



Asamblea Extraordinaria 20 febrero 2016
DOCUMENTACIÓN COMPLEMENTARIA

Índice

Introducción	3
Análisis técnico	4
Análisis financiero	6
Análisis social	12
Modelos de participación en la inversión en Valteina	15
Riesgos de la inversión	20
Cuestiones para el debate	22

En abril de 2015, Som Energia inicia los primeros pasos para valorar la compra de una central hidroeléctrica para continuar su política de adquisición de plantas de generación eléctrica y diversificación de sus fuentes. Se trata de la central hidroeléctrica de Valteina (Peñafiel, Valladolid) que visitan por primera vez en esa ocasión y entran en contacto con Energética aprovechando su estancia entre nosotros.

Tras varias visitas con técnicos y especialistas, Som Energia compró la empresa poseedora de la central hidroeléctrica (INECO sl) en agosto de 2015 por valor de 900 000 €. Esta operación incluía la central citada, el canal que suministra de agua a la central, media hectárea (incluido un pequeño viñedo de reciente plantación no apto para explotación, pero sí para autoconsumo) y la posibilidad de construcción de un molino eólico en el cerro próximo a la central (proyecto bastante avanzado). Cabe destacar que para esta compra, Som Energia recaudó 800 000€ entre su masa social en menos de dos horas.

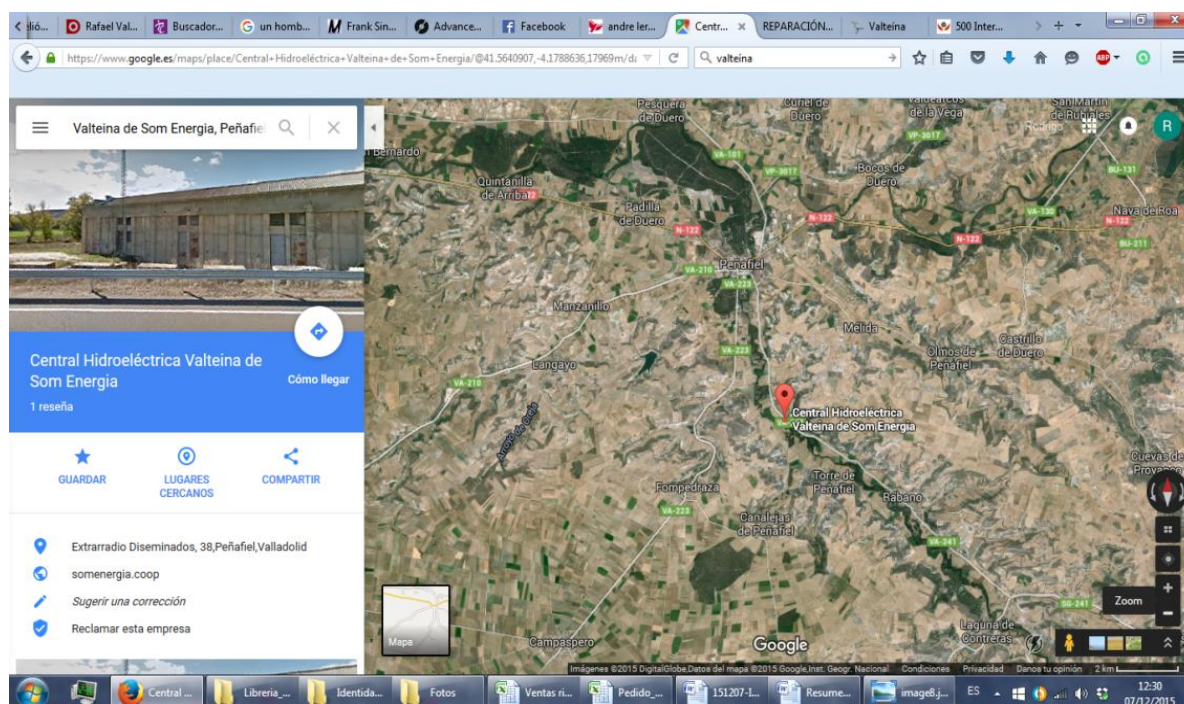
Fruto del buen entendimiento con Som Energia en esta y otras cuestiones, de las buenas relaciones y de proximidad física a la central, en otoño de 2015 nos ofrecen participar en la operación, mediante la figura que mejor nos conviniera, como la compra del porcentaje de la central que nos interesare o la realización de un préstamo remunerado (ambas opciones se analizan posteriormente).



