

ISSUER RATING  
LongTermOUTLOOK  
EvolvingInitiation date 01/04/2020  
Rating Date 29/04/2026

## Contacts

### Lead analyst

Daniel Rivas  
daniel.rivas@ethifinance.com

### Committee chair

Thomas Dilasser  
thomas.dilasser@ethifinance.com

## Rating Action y Rationale

- EthiFinance Ratings afirma la calificación a largo plazo de Audax Renovables SA de “BBB-”, cambiando la tendencia de Positiva a Evolving.
- El cambio de tendencia se fundamenta principalmente en la revisión de las principales métricas financieras, tanto en los resultados de 2025 como en las proyecciones para el período 2026-2028, al compararlas con las estimaciones elaboradas en la última revisión para ese mismo horizonte temporal. El apalancamiento (Adj DFN/Adj EBITDA) cerró 2025 en 3.0x, frente a 1.8x previstas inicialmente. Por su parte, la cobertura de intereses (Adj EBITDA/Adj Intereses) se situó por debajo de las 3.5x, en contraste con las 4.1x proyectadas. De acuerdo con las estimaciones de EthiFinance Ratings para el periodo 2026-2028, la tendencia Evolving refleja el aspecto clave de mantener unas métricas en línea con los umbrales proyectados, considerando que cualquier desviación significativa frente a las proyecciones de la compañía, o un crecimiento del segmento IPP inferior a lo esperado, podría derivar en una revisión del rating.
- Audax Renovables opera como comercializadora de electricidad y gas, así como productora independiente de energía.
- El rating de la compañía se apoya en: i) un posicionamiento competitivo reseñable en el segmento comercializador, ii) la óptima diversificación de su modelo de negocio, iii) un accionariado comprometido y de adecuada capacidad financiera, complementado con su condición de sociedad cotizada, lo que garantiza no solo unos elevados estándares de transparencia, sino un acceso recurrente a los mercados de capitales, iv) y la exposición parcial al negocio de generación, sector con sólidos fundamentos.
- Por otro lado, entre los factores que condicionan la calificación y requieren seguimiento destacan: i) exposición parcial al sector comercializador, caracterizado por márgenes ajustados y cierta volatilidad; ii) una estructura de capital con niveles moderados de apalancamiento y una moderada cobertura de intereses; iii) un perfil de refinanciación exigente, con importantes vencimientos en el corto plazo; y iv) unas ventajas competitivas y una dimensión todavía en fase de desarrollo en el negocio de generación.
- 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

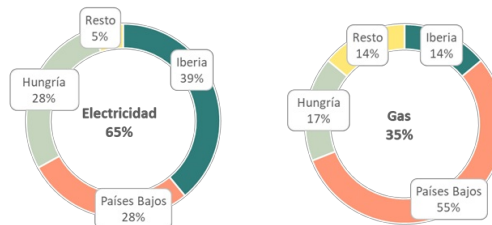
Audax desarrolla su actividad en el sector energético operando como comercializadora de energía (electricidad y gas) orientada mayormente al segmento industrial (PYMES y grandes cuentas), y como productor energético independiente con una cartera de proyectos (solares y eólicos) situados en España, Portugal, Italia, Panamá, Francia y Polonia.

El grupo reportó en 2025 una cifra de negocio de €1,88bn (-5,4% YoY) y un EBITDA de €100,3m (margen EBITDA del 5,3%), que ajustado por el apagón en España en abril de ese mismo año, ascendería a €115,6m (margen EBITDA Ajustado del 6,2%). El ratio de DFN/EBITDA Ajustado se situó en 3x. La capitalización de Audax en el mercado continuo español se situaba en los €653,9m (23/4/2026).

La compañía se especializa en las siguientes actividades:

- Comercialización de energía** (99% ventas, 89% EBITDA). Negocio core que se centra en el suministro de electricidad (10,3 TWh) y gas natural (5,6TWh) principalmente a PYMES y grandes industrias (93% de la cartera) y de forma más residual a cliente doméstico (7%) a través de diferentes tarifas (fija, indexada o plana). En este segmento de negocio los principales mercados de Audax se encuentran en España, Portugal, Hungría y Países Bajos, siendo países de menor relevancia Italia, Polonia y Alemania.

## Energía suministrada 2025. % s/total TWh.



- Generación de energía** (1% ventas, 11% EBITDA). El grupo inició sus actividades de producción energética en agosto de 2004 (como Fersa Energías Renovables S.A y posteriormente como Audax desde agosto de 2016). Actualmente cuenta con una cartera de proyectos de generación fotovoltaica y eólica en diferentes fases de desarrollo en cinco países (España, Francia, Polonia, Italia, Portugal y Panamá). En 2025, su capacidad instalada ascendió a 325MW, produciendo durante el año 520GWh. Adicionalmente a ello, la compañía participa de forma minoritaria en un 30% en un parque eólico en operación en Panamá.

