

Sector: Energías Renovables

Acelera inversiones en renovables y mejora el atractivo para el inversor

Audax

Recomendación: **Comprar**
 Precio Objetivo: **2,45€**
 Potencial: **+20,7%**
 Analista: **Pedro Echeguren**

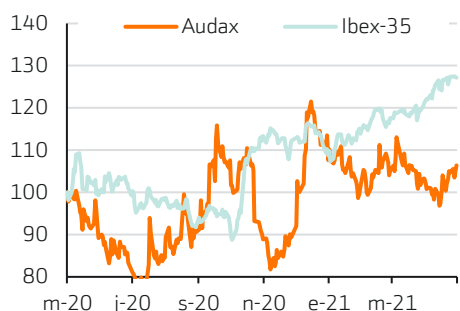
Datos Básicos

Precio (€)	2,03
Nº acciones (M)	440,3
Capitalización (M€)	892,9
Máx/Mín (52 sem.)(€)	2,36 / 1,51
Comportamiento 2021	+4,3%
Cód. Reuters/Bloomberg	ADXR.MC / ADX SM

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.	0,0	0,0	0,0
PER (x)	32,4	50,7	35,8	18,7
VE/EBITDA (x)	21,2	20,4	14,3	11,8
Rentab. div. (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
P/V (x)	6,0	5,9	5,4	4,4

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	3,4	1,4	6,1
Relativo	0,2	-6,8	-17,0

Accionariado

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

Fuentes: Bankinter Análisis y Mercados, Bloomberg, CNMV

Iniciamos cobertura de Audax recomendando Comprar y con un Precio Objetivo de 2,45 €/acción (potencial +21%). Esperamos que con la ejecución de su plan de expansión, Audax tenga 2.300MW de energía renovable en explotación en 2024e (121MW actuales) y que se integre verticalmente con su comercializadora de energía (ventas 15TWh) que distribuye electricidad y gas en siete países de Europa. La cartera de proyectos en explotación y construcción representa el 10% del total, proyectos listos para construir 45%, con punto de conexión 15% y en fase temprana 30%. La cotización debe evolucionar a medida que avanza la construcción y conexión de las nuevas plantas de energía. Audax es una oportunidad para invertir en el sector de energías renovables a precios atractivos. Los principales riesgos percibidos son la ejecución de las inversiones y el bajo free float del valor (10%).

Audax es una de las primeras compañías cotizadas en llegar al sector renovable

Audax tiene una amplia experiencia en generación renovable que se remonta al año 2000 cuando empezó a desarrollar parques eólicos en propiedad bajo la denominación Fersa. Tras la fusión en 2018 con Audax, el grupo se reorientó hacia la comercialización de energía y redujo su cartera de generación. Recientemente, Audax ha modificado su estrategia impulsando un plan de desarrollo de plantas solares que complementa su actividad de comercialización de gas y electricidad en siete países de Europa y que asciende a 15TWh (equivalente al 6% de la demanda de electricidad en España). El negocio de comercialización es una actividad diferencial frente a sus comparables.

Valoramos positivamente el reenfoque estratégico hacia generación renovable

Audax tiene en ejecución un plan de desarrollo de parques solares fotovoltaicos en España, Portugal e Italia que estimamos alcanzará los 2.300MW operativos en 2024 desde los 121MW actuales. Además, tiene en construcción 115MW, 1.105MW listos para construir, 376MW con punto de conexión y 781MW identificados. Recientemente adquirió a su principal accionista una cartera de proyectos de 2.000MW por 102M€ que apoya lograr el objetivo. Estimamos inversiones de 1.200M€ en 2021e-2025e para desarrollar la cartera, construir las plantas solares y que la generación renovable se multiplique por 22x hasta 4,4TWh en 2024e. Audax evoluciona desde una comercializadora de energía a convertirse en un grupo energético de generación, venta de gas y energía 100% renovable. Valoramos positivamente el cambio estratégico que supone el plan: mejora la visibilidad y recurrencia de los resultados, integra verticalmente la compañía, aumenta los márgenes de explotación y sitúa a Audax en el foco de la temática renovable. El principal riesgo es la ejecución de los proyectos.

Recomendación: Comprar. Precio Objetivo: 2,45 €/acción

Nuestro Precio Objetivo son 2,45 €/acción (comercialización 1,35€ + generación en explotación 0,30€ + desarrollo 0,80€) y recomendamos Comprar (potencial +21%). El potencial de la cartera en desarrollo aumenta a medida que ejecuta las inversiones, algo que deberá reflejarse en la cotización. Audax es una oportunidad en el sector de energías renovables a precios atractivos con un modelo de negocio integrado, más completo que el de sus comparables y con una valoración atractiva.

Escenario Inversor

Nuestro escenario se basa en los siguientes cinco puntos:

➤ Expansión de las energías renovables

La expansión de las energías renovables es clave para impulsar la transición a un escenario energético sostenible. Prevedemos que la capacidad renovable mundial se multiplicará por 5x en 2020-2050, apoyada por la reducción de costes y los objetivos de política energética y que representen el 85% del sistema eléctrico en 2050 a medida que sustituyen progresivamente a instalaciones térmicas y nucleares. Los principales impulsores son las energías solar fotovoltaica (x4) y eólica marina (x7), la eólica terrestre crecerá a un ritmo inferior (x3). Se prevé que las energías solar y eólica sean las más competitivas en costes en 2030. Este escenario es favorable a la adjudicación de licencias de construcción.

