precios y capital. Oportunidad 7,7: múltiplos aparentes razonables y crecimiento visible, pero ajuste de ganancias y financiación impiden declarar margen económico amplio. Nota Final 7,7: juicio propio de retorno frente a pérdida permanente, sin media, fórmula ni descuento fijo por deuda. ESPERAR nueva entrada a 15,40 EUR; buena ejecución no equivale a caja libre demostrada.

Por qué podemos estar equivocados: puesta en marcha y cobro de hitos podrían acelerar caja y bajar leverage sin más dilución, perdiendo una recuperación. Qué dato nos haría cambiar: caja por acción tras mantenimiento, remuneración, impuestos y deuda de proyecto que financie crecimiento y deje liquidez disponible para matriz. Qué parte de valoración tiene menos respaldo: conversión sostenible de infraestructura y capital necesario, no el cálculo de PER. No fijamos zona exacta de compra sin ese puente.

Revisión sustantiva: mantengo 7,8/7,7/7,7 y Esperar. La conciliación LTM confirma caja operativa, pero la inversión, restricciones y financiación impiden equiparar beneficio a reparto. Generia dentro del semestre anterior evita una normalización excesiva por doble resta; mejores contratos y producción siguen justificando conservar con condiciones. La decisión depende de retorno financiado por acción, no de reproducir notas previas ni de que toda inversión sea mala.

Tenencia: Mantener con condiciones: producción, PPAs y conexiones permiten conservar a 15,40 EUR mientras la expansión se financie sin deterioro permanente del capital por acción. No aumentar antes de verificar caja disponible y retorno de infraestructura; no hay prueba suficiente de rotura duradera que exija vender toda posición.

Mantener: Conservar mientras la caja de proyectos y financiación comprometida cubran servicio de deuda, mantenimiento y expansión rentable sin dilución destructiva.

Reducir: Reconsiderar reducir si hitos no se cobran y nueva deuda o emisiones sostienen inversión con retorno insuficiente por acción.

Vender: Reconsiderar vender si pérdida duradera de acceso a red, contratos o financiación hace inviable operar y reinvertir con rentabilidad.

Contraargumento: Conservar puede inmovilizar capital si beneficio por revaloraciones oculta falta de caja y la deuda bloquea distribuciones aun con más capacidad.

Incertidumbre: Caja restringida frente a libre, mantenimiento, margen de infraestructura, impuesto de ganancias y capital futuro siguen abiertos.

Qué vigilamos

- Caja tras inversión y reservas de proyecto
- Cobro de hitos y capital por acción

Fuentes y alcance

Solaria ProResearch 29 October 2026 | 2026-10-29 | Authorized original PDF and extraction retained. Original pp.3/4 actually visually inspected via Poppler; other pages text read. Vendor header BME:SLRS; UI BME:SLR.

Solaria interim consolidated financial statements 30 June 2026 | 2026-09-24 | Actual partial primary PDF text reads of statements, transactions, share issuance, financial rights and debt restrictions. Authored notes retained, no full primary response bytes asserted.

Solaria H1 2026 results presentation | 2026-09-24 | Actual primary PDF relevant text/table/footnotes read; deck compared with statements, not assumed identical.

Solaria H1 results announcement | 2026-09-24 | Actual primary release read; announcement figures contrasted with interim report definitions.

Solaria Uruguay data-centre strategic agreement | 2026-10-15 | Actual corporate statement read. Conditional future development distinguished from operating income.

Solaria official relevant-information register | 2026-10-21 | Actual regulator listing opened/read; records consulted through cutoff, not exhaustive event certification.

Solaria 2025 consolidated annual accounts | 2026-02-26 | Post-firstseal actual partial primary annual PDF reads, for LTM cash reconciliation and definitions; not previous editorial judgments.

Solaria H1 2025 interim accounts | 2025-09-30 | Actual partial primary prior-period source read after seal to avoid guessing gain timing, not old scores/reports.

Solaria

SLRS · v6 · Report 29/10/2026 · Reference 15.40 EUR

Company 7.80/10 | Opportunity 7.70/10 | Overall 7.70/10

WAIT

Risk: High

Solaria — Company 7.8/10; Opportunity 7.7/10; Overall 7.7/10. High risk; favourable 5–10-year thesis with funding and execution still to prove. New position: WAIT at EUR 15.40 on 29 October 2026. Production, grid access and infrastructure offer growth, but profit includes retained-stake revaluation and post-investment cash depends on external capital.