En este documento presentamos las características básicas de la central de Valteina y el análisis financiero de la posible inversión. Ha sido elaborado por el grupo de trabajo de producción y eficiencia durante las últimas semanas, con la ayuda inestimable de Som Energía que ha estado siempre atenta a responder todas nuestras dudas. A todos ellos, muchísimas gracias por su esfuerzo.

ANÁLISIS TÉCNICO

Se trata de una central situada próxima a Peñafiel (Valladolid) de las llamadas mini-hidroeléctricas. El código de instalación tipo es el IT000680, subgrupo b.4.1 (esta categoría es la que definirá posteriormente la retribución y las primas). Consta de 1MW de potencia instalada con dos turbinas de 0.5MW cada una y tiene una producción estimada de 1.400.000 kwh, lo que supone el consumo eléctrico medio de más de 400 familias. Su construcción data de los años 40, siendo las citadas turbinas de 1947.



Se abastece de un canal de unos 10km de distancia que deriva el agua del río Duratón a la altura de la segoviana localidad de Laguna de Contreras. El canal es propiedad de la central y la concesión administrativa del aprovechamiento de las aguas caduca el 31 de agosto del 2028, siendo una incógnita a día de hoy su posterior renovación por parte de la Confederación Hidrográfica del Duero (CHD). Por eso, todos los estudios que se acompañan, se temporalizan a 13 años, hasta ese 2028. EL agua del canal tiene también uso agrícola, de manera que los regantes, que cuentan con contadores individualizados de agua, contribuyen en un 33% al mantenimiento del canal; lo que hasta la fecha se ha traducido solo en la limpieza del canal.

La central presenta un buen aspecto general, pero hay que realizar una serie de mejoras y correcciones. A día de hoy se han realizado por parte de Som Energia medidas por valor de 26.400€ (adecuación eléctrica/regulación, vallado, digitalización y reparación del canal). Faltarían otras operaciones de menor calado (poda, equipos y señalización para prevención de riesgos laborales,...).

Queda pendiente un informe sobre la posible reparación de la cámara de carga.

ANÁLISIS FINANCIERO

En este apartado vamos a analizar qué implicaciones financieras tiene esta inversión, qué rentabilidad, riesgos importantes, cómo pueden afectar a Energética, etc.

En la primera parte, se realiza un análisis financiero sobre la posibilidad de que Energética se convierta en accionista de INECO. Para ello, se presentan las hipótesis de partida, que son las consideraciones de base para el estudio de la rentabilidad económica. Posteriormente, se incluye un pequeño análisis de sensibilidad para poder valorar la importancia de cada una de las hipótesis.



Hipótesis de partida

Valteina es una central minihidráulica de 1MW de potencia instalada. La energía que genera Valteina se vende en el mercado eléctrico regulado, es decir, que además de vender su energía en el mercado por lo que produce, sino que recibe una retribución fijada por BOE que es un régimen especial que se ofreció a los productores de energía renovable.

A Valteina, en el RD 413/2014, se le asigna el código *IT-00680*, así como una “vida útil regulatoria” (es decir, con prima a la producción regulada) de 25 años que empezó en 2005. La retribución que actualmente ingresa Valteina por este concepto, además de los ingresos por la venta de energía, es de 187.000 € y derivan de la inversión realizada “estipulada” y una rentabilidad razonable fijada por el gobierno. Según la citada normativa, cada 6 años se revisa la citada

7

rentabilidad razonable aunque cada 3 años se actualizan otros conceptos de menor importancia. Los últimos 6 años regulatorios comenzaron en 2014 con lo cual la retribución que recibe Valteina podrá ser revisada en 2020. Este es el primer aspecto que se contempla en el estudio financiero que hemos realizado para estudiar la posibilidad de comprar Valteina.

