

Sector: Energías Renovables

Rebajamos la recomendación a Neutral tras la publicación de resultados 9M 2021

## Audax

Recomendación: Neutral  
 Precio Objetivo: 1,60€  
 Potencial: +12,2%  
 Analista: Pedro Echeguren

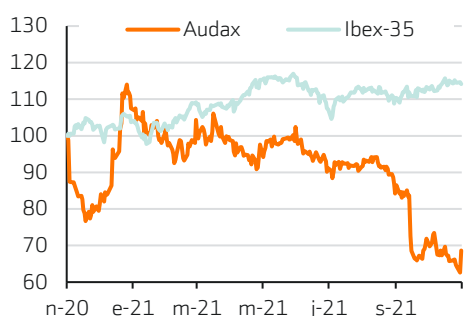
## Datos

Precio 16/11/2021; 17:35h (€)	1,426
Nº acciones (M)	440,3
Capitalización (M€)	627,9
Máx/Mín (52 sem.) (€)	2,36 / 1,3
Comportamiento en 2021	-26,6%
Cód. Reuters/Bloomberg	ADXR.MC / ADX SM

Mn€	2020	2021e	2022e	2023e
BNA	26	-5	10	29
% inc.	3,8	n.r.	n.r.	n.r.
EBITDA	50	49	86	129
% inc.	-26,7	-2,5	76,7	50,1
BPA (€)	0,06	-0,01	0,02	0,07
% inc.	3,8	n.r.	n.r.	n.r.
DPA (€)	0,02	0,02	0,02	0,02
% inc.	n.r.	0,0	0,0	0,0
PER (x)	32,4	n.r.	65,3	21,5
VE/EBITDA (x)	21,2	24,2	14,4	11,7
Rentab. div. (%)	1,2	1,6	1,6	1,6
P/V (x)	6,0	4,9	4,9	4,3

Ratios	2020	2021e	2022e	2023e
DFN/EBITDA (x)	4,1	11,3	7,2	6,8
DFN/FF.PP. (x)	1,4	4,3	4,8	6,0
CF Op./DFN (%)	0,4	0,0	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	3,0	5,0	6,2
ROE (%)	18,4	n.r.	7,5	19,8

## Evolución bursátil



Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	-1,3	-24,9	-31,1
Relativo	-2,5	-26,9	-45,0

## Accionariado

José Elías:	77,1%
Indumenta Pueri:	5,9%
Goldman Sachs:	3,6%

Fuentes: Bankinter Análisis y Mercados, Bloomberg, CNMV

Se produce una mejoría en los resultados 3T 2021 pero no alcanzan los buenos registros de 3T 2020. La compañía sigue en pérdidas a 9M 2021. Los resultados están penalizados por el fuerte incremento de los precios en los mercados mayoristas de electricidad y gas donde Audax adquiere la mayoría de la energía que distribuye. A la vista de la fortaleza de los precios mayoristas, no esperamos una recuperación de resultados en 4T 2021 y revisamos a la baja nuestras estimaciones. Preferimos adoptar una postura de prudencia y esperar a que se normalicen los precios en el mercado mayorista y que los resultados se recuperen. Como consecuencia, ajustamos a la baja nuestra valoración del negocio de distribución y recortamos nuestro precio Objetivo a 1,60 €/acción (anterior 1,90 €/acción). Asimismo, rebajamos nuestra recomendación a Neutral desde Comprar.

## El incremento de los precios mayoristas perjudica a los resultados 3T 2021

En el **3T 2021 estanco** los puntos de suministro de energía son 544k (+10,5% a/a y -0,9% t/t), energía distribuida 3,5 TWh (+82,3%, +0%), potencia instalada 146 MW (+60%, +0%), generación renovable 43,7 GWh (+0,9%, -10,1%), ingresos 450,5M€ (+103%, +29,3%), margen bruto 7,1% (-5,9p.p.), EBITDA 13,0M€ (-25,3%), EBIT 6,7M€ (-47,3%), BNA 1,8M€ (-59,9%). Por lo tanto, **las principales cifras 9M 2021** son: puntos de suministro de energía 544k (+10,5% a/a), energía distribuida 11,4 TWh (+81,2%), generación 140,5 GWh (-4,0%), ingresos 1.139,2M€ (+82,1%), margen bruto 7,6% (-5,5p.p.), EBITDA 31,2M€ (-22,2%), EBIT 15,1M€ (-40,8%), BNA -1,8M€ (vs +8,5M€ en 9M 2020 y vs -3,6M€ a 6M 2021), deuda financiera neta 384,1M€ (+88% desde 4T 2020), DFN/EBITDA 6,7x (3,1x a 4T 2020). [Link a los resultados.](#)

