

Sector: Energías Renovables

Recomendación: Comprar

Precio Objetivo: 1,90€

Potencial: +34,5%

Analista: Pedro Echeguren

Recortamos nuestro Pr. Objetivo a 1,90€/acc tras los resultados 1S 2021. Comprar

## Audax

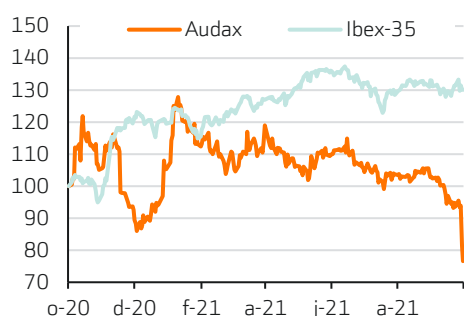
## Datos

Precio 01/10/2021; 13:50h (€)	1,41
Nº acciones (M)	440,3
Capitalización (M€)	622,6
Máx/Mín (52 sem.)(€)	2,36 / 1,41
Comportamiento 2021	-27,3%
Cód. Reuters/Bloomberg	ADXR.MC / ADX

Mn€	2020	2021e	2022e	2023e
BNA	26	18	25	48
% inc.	3,8	-33,3	41,6	91,2
EBITDA	50	70	103	145
% inc.	-26,7	38,8	47,5	41,5
BPA (€)	0,1	0,0	0,1	0,1
% inc.	3,8	-33,3	41,6	91,2
DPA (€)	0,02	0,02	0,02	0,02
% inc.	n.r.	0,1	0,0	0,0
PER (x)	32,4	35,4	25,0	13,1
VE/EBITDA (x)	21,2	16,5	11,7	9,9
Rentab. div. (%)	1,2	1,6	1,6	1,6
P/V (x)	6,0	4,1	3,8	3,1

Ratios	2020	2021e	2022e	2023e
DFN/EBITDA (x)	4,1	7,6	5,6	5,7
DFN/FF.PP. (x)	1,4	3,5	3,5	4,0
CF Op./DFN (%)	0,4	0,1	0,1	0,1
DFN/CE (x)	0,6	0,8	0,8	0,8
EBITDA/CE (x)	0,1	0,1	0,1	0,1
ROCE (%)	11,7	4,8	6,9	7,4
ROE (%)	18,4	11,7	15,0	23,4

## Evolución bursátil



Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	-25,6	-26,7	-23,4
Relativo	-23,4	-25,3	-53,4

## Accionariado

José Elías:	77,1%
Indumenta Pueri:	5,9%

Fuentes: Bankinter Análisis y Mercados, Bloomberg, CNMV

El retroceso en los resultados 2T 2021 refleja principalmente el fuerte incremento de los precios en los mercados mayoristas de electricidad y gas donde Audax adquiere la mayoría de la energía que distribuye. La subida de precios ha perjudicado sus márgenes, aunque estos difieren poco de nuestras estimaciones y prevemos una recuperación en 2S 2021 gracias a los mecanismos de ajustes de precios. Las medidas para contener el precio de la luz y concretamente la posibilidad de liquidaciones negativas en los contratos de derivados podrían afectar a las compañías de este sector. Por prudencia elevamos las tasas de descuento que utilizamos para valorar las compañías renovables. Como consecuencia, recortamos nuestro Precio Objetivo de Audax a 1,90 €/acc. desde 2,45€/acc. La acción ha caído c. -20% tras la publicación de resultados, vemos valor a estos precios y seguimos recomendando Comprar.

## El incremento de los precios mayoristas perjudica a los resultados 2T 2021

Las principales cifras del 2T 2021 estanco son: energía distribuida 3,5TWh (+112% a/a), plantas renovables en explotación 146MW (+60,4%), generación renovable 48,6GWh (+12,0%), ventas 348,4M€ (+106%), margen bruto 6,9% (-6,7p.p.), EBITDA 5,4M€ (-48,1%), EBIT 0,5M€ (vs 5,7M€ en 2T 2020), BNA -5,1M€ (vs +2,6M€). Por lo tanto, en 1S 2021, la energía distribuida es 7,9TWh (+81%), generación renovable 96,8GWh (-6,0%), ventas 688,6M€ (+70,7%), margen bruto 7,8% (-5,3p.p.), EBITDA 18,2M€ (-19,8%), EBIT 8,4M€ (-34,4%), BNA -3,6M€ (vs +4,1M€), cash flow libre -130,1M€ (vs +6,7M€ en 1S 2020), deuda financiera neta 373,5M€ (+83% desde 4T 2020), DFN/EBITDA 6,0x vs. 3,1x en 4T 2020. [Link a los resultados.](#)