	Potencia instalada (MW)				Producción (GWh) <sup>(2)</sup>			
	2023	2024	2025	25vs24	2023	2024	2025	25vs24
España	151	155	213	37.1%	171	198	204	2.9%
Francia	12	12	12	0.0%	29	28	27	-3.6%
Polonia	34	34	34	0.0%	79	79	74	-6.2%
<b>Total</b>	<b>197</b>	<b>201</b>	<b>259</b>	<b>28.6%</b>	<b>279</b>	<b>305</b>	<b>305</b>	<b>0.0%</b>
Panamá <sup>(1)</sup>	66	66	66	0.0%	242	165	215	29.9%
<b>Total con Panamá</b>	<b>263</b>	<b>267</b>	<b>325</b>	<b>21.5%</b>	<b>521</b>	<b>470</b>	<b>520</b>	<b>10.5%</b>

<sup>(1)</sup>Audax participa en un 30%. <sup>(2)</sup>Del total de producción (sin contar Panamá) 166GWh proviene de parques fotovoltaicos y 139GWh de eólicos.

## Fundamentos

### Perfil de Negocio

#### Análisis del Sector

- El grupo opera en dos sectores claramente diferenciados: el de comercialización, con márgenes bajos y altas barreras de entrada, y el de generación, con mayor rentabilidad, menor volatilidad y fuertes perspectivas de futuro.**

Audax opera como una utility energética con exposición a los segmentos de comercialización y generación de energía. Estos dos segmentos se caracterizan por fundamentos competitivos diferentes.

**Comercialización de energía:** El subsector de comercialización presenta niveles de rentabilidad generalmente limitados (con márgenes EBIT que pueden oscilar entre el 1% y el 4% en segmentos altamente competitivos), debido a la naturaleza de industria commodity, la fragmentación del mercado y la elevada tasa de rotación de clientes. En 2025, el desempeño de la industria continuó condicionado por la variabilidad de los precios mayoristas, que interrumpieron su tendencia bajista de los dos años anteriores: el precio medio de la electricidad en España se situó en 65,52 €/MWh, lo que representa un ligero incremento del 4,2% frente a 2024.

A pesar de este repunte, el mercado muestra una mayor estabilidad estructural comparado con la crisis de 2021-2022, fundamentado en: i) inventarios de gas en Europa en niveles robustos; ii) una diversificación efectiva de suministros de GNL que mitiga la dependencia rusa; iii) la consolidación de la demanda industrial en niveles ajustados y iv) la creciente capacidad renovable instalada que aporta estabilidad y menores costes variables al mix energético. No obstante, persiste una volatilidad latente alimentada por la incertidumbre geopolítica, ya no solo por la guerra en Ucrania, sino por la escalada de tensiones en Oriente Medio (conflicto EEUU-Israel-Palestina-Irán e inestabilidad en el Mar Rojo), que añade una prima de riesgo a los mercados energéticos.

El segmento de comercialización mantiene barreras de entrada elevadas, destacando: i) las altas necesidades de capital circulante (derivadas del desfase entre el pago por la compra de energía y el cobro a clientes); ii) la exigencia de garantías y avales ante los reguladores y operadores del mercado; iii) el know-how especializado en gestión de riesgos y estimación de la demanda; y iv) una regulación compleja, que en 2025 ha estado marcada por la retirada de las medidas de intervención excepcionales.

**Generación de energía:** Por su parte, atendiendo a la actividad de generación, se destaca la alta rentabilidad operativa que caracteriza a este sector. Esta rentabilidad se apoya en la eficiencia de los activos y sirve de base para sostener los niveles de apalancamiento financiero necesarios para el desarrollo de nuevos proyectos.

La industria se sustenta de forma creciente en acuerdos privados de venta de energía (PPA) y en modelos de integración vertical. En 2025, Audax ha consolidado su perfil como IPP (Productor Independiente de Energía),

utilizando su propia generación para suministrar a su cartera de comercialización, lo que actúa como una cobertura natural frente a la volatilidad de precios del mercado mayorista y proporciona estabilidad a los resultados.

Las barreras de entrada siguen siendo destacadas, favoreciendo a grupos con trayectoria avanzada. La gestión de un pipeline robusto (que en Audax alcanza ya los 1.037 MW en diferentes fases), el know-how técnico para la optimización de plantas y la capacidad de obtener financiación competitiva son elementos críticos. En 2025, se suma como factor diferencial la capacidad de implementar soluciones de hibridación y almacenamiento (BESS), donde el Grupo ya ha iniciado sus primeros proyectos en España para maximizar el valor de la energía generada.

Las perspectivas de crecimiento refuerzan la solidez del sector. La demanda de renovables continúa impulsada por el abaratamiento de costes tecnológicos y la electrificación de la economía. A nivel global, la capacidad instalada renovable continuó batiendo récords en 2025, en línea con el objetivo de la COP28 de triplicar la capacidad mundial hasta los 11.000 GW para 2030. En este contexto, Audax ha incrementado su potencia instalada un 21,5% en el último ejercicio, alcanzando los 325 MW en operación, reafirmando su compromiso con la transición energética.