## Los resultados mejoran desde 2T 2021, pero son inferiores vs 3T 2020

Los resultados siguen impactados por el aumento de los precios en el mercado mayorista de electricidad. A pesar de casi doblar los ingresos en 9M 2021, el margen bruto cae prácticamente a la mitad que en 9M 2020, el beneficio bruto aumenta +5,0% y no absorbe el crecimiento de los gastos de explotación (+31%). El BNA del 3T estanco cae a 1,8M€ (-59,9% a/a) y la compañía sigue en pérdidas en 9M 2021. Se produce una mejoría en 3T 2021 vs 2T 2021 pero los resultados están todavía lejos de los de 3T 2020, trimestre en que se incorporó al perímetro la comercializadora adquirida en Hungría. No vemos catalizadores a corto plazo, el precio de la energía sigue cerca de máximos y creemos que esta situación puede impedir que los márgenes del negocio de comercialización se recuperen en el corto plazo.

## Recortamos Precio Objetivo a 1,60 €/acción y la recomendación a Neutral

Preferimos adoptar una postura de prudencia y esperar a que se normalicen los precios en el mercado mayorista y que los resultados se recuperen. **Ajustamos nuestras estimaciones a la baja al igual que la valoración del negocio de distribución y, como consecuencia, recortamos nuestro precio Objetivo a 1,60 €/acción** (anterior 1,90 €/acc.). Asimismo, **rebajamos nuestra recomendación a Neutral** desde Comprar.

## Los precios en los mercados mayoristas perjudican los márgenes

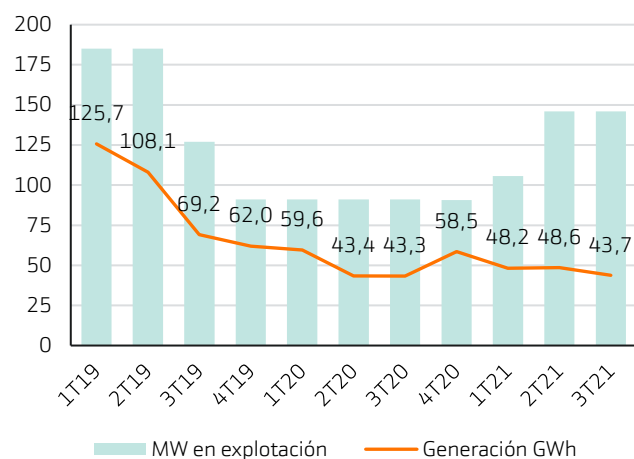
- La energía distribuida aumenta en 3T 2021 a 3,5TWh (+82% a/a y +0% t/t) y a 11,4TWh en 9M 2021 (+81%). Las ventas son 450,5M€ en 3T (+103% y +29%) y 1.139,2M€ en 9M (+82%).
- EBITDA cae a 13,0M€ en 3T (-25% a/a y +140% t/t) y 31,2M€ en 9M (-22%), se combinan mayores ventas con una caída de márgenes ante la subida de los precios mayoristas. El BNA es 1,8M€ en 3T y -1,8M€ en 9M (vs +8,5M€).
- Audax está inmersa en un programa de construcción de plantas renovables que eleva las inversiones. La deuda financiera neta aumenta a 384,1M€ (+88% desde 4T 2020 y +3% desde 2T 2021). El *ratio* DFN/EBITDA sube a 6,7x (3,1x a 4T 2020 y 6,0x a 2T 2021) debido a que la deuda aumenta frente a un EBITDA que disminuye.