Business, developments and cash

Solaria — Company 7.8/10; Opportunity 7.7/10; Overall 7.7/10. High risk; favourable 5–10-year thesis with funding and execution still to prove. New position: WAIT at EUR 15.40 on 29 October 2026. Production, grid access and infrastructure offer growth, but profit includes retained-stake revaluation and post-investment cash depends on external capital.

Value lies in land development, permits, grid access, PPAs and solar/BESS operation, plus datacenter infrastructure. Local barriers and experience are not monopoly or guaranteed earnings per announced MW. Generation and milestone development have different recurrence and capital needs; captured price, availability and counterparty matter as much as capacity. [H; P]

H1 ended 30 June: output 1,717 GWh versus 1,139, up 51%; operating capacity 3,063 MW, up 85%. Energy sales EUR 67.602 million versus 57.201: the report attributes growth to volume and a EUR 10 decline in captured price. More capacity does not guarantee price or margin; batteries may capture spreads with equipment costs/degradation. [H, note13; P, p.4]

Primary H1: sales 167.224, other income 55.152 and equity-accounted profit 0.918 total EUR 223.294 million versus published 223.293 rounding. EBITDA 210.148, EBIT 180.038, net profit 124.939 and financial expense 26.923. PDF net profit 122 million and 94% EBITDA margin do not mean cash generation. [H, statements and APM; P]

Comparatives differ: statements show prior sales 60.833 million and other income 94.276; deck reclassifies to 79.1 and 76.0, preserving total 155.1. Prior services 3.632 in statements differ from infrastructure 21.9 in presentation. Release growth 111% uses the latter basis, not statutory sales 60.833. Bases are not mixed and full reconciliation is not certified without detail. [H, note13; P, pp.4/5]

Gravyx loss of control and retained-interest valuation generated H1 other income 37.799 million, with investor commitment of 39 million to reach 50%. It is not recurring energy sales or 37.799 cash received. In 2025 Generia gain was 54.586 and retained interest valued at 96 million; economic rights change with actual contributions and decisions need joint consent. Neither retained valuation nor partner commitment is Solaria free cash. [H, note2.8]

H1 infrastructure services 99.623 million reflect development milestones; unbilled contract assets rise from 24 to 44 million. All revenue is not treated as collected cash, nor 438 MW datacenter contracts as EBITDA. Merlin agreement adds 213 MW connection, 426 MWp solar PPA over 40 years and 600 MWh storage PPA over 10 years; each service needs capital and fulfilment. [H, notes7/13 and management; REL]

Actual H1 cash bridge, EUR million: pretax profit 153.907 + adjustments 19.126 − working capital 28.273 − other operating flows 20.637 = CFO 124.123. Less paid PP&E 275.786 gives −151.663. Retaining IFRS16 principal payment 6.829, classified in financing, gives −158.492 before bank principal. Entire financial expense is not charged again, nor Gravyx gain deducted again from adjusted CFO without tracing components. Period cash is not certified maintenance cash. [H, cash flow]

Actual financing explains cash: new equity 184.494, treasury sales 111.604, treasury purchases −41.787, net securities issuance −51.439, new bank debt 164.113, bank amortisation −72.418 and IFRS16 principal −6.829 total 287.738 versus published 287.739. CFO 124.123 − investing 275.786 + financing 287.739 = +136.076, taking cash 73.329 to 209.405. Funded cash growth is not distributable FCF proof. [H, cash flow]

At 30 June: bank/bond debt after issuance costs 1,355.242 million plus leases 183.498; derivative liabilities 20.673 separately. Less cash 209.405 gives net financial debt 1,329.335 including IFRS16 and 1,145.837 excluding, close to deck 1,329/1,146. Reported 3.9 times requires compatible numerator and LTM EBITDA; no doubled H1 or unilateral lease removal. [H, balance/note10; P, p.6]

Cash 209.405 is bank accounts, but note8 discloses restrictions in Project Finance/Bond subsidiaries and conditions on distributions. Some bonds require debt-service coverage and debt/capex reserves before cash rises to parent. Exact free/restricted/operating split is unavailable, so full cash is not added to equity value. Current ratio 352.203/241.189 = 1.46 and working capital 111.014 contradict PR narrative 0.59 without proving surplus liquidity. [H, notes8/10; PR]

Funding is more than a ratio: current bank/securities carrying debt 162.975 million and current leases 10.029. MARF note nominal outstanding 103.7 differs from amortised balances/other securities classifications; no forced equality without bridge. Company reports 91% project debt, 84% fixed/swapped, average cost 3.9% and project residual tenor 10 years. Neither universal rollover nor October covenant certification is inferred. [H, note10; P]