Finalmente, cabe destacar, como hecho relevante de 2025, el apagón eléctrico generalizado ocurrido en la Península Ibérica en el mes de abril, que supuso la caída súbita de aproximadamente 15.000MW (equivalente al 60% de la demanda en ese momento). El impacto económico ascendió a unas pérdidas estimadas de entre €19.000m y €22.000m, afectando especialmente a la industria, el comercio, los servicios y el transporte.

- **Industria con riesgo medio en términos de ESG con impacto neutro en la calificación.**

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).

El sector de las energías renovables está bien alineado con los factores ESG con una calificación en el sector heatmap entre 1 y 2 mejorando en una categoría la valoración del riesgo de la industria. Este sector contribuye a la reducción de la contaminación y a la protección de la biodiversidad como sustituto de las fuentes de energía tradicionales altamente contaminantes. Sin embargo, la construcción relacionada emite gases de efecto invernadero y utiliza recursos significativos. El impacto sobre los consumidores y las comunidades es positivo, ya que esta energía limpia favorece la salud y al desarrollo económico. El impacto en los proveedores es medio, ya que China, donde pueden existir problemas de ESG, participa en gran parte de la cadena de suministro

## Posicionamiento Competitivo

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

Audax destaca como una compañía en constante crecimiento y expansión internacional, ya asentada en un sector cuyas dinámicas están intrínsecamente ligadas a su carácter de actividad regulada. En este contexto, conviene distinguir entre su fuerte posición competitiva en el negocio de comercialización de energía, tanto en España como en los distintos países en los que está presente, y su actividad de generación, donde su posicionamiento actual es más limitado, ya que el volumen producido sigue siendo poco significativo frente al de los operadores de referencia.

Como principales ventajas competitivas que diferencian al grupo de sus competidores, destacamos:

**Escala y trayectoria en el negocio de comercialización:** Audax ocupa un lugar definido dentro del sector y cuenta con ventajas competitivas frente a las comercializadoras tradicionales de referencia, gracias a una mayor capacidad de adaptación. Este posicionamiento se apoya en el crecimiento sostenido del volumen de energía suministrada y en una cuota de mercado consistente en los distintos países donde opera.

Energía Suministrada TWh.				
	2022	2023	2024	2025
Electricidad	10,2	9,8	10,6	10,3
Gas	2,9	4,0	4,9	5,6
<b>Total</b>	<b>13,1</b>	<b>13,8</b>	<b>15,5</b>	<b>15,9</b>
EBITDA	51.664	99.307	115.363	115.637
€/Mwh	3,9	7,2	7,4	7,3

**Acuerdo Market Access.** La dimensión y el conocimiento del sector permitieron a Audax firmar en enero de 2023 un acuerdo con Shell Energy Europe Limited que supuso un cambio relevante en su operativa de compraventa de energía. A partir de entonces, la compañía dejó de abastecerse directamente en el mercado mayorista (MIBEL) para pasar a contar, durante cinco años, con un proveedor externo exclusivo de electricidad y gas en España. Aunque este modelo implica el pago de una comisión sobre la energía suministrada, aporta ventajas significativas, como la liberación de garantías regulatorias, una mejora en las necesidades operativas de financiación, una mayor estabilidad y seguridad en el suministro, y una mejor orientación de los recursos de la compañía hacia la ejecución de su estrategia de crecimiento rentable. En este sentido, el acuerdo favorece un ciclo de caja negativo, que permite a la compañía cobrar de sus clientes antes de realizar el pago de la energía a Shell.

**Integración vertical.** Audax cuenta actualmente con una cartera de 325 MW (+58 MW respecto al año anterior) operativos en tecnologías eólicas y solares, que se complementa con una cartera total de proyectos de 1.037 MW en diferentes grados de ejecución. El crecimiento de la capacidad instalada y la mayor producción propia permiten al grupo profundizar en su estrategia de integración vertical, logrando que el segmento de generación aporte el 11% del EBITDA total del Grupo. Adicionalmente, junto al avance en la puesta en marcha de activos (como el proyecto Lucero de 57,5 MWp), una parte importante de la cartera (676 MW) se encuentra en las fases de Grid Connection, Environmental Approval y Backlog, con hitos de conexión y permisos ambientales y administrativos ya alcanzados, lo que define el potencial de crecimiento futuro para completar la integración total con su actividad de comercialización.

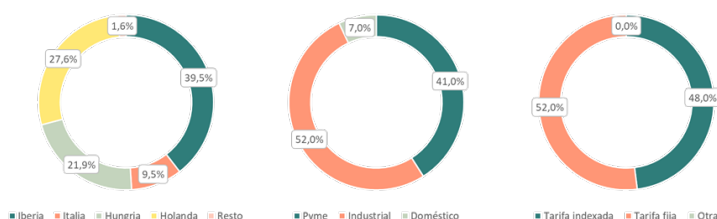
**Cartera de proyectos. MW. 2025.**

	Early Stage	Grid Connection	Environmental Approval	Backlog	Under Construction	Operation <sup>(2)</sup>	Total
España	-	-	6	295	32	213	<b>546</b>
Portugal	-	-	-	211	-	-	<b>211</b>
Italia	-	139	-	25	4	-	<b>168</b>
Francia	-	-	-	-	-	12	<b>12</b>
Polonia	-	-	-	-	-	34	<b>34</b>
Panamá <sup>(1)</sup>	-	-	-	-	-	66	<b>66</b>
<b>TOTAL</b>	-	<b>139</b>	<b>6</b>	<b>531</b>	<b>36</b>	<b>325</b>	<b>1.037</b>

<sup>(1)</sup>Audax participa en un 30%. <sup>(2)</sup>Del total en operación 168MW son parques fotovoltaicos y 157MW eólicos.