➤ Audax es un operador experimentado en la generación renovable y en comercialización de energía

Audax se funda en el año 2000, empieza a desarrollar parques eólicos en propiedad bajo la denominación Fersa. Y sale a bolsa en 2003. Posteriormente, en 2018 se fusiona con Audax, reorienta su estrategia hacia la comercialización de energía y reduce su cartera de activos de generación. Recientemente, Audax ha modificado su estrategia impulsando un plan de desarrollo de plantas solares fotovoltaicas y que prevemos alcanzará los 2.300MW en 2024e. La compañía posee la capacidad técnica y un amplio *pipeline* de proyectos con un elevado grado de avance que garantiza el logro de este objetivo. Su actividad de comercialización es un hecho diferencial frente a sus competidores y un factor positivo al integrarla con su actividad de generación 100% renovable.

➤ El plan de desarrollo de proyectos renovables sitúa a Audax en el foco de interés de los inversores

El reenfoque hacia la generación renovable mejora la visibilidad de los resultados, integra verticalmente la compañía, reduce la volatilidad del negocio de comercialización, aumenta los márgenes de explotación y sobre todo, reposiciona a Audax en el foco de los inversores atraídos por esta temática. El principal riesgo es la ejecución de los proyectos renovables.

➤ Esperamos un aumento del endeudamiento para financiar el plan de inversiones

Prevedemos que la compañía financie el plan de inversiones 2021e-2025e que estimamos en 1.200M€ con cash flow (50%) y deuda (50%) y que el endeudamiento aumente desde 4,9x EBITDA en 1T21 a 7,6x en 2021e para luego descender gradualmente. La comparable Solaria tiene un endeudamiento de 7,1x EBITDA.

➤ Audax está infravalorada, estimamos un potencial de revalorización de +21% en 2021

Nuestro Precio Objetivo para dic-2021 son 2,45 €/acción y se compone de comercialización (1,35€), generación en explotación (0,30€) y en desarrollo (0,80€). Nuestra valoración de la cartera de generación considera su precio de adquisición, la inversión para llegar a la fase de construcción, una ligera revalorización (0,03-0,07 €/W) por el valor añadido de la inversión en desarrollo más el valor de los activos en explotación y construcción. Valoramos la actividad de comercialización por un DCF y la generación por un modelo de descuento de dividendos. La cotización debe evolucionar en paralelo a la construcción de las nuevas plantas renovables. Recomendamos Comprar con un potencial de revalorización de +21%.

Descripción de Audax

Audax es una compañía con una amplia experiencia en el sector de energías renovables. Se funda en el año 2000 bajo el nombre Fersa y sale a bolsa en 2003. En una primera etapa, su actividad principal es el desarrollo de parques eólicos y centrales de biomasa que mantiene en propiedad. En 2018 y a través de una fusión con Audax, una comercializadora de energía, la compañía toma su estructura actual uniendo generación y comercialización. Los principales accionistas son su presidente (77,1% del capital), Goldman Sachs (6,9%) e Indumentaria Pueri (5,9%). El free-float restante es el 10,1% y su capitalización bursátil 893M€. El promedio diario de contratación son 3,1M€.

Las principales actividades son comercialización de electricidad y gas y generación de gas y energía eléctrica mediante fuentes renovables (solar fotovoltaica y eólica). Audax tiene un ambicioso plan de expansión en la actividad de generación renovable. La compañía anunció en 2020 el pago de su primer dividendo desde 2009.

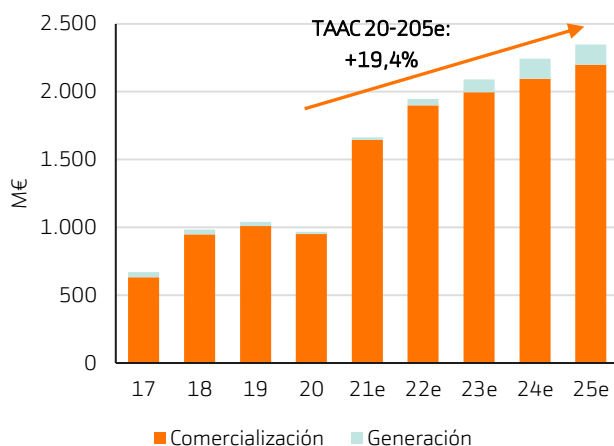
La **actividad de comercialización** (su peso en EBITDA es muy elevado) tiene 540.000 puntos de suministro activos (electricidad 82% y gas 18%). En 2020, Audax suministró energía por 10,5TWh (+6,1% a/a), electricidad 71%, gas 29%. en España, Holanda, Hungría, Italia y en menor medida en Portugal, Polonia y Alemania. En 2021 añade 5TWh al adquirir una comercializadora en Hungría. Estimamos que en 2024e la energía distribuida será 18TWh y que la generación propia abastecerá al 24% de su demanda. Prevemos una inversión moderada (c. 7M€/año) en esta actividad. Hola Luz es la única comparable cotizada en España, sus ventas equivalen al 25% de Audax.