Cuadro 1. Comparativa de resultados

Millones de euros	3T20	2T21	3T21	Var. % a/a	Var. % t/t	9M20	9M21	Var. % a/a
Puntos suministro de energía (000s)	492,3	549,0	544,0	10,5	-0,9	492,3	544,0	10,5
Energía distribuida (TWh)	1,9	3,5	3,5	82,3	0,0	6,3	11,4	81,2
Generación renovable (GWh)	43,3	48,6	43,7	0,9	-10,1	146,3	140,5	-4,0
<b>Ventas</b>	<b>222,3</b>	<b>348,4</b>	<b>450,5</b>	<b>102,7</b>	<b>29,3</b>	<b>625,6</b>	<b>1.139,2</b>	<b>82,1</b>
<b>Beneficio bruto</b>	<b>29,0</b>	<b>23,9</b>	<b>32,1</b>	<b>10,8</b>	<b>34,0</b>	<b>82,0</b>	<b>86,0</b>	<b>5,0</b>
Margen %	13,0	6,9	7,1			13,1	7,6	
Gastos explotación	-11,6	-18,5	-19,1			-41,9	-54,8	
<b>EBITDA</b>	<b>17,4</b>	<b>5,4</b>	<b>13,0</b>	<b>-25,3</b>	<b>139,9</b>	<b>40,1</b>	<b>31,2</b>	<b>-22,2</b>
	7,8	1,6	2,9			6,4	2,7	
Amortizaciones	-4,8	-5,0	-6,3			-14,6	-16,1	
<b>EBIT</b>	<b>12,6</b>	<b>0,5</b>	<b>6,7</b>	<b>-47,3</b>	<b>n.r.</b>	<b>25,4</b>	<b>15,1</b>	<b>-40,8</b>
	5,7	0,1	1,5			4,1	1,3	
Resultado financiero	-3,7	-6,3	-6,0			-10,2	-18,2	
<b>BAI</b>	<b>9,0</b>	<b>-5,9</b>	<b>0,7</b>	<b>-92,2</b>	<b>n.r.</b>	<b>15,2</b>	<b>-3,1</b>	<b>-120,6</b>
Impuestos	-3,4	-0,2	-0,6			-3,4	-1,1	
Minoritarios	-1,2	1,0	1,7			-3,3	2,4	
<b>Beneficio neto atribuible</b>	<b>4,4</b>	<b>-5,1</b>	<b>1,8</b>	<b>-59,9</b>		<b>8,5</b>	<b>-1,8</b>	<b>-121,3</b>
<b>Variación deuda financiera neta</b>	<b>82,4</b>	<b>45,4</b>	<b>10,6</b>			<b>12,0</b>	<b>180,3</b>	
<b>Deuda financiera neta</b>	<b>194,3</b>	<b>373,5</b>	<b>384,1</b>	<b>97,7</b>	<b>2,8</b>	<b>194,3</b>	<b>384,1</b>	<b>97,7</b>
DFN/EBITDA (x)	3,5	6,0	6,7			3,5	6,7	

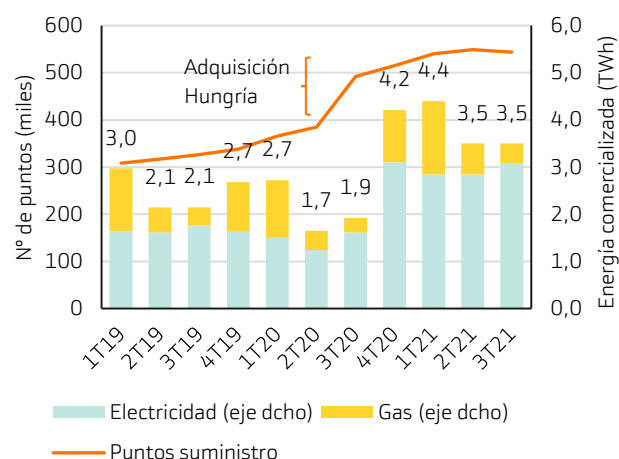
Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