**Modelo de negocio diversificado.** Otro de los factores diferenciales que refuerzan la posición competitiva de la compañía es su diversificación. Audax se posiciona como un grupo energético (10,3 TWh de electricidad y 5,6 TWh de gas suministrados) verticalmente integrado como IPP (Productor Independiente de Energía) y con presencia relevante en siete países europeos (España, Portugal, Italia, Alemania, Polonia, Países Bajos y Hungría), si bien con un peso aún relevante del mercado Ibérico. Estas características, que no han mermado su especialización en el segmento industrial (PYME y Gran Cliente), el cual representa ya el 93% de su cartera total, se valoran positivamente por sus mayores rentabilidades y menor rotación, favoreciendo el equilibrio del negocio. A pesar de esta especialización, el Grupo mantiene una base de clientes altamente atomizada y no presenta concentraciones significativas de riesgo de crédito, manteniendo su política de mitigación mediante un análisis de scoring previo y la contratación de pólizas de seguro de morosidad que cubren hasta €447m.

**Diversificación del negocio. % s/ventas. 2025.**



## Estructura Accionarial y Gobernanza

- Estructura accionarial estable y comprometida con el negocio que se apoya en un equipo directivo cualificado y con visión de largo plazo, aportando estabilidad al grupo.

Accionariado. 31/12/25	
	% s/total
Eléctrica Nuriel, S.L.U.	71,1%
Global Portfolio Investments, S.L.	7,2%
Excelsior Times, S.L.U.	1,4%
Autocartera	1,0%
Free-float	19,3%
<b>Total</b>	<b>100,0%</b>

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 72,5% del capital, tras la conversión del bono convertible que ha incrementado su participación directa. 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 7,2%. 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 19,3%), así como acciones propias (1,0%).

En opinión de EthiFinance Ratings, la naturaleza y compromiso a largo plazo que presenta el hecho de tener al accionista fundador dentro de la estructura de capital junto a la flexibilidad proporcionada por el free-float beneficiar el desarrollo y la implementación de iniciativas estratégicas. Además, el hecho de que la empresa cotice se valora positivamente ya que proporciona una buena base de financiación adicional.

A pesar de ello, cabe señalar que existe cierto riesgo de concentración accionarial que se personifica en la figura de D. José Elías Navarro. Hecho que, no obstante, se ve mitigado por la significativa vinculación con el negocio, así como por la potencial capacidad financiera que pudiera aportar dada su participación en otras sociedades como Orus Properties

(inmobiliario), Atrys Health SA (sanitario), Ezentis (tecnológica), La Sirena (alimentación) u OHLA (construcción).

- **Política ESG neutral 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

- **Caída del resultado operativo en 2025 a pesar del incremento de volúmenes, con expectativas de recuperación en el corto y medio plazo.**

Rentabilidad. miles de EUR					
	FY23	FY24	FY25	24vs23	25vs24
Facturación	2.290.438,0	1.981.744,0	1.875.263,0	-13,5%	-5,4%
Mg Bruto	10,3%	11,9%	11,1%	1,6pp	-0,8pp
EBITDA Aj.	99.307,0	115.363,0	115.637,0	16,2%	0,2%
Mg EBITDA Aj.	4,3%	5,8%	6,2%	1,5pp	0,3pp
EBIT Aj.	75.127,0	93.581,0	96.360,0	24,6%	3,0%
Mg EBIT Aj.	3,3%	4,7%	5,1%	1,4pp	0,4pp
Gastos Financieros	-34.588,0	-32.879,0	-34.270,0	4,9%	4,2%
EBT	45.024,0	88.950,0	60.321,0	97,6%	-32,2%

A cierre de 2025, Audax reportó una facturación de €1,88bn, lo que representa una caída del 5,4% respecto a 2024. Esta reducción se justifica fundamentalmente por la evolución a la baja de los precios de las commodities energéticas y por el efecto combinado precio-volumen, puesto que aunque la energía suministrada durante el período creció un 2,6%, el menor precio unitario aplicado condicionó el importe total facturado.

El grupo mantuvo un ligero crecimiento de volúmenes (15,9TWh, +2,6% YoY), destacando especialmente el crecimiento del suministro de gas (+14,3% YoY). Por mercados, el mercado ibérico recuperó peso relativo (39,5% s/ventas), mientras que Hungría registró una caída relevante (-26,4% YoY) por la menor actividad industrial. Holanda se consolidó como el segundo mercado del grupo (27,6% s/ventas).