29 April capital raise issued 7,687,288 shares at EUR 24; capital rises from 124,950,876 to 132,638,164 shares plus sale of 4,807,799 treasury shares. June treasury 991,901 leaves 131,646,263 net outstanding at closing, not diluted weighted shares. This is funding/dilution, not an inferred split. Personnel 7.974 million and construction capitalisation support projects/capex rather than free profit. No sufficient separate stock-pay disclosure obtained to certify zero economic compensation. [H, notes9/13]

H1 investment 275.786 includes expansion and is not all added back while retaining growth. BESS needs equipment/replacement and land/grid capital. Primary year-end capacity target falls from prior 4.3 to 3.6 GW for profitable growth, counterevidence to perfect execution. Minimum project return 12% is selection policy, not observed shareholder return or our discount rate. [P, p.7; REL]

Uruguay strategic agreement communicated 15 October envisages campus up to 500 MW in 200/300 phases, solar up to 350 MW and UTE PPA envisaged up to 40 years. Development/demand will be coordinated; no analyst future EBITDA is capitalised or plant treated as operating/funded. PDF Alibaba talks are not a confirmed signed contract. Official CMD notice says 19 November, unlike vendor passages 17–18; future announcements are excluded. [UY; CNMV; PR]

Original pages 3/4 actually visually checked: EPS table 1.63/1.88/2.03 for FY2026/27/28 and P/E 10.5/9.2/8.5 do not exactly reproduce 15.40; header estimate is 1.46. Share row 131.6 with thousands footnote conflicts with millions graph and primary 132,638,164 issued shares. Contradictions are retained without arbitrary scaling/conversion. LTM through June is not future cash guidance. [PR; H]

Primary twelve-month cash review: FY2025 CFO 138.164 + H1 2026 124.123 − H1 2025 56.374 = 205.913 million, reconciling PDF 205.9. Comparable paid investment 398.262 + 275.786 − 164.466 = 509.582 leaves post-capex outflow −303.669. LTM IFRS16 principal 12.265 + 6.829 − 5.048 = 14.046 leaves −317.715 before bank principal. Neither future-year nor certified maintenance cash; the deficit is not merely a half-year snapshot. [A; H]

Prior-period reading confirms Generia transaction already occurred in H1 2025. Its annual gain is not blindly deducted from LTM that removes that half; exact amounts/re-estimations require a specific bridge. Statutory LTM profit 137.390 + 124.939 − 82.069 = 180.260 million reconciles PDF 180.3 without proving sustainable earnings. Removing gains from income is not another CFO deduction. [A; H; H25]

Company attributes part of H1 lower operating costs to reduced electricity tax during Q2 suspension and higher financial expense to financing accrual on new plants. Temporary regulatory savings and interest-free new assets are not extrapolated. FY2025 capitalised personnel 18.5 million and supplier/insurance compensation 18.6 enter other income: labels establish neither repeatable rent nor another duplicate capex charge. [H, management; A, note16]

Valuation and price expectations

At original 15.40: divided by header 1.46 gives 10.55 times; table 1.63 gives 9.45; 1.88 gives 8.19 and 2.03 gives 7.59. Consensus bases remain unreconciled, neither guaranteed earnings nor 10.5 times reproduced with 1.63. Fair value 16.9 and targets 19.8/25 do not determine own value. Lower price helps only if economic returns survive.

Partial H1 profit normalisation: removing Gravyx gain 37.799 at assumed 25% tax leaves illustrative 96.590 million, not official adjusted income or observed transaction tax. Dividing by 131.646 million closing shares gives 0.734 per H1 share; doubling gives 1.467 and P/E 10.49 only as a pace sensitivity, not LTM/normal seasonality. Capitalised income, minorities and periods need more reconciliation. [H; own calculations]

H1 EBITDA excluding only Gravyx would be 172.349 million versus reported 210.148. It is 52.1% of annual target 331 rather than headline 63.5%, without establishing guidance failure or automatically adjusting it. Actual post-capex cash is negative despite profit and high margin. PR −14.8% is not an owner yield without period/investment/capitalisation reconciliation.

Price requirements: contemporary multiples 10/12/14 need economic EPS EUR 1.54/1.283/1.10. This is nominal sensitivity without probabilities or validated intrinsic value. Decisive assumptions are retained cash and new-asset returns after debt service/dilution, plus infrastructure milestone recurrence, rather than another announced MW.

Scenarios dated 29 October 2031 without dividends: economic EPS 1.50 at 10 gives terminal EUR 15 and price CAGR −0.5%; 2.00 at 12 gives 24 and 9.3%; 2.50 at 14 gives 35 and 17.8%. Neither expected returns nor predictions. Required capital is maintained and debt serviced without unmodelled dilution; needed issuance reduces EPS. Full cash/JV value is not added to a terminal already including its income.

