



ISSUER RATING
Long term

OUTLOOK
Stable

Initiation date 01/04/2020
Rating date 07/05/2024

Contacts

Lead analyst

Aitor Sanjuan Sanz
aitor.sanjuan@ethifinance.com

Committee chair

Guillermo Cruz Martinez
guillermo.cruz@ethifinance.com

Rating Action y Rationale

- EthiFinance Ratings afirma la calificación de Audax Renovables SA en “BBB-”, cambiando la tendencia de En Observación a Estable.
- El cambio de tendencia se fundamenta en el favorable desempeño del grupo, el cual durante la monitorización ha ido alcanzado los objetivos a nivel de proyecciones, cuya no consecución hubiera resultado en una revisión del rating (DFN/EBITDA <3x; FFO/DFN>20% y EBITDA/Intereses >2,5x). A futuro, se espera que el grupo mantenga esta dinámica de ahí la tendencia estable otorgada. A pesar de ello, cabe destacar que estos ratios deben situarse en un nivel similar a las proyecciones estimadas para un mantenimiento del rating, pudiendo desviaciones importantes condicionar la calificación.
- El rating de la compañía se apoya en i) los favorables y controlados niveles de apalancamiento (DFN/EBITDA <3,5x y FFO/DFN > 30%), ii) un posicionamiento competitivo reseñable en el segmento comercializador, iii) la diversificación de su modelo de negocio, iv) un accionariado comprometido y de adecuada capacidad financiera y v) un sector generador con sólidos fundamentos.
- Por otro lado, como factores que limitan la calificación se destaca i) un sector comercializador marcado por unos márgenes modestos y cierta volatilidad, ii) la todavía ajustada cobertura de intereses (EBITDA/Intereses <4x), iii) una capitalización con margen de mejora (PN/DFT <50%), y iv) unas ventajas competitivas y tamaño todavía limitados en el negocio generador.
- Para evaluar el perfil financiero de la compañía se ha aplicado un *mix* a nivel de métricas según aportación a EBITDA de las dos actividades principales. La tabla de *'standard cyclicality'* para el negocio comercializador y la tabla *'infrastructure'* para la actividad de generación dado que esta se beneficia de disposiciones contractuales que limitan la volatilidad de los flujos de caja.
- En línea con nuestra metodología, consideramos que la compañía opera tanto en el sector *utilities* por la parte de comercialización (sector *heatmap* entre 2 y 2,5) como en el renovable por la parte de generación (sector *heatmap* entre 1 y 1,9). Mientras que la valoración de la industria comercializadora es neutra, cabe destacar que el sector renovable tiene un impacto positivo sobre la valoración del perfil sectorial. Así mismo, el análisis de la política ESG a nivel de compañía arroja una valoración neutra (ESG score de la compañía entre 1,5 y 3,5), lo que no ha tenido impacto en la valoración.

Descripción de la Compañía

Audax desarrolla su actividad en el sector energético operando como comercializadora de energía (electricidad y gas) orientada mayormente al segmento industrial (PYMES y grandes cuentas), y como productor energético independiente con una cartera de proyectos (solares y eólicos) en 2023 de 955MW con 263MW en operación situados en España, Panamá, Francia y Polonia. Como comercializadora, a parte de su mercado original en España, la compañía opera en Portugal, Hungría, Holanda e Italia y en menor medida en Alemania y Polonia. Audax reportó en 2023 una cifra de negocio de €2,29bn (-12,8% YoY) y un EBITDA de €99,3m (margen EBITDA del 4,3%; +92% YoY). El ratio de DFN/EBITDA se situó en 3x (siendo en 2022 de 8,8x). La capitalización del grupo alcanza los €808m (26/4).

Fundamentos

Perfil de Negocio

Análisis del Sector

- Compañía que opera en dos industrias con características diferentes.