La **actividad de generación renovable** tiene en explotación 121MW que se dividen en 91MW de energía eólica (Francia 12MW, España 45MW, Polonia 34MW) y 30MW de energía solar fotovoltaica en España. En 2010 generó 205GWh (+6% a/a comparable, ese año vendió plantas eólicas con una potencia de 95MW). Actualmente, la compañía tiene en construcción 115MW que se dividen entre 49MW de solar FV en cinco emplazamientos en España y 66MW en un parque solar en Panamá en el que tiene una participación del 30%. Además, cuenta con una cartera de proyectos para los que la mayoría de los permisos han sido solicitados de 1.105MW, proyectos con punto de conexión (376MW) y otros por 781MW en un estado más temprano de licitación. Las comparables cotizadas son Solaria, Grenergy y Solarpack.

Estrategia empresarial. Audax evoluciona de ser una comercializadora a convertirse en un grupo energético de generación y venta de gas y energía eléctrica 100% renovable, prevemos que en 2025e, esta división generará el 57% del EBITDA. Asumimos que (i) aumentará los clientes a los que vende energía a una tasa del 5% anual y que (ii) desarrollará 2.200MW en plantas solares con una inversión que estimamos en 1.200M€ para tener en explotación 2.300MW en 2023e. Tiene proyectos en diferentes etapas de desarrollo por 2.498 MW principalmente en España, Portugal e Italia. Nuestras estimaciones consideran alcanzar una generación renovable de 4,4TWh en 2024e.

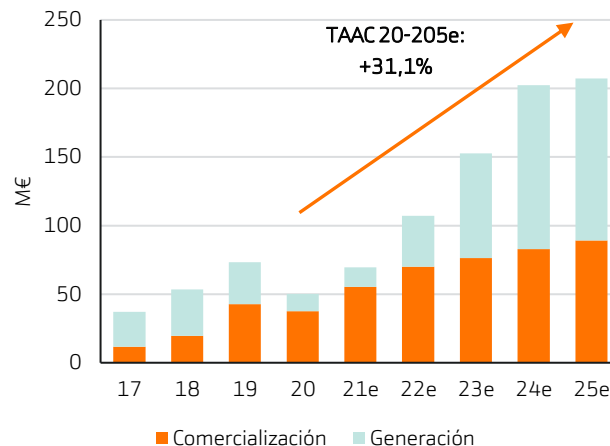
Estrategia financiera. El endeudamiento neto en 1T21 es 4,1x EBITDA, la mayoría de la deuda son bonos (54%), pagarés (28%), préstamos (12%), Project finance (4%) y confirming (2%). Prevemos que las inversiones de 1.200M€ hasta 2025e se financiarán con cash flow (50%), y deuda (50%). Asumimos que se mantiene la propiedad de los nuevos proyectos.

Cuadro 1. Ventas



Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 2. EBITDA



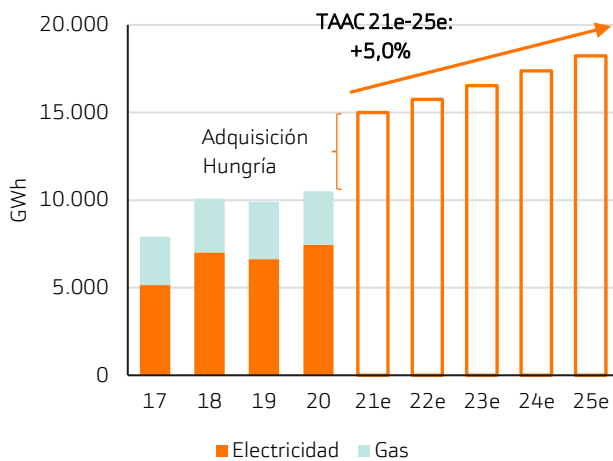
Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Comercialización

Principales hipótesis

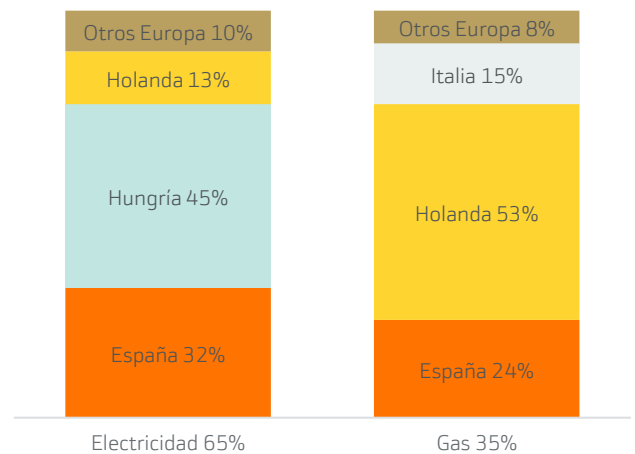
- Nuestras hipótesis consideran que la cartera de clientes aumenta en 2021e-2025e +5% TAAC, el consumo por cliente se mantiene estable y el precio de venta de la energía se eleva hasta 120 €/MWh en 2022e.
- No asumimos crecimientos inorgánicos.
- Caída del margen EBITDA en 2021e por el efecto de la adquisición de Hungría y aumento de la competencia en esta actividad.
- Capex anual de 7,8M€ en 2021e-2024e y 4,5M€ en años sucesivos.
- Pago de dividendos de 10M€ anuales a partir de 2021 (se ha aprobado un primer pago contra los beneficios de 2020), la rentabilidad es inferior al 0,1%.
- Valoramos esta actividad con un modelo DCF en 689-827M€ (equity), un promedio de 1,35 €/acción.