Cálculo EBITDA. miles de EUR					
	FY23	FY24	FY25	24vs23	25vs24
EBIT	75.127,0	93.581,0	81.034,0	24,6%	-13,4%
- Amortización de inmovilizado	21.005,0	21.816,0	18.828,0	3,9%	-13,7%
- Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado	3.175,0	-34,0	449,0	-101,1%	1420,6%
<b>= EBITDA</b>	<b>99.307,0</b>	<b>115.363,0</b>	<b>100.311,0</b>	<b>16,2%</b>	<b>-13,0%</b>
Ajuste Apagón	0,0	0,0	15.326,0	-	-
<b>= EBITDA Aj.</b>	<b>99.307,0</b>	<b>115.363,0</b>	<b>115.637,0</b>	<b>16,2%</b>	<b>0,2%</b>

En este entorno, el EBITDA se contrajo hasta €100,3m (-13,0% YoY), descontando el ajuste de €15,3m por el apagón, reflejando la presión en márgenes del negocio comercializador. El margen EBITDA reportado se situó en el 5,3% (vs 5,8% en 2024), afectado por la menor contribución del EBITDA unitario por energía suministrada (6,3 €/MWh en 2025; -1,1€/MWh YoY), si bien la propia compañía sitúa el ratio del negocio retail ajustado en 6,5€/MWh, estable frente a 2024. El resultado antes de impuestos ajustado (EBT) se redujo hasta €60,3m (-32,2% YoY), afectado además por la ausencia de los ingresos extraordinarios registrados en 2024 por la operación del bono convertible. Desde EthiFinance Ratings, se valora negativamente el retroceso en rentabilidades, si bien se considera coyuntural y se proyecta una recuperación en próximos ejercicios.

### Endeudamiento y Cobertura

- **Evolución controlada del perfil de endeudamiento y reducción de la capacidad del servicio de deuda en 2025, con expectativas de mejora gradual, aunque en rangos más tensionados a los proyectados en la última revisión.**

En 2025, el apalancamiento de Audax ha registrado un repunte, con un DFN/EBITDA Ajustado de 3x (vs 2,6x en 2024), como consecuencia del aumento de la deuda neta ajustada (€342,2m vs €300,1m). Este incremento se explica principalmente por la extinción del bono convertible de €125m emitido en 2020, del cual el 75% (€93,6m) se saldó finalmente con caja, €60m vía recompras anticipadas en mercado entre 2024 y 2025, y €33,6m en el vencimiento ordinario de noviembre de 2025, y solo el 25% (€31,4m) se convirtió en acciones en marzo de 2024. La deducción analítica que aplicábamos sobre este instrumento, coherente con su naturaleza convertible (-€76,2m en la DFT

Ajustada a cierre de 2024), desaparece en 2025 sin contrapartida en la deuda neta, dado que la extinción mediante caja reduce de forma simétrica deuda bruta y liquidez. Así mismo, la cobertura de intereses se redujo a 3.4x (vs 3,5x en 2024), en niveles que todavía se consideran ajustados. Las proyecciones de EthiFinance Ratings contemplan una estabilización del apalancamiento en torno a 3x para el período 2026-2028, apoyada en la recuperación del EBITDA, así como un fortalecimiento de la cobertura de intereses (4,6x-4,7x).

Cálculo DFN/EBITDA. Miles de €.			
	FY23	FY24	FY25
Bonos	394.936	353.147	363.299
Pagarés	112.369	128.238	136.500
Project finance	25.428	63.375	67.382
Préstamos	49.653	32.115	17.071
Pólizas de crédito	5	6	19
Confirming y similares	383	0	0
Arrendamientos	20.988	22.679	26.852
Otras deudas	1.857	548	251
Deudas con sociedades del grupo	36.263	27.888	26.250
Derivados	4.571	10.705	9.535
<b>DFT Reportada</b>	<b>646.453</b>	<b>638.701</b>	<b>647.159</b>
Derivados (-)	-4.571	-10.705	-9.535
Deudas con sociedades del grupo (-)	-36.263	-27.888	-26.250
Bonos convertibles (-)	-67.210	-76.248	0
Factoring SR (+)	621	0	0
<b>DFT Ajustada</b>	<b>539.030</b>	<b>523.860</b>	<b>611.374</b>
Liquidez	241.533	223.786	269.171
<b>DFN Ajustada</b>	<b>297.497</b>	<b>300.074</b>	<b>342.203</b>
EBITDA Aj.	99.307	115.363	115.637
<b>DFN/EBITDA Ajustado</b>	<b>3,0x</b>	<b>2,6x</b>	<b>3,0x</b>

<sup>(1)</sup>Efectivo y equivalente + IFCP sin restricciones - Limitaciones a disponibilidad de efectivo.