El segmento comercializador por tipología de negocio de compraventa de una *commodity* presenta unas ajustadas rentabilidades (margen EBIT entre 1% - 4%), volatilidad en los precios y una evolución ligada al contexto económico. A pesar de ello, se considera que las barreras de entrada son medio-elevadas para ser competitivo en base a las altas necesidades de *working capital*, a la significativa regulación, al requerimiento de garantías/avales ante el regulador para operar y el necesario *know-how* (gestión de volatilidad en precios, coberturas, estimación de oferta/demanda, etc.).

Por su parte, la actividad generadora se caracteriza por los elevados rendimientos (mg EBIT >20%) que se explican desde una situación favorable a nivel de las barreras de entrada (altas necesidades de capital, la relevante regulación y componente gubernamental y la necesaria experiencia en el desarrollo de proyectos), lo que permite sostener los altos apalancamientos de los proyectos y la intensa inversión necesaria en el crecimiento. La volatilidad de este segmento dentro de la industria energética se considera baja en base a que mayoritaria la operativa se ejecuta sobre precios regulados o bajo 'PPA' en la venta de energía.

A futuro se espera que ambas industrias sigan ligada a la evolución de la economía y adicionalmente se vea favorecida por el crecimiento demográfico, las políticas a favor de las energías renovables por los gobiernos, el aumento de la

eficiencia energética y la electrificación de la economía.

- **Ajuste ESG.**

La compañía opera dos actividades diferenciadas, a las que los factores ESG sectoriales les impactan de forma diversa. En el caso del subsector de la generación eléctrica vinculada a energías renovables, el mapa de riesgo sectorial le otorga un impacto ESG favorable (sector *heatmap* entre 1 y 1,9). Esta valoración tiene como resultado una mejora de una categoría del análisis sectorial. En el caso de la comercialización de energía, se aplica un ajuste sobre el impacto estandarizado al sector *utilities*, resultando un impacto neutro (sector *heatmap* entre 2 y 2,5).

Posicionamiento Competitivo

- **Empresa de referencia en el mercado comercializador de energía que compensa el posicionamiento más limitado como generador.**

Audax presenta unas ventajas competitivas consolidadas en la actividad comercializadora, entre las que destacan su tamaño y *know-how*, el recién acuerdo de *market access* con Shell y su cierta integración vertical, que le permiten posicionarse como una empresa de referencia en el segmento de PYMES y grandes cuentas en los países donde opera. Por su parte, en el negocio generador su posición competitiva es más modesta a raíz de su todavía limitada cantidad de megavatios en operación (263MW). El progresivo desarrollo del portfolio de la compañía (955MW en cartera) permitirán ir reforzado paulatinamente su posición competitiva y mejorará su integración vertical.

- **Negocio enfocado en la actividad comercializadora con una favorable diversificación geográfica.**

La diversificación de Audax se mantiene como uno de los factores diferenciales en comparación con el resto de comercializadoras. La compañía sin dejar de lado su carácter de comercializadora especialista en el segmento PYME en España, sigue reforzando su participación en el segmento industrial (grandes cuentas) tras su incursión en mercado húngaro y holandés donde ha ganado cuota de mercado de la mano de grandes clientes. Como resultado, el mercado ibérico ya representa únicamente un 32% sobre ventas (68% internacional), lo que sumado a la baja concentración de clientes y a la aportación de EBITDA del negocio generador benefician la favorable diversificación.

Estructura Accionarial y Gobernanza

- **Estructura accionarial estable y comprometida con el negocio que se apoya en un equipo de gestión cuya política financiera se ha centrado en la reducción del apalancamiento.**

La gestión se caracteriza por la alta implicación de su principal accionista D. José Elías Navarro, que controla el 74,9% del capital (directa e indirectamente), al que se le unen como accionistas relevantes uno de los *family offices* de referencia en el mercado español, familia Domínguez (grupo Mayoral) con una participación del 7,1%. Estos accionistas, de demostrada capacidad financiera, junto al hecho de que la empresa cotice en bolsa (*free-float* 17,8%), proporciona una buena base para recaudar fondos adicionales en caso necesario. Este accionariado se ve reforzado por un *management* cuyas decisiones han sido fundamentales en un contexto de mercado dificultoso y cuya política financiera mantiene un importante foco en controlar el apalancamiento.