Cuadro 3 Energía suministrada



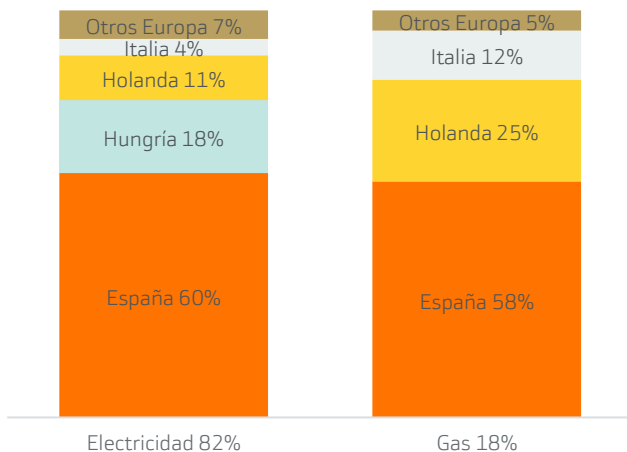
Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 4. Energía suministrada en 1T21 por fuente y país



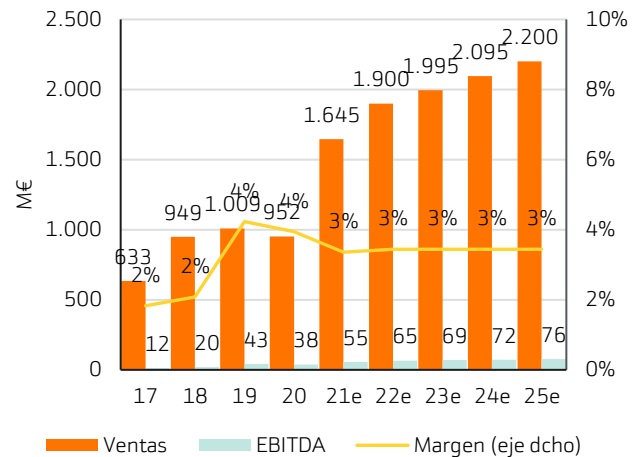
Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 5. Puntos de suministro por país en 1T21



Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 6. Ventas y EBITDA



Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

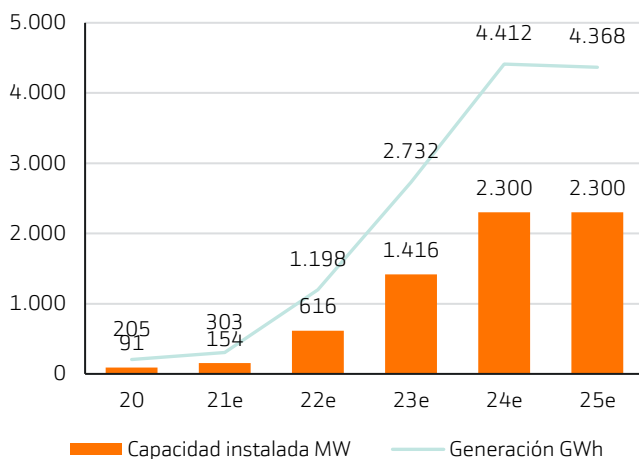
Generación

Principales hipótesis

- Inversión 2021e-2025e: 1.000M€ en plantas renovables y 200M€ financieras para desarrollar 2.300MW (capex 0,45 €/W que incorpora las recientes subidas en el coste de módulos, acero y logística). Estimamos 2.000 h/año de funcionamiento y la degradación habitual de los módulos solares. Vida útil de las plantas 45 años.
- Estimamos que el precio de referencia de venta de energía se reducirá a 33,9 €/MWh en 2024e desde los 76,5 €/MWh (2020) al incorporarse plantas sin incentivos. Firma de contratos de venta bilaterales con la comercializadora a un precio inferior al del pool, en línea con la práctica habitual del sector.
- Pago de dividendos desde 2033.
- Valoración por descuento de dividendos, el valor equity son 462-594M€, o un promedio de 1,10 €/acción que se divide en explotación 120-146M€ (0,30 €/acc.) + pendiente de construir 342-448 M€, promedio 396M€ (0,80 €/acc.).