## Las medidas para contener el precio de la luz podrían afectar al sector

De los resultados destacamos (i) la adquisición de una comercializadora en Hungría (26% de los ingresos 1S 2021) y un aumento en la energía suministrada, (ii) captación de nuevos clientes, (iii) alza de precios en mercados mayoristas (electricidad +100% y gas +158%, impacta el margen bruto) y, (iv) retrasos en la aplicación de los acuerdos de compraventa de energía ante demoras en la conexión de nuevas plantas. La compañía prevé mejorar el margen bruto de comercialización en 2S, nosotros coincidimos y no variamos nuestra estimación de 8% (7,8% en 1S). La cartera de proyectos renovables es 2.524MW: 146MW en explotación (+40MW en 2T y +55MW en 1S 2021), 87MW en construcción, 1.116MW en backlog y 1.175MW en fases previas de desarrollo. Las medidas introducidas en España para abaratar el precio de la luz y la posibilidad de liquidaciones negativas en contratos de derivados podrían afectar al sector.

## Recortamos nuestro Precio Objetivo a 1,90 €/acción. Recomendación Comprar

Las incertidumbres de las medidas para rebajar el precio de la luz y el aumento de los precios mayoristas nos hacen aplicar la prudencia al valorar las compañías del sector y elevamos la tasa de descuento para valorar la actividad renovable y la comercialización de energía. Por lo tanto, recortamos nuestro Precio Objetivo a 1,90 €/acción desde 2,45€/acc. Tras la fuerte corrección sufrida al publicar los resultados 1S 2021 vemos valor a estos precios y mantenemos invariada nuestra recomendación de Comprar.

## Los precios en los mercados mayoristas perjudican los márgenes

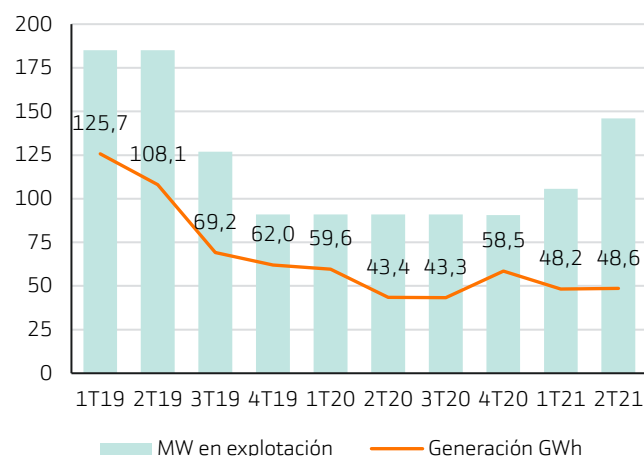
- La energía distribuida aumenta en 2T 2021 a 3,5TWh (+112% a/a) y a 7,9TWh en 1S 2021 (+81%) tras incrementar la potencia instalada a 146MW (+60%) u los puntos de conexión en +43% tras la adquisición de una comercializadora en Hungría. Las ventas son 348,4M€ en 2T (+106%) y 688,6M€ en 1S (+71%).
- El EBITDA cae a 5,4M€ en 2T (-48%) y 18,2M€ en 1S (-20%), se combinan mayores volúmenes de ventas con menores márgenes ante la subida de los precios mayoristas. El BNA es -5,1M€ en 2T y -3,6M€ en 1S (vs beneficios).
- El *cash flow* libre es negativo -130,1M€ en 1S 2021 vs +6,7M€ en 1S 2020. Audax está inmersa en un programa de construcción de plantas renovables que eleva las inversiones. La deuda financiera neta aumenta a 373,5M€ (+83% desde 4T 2020). DFN/EBITDA sube a 6,0x (3,1x a 4T 2020), la deuda aumenta frente a un EBITDA que disminuye.

