



ISSUER RATING
Long term

OUTLOOK
Positive

Initiation date 01/04/2020
Rating Date 07/05/2025

Contacts

Lead analyst

Aitor Sanjuan Sanz
aitor.sanjuan@ethifinance.com

Committee chair

Thomas Dilasser
thomas.dilasser@ethifinance.com

Rating Action y Rationale

- EthiFinance Ratings afirma la calificación de Audax Renovables SA en “BBB-”, cambiando la tendencia de Estable a Positiva.
- El cambio de tendencia se fundamenta principalmente en i) unas métricas financieras que se espera presenten una mejora en los próximos ejercicios tal como se observa en las proyecciones elaboradas (en la pasada revisión se esperaba un DFN/EBITDA y EBITDA/Intereses alrededor de las 2,5x y 3,7x en promedio, mientras que en estos momentos se proyectan <2x y >4x, respectivamente), y ii) unas políticas ESG cuya actual valoración neutra pudiera potencialmente mejorar y tener un impacto positivo en la calificación si se acometen las estrategias planteadas (p.ej. la empresa está trabajando en la definición de una política de compras que incluya criterios ESG para el próximo año).
- Audax Renovables es una empresa española que opera como comercializadora de electricidad y gas, así como productora independiente de energía a nivel nacional e internacional.
- El rating de la compañía se apoya en i) los favorables y controlados niveles de apalancamiento (DFN/EBITDA <3x y FFO/DFN c.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 <4,5x), iii) una capitalización con margen de mejora (PN/DFT <60%), y iv) unas ventajas competitivas y tamaños 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 cyclicity’ para el negocio comercializador y la tabla ‘infrastructure’ para la actividad de generación dado que esta se beneficia de disposiciones contractuales (PPA) 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 del perfil financiero.

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 2024 de 955MW con 267MW 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 2024 una cifra de negocio de €1,98bn (-13,5% YoY) y un EBITDA de €115,4m (margen EBITDA del 5,8%). El ratio de DFN/EBITDA Ajustado se situó en 2,6x (-0,4x YoY). La capitalización de Audax en el mercado continuo español alcanza los €689m (29/4/2025).

Fundamentos

Perfil de Negocio

Análisis del Sector

- Compañía que opera en dos industrias con fundamentos diferenciados.

El segmento comercializador por tipología de negocio de compraventa de un *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 la industria comercializadora presente una evolución que siga ligada al desarrollo económico y adicionalmente se vea favorecida por el crecimiento demográfico. Por su parte, el negocio generador se espera muestre crecimientos importantes en base al abaratamiento de costes, la concienciación medioambiental, el avance en la electrificación de la sociedad, y la tecnología de almacenamiento.

Posicionamiento Competitivo

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

Audax presenta unas ventajas competitivas sólidas en la actividad comercializadora lo que se refleja en unas cuotas de mercado consolidadas en sus principales mercados (Hungría 5,8%, Holanda 1,9%, Portugal 1,5%, España 0,9%). Entre estas ventajas, destacan su tamaño y know-how, el acuerdo de market access con Shell y su cierta integración vertical, lo 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 (267MW). 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 y que no muestra dependencia relevante en su portfolio de clientes.**

La diversificación de actividades (participación en generación), geográfica, y por cliente 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 tras su incursión en mercado húngaro y holandés donde ha ido ganando cuota de mercado. Como resultado, el mercado ibérico ya representa únicamente un 33,8% sobre ventas, lo que sumado a la baja concentración de clientes (Top-10 representan el 15,3% s/ventas) y a la aportación de EBITDA del negocio generador benefician la favorable valoración.

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 estructura accionarial del grupo se mantiene controlada por D. José Elías Navarro (Eléctrica Nuriel S.L.U y Excelsior S.L.U) que posee un 64,8% del capital. Adicionalmente, mantiene derechos de compra cedidos como garantía a los bancos colocadores (Goldman Sachs y BNP) de la emisión del bono convertible por €125m, que representan un 7%. Así mismo, destaca la presencia de uno de los family offices de referencia en el mercado español, la familia Domínguez (grupo Mayoral) a través de Global Portfolio Investments, S.L. con un 7%. Por último, como empresa cotizada, una parte de las acciones se encuentra en manos de diversos inversores con participaciones menores al 5% (free-float del 19,9%), así como acciones propias (0,6%).

- **Neutra política ESG a nivel 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 presencia de consejeros independientes, ii) la divulgación pública a nivel código de conducta y política de anticorrupción y iii) la priorización de los aspectos ESG; y también lo es la de medio ambiente, que ha evolucionado de forma positiva durante el año por el menor consumo de recursos, la calificación a nivel social es media, mostrando mayor margen de mejora.

Perfil Financiero

Ventas y Rentabilidad

- **Crecimiento en volúmenes suministrados y producidos que acompañan al incremento de los resultados.**

En un entorno de menor cifra de ventas, acorde a unos precios de las commodities que siguen corrigiendo a la baja (-19% electricidad y -16% gas YoY), la compañía ha reportado unos volúmenes de energía suministrada (15,5TWh, +12,3% YoY) y generada (305GWh excluyendo Panamá, +9,3% YoY) crecientes, muestra de su sólida posición competitiva en los diferentes mercados y el buen hacer de su portfolio de generación. Al buen desempeño comercial, se le añade el mantenimiento del foco en mejorar las rentabilidades vía medidas estratégicas enfocadas en el crecimiento del margen bruto y la optimización de los gastos de estructura, resultando en un EBITDA de €115,4m (+16,2% YoY). Desde EthiFinance Ratings, estimamos que la compañía seguirá reforzado su resultado operativo en

próximos ejercicios motivado en su foco por el crecimiento rentable y unos EBITDA de generación que se mantendrán sólidos.