El perfil de deuda de Audax se mantiene marcado por la relevancia de la financiación vía mercado de capitales, destacándose como principales instrumentos financieros: i) €276,6m de bonos senior (vencimiento Dic-2027; 4,2% fijo), ii) €75,1m en bonos verdes (vencimiento Jul/Nov-2028; 5,80%-5,85%), iii) el programa de pagarés MARF + AIAF (€150,9m; 3,57%-4,64%) y iv) la financiación Project Finance (€67m).

En 2025 se destaca la conversión del bono convertible (cuya deducción de la deuda ajustada desaparece), la emisión de los €75,1m en bonos verdes y el incremento de la deuda sin recurso a la matriz en línea con el desarrollo del *pipeline* de generación.

## Análisis de Flujo de Caja

- El flujo de caja libre mejoró, beneficiado por una inversión neta positiva gracias a las desinversiones realizadas y una favorable gestión de working capital. El FFO se contrajo en 2025, con expectativa de recuperación en 2026.

El FFO de 2025 se contrajo de forma notable hasta €37,1m (vs €68,9m en 2024). El grueso del deterioro se explica por dos factores económicos de naturaleza distinta: (i) la caída del EBITDA por el impacto del apagón ibérico de abril (~€15m) y la presión sobre márgenes del negocio comercializador; y (ii) un incremento significativo del pago de impuestos en caja (€39m vs €20m en 2024) por la normalización tras un ejercicio previo con un gasto fiscal caja reducido. El efecto negativo de estos dos factores quedó parcialmente mitigado por mayores ajustes no-caja (reversión de diferencias de cambio negativas y ausencia del ingreso no recurrente por la conversión del bono convertible registrado en 2024). El ratio FFO/DFN cayó hasta el 10,8% (vs 23,0% en 2024). Las proyecciones de EthiFinance Ratings contemplan una recuperación del FFO hacia €111m en 2026e, apoyada en la normalización de los pagos fiscales y la mejora del EBITDA, esperando alcanzar €122m en 2028.

Cash flow. miles de €				
	2023	2024	2025	25 vs 24
EBT	45.024	88.950	44.995*	-49%
+/- ajustes de resultado	91.323	26.838	57.284	113%
+/- otros flujos de explotación	- 43.238	- 46.867	- 65.218	39,2%
<b>Funds From Operations</b>	<b>93.109</b>	<b>68.921</b>	<b>37.061</b>	<b>-46%</b>
+/- variación WK	47.406	5.273	14.166	169%
<b>Cash Flow Operativo Aj.</b>	<b>140.515</b>	<b>74.194</b>	<b>51.227</b>	<b>-31%</b>
<b>Cash Flow Inversión</b>	<b>- 34.938</b>	<b>- 58.921</b>	<b>23.501</b>	<b>-140%</b>
Arrendamientos op.	- 1.664	- 1.898	- 2.171	14%
<b>Free Cash Flow</b>	<b>103.913</b>	<b>13.375</b>	<b>72.557</b>	<b>442%</b>
- Dividendos	- 44	- 16.422	- 16.930	3%
<b>Cash Flow Final Generado Internamente</b>	<b>103.869</b>	<b>- 3.047</b>	<b>55.627</b>	<b>-1926%</b>
+/- variación deuda	- 73.991	10.608	- 6.189	-158%
+/- otros	- 5.614	- 8.975	- 5.055	-44%
<b>Variación de Caja</b>	<b>24.264</b>	<b>- 1.414</b>	<b>44.383</b>	<b>-3239%</b>
Caja al comienzo del período	205.929	230.196	228.782	-1%
<b>Caja al final del período</b>	<b>230.196</b>	<b>228.782</b>	<b>273.165</b>	<b>19%</b>

\*EBT reportado sin ajustar por el apagón

Audax registra una estructura de activo que viene marcada por las exigencias de inversión características de sus dos

negocios, así como de las operaciones inorgánicas realizadas. En este sentido, se destaca:

- **Comercialización:** i) elevada inversión vía deudores (€250,7m), ii) garantías exigidas para operar en el mercado (inversiones financieras a corto por €60,4m) y iii) la necesidad de una posición de caja relevante (€273,2m). Cabe destacar que parte de la caja responde a requerimientos operativos (garantías), limitando su disponibilidad.
- **Generación:** i) activo intangible que contiene €212,3m procedentes de costes de desarrollo, derechos concesionales, licencias y otro tipo de autorizaciones vinculadas al proceso de desarrollo de proyectos de generación y ii) inmovilizado material por valor de €244,3m en base a los proyectos en operación.
- **Otros:** €155,6m por el fondo de comercio generado por las adquisiciones de Unieléctrica, Main Energie, la reciente integración de Alcanzia Energía (+€17,5m en 2025) y los proyectos fotovoltaicos a desarrollar, cuya recuperación depende de la evolución futura del negocio.

Desde EthiFinance se valora positivamente el sólido incremento de la generación de caja registrado en el ejercicio 2025, en el que el free cash flow se multiplicó por más de cinco veces hasta alcanzar los €72,6m. Esta mejora sustancial, impulsada por una gestión más eficiente del capital circulante y una menor intensidad inversora, refuerza la flexibilidad financiera de la compañía y le permite cubrir el servicio de dividendos con la atención a sus requerimientos de capital y el servicio de la deuda financiera.