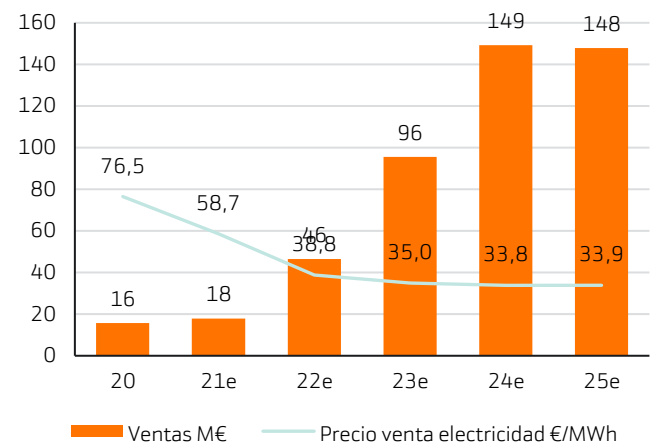
La mayoría de las inversiones se concentran en esta división. Estimamos un 80% de margen EBITDA, superior al 3% de margen de la comercialización de energía. Estimamos que en 2025e, la división de generación representará el 60% del EBITDA del grupo.

Cuadro 7. Capacidad instalada y generación



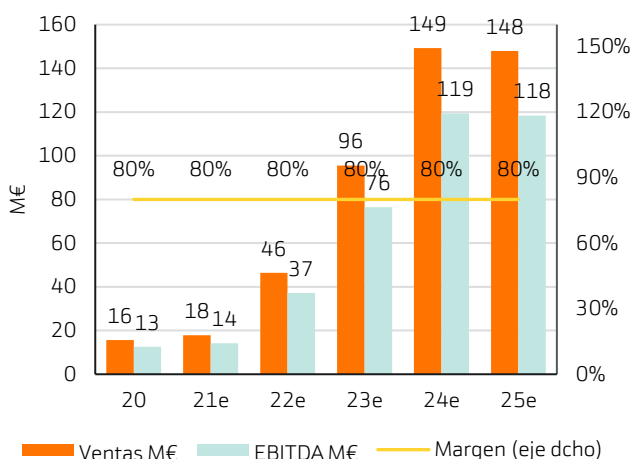
Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 8. Ingresos por generación y precio de venta



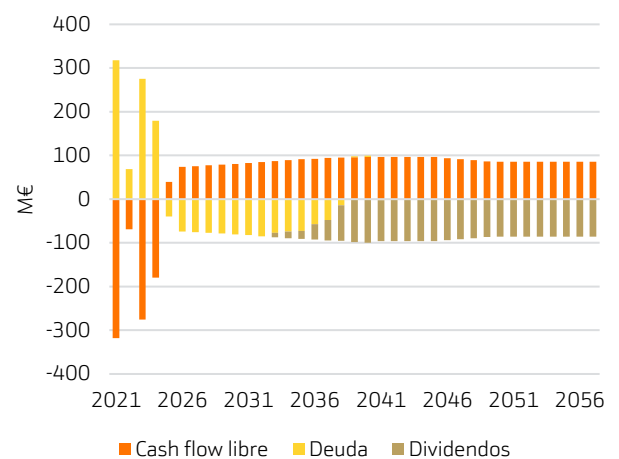
Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 9. Ventas y EBITDA



Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 10. Cash flow

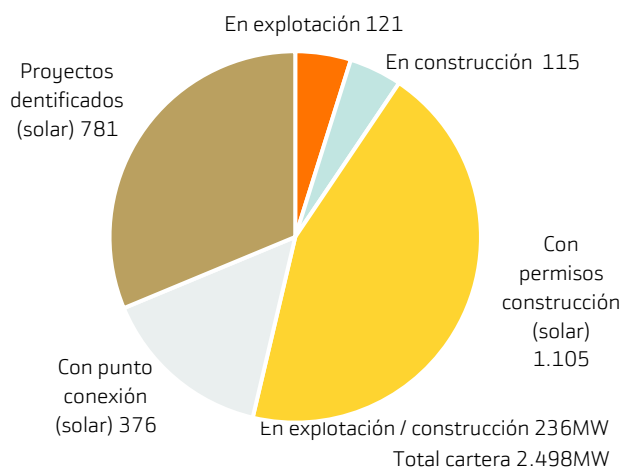


Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cartera de proyectos renovables