Endeudamiento y Cobertura

- **Mantenimiento del objetivo de desapalancamiento y mejora de una cobertura de intereses todavía modesta.**

Como se viene observando en los últimos ejercicios, Audax continúa apostando por la reducción de su apalancamiento, objetivo que se ve refrendado por el DFN/EBITDA ajustado de 2,6x reportado a cierre de año y unas proyecciones futuras de mantenerlo alrededor del 1,5x. Este menor endeudamiento esperado, junto a un EBITDA que ha mejorado y se espera mantenga esta tendencia, se prevé vayan reforzando una cobertura de intereses que sigue en niveles ciertamente limitados en 2024 (EBITDA/Intereses de 3,5x).

Análisis de Flujo de Caja

- **Flujo de caja libre que se espera se mantenga positivo en los próximos años a pesar de la menor cifra recogida en 2024.**

Desde EthiFinance Rating se considera que apoyado en la esperada continuidad en la generación operativa de caja (FFO), que se mantendrá en los entornos de €60m-€75m, y potenciales operaciones estratégicas que pudieran reforzar su liquidez, el grupo será capaz de ir acometiendo su capex (principalmente asociado al desarrollo del pipeline de generación) así como generando un flujo de caja libre suficiente que le permita retribuir a los accionistas y reducir su apalancamiento.

Capitalización

- **Adecuada capitalización que se ve favorecida por la capitalización de beneficios.**

Aunque el ratio PN/DFT Ajustada continúa en unos rangos medio-bajos (42,7% en 2024), habiendo mejorado este ratio en comparación con 2023, es conveniente valorar favorablemente el positivo desempeño demostrado por la compañía en los últimos ejercicios a nivel de reducción de endeudamiento y aumento de resultados finales que ha ido capitalizando. Estos factores han venido mejorando una capitalización que se proyecta mantenga esta dinámica a futuro a pesar de la activación de la política de dividendos (€15m/año). Esta política de distribución de dividendos ha sido comunicada por el grupo y comprende el período entre 2024 y 2026, quedando si bien siempre sujeta a la consecución de ciertos objetivos estratégicos.

Liquidez

- **Buena situación acorde a un ratio de liquidez elevado y un perfil de refinanciación satisfactorio.**

La compañía sigue presentando una posición de liquidez holgada para cubrir los dos próximos años apoyada en un saldo de caja disponible amplio (€223,7m) y una generación de CFO que se espera siga siendo sólida y suficiente a futuro para atender los vencimientos de deuda y necesidades de inversión. Además, cabe señalar, que el grupo presenta un perfil de refinanciación adecuado, por lo que no se estiman dificultades en el acceso a los mercados de deuda, aspecto especialmente relevante de cara a la refinanciación del bono 2027.

Modificadores

Controversias

- **No se han detectado controversias significativas.**

Riesgo País

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

Principales Magnitudes Financieras

Principales magnitudes financieras. Miles de €.						
	FY23	FY24	FY25e	FY26e	FY27e	24vs23
Facturación	2.290.438	1.981.744	2.185.864	2.257.997	2.348.317	-13,5%
EBITDA	99.307	115.363	120.222	130.964	140.899	16,2%
Margen EBITDA	4,3%	5,8%	5,5%	5,8%	6,0%	1,5pp
EBIT	75.127	93.581	91.046	100.306	97.616	24,6%
Margen EBIT	3,3%	4,7%	4,2%	4,4%	4,2%	1,4pp
EBT	45.024	88.950	72.361	85.516	91.352	97,6%
Total Activo	1.295.173	1.369.296	1.310.451	1.354.247	1.385.708	5,7%
Patrimonio Neto	173.252	223.945	263.216	312.352	365.866	29,3%
Deuda Financiera Total Ajustada	539.030	523.860	482.483	469.364	458.940	-2,8%
Deuda Financiera Neta Ajustada	297.497	300.074	217.694	194.362	212.793	0,9%
PN/DFT Ajustada	32,1%	42,7%	54,6%	66,5%	79,7%	10,6pp
DFN/EBITDA Ajustado	3,0x	2,6x	1,8x	1,5x	1,5x	-0,4x
Funds From Operations	93.109	68.821	57.577	65.924	73.075	-26,1%
FFO/DFN Ajustada	31,3%	22,9%	26,4%	33,9%	34,3%	-8,4pp
EBITDA/Intereses	2,9x	3,5x	4,1x	5,1x	5,9x	0,6x

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>Gobierno corporativo</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 (↑)

Una subida del rating pudiera proceder si la compañía sigue mejorando de forma conjunta y sostenida en el tiempo sus niveles de apalancamiento (DFN/EBITDA Ajustado c.1,5x en promedio histórico + proyecciones), de cobertura de intereses (EBITDA/Intereses > 5x) y de capitalización (PN/DFT Ajustada > 70%). Otro de los factores que pudieran contribuir a mejorar la calificación es un ESG score que se situó entre 1 y 1,5, implicando una mejora en medio *notch* el perfil financiero.

• Factores negativos en el largo plazo (↓)

Una rebaja de la calificación pudiera ocurrir bajo un escenario de mayor apalancamiento (DFN/EBITDA Ajustado >3x), un deterioro de la cobertura de intereses (EBITDA/Intereses <3x) y/o unos negativos resultados que lastraran la capitalización (PN/DFT Ajustada < 40%).n este segmento de negocio los principales mercados de Audax se encuentran en España, Portugal, Hungría y Países Bajos, siendo países de menor

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 - General : <https://www.ethifinance.com/download/corporate-rating-methodology-general/?wpdmdl=35203>
- 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