- **Neutra política ESG a nivel de compañía.**

Las políticas ESG de la compañía se valoran como neutras (puntuación entre 1,5 y 3,5), no teniendo esto un efecto en la calificación. Mientras que la valoración a nivel de gobernanza es favorable principalmente apoyada por i) la positiva presencia de consejeros independientes, ii) la divulgación pública a nivel código de conducta y política de anticorrupción y ii) la priorización de los aspectos ESG, las calificaciones a nivel social y de medio ambiente son medias, mostrando mayor margen de mejora.

Perfil Financiero

Ventas y Rentabilidad

- **Favorable desarrollo en términos de rentabilidad dado el citado contexto de precios bajistas.**

En un escenario de precios a la baja (electricidad -53% YoY y gas -65% YoY), Audax ha reportado un aumento de la energía suministrada (13,8TWh, +5% YoY) y generada (279GWh excluyendo Panamá, +8% YoY), lo que se valora favorablemente a pesar del decrecimiento en cifra de negocio dado el contexto bajista. A esto se le suma unos rendimientos operativos que mostraron una significativa evolución (EBITDA de €99,3m, margen EBITDA del 4,3%; +92% YoY) y se situaron en niveles apropiados que se espera se mantengan en el medio plazo.

Endeudamiento y Cobertura

- **Apalancamiento controlado que compensa una cobertura de intereses todavía limitada.**

El esfuerzo en la reducción de deuda durante el año, junto al buen comportamiento operativo del negocio resultó en un

ratio de apalancamiento que tras varios ejercicios en niveles excesivamente elevados se situó en un valor controlado (DFN/EBITDA de 3x) que se espera se mantenga y reduzca en los próximos años. A pesar de ello, y de la también mejora en la cobertura de intereses (2,9x; +1,3x YoY) esta continúa en niveles ajustados dado el contexto actual de tipos elevados.

Análisis de Flujo de Caja

- Refuerzo de la generación operativa de caja tras el acuerdo de *market access*.

Favorable cash flow operativo (€140,5m) motivado por el positivo desempeño del EBITDA que se ha trasladado a la caja y unas variaciones de *working capital* positiva (escenario bajista en precios y acuerdo *market access*). Este ha sido suficiente para atender las exigencias de inversión y el objetivo de reducción de deuda, resultado en una variación de caja final positiva.

Capitalización

- Adecuada capitalización que se espera siga mejorando en el futuro.

El menor endeudamiento junto al refuerzo del patrimonio neto por la capitalización de los resultados beneficia un ratio de capitalización que avanza hasta situarse en un nivel apropiado (PN/DFT de 32,2%). Este se espera mantenga esta tendencia en base a la operación de recompra de bonos convertibles llevada a cabo a inicio de 2024 y la continuidad en la generación de resultados futuros.

Liquidez

- Buena situación de liquidez.

No se espera que la compañía presente problemas de liquidez en el medio plazo a raíz de la posición de tesorería actual de Audax de €241,5m, junto al CFO esperado para próximos años (~€90m-€100m) y el asumible calendario de vencimientos.

Modificadores

Controversias

- No se han detectado controversias significativas.

Riesgo País

- No existe riesgo país atendiendo a los mercados en los cuales opera el grupo.