## Capitalización

- **Retroceso de la capitalización que se proyecta que se recupere progresivamente a medida en que la compañía ejecute los objetivos contemplados en su Plan Estratégico 2026-2030.**

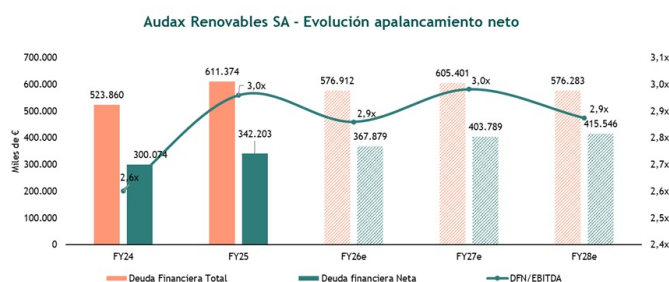
Equity. miles de €				
	2023	2024	2025	25vs24
Capital	44.029	45.343	45.343	0%
Prima de emisión	420.316	420.821	405.821	-4%
Reservas	- 335.518	- 309.547	- 251.267	-19%
Resultado del año atribuido a la matriz	29.030	64.065	19.186	-70%
Autocartera	- 997	- 4.739	- 6.790	43%
Ajustes por cambio de valor	- 4.061	- 6.750	- 4.107	-39%
Socios externos	12.032	13.438	12.388	-8%
<b>Patrimonio. Miles de EUR</b>	<b>164.831</b>	<b>222.631</b>	<b>220.574</b>	<b>-1%</b>
DFT	539.030	523.860	611.374	17%
<b>Patrimonio/DFT</b>	<b>31%</b>	<b>42%</b>	<b>36%</b>	<b>-6pp</b>

El ratio PN/DFT Ajustada ha retrocedido hasta el 36,5% en 2025 (vs 42,7% en 2024), afectado por el incremento de la deuda ajustada tras la desaparición de la deducción del bono convertible. A pesar de ello, los fondos propios se han mantenido relativamente estables (€220,6m vs €222,6m) gracias a la capitalización de beneficios, si bien el menor resultado neto ha limitado este efecto. Se proyecta una mejora gradual de la capitalización en próximos ejercicios (PN/DFT Ajustada del 46,4% en 2026e, 51,1% en 2027 y 61,6% en 2028e), apoyada en la recuperación de los resultados y a pesar del mantenimiento de la política de dividendos (€15m/año).

## Liquidez

- **Sólida posición de liquidez en el corto plazo, si bien el perfil de refinanciación se torna más exigente en el medio plazo.**

La compañía presenta una posición de liquidez robusta a corto plazo apoyada en un saldo de caja disponible de €269,2m a cierre de 2025. No obstante, el perfil de refinanciación se torna más exigente, con vencimientos relevantes en 2026 (€150m en pagarés y deuda bancaria) y especialmente en 2027 (€289m, incluyendo el bono de €276,6m). Según las proyecciones de EthiFinance Ratings, sin asumir nueva emisión de deuda, bajo un escenario de estrés, la liquidez disponible se tornaría negativa en 2027, lo que pone de manifiesto la necesidad de una exitosa ejecución de la estrategia de refinanciación.



## Modificadores

### Controversias

- No se han identificado controversias a la fecha de emisión de este documento que puedan afectar a la calificación.

### Riesgo País

- No se ha identificado riesgo país a la fecha de emisión de este documento que pueda afectar a la calificación.

## Proyecciones Financieras

EthiFinance Ratings ha preparado las proyecciones financieras siguiendo la metodología interna, la información pública y privada aportada por la propia compañía y las estimaciones de la propia agencia.

Entre las principales hipótesis que sustentan las proyecciones, se destacan los siguientes elementos:

- **Estabilización de la facturación tras la corrección de 2025, con recuperación progresiva:** Tras el retroceso del 5,4% registrado en 2025, motivado por el efecto combinado precio-volumen en un entorno de precios energéticos a la baja, se proyecta una senda de recuperación gradual que continuaría su expansión hasta alcanzar los €2,4bn en 2028e. Este perfil de ingresos se sustenta en el crecimiento de la cartera de clientes, la mayor energía suministrada, la puesta en marcha de nuevos activos de generación renovable y la diversificación geográfica del Grupo en siete mercados europeos, así como en la entrada prevista en el negocio de telecomunicaciones contemplada en el Plan Estratégico 2026-2030.
- **Mantenimiento de márgenes operativos en niveles contenidos, con ligera mejora estructural:** Se estima una estabilización del margen EBITDA ajustado en el entorno del 5,8%-6,0% durante el periodo proyectado, reflejando un entorno de precios energéticos más normalizado. Por su parte, el margen EBIT se proyecta en torno al 4,9%-5,1%. Esta evolución incorpora la presión estructural que el entorno de commodities ejerce sobre el negocio de comercialización, parcialmente compensada por la creciente contribución de los activos de generación renovable, con márgenes unitarios superiores.
- **Estabilización del apalancamiento resultado de un incremento de la DFN que se ve amortiguado por el incremento del EBITDA:** Se proyecta un aumento sostenido de la deuda financiera neta, desde los €342,2m de 2025 hasta los €415,5m en 2028e. El ratio DFN/EBITDA ajustado se mantiene estable en el entorno de 2,9x-3,0x a lo largo del periodo proyectado, frente a las 3,0x de 2025, evidenciando un nivel de apalancamiento controlado y coherente con el perfil de riesgo del negocio.
- **Presión sobre la capacidad de servicio de deuda a corto plazo, con posterior normalización:** La cobertura de intereses (Adj EBITDA/Adj Intereses) se sitúa en 3,4x en 2025 y se proyecta una mejora gradual hasta las 4,5x-4,7x en 2027e-2028e, niveles que, si bien resultan moderados, son consistentes con un perfil de generación de caja estable. Los Fondos Procedentes de las Operaciones (FFO) ajustados, experimentan una mejora proyectada desde los €111,1m en 2025 hasta €122,3m en 2028e. El ratio FFO/DFN se sitúa en torno al 46%-62% en el horizonte de proyección, lo que ratifica una capacidad estructural razonable del Grupo para generar flujos de caja recurrentes suficientes para atender sus compromisos financieros, si bien con un margen de holgura limitado que exige una gestión financiera disciplinada.

## Principales Magnitudes Financieras

Principales magnitudes, miles of EUR							
	FY24	FY25	FY26e	FY27e	FY28e	24vs23	25vs24
Facturación	1.981.744,0	1.875.263,0	2.213.722,8	2.331.530,5	2.424.825,9	-13,5%	-5,4%
Adj EBITDA	115.363,0	115.637,0	128.643,8	135.397,5	144.602,5	16,2%	0,2%
Adj Margen EBITDA	5,8%	6,2%	5,8%	5,8%	6,0%	1,5pp	0,3pp
EBIT	93.581,0	96.360,0	110.035,5	114.791,9	122.528,6	24,6%	3,0%
Margen EBIT	4,7%	5,1%	5,0%	4,9%	5,1%	1,4pp	0,4pp
EBT	88.950,0	60.321,0	79.398,9	80.552,2	87.725,8	97,6%	-32,2%
Total Activo	1.369.296,0	1.359.646,0	1.392.307,3	1.476.236,2	1.503.980,3	5,7%	-0,7%
Patrimonio Neto	223.945,0	222.888,0	267.506,5	309.565,0	354.929,9	29,3%	-0,5%
Adj Deuda Financiera Total	523.860,4	611.374,0	576.912,0	605.401,4	576.283,5	-2,8%	16,7%
Deuda Financiera Neta	300.073,9	342.203,0	367.878,6	403.789,0	415.546,2	0,9%	14,0%
PN/DFT	42,7%	36,5%	46,4%	51,1%	61,6%	10,6pp	-6,3pp
Adj DFN/Adj EBITDA	2,6x	3,0x	2,9x	3,0x	2,9x	-0,4x	0,4x
Adj Funds From Operations	68.921,0	37.061,0	111.099,6	117.585,7	122.354,8	-26,0%	-46,2%
Adj FFO/Adj DFN	23,0%	10,8%	30,2%	29,1%	29,4%	-8,3pp	-12,1pp
Adj EBITDA/Adj Intereses	3,5x	3,4x	4,6x	4,5x	4,7x	0,6x	-0,1x

## Credit Rating

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

## Análisis Sensibilidad

- Factores positivos en el largo plazo (↑)

La calificación crediticia podría verse positivamente impactada por la ejecución exitosa del Plan Estratégico 2026-2030, que contempla crecimientos de doble dígito tanto en EBITDA como en resultado neto, la entrada en nuevas líneas de negocio y la ampliación de la capacidad instalada de generación renovable.

Desde una perspectiva analítica, un progresivo desapalancamiento que redujera el ratio DFN/EBITDA por debajo de 2x, la mejora de la cobertura de intereses hacia niveles de 6x y una generación de caja más robusta con el ratio FFO/DFN por encima del 45%, podrían derivar en una subida de rating.

- Factores negativos en el largo plazo (↓)

La calificación crediticia podría verse negativamente impactada por un deterioro prolongado de las condiciones económicas en los mercados europeos en los que opera el Grupo. Del mismo modo, un retraso significativo en la ejecución del Plan Estratégico 2026-2030 podría limitar el potencial de crecimiento del EBITDA y comprometer las expectativas de mejora de la rentabilidad operativa.

Desde una perspectiva analítica, un incremento sostenido del ratio DFN/EBITDA ajustado por encima de las 3,5x, un deterioro de la cobertura de intereses por debajo de las 3,0x o una caída persistente del ratio FFO/DFN por debajo del 25% podrían derivar en una revisión negativa del rating.

## 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](http://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](mailto: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