Growth funding competes with distributions. H1 post-capex outflow 151.663 million precedes bank amortisation 72.418 and net securities reduction 51.439. Full debt repayment today is not required: project maturities and refinancing need dated covenant review. Equity issuance/new borrowing are not distributable income. Maintenance, expansion and cash accessible to parent must be separated before promising dividends.

Illustrative joint sensitivity, not price target: contemporary economic EPS EUR 1.30 reduced 20% for weaker captured prices/milestones, shares increased 10% to fund investment and multiple 10 gives EUR 9.45. Interest/capex do not automatically fall with sales. Refinancing 100 million at two additional percentage points adds gross annual expense 2 million; not applied to all fixed debt or charged twice in equity after interest.

Economic peers EDPR and Acciona Energía share renewable assets/funding but differ in geography, technology, asset rotation and scale; milestone infrastructure needs another basis. PDF AP2 mixes a different business and cannot establish solar premium/discount. No homogeneous primary cutoff peer set obtained; useful comparison is own energy/services, cash/investment and project rights, not average multiples. [H; PR, p.6]

Review reconciles primary LTM EBITDA: FY2025 EBIT 217.672 plus amortisation 48.423 = 266.095; plus current H1 210.148 less prior H1 140.116 = 336.127 million. IFRS16-inclusive net debt 1,329.335/336.127 = 3.95 times, close approximation to presentation 3.9, including gains rather than certified normal leverage. Excluding leases gives 1,145.837 and 3.41 times with another definition. PR EBITDA 326.1 remains discrepant rather than selecting the lower ratio to justify buying.

Risks and monitoring

High risk: solar pricing/cannibalisation, PPA fulfilment, grid, permits, BESS/build costs, funding and project reserves. Non-recourse debt can limit contagion but also block distributions; equity risk remains. Milestones/revaluations can boost earnings before cash and reduce comparability. [H; P]

Strongest objection to waiting: rising volume, Merlin contracts and grid access create concrete barriers; reported leverage falls and 84% hedged debt protects some costs. Infrastructure milestone cash and BESS capture may improve while price discounts risk. This supports retaining optionality; external funding and cash restrictions still prevent certifying sufficient new-entry return.

Material gaps: maintained-plant versus expansion cash, infrastructure margins/collections, JV transaction tax, parent-accessible cash, compensation/dilution, refinanciable maturities and BESS/Uruguay returns. Primary sources partially read, without exhaustive event inventory after June. No results/announcements after 29 October incorporated.

Conclusion and independent score judgments

Company 7.8 reflects experience, PPAs and grid access creating local value, with solar recurrence constrained by price/capital. Opportunity 7.7 reflects reasonable headline multiples and visible growth, but adjusted gains and funding prevent claiming broad economic margin. Overall 7.7 is own return versus permanent-loss judgment without average, formula or fixed debt penalty. WAIT for new entry at EUR 15.40; execution is not proven free cash.

Why we could be wrong: commissioning and milestone collections may accelerate cash/deleveraging without more dilution, and waiting may miss recovery. What would change our view: per-share cash after maintenance, compensation, tax and project debt that funds growth and leaves parent liquidity. Least-supported valuation element is sustainable infrastructure conversion and capital needed, rather than calculated P/E. No exact buy zone without that bridge.

Substantive review maintains 7.8/7.7/7.7 and Wait. LTM reconciliation confirms operating cash but investment, restrictions and funding prevent equating profit with distributions. Generia in the prior half prevents excessive double deduction; stronger contracts/production still support conditional retention. Funded per-share returns determine the decision, not prior grades or treating every investment as bad.

Holder decision: Hold conditionally: production, PPAs and grid access support retention at EUR 15.40 while expansion avoids permanent damage to per-share capital. Do not add before accessible cash and infrastructure returns are verified; durable thesis breakdown requiring full sale is not established.

Hold: Retain while project cash and committed funding cover debt service, maintenance and profitable expansion without destructive dilution.

Reduce: Reconsider reducing if milestones are not collected and new debt/equity sustains investment with inadequate per-share returns.

Sell: Reconsider selling if durable grid, contract or funding loss prevents profitable operation and reinvestment.

Counterargument: Retention may trap capital if revaluation earnings conceal weak cash and debt blocks distributions despite higher capacity.

Uncertainty: Restricted versus free cash, maintenance, infrastructure margins, transaction tax and future capital remain unresolved.

The original ProResearch is retained in the private case file; this PDF is TLT's own editorial analysis. Internal review by the same system is not an independent audit and does not guarantee returns. This is not personalized advice.