Cuadro 1. Comparativa de resultados

Millones de euros	1T20	2T20	1T21	2T21	Var. % a/a	1S 2020	1S 2021	Var. % a/a
Puntos suministro de energía (000s)	365,5	384,6	540,0	549,0	42,8	384,6	549,0	42,8
Energía distribuida (TWh)	2,7	1,7	4,4	3,5	111,9	4,4	7,9	80,7
Generación renovable (GWh)	59,6	43,4	48,2	48,6	12,0	103,0	96,8	-6,0
<b>Ventas</b>	<b>234,1</b>	<b>169,3</b>	<b>340,2</b>	<b>348,4</b>	<b>105,9</b>	<b>403,3</b>	<b>688,6</b>	<b>70,7</b>
<b>Beneficio bruto</b>	<b>30,0</b>	<b>23,0</b>	<b>30,0</b>	<b>23,9</b>	<b>4,2</b>	<b>53,0</b>	<b>53,9</b>	<b>1,8</b>
Margen %	12,8	13,6	8,8	6,9		13,1	7,8	
Gastos explotación	-17,8	-12,5	-17,2	-18,5		-30,3	-35,7	
<b>EBITDA</b>	<b>12,3</b>	<b>10,4</b>	<b>12,8</b>	<b>5,4</b>	<b>-48,1</b>	<b>22,7</b>	<b>18,2</b>	<b>-19,8</b>
Amortizaciones	-5,1	-4,8	-4,8	-5,0		-9,9	-9,8	
<b>EBIT</b>	<b>7,1</b>	<b>5,7</b>	<b>8,0</b>	<b>0,5</b>	<b>-92,1</b>	<b>12,8</b>	<b>8,4</b>	<b>-34,4</b>
Resultado financiero	-4,0	-2,6	-5,9	-6,3		-6,6	-12,2	
<b>BAI</b>	<b>3,1</b>	<b>3,1</b>	<b>2,1</b>	<b>-5,9</b>	<b>-291,1</b>	<b>6,2</b>	<b>-3,8</b>	<b>n.r.</b>
Impuestos	-0,6	0,5	-0,3	-0,2		-0,1	-0,5	
Minoritarios	-1,1	-1,0	-0,2	1,0		-2,1	0,8	
<b>Beneficio neto atribuible</b>	<b>1,4</b>	<b>2,6</b>	<b>1,5</b>	<b>-5,1</b>	<b>-293,1</b>	<b>4,1</b>	<b>-3,6</b>	<b>n.r.</b>
Cash flow de explotación						72,1	-43,9	
Inversión						-65,4	-86,2	
<b>Cash flow libre</b>						<b>6,7</b>	<b>-130,1</b>	<b>n.r.</b>
Autocartera						-15,2	0,0	
Dividendos						-4,5	-0,1	
Otros y IFRS-16						83,5	-39,5	
<b>Variación deuda financiera neta</b>	<b>67,0</b>	<b>-137,5</b>	<b>124,3</b>	<b>45,4</b>		<b>-70,5</b>	<b>169,7</b>	
<b>Deuda financiera neta</b>	<b>249,4</b>	<b>111,9</b>	<b>328,2</b>	<b>373,5</b>	<b>233,7</b>	<b>111,9</b>	<b>373,5</b>	<b>233,7</b>
DFN/EBITDA (x)	3,5	1,8	4,9	6,0		1,8	6,0	

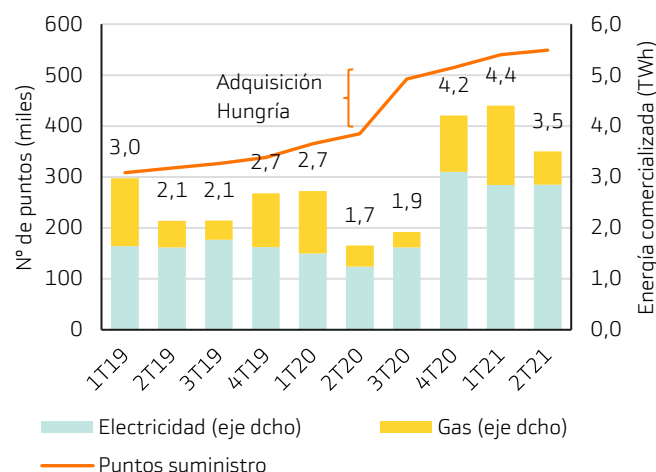
Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 2. Potencia instalada y Generación renovable



Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 3. Puntos de suministro y energía comercializada



Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

## Cuadro 4. Resumen de resultados y valoración

(M€)	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	
<b>Cuenta de resultados</b>								
Ventas	967,4	1.663,0	1.946,6	2.090,7	2.244,3	2.347,6	2.456,2	
Beneficio bruto	113,0	149,4	198,5	255,1	316,9	323,8	331,2	
EBITDA	50,1	69,5	102,5	145,0	191,5	194,0	191,1	
Amortización del inmovilizado	-3,3	-31,9	-41,2	-50,0	-62,5	-52,6	-52,4	
EBIT	46,8	37,6	61,3	95,1	129,0	141,4	138,7	
Resultado financiero	-12,7	-13,6	-27,5	-32,0	-41,3	-43,3	-39,3	
<b>Beneficio antes de impuestos</b>	<b>34,0</b>	<b>24,0</b>	<b>33,7</b>	<b>63,1</b>	<b>87,7</b>	<b>98,0</b>	<b>99,4</b>	
Impuesto de sociedades	-3,9	-2,7	-5,1	-11,6	-21,9	-24,5	-24,9	
Operaciones discontinuadas y Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	
Minoritarios	-3,8	-3,8	-3,8	-3,8	-3,8	-3,8	-3,8	
<b>Beneficio neto atribuible</b>	<b>26,4</b>	<b>17,6</b>	<b>24,9</b>	<b>47,7</b>	<b>62,0</b>	<b>69,8</b>	<b>70,8</b>	
BPA (€)	0,06	0,04	0,06	0,11	0,14	0,16	0,16	
DPA (€)	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	
<b>Estado de flujo de caja</b>								
Cash flow neto	39,7	53,3	69,9	101,4	128,3	126,1	126,9	
Variaciones de NOF	35,8	-19,9	-11,1	1,9	-9,2	-4,0	-5,5	
Inversión	-142,0	-416,6	-128,8	-364,5	-273,8	-45,6	-13,3	
<b>Cash flow libre</b>	<b>-66,4</b>	<b>-383,1</b>	<b>-70,0</b>	<b>-261,2</b>	<b>-154,7</b>	<b>76,6</b>	<b>108,1</b>	
Remuneración al accionista	-4,7	-10,0	-10,0	-10,0	-10,0	-10,0	-10,0	
Otras variaciones	-15,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>Variación deuda financiera neta</b>	<b>86,3</b>	<b>393,1</b>	<b>80,0</b>	<b>271,2</b>	<b>164,7</b>	<b>-66,6</b>	<b>-98,1</b>	
<b>Balance</b>								
Activo fijo neto	426,4	762,2	758,0	1.075,7	1.238,8	1.190,6	1.142,7	
Inmovilizado financiero	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Necesidades operativas de fondos (NOF)	49,9	62,5	144,7	131,9	181,2	217,9	223,4	
Otros activos/(pasivos) neto	-121,4	-134,8	-145,5	-164,8	-174,2	-174,2	-174,2	
<b>Capital empleado</b>	<b>354,9</b>	<b>689,9</b>	<b>757,2</b>	<b>1.042,8</b>	<b>1.245,8</b>	<b>1.234,3</b>	<b>1.191,8</b>	
Recursos propios	143,2	150,8	165,8	203,4	255,5	315,2	376,1	
Minoritarios	7,8	11,6	15,3	19,1	22,8	26,6	30,4	
Deuda financiera neta	203,9	527,5	576,1	820,3	967,4	892,4	785,4	
<b>Valoración (Suma de partes)</b>								
(M€)				Generación		Distribución	Total	
% ventas 2025e				6,3		93,7		
% EBITDA 2025e				61,0		39,0		
% EBIT 2025e				50,1		49,9		
% Beneficio neto				35,1		64,9		
Método valoración				Dto. Divs.		Dto CF libre		
WACC (%)						8,5		
Tasa descuento (%)				7,2				
Crecimiento perpetuo "g" (%)						0,0		
<b>Valor empresa</b>				<b>418,4</b>		<b>547,3</b>	<b>965,7</b>	
Deuda neta						-97,4		
Provisiones						-1,5		
Minoritarios						-29,5		
Otros						0,0		
<b>Valor equity (Dic-2022e)</b>				<b>418,4</b>		<b>418,9</b>	<b>837,3</b>	
<b>Precio objetivo (€ por acción)</b>				<b>0,95</b>		<b>0,95</b>	<b>1,90</b>	
<b>Matriz de sensibilidad a valoración negocio distribución (€ por acción)</b>								
				Plantas en explotación hasta				
				2051	2056	2061	2066	2071
	8,2%			1,60	1,66	1,72	1,78	1,85
	7,7%			1,66	1,73	1,81	1,88	1,95
Tasa descuento dividendos	7,2%			1,73	1,82	<b>1,90</b>	1,99	2,07
	6,7%			1,81	1,91	2,01	2,11	2,21
	6,2%			1,89	2,01	2,13	2,25	2,37