Como ya se ha comentado, la empresa (INECO SL) que gestiona Valteina fue comprada en agosto de 2015 por Som Energia por una cantidad de 900.000€. Hemos utilizado en nuestro análisis financiero todas las estimaciones de ingresos, gastos e inversiones que nos ha proporcionado Som Energia. Además de lidiar con la comprensión de estos datos dentro de nuestras limitaciones técnicas, hemos introducido a mayores otros conceptos como una estimación del Impuesto de Sociedades y los costes imputables a Energética derivados de la gestión de las participaciones (notaría y contabilidad) para poder valorar cuáles podrían ser los retornos de la inversión de Energética en INECO SL.

Resultados obtenidos en el escenario base

La explotación de Valteina tendría una rentabilidad del 10,68%TIR antes de impuesto de Sociedades y del 5,60% TIR después de un 20% de Impuesto de Sociedades.

- **Hipótesis fundamentales que afectan a la rentabilidad de la inversión**
 1. Prima reconocida a la Central: es la parte más importante de los ingresos. En la actualidad la proporción de la prima sobre la energía facturada es de tres a uno.
 2. Parece ser que la prima, bajo el marco regulatorio actual, se mantendrá constante variando ligeramente a la baja. No obstante, para realizar las proyecciones financieras se ha estimado, como medida prudencial y bajo las mismas hipótesis que Som Energia, que la prima se reduciría al 50% a partir del sexto año de regulación, coincidiendo con la primera revisión (véase más arriba) en 2.020. Con esta corrección, la hipótesis con la que hacemos este estudio es que la prima hasta 2.028 se quedaría en una proporción de dos a uno frente a la energía facturada.
 3. Impuesto de Sociedades (IS): se ha estimado un 20% de este impuesto en INECO SL y exención total en Energética. Son parámetros reales a día de hoy pero sujetos a las

variaciones que pueda establecer el cambiante marco tributario.

4. Evolución del precio de la energía: se ha estimado un incremento anual del 1% (hipótesis de Som Energia).
5. Producción: se ha estimado una producción de 1.400.000 kWh anuales (hipótesis de Som Energia).
6. Inversión en mejoras y puesta a punto: Som Energia ha presupuestado para estos conceptos 100.000€ a razón de 50.000€ los dos primeros años, así como una cuantía de 15.000€/año en concepto de inversiones imprevistas o de mantenimiento para los años posteriores. Como ya se ha indicado, a día de hoy se han invertido del orden de 26.400€ a falta de alguna inversión de menor volumen. De momento, todo indica a que las inversiones de puesta a punto de la central quedaran por debajo de esos 100.000€ previstos. No obstante, sí que es de esperar que a lo largo de la vida útil de la central haya que hacer reparaciones periódicas en el canal, adonde se destinarían esos 15.000€/año.

En cuadros adjuntos describimos cómo varía la rentabilidad en INECO según modificamos estas hipótesis.

• Financiación de la inversión por parte de los socios

Partiendo siempre del Escenario Base, con una participación supuesta del 11% en INECO (100.000€), los flujos estimados permitirían recuperar la inversión, cubriendo los gastos estimados de adquisición (notaría) y administración de la cooperativa (contabilidad) durante la vida del proyecto y un TIR 0 en Energética, podría generar una retribución del 1,5% a las aportaciones de los socios y las socias.

Análisis de sensibilidad

- Sensibilidad a la rebaja de primas

Como hemos apuntado anteriormente, hemos trabajado en un escenario base en el que las primas se verían rebajadas en un 50% en el año 2020. Esta rebaja es un supuesto hipotético del que se parte dado que no podemos llegar a saber el precio regulado de la electricidad de origen renovable a partir de 2020 hasta que no se publique en el BOE.