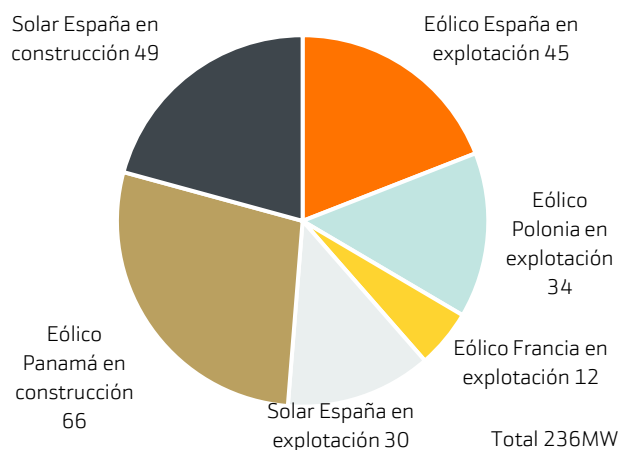
- La cartera de generación (2.498MW) tiene un grado de desarrollo elevado, esto es positivo y una ventaja frente a sus comparables. Las plantas en explotación representan el 5% de los MW de la cartera, en construcción 5%, con permisos de construcción 45%, en fase temprana (con punto de conexión a red) 15%, proyectos identificados 30%.
- En enero 2021, Audax adquirió a su principal accionista una cartera de proyectos de casi 2.000MW por 102M€. La transacción cuenta con un informe de Ernst & Young como experto independiente. Estimamos una inversión de 329M€ en 2021e para desarrollar la cartera hasta la fase de construcción.
- Consideramos que entre 2021e y 2024e entrarán en explotación 2.300MW de los 2.498MW que tiene la cartera.
- La conversión de la cartera en desarrollo a puesta en explotación debe reflejarse en la evolución de la cotización.
- Valoramos la cartera de proyectos en un rango entre 462-594M€ (promedio 1,10 €/acc.), se divide en explotación 120-146M€ (promedio 0,30 €/acc.) + pendiente de construir 342-448 M€, (promedio 0,80 €/acc.).

Cuadro 11. Cartera de proyectos a junio 2021 (MW)



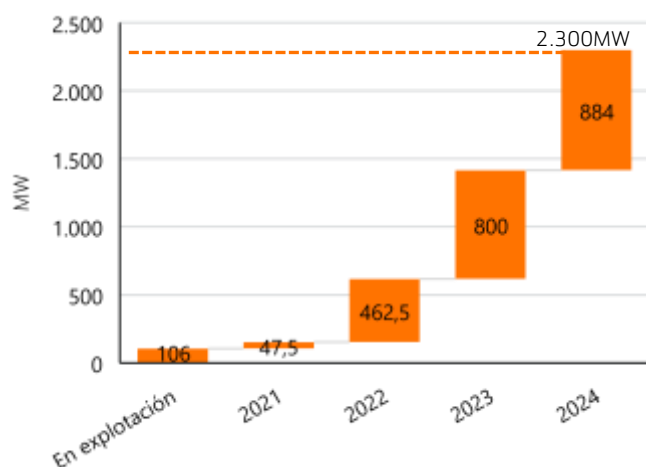
Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 12. Proyectos en explotación y en construcción (MW)



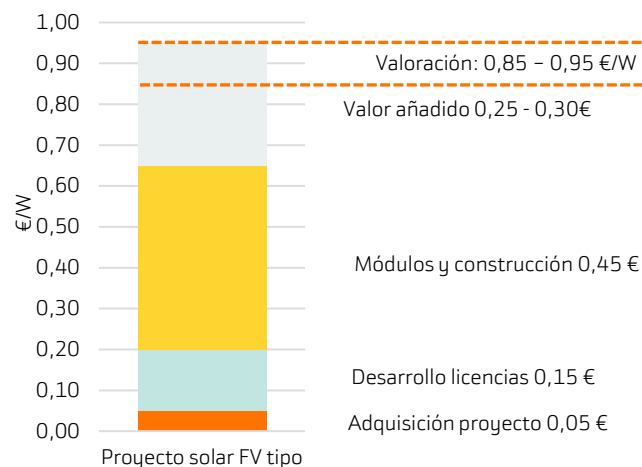
Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 13. Previsión de entrada en explotación nuevas plantas



Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 14. Estimación inversión (€/W) y valor añadido



Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Resultados 1T21: los crecimientos reflejan la incorporación de Hungría

- Fuerte aumento en el número de puntos de suministro de energía y energía distribuida tras la incorporación al perímetro de una comercializadora de electricidad en Hungría adquirida a finales de 3T20 por un importe de 13,9M€ (valor empresa 42,2M€).
- La generación renovable retrocede -19% a/a al compararse con un 1T20 que fue excepcional en recurso eólico.
- Fuerte crecimiento de ventas (+45,3% a/a) reflejo de los dos factores anteriores junto con el aumento en el precio de la energía.
- Reducción del margen bruto, margen EBITDA y margen EBIT a causa de la incorporación de Hungría.
- Aumento de la deuda financiera neta desde 4T20 a consecuencia de la ejecución del plan de inversiones en plantas solares. El ratio de endeudamiento (4,9x EBITDA) es inferior al promedio del sector.