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	1.659,4	1.946,6	2.090,7	2.244,3	2.347,6	2.456,2	
Beneficio bruto	113,0	121,2	175,7	235,2	306,4	323,8	331,2	
EBITDA	50,1	48,8	86,3	129,5	179,1	185,2	187,4	
Amortización del inmovilizado	-3,3	-24,7	-41,2	-50,0	-62,5	-52,6	-52,4	
EBIT	46,8	24,1	45,0	79,5	116,6	132,6	135,0	
Resultado financiero	-12,7	-25,3	-29,3	-39,4	-48,6	-48,4	-44,8	
Beneficio antes de impuestos	34,0	-1,2	15,7	40,1	68,0	84,2	90,2	
Impuesto de sociedades	-3,9	0,5	-2,4	-7,2	-17,0	-21,0	-22,5	
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>-4,5</b>	<b>9,6</b>	<b>29,2</b>	<b>47,3</b>	<b>59,4</b>	<b>63,9</b>	
BPA (€)	0,06	-0,01	0,02	0,07	0,11	0,13	0,15	
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	24,0	54,6	82,9	113,5	115,7	120,0	
Variaciones de NOF	35,8	-13,9	-12,3	1,6	-10,4	-5,3	-5,5	
Inversión	-142,0	-420,6	-128,8	-364,5	-273,8	-45,6	-13,3	
<b>Cash flow libre</b>	<b>-66,4</b>	<b>-410,5</b>	<b>-86,5</b>	<b>-280,0</b>	<b>-170,6</b>	<b>64,9</b>	<b>101,2</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>420,5</b>	<b>96,5</b>	<b>290,0</b>	<b>180,6</b>	<b>-54,9</b>	<b>-91,2</b>	
<b>Balance</b>								
Activo fijo neto	426,4	769,4	765,2	1.082,9	1.246,0	1.197,8	1.149,9	
Inmovilizado financiero	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Necesidades operativas de fondos (NOF)	49,9	60,5	143,9	131,4	181,9	219,9	225,4	
Otros activos/(pasivos) neto	-121,4	-136,8	-147,5	-166,8	-176,2	-176,2	-176,2	
<b>Capital empleado</b>	<b>354,9</b>	<b>693,1</b>	<b>761,6</b>	<b>1.047,5</b>	<b>1.251,7</b>	<b>1.241,5</b>	<b>1.199,0</b>	
Recursos propios	143,2	128,7	128,3	147,5	184,8	234,1	288,0	
Minoritarios	7,8	11,6	15,3	19,1	22,8	26,6	30,4	
Deuda financiera neta	203,9	552,9	617,9	880,9	1.044,1	980,7	880,6	
<b>Valoración (Suma de partes)</b>								
(M€)				Generación		Distribución	Total	
% ventas 2025e				6,3		93,7	6,3	
% EBITDA 2025e				63,9		36,1	63,9	
% EBIT 2025e				53,5		46,5	53,5	
% Beneficio neto				42,1		57,9	42,1	
Método valoración				Dto. Divs.		Dto CF libre	Dto. Divs.	
WACC (%)						9,4		
Tasa descuento (%)				7,1			7,1	
Crecimiento perpetuo "g" (%)						0,0		
<b>Valor empresa</b>				<b>418,7</b>		<b>449,2</b>	<b>867,8</b>	
Deuda neta						-132,1		
Provisiones						-1,5		
Minoritarios						-29,5		
Otros						0,0		
<b>Valor equity (Dic-2022e)</b>				<b>418,7</b>		<b>286,0</b>	<b>704,7</b>	
<b>Precio objetivo (€ por acción)</b>				<b>0,95</b>		<b>0,65</b>	<b>1,60</b>	
<b>Matriz de sensibilidad a valoración negocio distribución (€ por acción)</b>								
				Plantas en explotación hasta				
				2051	2056	2061	2066	2071
	8,1%			1,29	1,36	1,42	1,48	1,55
	7,6%			1,35	1,43	1,50	1,58	1,65
Tasa descuento dividendos	7,1%			1,42	1,51	1,60	1,69	1,78
	6,6%			1,50	1,61	1,71	1,81	1,92
	6,1%			1,59	1,71	1,83	1,95	2,08

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 9,5% (anterior 8,5%), "g" terminal 0%. Generación: tasa de descuento dividendos (pagaderos desde 2032e) 7,1%. 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 €1,60

- Valoración comercialización: 0,65 €/acción (anterior 0,95€/acc.).
- Valoración generación: 0,95€/acción (sin cambios).

#### Positivo €2,10

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

#### Negativo €1,50

- 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.
- 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.

### Riesgos

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

Cuadro 5. Valoración por suma de partes

Generación	MW	Valor Empresa (€/W)	M€	€/acción
En explotación solar	459	0,75	344,3	
En explotación eólico	157	1,34	210,2	
<b>En explotación total</b>	<b>616</b>	<b>0,90</b>	<b>554,4</b>	
En desarrollo	1.684	0,21	350,1	
<b>Total 2022e</b>	<b>2.300</b>		<b>904,5</b>	
Menos deuda financiera neta			-485,8	
<b>Valor equity generación</b>			<b>418,7</b>	<b>0,95</b>

Distribución	M€	Valor Empresa / EBITDA (x)	M€	€/acción
EBITDA 2022e	49,1	8,5	449,2	
Menos deuda financiera neta			-132,1	
Menos ajustes			-31,0	
<b>Valor equity distribución</b>			<b>286,0</b>	<b>0,65</b>

<b>Precio objetivo</b>	<b>1,60</b>
------------------------	-------------

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

## Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
03/06/2021	Comprar	2,45
30/09/2021	Comprar	En Revisión

Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
01/10/2020	Comprar	1,90
16/11/2020	Neutral	En revisión
17/11/2020	Neutral	1,60

## INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website: <https://www.bankinter.com/broker/analisis/informes>
- 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/analisis/responsabilidad\\_legal](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal)

## 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-Tрпиella - 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