Principales Magnitudes Financieras

Principales magnitudes. Miles de €. ⁽¹⁾						
	FY22	FY23	FY24e	FY25e	FY26e	23vs22
Facturación	2.625.893	2.290.438	2.250.057	2.447.441	2.584.743	-12,8%
EBITDA	51.664	99.307	108.003	110.135	116.313	92,2%
Margen EBITDA	2,0%	4,3%	4,8%	4,5%	4,5%	2,4pp
EBIT	32.293	75.127	78.596	64.059	58.700	132,6%
Margen EBIT	1,2%	3,3%	3,5%	2,6%	2,3%	2,1pp
EBT	12.574	45.024	54.447	42.124	43.285	258,1%
Total Activo	1.316.810	1.295.173	1.362.916	1.313.445	1.296.614	-1,6%
Patrimonio Neto	135.773	173.252	239.618	265.293	292.644	27,6%
Deuda Financiera Total	658.355	539.030	546.701	450.464	390.991	-18,1%
Deuda Financiera Neta	453.757	297.497	267.182	242.730	210.933	-34,4%
PN/DFT	20,6%	32,1%	43,8%	58,9%	74,8%	11,5pp
DFN/EBITDA	8,8x	3,0x	2,5x	2,2x	1,8x	-5,8x
Funds From Operations	41.293	93.109	71.900	79.943	92.293	125,5%
FFO/DFN	9,1%	31,3%	26,9%	32,9%	43,8%	22,2pp
EBITDA/Intereses	1,6x	2,9x	3,3x	3,6x	4,9x	1,3x

⁽¹⁾Proyecciones elaboradas por EthiFinance Ratings.

Credit Rating

Credit Rating	
Perfil Negocio	BBB
<i>Análisis Sectorial</i>	<i>BBB-</i>
<i>Ajuste ESG</i>	<i>Neutro/Positivo</i>
<i>Posicionamiento Competitivo</i>	<i>BBB</i>
<i>Governance</i>	<i>BBB+</i>
Perfil Financiero	BB
<i>Cash flow y endeudamiento</i>	<i>BB+</i>
<i>Solvencia</i>	<i>BB-</i>
<i>ESG Compañía</i>	<i>Neutro</i>
Anchor Rating	BBB-
<i>Modificadores</i>	<i>n.a.</i>
Rating	BBB-

Análisis Sensibilidad

- Factores positivos en el largo plazo (↑)

No se espera una mejora del rating en el corto-medio plazo.

- Factores negativos en el largo plazo (↓)

Dejar de enfocarse en el mantenimiento de un ratio de apalancamiento controlado (DFN/EBITDA ~2,5x en promedio). No consecución de una mejora en la cobertura de intereses (EBITDA/Intereses <3x en próximos ejercicios). Empeoramiento de los márgenes operativos (mg EBITDA < 3,5%) que lastre la generación de FFO y limite su relación con la deuda financiera neta (FFO/DFN < 30%). Deterioro de los niveles de capitalización (PN/DFT < 40% en ejercicios futuros).

Sources of information

The credit rating assigned in this report has been requested by the rated entity, which has also taken part in the process. It is based on private information as well as public information. The main sources of information are:

1. Annual Audit Reports.
2. Corporate Website.
3. Information published in the Official Bulletins.
4. Rating book provided by the Company.

The information was thoroughly reviewed to ensure that it is valid and consistent, and is considered satisfactory. Nevertheless, EthiFinance Ratings assumes no responsibility for the accuracy of the information and the conclusions drawn from it.

Additional information

- The rating was carried out in accordance with Regulation (EC) N°1060/2009 of the European Parliament and the Council of 16 September 2009, on credit rating agencies. Principal methodology used in this research are :
 - Corporate Rating Methodology - Long Term : https://files.qivalio.net/documents/methodologies/CRA_190_V3_Corporate%20Methodology_2023-10-06.pdf
- The rating scale used in this report is available at <https://www.ethifinance.com/en/ratings/ratingScale>.
- EthiFinance Ratings publishes data on the historical default rates of the rating categories, which are located in the central statistics repository CEREP, of the European Securities and Markets Authority (ESMA).
- In accordance with Article 6 (2), in conjunction with Annex I, section B (4) of the Regulation (EC) No 1060/2009 of the European Parliament and of the Council of 16 September 2009, it is reported that during the last 12 months EthiFinance Ratings has not provided ancillary services to the rated entity or its related third parties.
- The issued credit rating has been notified to the rated entity, and has not been modified since.

Conditions of Use for this document and its content:

For all types of Ratings that ETHIFINANCE RATINGS, S.L. (the "AGENCY") issues, the User may not, either by themselves or via third parties, transfer, sublease, sublicense, sell, extract, reuse, or dispose of in any other way the content of this Document to a third party, either for free or for consideration.