Cuadro 15. Comparativa de resultados

Millones de euros	1T20	2T20	3T20	4T20	2020	1T21	Var. % a/a
Puntos suministro de energía (000s)	365,5	384,6	492,3	515,0	515,0	540,0	47,7
Energía distribuida (TWh)	2,7	1,7	1,9	4,2	10,5	4,4	61,8
Generación renovable (GWh)	59,6	43,4	43,3	58,5	204,8	48,2	-19,1
Ventas	234,1	169,3	222,3	341,9	967,4	340,2	45,3
Beneficio bruto	30,0	23,0	29,0	32,9	114,9	30,0	-0,1
<i>Margen %</i>	<i>12,8</i>	<i>13,6</i>	<i>13,0</i>	<i>9,6</i>	<i>11,9</i>	<i>8,8</i>	
Gastos explotación	-17,8	-12,5	-11,6	-6,6	-48,4	-17,2	
EBITDA	12,3	10,4	17,4	26,4	66,4	12,8	4,2
<i>Margen %</i>	<i>5,2</i>	<i>6,2</i>	<i>7,8</i>	<i>7,7</i>	<i>6,9</i>	<i>3,8</i>	
Amortizaciones	-5,1	-4,8	-4,8	-5,0	-19,7	-4,8	
EBIT	7,1	5,7	12,6	21,3	46,8	8,0	11,4
<i>Margen %</i>	<i>3,1</i>	<i>3,4</i>	<i>5,7</i>	<i>6,2</i>	<i>4,8</i>	<i>2,3</i>	
Resultado financiero	-4,0	-2,6	-3,7	-2,5	-12,7	-5,9	
BAI	3,1	3,1	9,0	18,9	34,0	2,1	-34,8
Impuestos	-0,6	0,5	-3,4	-0,5	-3,9	-0,3	
Minoritarios	-1,1	-1,0	-1,2	-0,5	-3,8	-0,2	
Beneficio neto atribuible	1,4	2,6	4,4	17,9	26,4	1,5	5,8
Variación deuda financiera neta	67,0	-137,5	82,4	9,5	21,5	124,3	
Deuda financiera neta	249,4	111,9	194,3	203,8	203,8	328,2	31,6
DFN/EBITDA (x)	3,5	1,8	3,5	3,1	3,1	4,9	

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 2021.

Hipótesis principales

Comercialización: WACC 6,8%, "g" terminal 0%. Generación: tasa de descuento dividendos (pagaderos desde 2032e) 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.

Escenarios de precio objetivo

Base €2,45

- Valoración comercialización: 1,35 €/acción. El EV/EBITDA resultante es comparable con el de Hola Luz
- Valoración generación: 1,10 €/acción (operación 0,30 €/acc + por construir 0,80 €/acc).

Positivo €2,96

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

Negativo €2,35

- 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 bajos.
- Acceso a financiación.

Catalizadores

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

Riesgos

- Ejecución del plan de negocio.
- Dependencia de la ampliación de capital para impulsar la construcción de nuevas plantas.
- *Free float* bajo (10%).

Cuadro 16. Valoración de Audax: Suma de partes

	Método valoración	MW	€/MW Mín	€/MW Máx	M€ Mín	M€ Máx
Cartera desarrollo antigua		322	0,30	0,30	97	97
Coste cartera desarrollo adquirida en ene-21		1.940	0,05	0,05	102	102
Inversión en cartera adquirida		1.940	0,17	0,17	329	329
Revalorización cartera en 2021e por inversión		2.262	0,03	0,07	65	150
Valor empresa cartera desarrollo	Múltiplo €/W	2.262	0,26	0,30	593	678
En explotación dic-2021e eólico		123	1,40	1,60	172	197
En explotación dic-2021e solar		30	0,95	1,00	29	30
Valor empresa en explotación dic-2021e	Descuento dividendos	153	1,31	1,48	201	227
En construcción dic-2021e eólico		34	1,30	1,55	44	53
En construcción dic-2021e solar		49	0,70	0,95	34	47
Valor empresa en construcción dic-2021e	Descuento dividendos	83	0,95	1,20	79	99
Valor empresa generación	Descuento dividendos	2.498	0,35	0,40	872	1004
Deuda explotación					-81	-81
Deuda desarrollo					-329	-329
Valor equity generación	Descuento dividendos		0,18	0,24	462	594
Valor empresa Comercialización	Descuento flujos de caja libres				689	827
Deuda comercialización					-118	-118
Valor equity comercialización	Descuento flujos de caja libres				571	709
Valor equity					1.033	1.302
Acciones emitidas (M)					440,3	440,3
Precio objetivo por acción (€)					2,35	2,96
Probabilidad asignada					85%	15%
Promedio (€/acción)						2,45

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 17. Comparativa sectorial

Compañía	Capitalización M€	Valor empresa M€	Plantas en explotación MW	Plantas en construcción MW	Plantas backlog MW	Proyectos en fase temprana MW	Total cartera €/MW	Ventas 2020 M€	EBITDA generación sobre total 2025e %
Solaria	1.910	2.328	807	1.021	322	1.377	3.527	53	100
Grenergy	847	908	198	417	448	5.213	6.276	73	70
Solarpack	633	1.019	450	192	419	5.492	6.553	149	100
Audax	893	1.221	121	115	1.105	1.157	2.498	962	55
Hola Luz	278	268	No	No	No	No	No	236	No