Pero podemos analizar cómo se vería modificada la recuperación de la inversión (reflejada en la TIR) si en vez de rebajarse las primas ese 50% las primas se modificasen en otras direcciones:

Supuestos de rebaja en prima (en 2020)	TIR en INECO SL	TIR en Energética coop.
-25%	9,3%	4,4%
-50%	5,6%	0,2%
-70%	0,6%	-5,3%

- Sensibilidad al impuesto de sociedades en INECO sl.

Otro valor que podría variar notablemente frente a que hemos utilizado en el escenario base es el impuesto de sociedades. Hemos hecho el estudio partiendo de que dicho impuesto es actualmente del 20% y en la tabla siguiente mostramos el resultado de que este dato fuera del 15% o del 25%. En dicha tabla mostramos qué retribución máxima a las aportaciones de los socios se podría soportar en cada caso:

Impuesto de sociedades	TIR	Retribución máxima
15%	7,0%	2,2%
20%	5,6%	1,6%
25%	4,3%	0,9%

- **Sensibilidad al importe invertido.**

Veamos ahora, qué ocurriría en caso de que Energética no invirtiera los 100.000€ previstos de los que parte el estudio, sino 50.000€ o 75.000€:

Importe invertido	Retribución máxima
50.000 €	0,7%
75.000 €	1,3%
100.000 €	1,6%

Obsérvese que en todos los casos se recuperaría el dinero invertido sin generar pérdidas para Energética.

- **Sensibilidad a los gastos de administración**

Por último vamos a analizar de qué manera afectan los gastos de administración (contabilidad) que derivan de la participación de Energética en la compra de Valteina. Al contrario que en los casos analizados anteriormente, este gasto sí que es previsible tal y como aparece en el escenario base, sin embargo nos parece interesante mostrar cómo afecta a la cuantía posible de las retribuciones a las aportaciones voluntarias de los socios el tener que soportarlo.

Nótese, además, que Energética tiene que incorporar necesariamente el gasto de llevar la contabilidad de la inversión en Valteina (imposible de llevar con recursos voluntarios), pero que también se aprovechará de que la gestoría que realice estos servicios, también llevará los de la propia cooperativa.

	Retribución
CON GASTOS ADMINISTRATIVOS	1,6%
SIN GASTOS ADMINISTRATIVOS	2,5%

ANÁLISIS SOCIAL

Entre los motivos de crear una cooperativa eléctrica está el de consumir y producir de manera ética y sostenible en contraposición a las maneras engañosas e insostenibles que adoptan otras empresas del sector eléctrico.

La compra de una participación de la central hidroeléctrica de Valteina puede provocar contradicciones en este sentido. Se considera de suma importancia la adquisición de una central de este tipo, pues acceder a una instalación hidroeléctrica es muy difícil y tener la oportunidad de compra es algo que no se debe despreciar.

Como se ha indicado en anteriores informes y estudios sobre la rentabilidad económica de la central hidroeléctrica de Valteina, el punto crucial y clave es la prima que recibe y que de ella depende en sumo grado la viabilidad de la central. A pesar de aplicar una minoración del 50% de la prima en 2020 (teniendo en cuenta que no hay ningún motivo actual por el cual nos pudiesen bajar la citada prima de forma considerable), hay que considerar muy seriamente el hecho de que la regulación del mercado eléctrico ha sido muy cambiante estos últimos años y pudiese jugar en nuestra contra, situaciones, todas ellas, que se escapan de cualquier simulación que podamos hacer hoy y que podrían afectar seriamente a la viabilidad del proyecto. De hecho, se considera como el mayor riesgo de la operación.

Además, la citada prima se concede por potencia instalada, casi sin tener en cuenta la energía producida. Esto se pone de manifiesto al comprobar que las horas de funcionamiento mínimas que requiere la ley para su concesión resultan bajas. Por estas y otras cuestiones, nos podemos preguntar: ¿Sería ético mirar para otro lado en pro de la rentabilidad económica y obviar el riesgo al que se estaría expuesto (salida del régimen especial, etc.) donde los cálculos y escenarios efectuados no tendrían ningún valor? ¿Sería ético participar en la compra de una central cuyo mayor valor es el financiero más que el propio de producción eléctrica renovable?

Otra pregunta que nos puede surgir sería, ante la renovación de la concesión en 2028 y el paso a mercado libre en 2029 (sin derecho a prima). ¿Cuáles serán las intenciones de la cooperativa entonces?

Pero también podemos contemplar argumentos en la “dirección opuesta”: si bien es cierto lo anterior, la situación de una instalación primada, nos favorece en el momento coyuntural en el que estamos con Energética ya que:

1. Las primas *per se* no son malas. Ayudan a la inversión de tecnologías cuyos beneficios (tanto económicos, como sociales, como medioambientales, como técnicos) no se tienen en cuenta en la contabilidad del mercado eléctrico. Sería deseable éticamente una prima más ajustada a la realidad, pero ese es el marco regulatorio en el que estamos inmersos actualmente y con el que tenemos que lidiar para realizar nuestras inversiones renovables.

2. De otro modo no podríamos hacer la inversión con nuestra dimensión, en definitiva, no se daría el paso para crecer y conseguir nuevos retos, como tener producción propia, y dar el salto a comercializadora nos costaría más.
3. Nuestra inversión supone entrar en principio como socios minoritarios en INECO SL, con lo que el grueso de la gestión de la central, de la prima, posibles problemáticas, son establecidas por Som Energia y nosotros somos partícipes y aprendices. Som Energia ya tiene experiencia en gestión de infraestructuras de producción renovable.
4. Todo esto nos puede dar un bagaje de experiencia.
5. El motivo por el que se constituyó Energética coop. era para gestionar nuestra energía, sin entrar en esta oportunidad, solo estaremos como meros espectadores y nunca podremos cumplir el objetivo que nos planteamos inicialmente.
6. Desde luego por todo lo anterior después de la época primada, Energética tiene que intentar seguir siendo partícipe de esta instalación de energía renovable.
7. Durante este tiempo primado y partícipes, podríamos plantearnos el intentar conseguir esta concesión de la CHD y conservando las instalaciones para una etapa no primada y centrada en el rendimiento exclusivo de la producción.
8. En la inversión sólo hemos valorado económicamente la central, no se ha valorado ni la media hectárea de terreno, ni el enganche, ni la posibilidad de instalar un molino eólico.



MODELOS DE PARTICIPACIÓN EN VALTEINA

La forma de efectuar la inversión se realizará a partir de aportaciones voluntarias al capital social. Para poder proceder a ello se debe acordar en asamblea general (art. 40.1 de nuestros estatutos) la cantidad total que la cooperativa quiere alcanzar, la retribución, el periodo de desembolso y las condiciones.

Esas aportaciones se invertirán según alguno de los siguientes modelos que valorará la asamblea:

[MODELO 1] Aportación indefinida a la cooperativa

Los socios hacen una aportación al capital social con unas condiciones prefijadas (un tipo de interés del 1,5% que se revisaría por la asamblea el año de vencimiento de las condiciones, barajando actualmente entre los 3-5 años) para facilitar que la cooperativa pueda afrontar proyectos de generación como Valteina ahora, u otros que vayan surgiendo. Aunque las aportaciones se podrían recuperar cuando el socio lo estime oportuno a partir del año de vencimiento, este modelo supondría que el socio hace un depósito a largo plazo en la cooperativa, no con ánimo especulativo ni rentista, sino para procurar su capacidad de invertir en renovables, recibiendo una remuneración justa por su dinero, y teniéndolo depositado en un lugar seguro y sostenible.

Supondría que buena parte de los socios aportantes no necesitarían recuperar su inversión a los tres o cuatro años, lo que permitiría a la cooperativa invertir en otros proyectos distintos a Valteina a medio plazo.

¿QUÉ SUPONE ESTO EN LA PRÁCTICA?

Si Energética invirtiera 100.000€ en Valteina, y para una aportación de 1.000€ de un socio, cada aportante recibiría 15€ al año en concepto de intereses. A los 3-4 años entre todos revisaremos el interés según la nueva situación (revisión de la prima por parte del gobierno, nuevos proyectos de generación, etc.) para seguir retribuyendo justamente las aportaciones de los socios. La aportación voluntaria sigue, con vocación de permanencia, en el capital de la cooperativa.

La cooperativa, en 2017 (por ejemplo) ingresaría 18.449€ netos por su participación en Valteina y la suma de todos los ingresos anuales hasta 2029 permitiría recuperar prácticamente la totalidad de lo invertido a valores actuales.

[MODELO 2] Pago de intereses y re-compra anual de aportaciones

Sería un sistema de re-pago de una cantidad fija anual (como las cuotas de las hipotecas) que incluirían una parte de intereses sobre las aportaciones vivas y una parte de recompra de dichas aportaciones. De esta forma, al (por ejemplo) décimo año los socios habrían recuperado sus aportaciones y su interés correspondiente.

Este sistema en la práctica supone que los socios hacen un préstamo a la cooperativa para que ésta invierta en Valteina. Permite una recuperación de la aportaciones por parte de los socios en un plazo adaptado a la vida prevista de la central. En este sentido habría una conexión aportación-proyecto, frente al modelo de aportación indefinida que supone más un apoyo a la fortaleza financiera de la cooperativa.

¿QUÉ SUPONE ESTO EN LA PRÁCTICA?

Si Energética invirtiera 100.000€ en Valteina, y para una aportación de 1.000€ de un socio, cada aportante recibiría 91,7€ al año en concepto de retribución de la aportación + devolución año a año de parte del capital invertido. A los 11 años, la cooperativa habrá devuelto la totalidad de la aportación voluntaria a cada socio, éste dejará de percibir intereses.

La cooperativa, en 2017 (por ejemplo) ingresaría 10.781€ netos por su participación en Valteina y la suma de todos los ingresos anuales hasta 2029 permitiría recuperar algo más de lo invertido a valores actuales.

[MODELO 3] Aportaciones voluntarias con vencimiento a corto-medio-plazo

Se trata de realizar aportaciones voluntarias con un vencimiento fijo 3-5 años y una retribución pactada. Al cabo del plazo, la cooperativa devolvería dichas aportaciones, para lo que tendría que solicitar nuevas aportaciones de otras personas interesadas que cubrieran ese capital.

Este sistema facilitaría la decisión de realizar las aportaciones por parte de los socios en la medida en que la recuperación de la aportación se produciría en un plazo mucho menor.

Por el contrario, la necesidad de que se realizasen nuevas aportaciones, para poder devolver las iniciales, podría situar a la cooperativa en una situación financiera comprometida si las circunstancias económicas en el momento del vencimiento no fuesen propicias para solicitar nuevas aportaciones a los socios.

¿QUÉ SUPONE ESTO EN LA PRÁCTICA?

Si Energética invirtiera 100.000€ en Valteina, y para una aportación de 1.000€ de un socio, cada aportante recibiría 15€ al año en concepto de retribución de la aportación. A los 3-4 años entre todos revisaremos el interés según la nueva situación (revisión de la prima por parte del gobierno, nuevos proyectos de generación, etc.) para retribuir justamente las aportaciones de los socios. Para que los socios puedan recuperar su aportación voluntaria, la cooperativa debería hacer un nuevo llamamiento para recoger aportaciones voluntarias que sustituyeran las que se retiraren.

La cooperativa, en 2017 (por ejemplo) ingresaría 18.449€ netos por su participación en Valteina y la suma de todos los ingresos anuales hasta 2029 permitiría recuperar prácticamente la totalidad de lo invertido a valores actuales.

[MODELO 4] Préstamo a INECO SL desde Energética

Con este modelo, Energética efectúa un préstamo a INECO (la empresa titular de la central de Valteina) a un interés superior al que luego remuneramos a los socios que han hecho aportaciones.

De esta manera, Energética se convertiría en mera financiadora y obtendría un rédito de la diferencia entre el precio al que presta el dinero y al que lo remunera.

Energética se incorpora de forma colateral al proyecto de Valteina, pero ni invierte en ella ni participa en su gestión o en las decisiones de su explotación, aunque reduce ligeramente los posibles riesgos (las inversiones imprevistas, por ejemplo, correrían a cargo solo de Som Energia, único titular de la central).

¿QUÉ SUPONE ESTO EN LA PRÁCTICA?

Si Energética invirtiera 100.000€ en Valteina, y para una aportación de 1.000€ de un socio, cada aportante recibiría 15€ al año en concepto de retribución de la aportación y hasta la devolución del préstamo por parte de Som.

La cooperativa, en 2017 (por ejemplo) ingresaría 1.660€ netos por su participación en Valteina y la suma de todos los ingresos anuales hasta 2029 sería de 16.000€ a valores actuales.

RIESGOS DE LAS INVERSIONES FINANCIERAS

Cualquier inversión tiene riesgos, y la que proponemos a los socios y socias de Energética para hacer frente a la adquisición parcial de la central de Valteina a través de aportaciones voluntarias (AV), también. Resumimos aquí los principales:

- **Riesgo de liquidez:** las AV no son valores negociables y por tanto, ante la necesidad de recuperar la inversión es posible que ésta no pueda realizarse antes de la fecha prevista de vencimiento y se hará, en cualquier caso, atendiendo a lo que estipulan nuestros estatutos.
- **Riesgo propio de la inversión:** la rentabilidad de las AV depende absolutamente de la evolución de la sociedad INECO sl y los dividendos que ésta sea capaz de distribuir a Energética. La capacidad de INECO sl para repartir dividendos, a su vez, depende fundamentalmente del mantenimiento del actual marco legislativo relativo a la retribución de la generación hidráulica y en particular a la asignada a la concesión de la que es titular INECO sl.
- **Riesgo de participación minoritaria:** la posibilidad de que Energética reciba dividendos de INECO sl dependerá, también, de la decisión de Som, el socio mayoritario de INECO sl sobre la política de reparto de dividendos. Recordar que la participación de Energética en esta central no se prevé que supere nunca el 10% de su capital.
- **Riesgo de reembolso:** llegado el vencimiento de las AV, yb según el modelo de inversión que se escoja por la asamblea, la capacidad de Energética para devolver dichas aportaciones dependerá fundamentalmente de las nuevas solicitudes de inversión en una nueva emisión de AV que realicen los socios de Energética. Es posible que circunstancias como los tipos de interés vigentes en dicho momento, o cualquier otra circunstancia, impidan a Energética recibir efectivo suficiente en nuevas AV para reembolsar las que se realizan en la actualidad.
- **Riesgo de tipos de interés:** es posible que la evolución de los tipos de interés vigentes en el mercado evolucionen al alza a partir de este momento resultando que la retribución actual ofrecida por las AV a Energética resulte menos interesante que otras alternativas de inversión.

CUESTIONES PARA EL DEBATE

En la asamblea del próximo 20 de febrero deberemos pronunciarnos en torno a los siguientes aspectos:

- ¿Cuál va a ser el plazo de apertura de aportaciones?
- ¿Por cuál de las cuatro modalidades de inversión optamos?
- ¿Energética debería aportar algo de su capital social en el proyecto, además del que se capte con aportaciones voluntarias? Entre 0 y 5.000 euros ¿cuánto?
- ¿Cuál va a ser la retribución a las aportaciones en un rango entre el 1 y el 1,5%?
- ¿Cuál va a ser el plazo de 'estancia' de las aportaciones en la cooperativa y de retribución (según el modelo escogido)?
- ¿Cuál va a ser la aportación mínima (propuesta del grupo de trabajo: 200 E€) y máxima (propuesta del grupo de trabajo: 5.000 €)
- ¿Cuál va a ser el rango de inversión (propuesta del grupo de trabajo: hasta 100.000 €)