For the purpose of these Conditions of Use, any client who might have subscribed for a product and/or a service that allows him to be provided with the content of this Document as well as any privileged person who might access the content of this Document via www.ethifinance.com shall be considered as a User.

Nor may they alter, transform or distort the information provided in any way. In addition, the User will also not be permitted to copy and/or duplicate the information, nor create files which contain the information of the Document, either in its entirety or partially. The Document and its source code, regardless of the type, will be considered as the elaboration, creation, or work of the AGENCY and subject to the protection of intellectual property right regulation. For those uses of this Document which are permitted, the User is obliged to not allow the removal of the copyright of the AGENCY, the date of the Document's issuance, the business name as established by the AGENCY, as well as the logo, brands and any other distinctive symbol which is representative of the AGENCY and its rights over the Document. The User agrees to the conditions of Use of this Document and is subject to these provisions since the first time they are provided with this Document no matter how they are provided with the document. The Document and its content may not be used for any illicit purpose or any purpose other than those authorised by the AGENCY. The User will inform the AGENCY about any unauthorised use of the Document and/or its content that may become apparent. The User will be answerable to the AGENCY for itself and its employees and/or any other third party which has been given or has had access to the Document and/or its content in the case of damages which arise from the breach of obligations which the User declared to have read, accepted and understood upon receiving the Document, without prejudice to any other legal actions that the AGENCY may exercise in defence of its lawful rights and interests. The Document is provided on the acceptance that the AGENCY is not responsible for the interpretation that the User may make of the information contained. Credit analyses included in the Document, as well as the ratings and statements, are to be deemed as opinions valid on the date of issuance of the reports and not as statements of fact or recommendations to purchase, hold or sell any securities or to make any investment decision. The credit ratings and credit rating prospects issued by the AGENCY are consider to be its own opinion, so it is recommended that the User take it as a limited basis for any purpose that it intends to use the information for. The analyses do not address the suitability of any value. The AGENCY does not act as a fiduciary or an investment advisor, so the content of the Document should not be used as a substitute for knowledge, criteria, judgement or experience of the User, its Management, employees, advisors and/or clients in order to make investment decisions. The AGENCY will devote every effort to ensure that the information delivered is both accurate and reliable. Nonetheless, as the information is elaborated based on data supplied by sources which may be beyond the control of the AGENCY, and whose verification and comparison is not always possible, the AGENCY, its subsidiaries, and its directors, shareholders, employees, analysts and agents will not bare any responsibility whatsoever (including, without any limitations, loss of revenue or income and opportunity costs, loss of business or reputational damage or any other costs) for any inaccuracies, mistakes, noncorresponding information, incompleteness or omission of data and information used in the elaboration of the Document or in relation to any use of its content even should it have been warned of potential

damages. The AGENCY does not make audits nor assume the obligation of verifying independent sources of information upon which the ratings are elaborated. Information on natural persons that may appear in this document is solely and exclusively relevant to their business or business activities without reference to the sphere of their private life and should thus be considered. We would like to inform that the personal data that may appear in this document is treated in accordance with Regulation (EU) 679/2016, on the protection of natural persons with regard to the processing of personal data and the free movement of such data and other applicable legislation. Those interested parties who wish to exercise the rights that assist them can find more information in the link: <https://www.ethifinance.com/> in the Privacy Policy page or contact our Data Protection Officer in the mail dpo@ethifinance.com. Therefore the User agrees that information provided by the AGENCY may be another element to consider when making business decisions, but decisions will not be made based solely on it; that being the case the AGENCY will not be held responsible for the lack of suitability. In addition, the use of the information before courts and/or tribunals, public administrations, or any other public body or private third party for any reason shall be solely the User's responsibility and the AGENCY shall not be held responsible for any liabilities on the grounds of inappropriateness of the information's contents. Copyright © 2023 ETHIFINANCE RATINGS, S.L. All Rights Reserved. C/ Benjamín Franklin S/N, Edificio Camt, 1º Izquierda, 18100, Granada, España C/ Velázquez nº18, 3º derecha, 28001 - Madrid