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 18. Valoración sectorial

Compañía	Ticker Bloomberg	Cotización €	Variación 1 mes %	Variación 3 meses %	Variación 6 meses %	Variación 12 meses %	Variación en 2021 %	Capitalización M€	Valor empresa M€
Audax	ADX SM	2,03	3,4	1,4	24,4	6,1	4,3	893	1.221
Solaria	SLR SM	15,29	-11,4	-14,0	-19,9	56,9	-35,2	1.910	2.328
Grenergy	GRE SM	30,40	14,2	-12,6	49,5	115,5	-21,4	847	908
Solarpack	PSK SM	18,72	-6,0	0,5	-10,1	32,2	-35,1	633	1.019
Hola Luz	HLZ SM	13,25	4,1	50,3	87,6	100,7	74,8	278	268

Compañía	PER 2022e	PER 2023e	VE/EBITDA 2022e	VE/EBITDA 2023e	P/CF 2022e	P/CF 2023e	PVC	Rentab. Div. %
Audax	35,9	18,8	14,3	11,8	13,5	9,2	5,9	0,0
Solaria	20,3	14,9	22,7	16,7	14,4	10,2	6,8	0,0
Grenergy	23,0	15,8	16,5	13,2	15,5	10,1	4,8	0,0
Solarpack	41,9	22,6	14,8	12,0	15,4	10,6	3,6	0,0
Hola Luz	19,0	12,8	10,3	7,0	11,8	8,7	6,4	0,0
Promedio	26,8	16,7	18,0	13,9	14,4	9,9	5,8	0,0

Fuente: Bloomberg Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 19. Resumen de resultados y valoración

(M€)	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Cuenta de resultados						
Ventas	967,4	1.663,0	1.946,6	2.090,7	2.244,3	2.347,6
Beneficio bruto	113,0	149,4	198,5	255,1	316,9	323,8
EBITDA	50,1	69,5	102,5	145,0	191,5	194,0
Amortización del inmovilizado	-3,3	-31,9	-41,2	-50,0	-62,5	-52,6
EBIT	46,8	37,6	61,3	95,1	129,0	141,4
Resultado financiero	-12,7	-13,6	-27,5	-32,0	-41,3	-43,3
Beneficio antes de impuestos	34,0	24,0	33,7	63,1	87,7	98,0
Impuesto de sociedades	-3,9	-2,7	-5,1	-11,6	-21,9	-24,5
Operaciones discontinuadas y Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Minoritarios	-3,8	-3,8	-3,8	-3,8	-3,8	-3,8
Beneficio neto atribuible	26,4	17,6	24,9	47,7	62,0	69,8
BPA (€)	0,06	0,04	0,06	0,11	0,14	0,16
DPA (€)	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Estado de flujo de caja						
Cash flow neto	39,7	53,3	69,9	101,4	128,3	126,1
Variaciones de NOF	35,8	-19,9	-11,1	1,9	-9,2	-4,0
Inversión	-142,0	-416,6	-128,8	-364,5	-273,8	-45,6
Cash flow libre	-66,4	-383,1	-70,0	-261,2	-154,7	76,6
Remuneración al accionista	-4,7	-10,0	-10,0	-10,0	-10,0	-10,0
Otras variaciones	-15,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variación deuda financiera neta	86,3	393,1	80,0	271,2	164,7	-66,6
Balance						
Activo fijo neto	426,4	762,2	758,0	1.075,7	1.238,8	1.190,6
Inmovilizado financiero	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
Otros activos/(pasivos) neto	-121,4	-134,8	-145,5	-164,8	-174,2	-174,2
Capital empleado	354,9	689,9	757,2	1.042,8	1.245,8	1.234,3
Recursos propios	143,2	150,8	165,8	203,4	255,5	315,2
Minoritarios	7,8	11,6	15,3	19,1	22,8	26,6
Deuda financiera neta	203,9	527,5	576,1	820,3	967,4	892,4
Valoración (DCF)						
(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 (%)		5,8		6,8		
Tasa descuento (%)				0,0		
Crecimiento perpetuo "g" (%)						
Valor empresa		484,3		735,4		1.219,7
Deuda neta				-117,5		
Provisiones				-1,5		
Minoritarios				-22,0		
Otros				0,0		
Valor equity (Dic-2021e)		484,3		594,7		1.079,0
Precio objetivo (€ por acción)		1,10		1,35		2,45
Matriz de sensibilidad a valoración negocio distribución (€ por acción)						
		Plantas en operación hasta				
		2051	2056	2061	2066	2071
	6,8%	2,03	2,12	2,21	2,30	2,39
	6,3%	2,11	2,21	2,32	2,43	2,54
Tasa de descuento dividendos	5,8%	2,20	2,33	2,45	2,58	2,71
	5,3%	2,30	2,45	2,60	2,78	2,90
	4,8%	2,41	2,59	2,78	2,95	3,13

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

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

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

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

Rafael Alonso - Bancos

Pilar Aranda - Petróleo & Aerolíneas

Esther Gutiérrez de la Torre - Autos & Media

Luis Piñas - Alimentación/Distribución

Aránzazu Bueno - Eléctricas

Susana André - Portugal, Assistant

Álvaro Lence

Aránzazu Cortina - Industriales

Juan Moreno - Inmobiliarias & Hoteles

Pedro Echeguren - Farma & Salud

Juan Tuesta - Construcción & Tecnología

Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo y Telecom

Eduardo Cabero - Seguros

Jorge Pradilla

Adrián González

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