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

## Metodología de valoración

### Método de valoración

Suma de partes: actividades de comercialización y generación. Valoramos la comercialización mediante un modelo DCF y la generación con un modelo de descuento de dividendos. Nuestra valoración es para diciembre 2022.

### Hipótesis principales

Comercialización: WACC 8,5% (anterior 6,8%), "g" terminal 0%. Generación: tasa de descuento dividendos (pagaderos desde 2032e) 7,2% (anterior 5,8%). No consideramos la dilución por la conversión total del bono que vence en 2025e y que podría ser un 10% si no se recompra la emisión.

### Escenarios de precio objetivo

#### Base €1,90

- Valoración comercialización: 0,95 €/acción (anterior 1,35€/acc.).
- Valoración generación: 0,95€/acción (anterior 1,10).

#### Positivo €2,40

- Comercialización igual que en Base.
- Valoración de la cartera de proyectos en el rango superior de nuestras referencias de valoración.

#### Negativo €1,80

- Comercialización igual que en Base.
- Valoración de la cartera de proyectos en el rango inferior de nuestras referencias de valoración.

### Vectores principales

- Desarrollo de la energía solar fotovoltaica apoyada por políticas gubernamentales.
- Evolución del coste de los equipos.
- Entorno de tipos de interés.
- Acceso a financiación.

### Catalizadores

- Cumplimiento de los planes de construcción de plantas de generación renovable.
- Puesta en operación de nueva capacidad y aumento de la integración vertical.
- Recuperación en el precio de la energía en 2021.

### Riesgos

- Ejecución del plan de negocio.
- Fluctuación de precios en los mercados mayoristas y volatilidad de los resultados de la actividad de comercialización.
- *Free float* reducido (17%).

### Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
03/06/2021	Comprar	2,45

Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
01/10/2021	Comprar	1,90

### INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website: <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>
- Las metodologías de valoración más frecuentes aplicadas en nuestro análisis de compañías son las siguientes (lista no exhaustiva): VAN FCF, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, Ratios Comparables, Valor Neto Liquidativo, Warranted Equity Value y PER Teórico

La identificación de las fuentes de información empleadas más relevantes se ofrece en:

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/analisis/fuentes](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/fuentes)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/codigos\\_internos](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos)

### NOTAS DE COMPAÑÍAS

Todas nuestras notas están disponibles en: [Link a los informes de compañías](#)

### EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada - Director	Aránzazu Cortina - Industriales
Rafael Alonso - Bancos	Juan Moreno - Inmobiliarias & Hoteles
Pilar Aranda - Petróleo & Aerolíneas	Pedro Echeguren - Farma & Salud
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos & Media	Juan Tuesta - Construcción & Tecnología
Luis Piñas - Alimentación/Distribución	Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo & Telecom
Aránzazu Bueno - Eléctricas	Eduardo Cabero - Seguros
Jorge Pradilla - Logística	Filipe Aires - Químicas y Papel
Mariana Queirós Ferro - Telecoms	Susana André - Portugal, Assistant

Tel.: 912759421

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por todo el Equipo:

- Macroeconomía
- Estrategia de Inversión
- Bonos
- Divisas
- Fondos de Inversión
- ETFs
- Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable