

Audax Renovables (ADX) es un Grupo energético independiente cuya actividad principal es la comercialización de energía eléctrica y gas, focalizada en el segmento Industrial y PYME (c. 59% y 33%, respectivamente de los TWh comercializados) y presencia internacional. Con una capacidad instalada de 226MW (91MW de energía eólica y 135MW de solar), 19MW en construcción y 2.291MW fotovoltaicos en varias fases de desarrollo.

1S22: EBITDA +35%. El reto (y la oportunidad) sigue siendo la mejora de márgenes

EL AUMENTO DE PRECIOS DE LA ENERGÍA DISPARA LOS INGRESOS (+91%)... ADX cierra el 1S22 con unos ingresos de EUR 1.323,1Mn (+91,2% vs 1S21). Un fortísimo crecimiento explicado exclusivamente por el aumento de precios de electricidad y gas comercializados, que permite compensar (i) la caída de puntos de suministro hasta 421 miles (-23% vs 1S21; por el foco en los clientes más rentables) y (ii) el volumen de energía comercializada (-12%).

... PERO LOS MÁRGENES CONTINÚAN MUY PRESIONADOS (EBITDA +35%). La coyuntura actual de precios, junto a los cambios en el marco regulatorio de Polonia, reduce el margen bruto al 4,9% (-2,9p.p. vs 1S21) y el margen EBITDA al 1,9% (-0,8p.p.). Lo que se traduce en un EBITDA 1S22 de EUR 24,5Mn (+35% vs 1S21), "aupado" por la entrada en explotación de nuevas plantas fotovoltaicas durante el 2S21 que ya habría provocado un cambio significativo en el mix (el negocio de generación aporta el 52% del EBITDA vs 29% en 1S21).

DEUDA NETA, EUR 469,5MN (+9,9%). La DN cierra el 1S22 en EUR 469,5Mn como consecuencia del impacto del circulante (que limita la generación de cash flow) y el desarrollo de la cartera de proyectos fotovoltaicos (actualmente con sólo 19MW en construcción que debieran entrar en operación en el 1T23). En julio ADX vende al fondo IKAV una participación del 49% del capital de las plantas fotovoltaicas que mantiene en operación (69,5MW) por EUR 8,8Mn. Complementariamente, IKAV aporta financiación por EUR 29,9Mn (lo que permite a ADX recuperar parte del capital para reinvertir en el desarrollo de su cartera de proyectos fotovoltaicos).

LA CLAVE SIGUE SIENDO LA RECUPERACIÓN DE LOS MÁRGENES. Hoy los números de ADX apuntan a niveles de EBITDA 2022e de c. EUR 55Mn (vs EUR 60Mn de nuestra estimación anterior; Mg. EBITDA c. 2%). Si ponemos el foco en el largo plazo, la clave sigue siendo la recuperación de los márgenes del negocio de comercialización (con un recorrido muy alto desde niveles actuales; c. 2% actual vs > 4% en 2019), lo que *de facto* pasa a ser el equity story de ADX a la espera del "despegue" del negocio de generación (pipeline +2,3GW fotovoltaicos). La mejora del Mg. EBITDA hasta niveles de c. 4,5% en 2024e, nuestro escenario central (vs 2% actual) implicaría un EV/EBITDA 24e de c. 8x. La gestión del elevado apalancamiento (DN/EBITDA 2022e c. 9x), aparece como la principal restricción del modelo de negocio.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	367,6	360,2
EV (Mn EUR y USD) ⁽²⁾	839,0	821,9
Número de Acciones (Mn)	440,3	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	1,52 / 1,21 / 0,81	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	1,07	
Rotación ⁽³⁾	74,3	
Factset / Bloomberg	ADX-ES / ADX SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

José Elías Navarro	66,2
Indumenta Pueri	5,9
Free Float	27,9

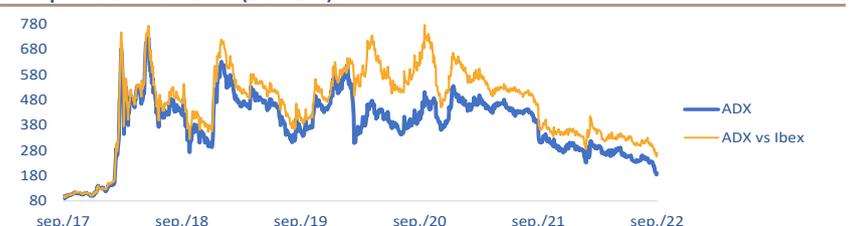
Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2021	2022e	2023e	2024e
Nº Acc. ajustado (Mn)	440,3	440,3	440,3	440,3
Total Ingresos	1.690,0	2.610,2	2.417,2	2.411,3
EBITDA Rec.	53,1	54,6	76,0	105,0
% Var.	6,0	2,9	39,1	38,2
% EBITDA Rec./Ing.	3,1	2,1	3,1	4,4
% Var EBITDA sector ⁽⁴⁾	11,6	23,9	12,5	6,4
Beneficio neto	2,8	4,6	20,5	43,2
BPA (EUR)	0,01	0,01	0,05	0,10
% Var.	-89,2	61,5	347,7	110,6
BPA ord. (EUR)	0,01	0,01	0,05	0,10
% Var.	-59,5	-4,9	347,7	110,6
Free Cash Flow Rec. ⁽⁵⁾	-107,3	-69,4	-11,9	21,5
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	426,9	487,5	499,5	478,0
DN / EBITDA Rec.(x)	8,0	8,9	6,6	4,6
ROE (%)	2,1	3,3	13,5	23,5
ROCE (%) ⁽⁵⁾	4,2	4,3	6,4	9,4

Ratios y Múltiplos (x)⁽⁶⁾

PER	n.a.	80,2	17,9	8,5
PER Ordinario	76,3	80,2	17,9	8,5
P/BV	2,7	2,6	2,3	1,8
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	0,50	0,32	0,35	0,35
EV/EBITDA Rec.	15,8	15,4	11,0	8,0
EV/EBIT	27,1	26,1	16,1	10,7
FCF Yield (%) ⁽⁵⁾	n.a.	n.a.	n.a.	5,8

Comportamiento relativo (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	-22,7	-26,5	-44,4	-33,7	-47,1	89,8
vs Ibex 35	-16,3	-19,2	-33,7	-21,6	-33,6	167,4
vs Ibex Small Cap Index	-14,6	-13,3	-32,2	-19,3	-49,3	60,4
vs Eurostoxx 50	-17,0	-23,5	-32,2	-14,2	-43,1	105,6
vs Índice del sector ⁽⁴⁾	-12,9	-20,2	-38,3	-17,1	-43,7	76,1

(1) La opinión sobre los resultados es sobre el EBITDA publicado respecto a nuestra estimación para el ejercicio (12m). El impacto refleja si, a raíz de los resultados, prevemos una revisión significativa (>5 - 10%, dependiendo del sector) de nuestra estimación de EBITDA (en cualquiera de los años estimados).
(2) Para detalle del cálculo ver anexo 3.
(3) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.
(4) Sector: Stoxx Europe 600 Utilities.
(5) Ver Anexo 2 para Tasa fiscal teórica (ROCE) y cálculo del FCF recurrente.
(6) Múltiplos y ratios calculados con cotización a fecha de este informe.

(*) Salvo que se indique expresamente, todos los datos de este informe tienen como fuente: La Compañía, Factset y Lighthouse.

Resultados 6m 2022
Tabla 1. Resultados 1S22

EUR Mn	6m22 Real	6m21	6m22 Real vs 6m21	2022e	2022e vs 2021	2T22	2T22 vs 2T21
Total Ingresos	1.323,1	692,1	91,2%	2.610,2	54,5%	586,9	66,8%
Margen Bruto	65,1	53,9	20,7%	136,1	5,7%		
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>4,9%</i>	<i>7,8%</i>	<i>-2,9 p.p.</i>	<i>5,2%</i>	<i>-2,4 p.p.</i>		
EBITDA (Recurrente)	24,5	18,2	34,7%	54,6	2,9%	8,9	62,8%
<i>EBITDA Rec. / Ingresos</i>	<i>1,9%</i>	<i>2,6%</i>	<i>-0,8 p.p.</i>	<i>2,1%</i>	<i>-1,0 p.p.</i>	<i>1,5%</i>	<i>0,0 p.p.</i>
EBITDA	24,5	18,2	34,7%	54,6	3,2%	8,9	63,7%
<i>EBITDA / Ingresos</i>	<i>1,9%</i>	<i>2,6%</i>	<i>-0,8 p.p.</i>	<i>2,1%</i>	<i>-1,0 p.p.</i>	<i>1,5%</i>	<i>0,0 p.p.</i>
EBIT	13,6	8,4	62,2%	32,2	3,8%		
BN	0,1	-3,6	103,9%	4,6	61,5%		
Puntos de suministro (miles)	421,0	549,0	-23,3%				
Energía suministrada (TWh)	6,9	7,9	-12,7%				
Potencia instalada (MW) ²	160,0	146,0	9,6%				
Energía generada (GWh) ²	132,0	97,0	36,1%				
Deuda Neta ¹	469,5	427,0	9,9%	487,5	14,2%		
Deuda Neta / EBITDA				8,9 x	0,9 x		

Nota 1: Deuda Neta ajustada para excluir el impacto de la NIIF 16 EUR 17,3Mn y EUR 16,5Mn en 1S22 y 2021, respectivamente).

Nota 2: Potencia instalada (MW) y energía generada (GWh) excluyendo el parque eólico de Panamá (66MW, con una participación del 30%; puesta en equivalencia).

Tabla 2. Cartera de proyectos (MW)

MW	Grid			Under		Total	%
	Early Stage	Connection	Backlog	Construction	Operation		
Solar PV	643	402	1.247	19	69	2.380	93,8%
Spain	246	0	1.243	19	69	1.577	62,2%
Italy	0	198	4	0	0	202	8,0%
Portugal	397	204	0	0	0	601	23,7%
Wind	0	0	0	0	157	157	6,2%
Spain	0	0	0	0	45	45	0,0%
France	0	0	0	0	12	12	0,5%
Poland	0	0	0	0	34	34	1,3%
Panamá*	0	0	0	0	66	66	2,6%
TOTAL	643	402	1.247	19	226	2.537	100,0%

* ADX participa en un 30% (consolidado por puesta en equivalencia)

Nota: Audax participa en un 30% en el parque eólico de Panamá (puesta en equivalencia)

Inputs de valoración
Inputs de valoración por DCF

	2022e	2023e	2024e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	(36,6)	13,1	46,4	n.a.			
Market Cap	367,6	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	469,5	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 6m 2022)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	4,4%	Coste de la deuda neta			4,2%	4,7%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	3,5%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			3,3%	3,7%	
Risk free rate (rf)	3,3%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	7,0%	R (estimación propia)			6,5%	7,5%	
Beta (B)	1,0	B (estimación propia)			0,9	1,1	
Coste del Equity	10,6%	Ke = Rf + (R * B)			9,4%	11,8%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	43,9%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	56,1%	D			=	=	
WACC	6,6%	WACC = Kd * D + Ke * E			6,0%	7,3%	
G "Razonable"	1,5%				2,0%	1,5%	

(1) El valor perpetuo calculado a partir del último FCF estimado no reflejaría las expectativas de crecimiento (positivas/negativas) de la compañía a fecha de emisión de este informe.

Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker	Mkt. Cap	PER 22e	BPA 22e-24e	EV/EBITDA 22e	EBITDA 22e-24e	EV/Vtas. 22e	Ingresos 22e-24e	EBITDA/Vtas. 22e	FCF Yield 22e	FCF 22e-24e
Iberdrola	IBE-ES	60.961,6	14,7	8,0%	8,9	8,0%	2,4	3,5%	27,3%	n.a.	-13,3%
Endesa	ELE-ES	16.326,0	9,3	5,2%	7,3	4,5%	1,3	-5,8%	17,4%	3,4%	36,3%
Naturgy	NTGY-ES	23.008,9	17,7	0,4%	9,1	2,2%	1,6	-3,8%	17,7%	4,6%	-33,1%
EDP	EDP-PT	17.607,6	21,5	18,5%	9,9	8,6%	2,6	8,4%	26,4%	n.a.	31,5%
Integrated Utilities			15,8	8,0%	8,8	5,8%	2,0	0,6%	22,2%	4,0%	5,4%
Solaria	SLR-ES	2.019,8	24,8	29,1%	16,9	35,7%	14,6	36,1%	86,5%	n.a.	13,6%
Grenergy	GRE-ES	952,0	29,5	53,8%	18,1	64,9%	6,5	40,4%	35,6%	n.a.	-19,8%
Scatec A	SCATC-NO	1.115,9	n.a.	66,1%	12,4	35,8%	7,8	29,0%	63,0%	n.a.	n.a.
Renewable Energy			27,2	49,7%	15,8	45,4%	9,6	35,2%	61,7%	n.a.	-3,1%
ADX	ADX-ES	367,6	80,2	n.a.	15,4	38,6%	0,3	-3,9%	2,1%	n.a.	53,4%

Análisis de sensibilidad (2023e)
A) Análisis de sensibilidad del EBITDA Rec. y múltiplos a variaciones en los márgenes

Escenario	EBITDA/Ingresos 23e	EBITDA 23e	EV/EBITDA 23e
Max	3,4%	83,2	10,1x
Central	3,1%	76,0	11,0x
Min	2,8%	68,7	12,2x

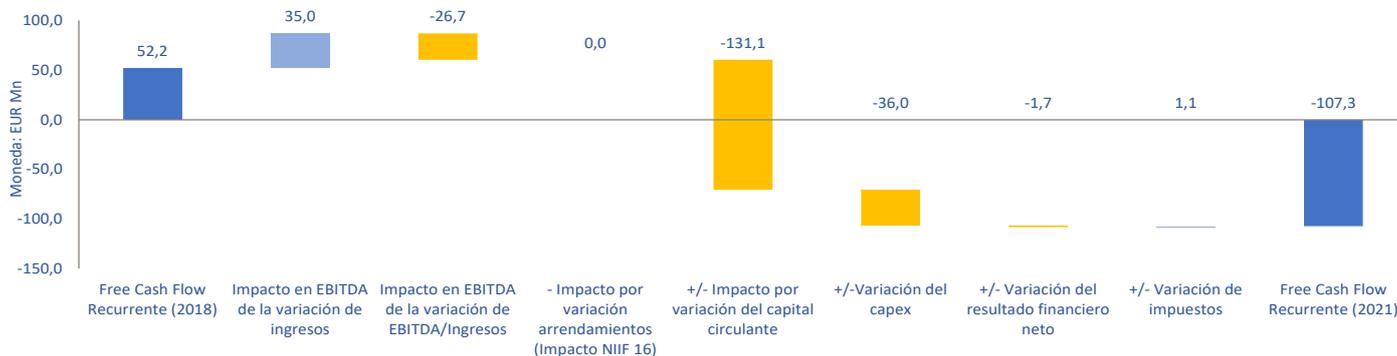
Anexo 1. Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e		
Inmovilizado inmaterial	81,8	111,5	106,3	159,5	200,0	200,0	200,0	200,0		
Inmovilizado material	167,9	166,6	75,3	87,4	117,2	106,3	154,2	175,2		
Otros activos no corrientes	8,0	12,5	14,3	14,8	23,4	23,4	23,4	23,4		
Inmovilizado financiero	30,3	99,0	76,3	25,6	105,7	109,9	114,1	118,3		
Fondo de comercio y otros intangibles	98,5	138,6	137,9	137,9	137,9	137,9	137,9	137,9		
Activo circulante	140,5	161,6	177,1	266,0	405,0	573,9	537,4	536,3		
Total activo	527,0	689,8	587,2	691,3	989,3	1.151,4	1.167,1	1.191,2		
Patrimonio neto	57,9	106,3	122,2	135,2	137,0	141,5	162,1	205,3		
Minoritarios	13,1	33,3	33,5	7,8	12,0	14,9	17,8	20,8		
Provisiones y otros pasivos a LP	79,1	92,1	59,3	114,7	138,6	138,6	138,6	138,6		
Otros pasivos no corrientes	-	-	9,6	8,9	16,5	16,5	16,5	16,5		
Deuda financiera neta	260,3	291,8	169,2	202,9	426,9	487,5	499,5	478,0		
Pasivo circulante	116,5	166,4	193,5	221,8	258,4	352,4	332,6	332,0		
Total pasivo	527,0	689,8	587,2	691,3	989,3	1.151,4	1.167,1	1.191,2		
TACC										
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	18-21	21-24e
Total Ingresos	675,6	986,9	1.043,8	969,3	1.690,0	2.610,2	2.417,2	2.411,3	19,6%	12,6%
<i>Cto. Total Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>46,1%</i>	<i>5,8%</i>	<i>-7,1%</i>	<i>74,4%</i>	<i>54,5%</i>	<i>-7,4%</i>	<i>-0,2%</i>		
Coste de ventas	(594,2)	(883,2)	(917,2)	(854,4)	(1.561,2)	(2.474,2)	(2.258,9)	(2.222,2)		
Margen Bruto	81,5	103,7	126,6	114,9	128,8	136,1	158,3	189,1	7,5%	13,7%
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>12,1%</i>	<i>10,5%</i>	<i>12,1%</i>	<i>11,9%</i>	<i>7,6%</i>	<i>5,2%</i>	<i>6,5%</i>	<i>7,8%</i>		
Gastos de personal	(14,3)	(19,4)	(21,0)	(22,5)	(27,7)	(30,5)	(31,5)	(32,8)		
Otros costes de explotación	(29,9)	(39,5)	(37,3)	(42,3)	(47,9)	(51,0)	(50,9)	(51,3)		
EBITDA recurrente	37,2	44,8	68,3	50,1	53,1	54,6	76,0	105,0	5,8%	25,5%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	<i>n.a.</i>	<i>20,6%</i>	<i>52,4%</i>	<i>-26,7%</i>	<i>6,0%</i>	<i>2,9%</i>	<i>39,1%</i>	<i>38,2%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>5,5%</i>	<i>4,5%</i>	<i>6,5%</i>	<i>5,2%</i>	<i>3,1%</i>	<i>2,1%</i>	<i>3,1%</i>	<i>4,4%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	-	-	-	-	(0,2)	-	-	-		
EBITDA	37,2	44,8	68,3	50,1	52,9	54,6	76,0	105,0	5,7%	25,6%
Depreciación y provisiones	(18,5)	(25,1)	(25,1)	(19,7)	(22,0)	(22,4)	(23,8)	(26,3)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	(1,1)	-	-	-	-	-		
EBIT	18,6	19,7	42,1	30,4	31,0	32,2	52,2	78,7	16,2%	36,5%
<i>Cto. EBIT</i>	<i>n.a.</i>	<i>5,9%</i>	<i>113,1%</i>	<i>-27,7%</i>	<i>1,7%</i>	<i>3,8%</i>	<i>62,2%</i>	<i>50,8%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>2,8%</i>	<i>2,0%</i>	<i>4,0%</i>	<i>3,1%</i>	<i>1,8%</i>	<i>1,2%</i>	<i>2,2%</i>	<i>3,3%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	(0,1)	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(12,6)	(17,1)	(13,9)	(12,7)	(26,5)	(27,5)	(28,8)	(28,6)		
Resultados por puesta en equivalencia	(0,1)	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	4,2	4,2	4,2		
Beneficio ordinario	5,8	2,6	28,1	17,7	4,5	8,9	27,6	54,3	19,7%	n.a.
<i>Cto. Beneficio ordinario</i>	<i>n.a.</i>	<i>-55,4%</i>	<i>979,7%</i>	<i>-37,0%</i>	<i>-74,8%</i>	<i>98,6%</i>	<i>211,8%</i>	<i>96,7%</i>		
Extraordinarios	(0,1)	8,6	5,0	16,3	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	5,8	11,2	33,1	34,0	4,5	8,9	27,6	54,3	-26,4%	n.a.
Impuestos	0,5	(1,8)	(1,7)	(3,9)	(3,2)	(1,3)	(4,1)	(8,1)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>n.a.</i>	<i>15,9%</i>	<i>5,1%</i>	<i>11,4%</i>	<i>72,1%</i>	<i>15,0%</i>	<i>15,0%</i>	<i>15,0%</i>		
Minoritarios	2,0	(1,0)	(5,9)	(3,8)	1,6	(2,9)	(2,9)	(2,9)		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	8,3	8,4	25,4	26,4	2,8	4,6	20,5	43,2	-30,4%	n.a.
<i>Cto. Beneficio neto</i>	<i>n.a.</i>	<i>2,0%</i>	<i>202,5%</i>	<i>3,7%</i>	<i>-89,2%</i>	<i>61,5%</i>	<i>347,7%</i>	<i>110,6%</i>		
Beneficio ordinario neto	7,8	1,2	20,7	11,9	4,8	4,6	20,5	43,2	59,1%	n.a.
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>n.a.</i>	<i>-84,7%</i>	<i>n.a.</i>	<i>-42,6%</i>	<i>-59,5%</i>	<i>-4,9%</i>	<i>347,7%</i>	<i>110,6%</i>		
TACC										
Cash Flow (EUR Mn)	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	18-21	21-24e
EBITDA recurrente						54,6	76,0	105,0	5,8%	25,5%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var. capital circulante						(74,9)	16,8	0,5		
Cash Flow operativo recurrente						-20,3	92,7	105,5	-38,7%	60,6%
CAPEX						(20,3)	(71,8)	(47,3)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(27,5)	(28,8)	(28,6)		
Impuestos						(1,3)	(4,1)	(8,1)		
Free Cash Flow Recurrente						(69,4)	(11,9)	21,5	-59,5%	30,1%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						8,8	-	-		
Free Cash Flow						(60,6)	(11,9)	21,5	-89,5%	28,1%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						60,6	11,9	(21,5)		

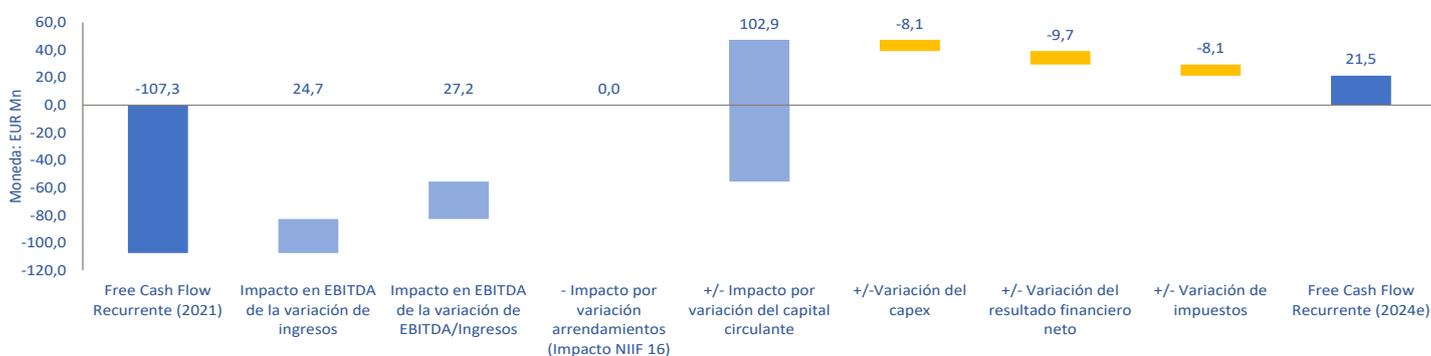
Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	TACC	
								18-21	21-24e
EBITDA recurrente	44,8	68,3	50,1	53,1	54,6	76,0	105,0	5,8%	25,5%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	20,6%	52,4%	-26,7%	6,0%	2,9%	39,1%	38,2%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	4,5%	6,5%	5,2%	3,1%	2,1%	3,1%	4,4%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	(1,1)	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	28,7	11,7	(60,7)	(102,4)	(74,9)	16,8	0,5		
= Cash Flow operativo recurrente	73,6	78,9	(10,6)	(49,3)	(20,3)	92,7	105,5	-38,7%	60,6%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	459,7%	7,3%	-113,4%	-364,8%	58,9%	557,5%	13,7%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	7,5%	7,6%	n.a.	n.a.	n.a.	3,8%	4,4%		
- CAPEX	(3,1)	(33,5)	(17,0)	(39,1)	(20,3)	(71,8)	(47,3)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(17,2)	(16,1)	(13,4)	(18,9)	(27,5)	(28,8)	(28,6)		
- Impuestos	(1,1)	-	-	-	(1,3)	(4,1)	(8,1)		
= Free Cash Flow recurrente	52,2	29,3	(41,0)	(107,3)	(69,4)	(11,9)	21,5	-59,5%	30,1%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	967,1%	-43,9%	-239,8%	-162,1%	35,3%	82,8%	279,8%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	5,3%	2,8%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,9%		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,4	46,5	(91,1)	(77,4)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	(84,1)	46,8	118,2	(29,0)	8,8	-	-		
= Free Cash Flow	(31,4)	122,6	(13,8)	(213,7)	(60,6)	(11,9)	21,5	-89,5%	28,1%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	65,1%	490,2%	-111,3%	n.a.	71,6%	80,3%	279,8%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	14,2%	8,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	5,8%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	n.a.	33,3%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	5,8%		
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	(6,0)	52,2	29,3	(41,0)	(107,3)	(69,4)	(11,9)		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	17,1	2,6	(4,9)	37,2	28,9	(4,0)	(0,2)		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(9,5)	20,9	(13,3)	(34,2)	(27,4)	25,4	29,2		
= Variación EBITDA recurrente	7,6	23,5	(18,2)	3,0	1,5	21,3	29,0		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	(1,1)	1,1	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	52,8	(17,0)	(72,4)	(41,7)	27,5	91,6	(16,3)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	60,4	5,4	(89,6)	(38,7)	29,1	113,0	12,7		
+/- Variación del CAPEX	1,2	(30,4)	16,6	(22,2)	18,8	(51,5)	24,5		
+/- Variación del resultado financiero neto	(2,3)	1,0	2,7	(5,5)	(8,6)	(1,3)	0,2		
+/- Variación de impuestos	(1,1)	1,1	-	-	(1,3)	(2,8)	(4,0)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	58,2	(22,9)	(70,3)	(66,4)	37,9	57,5	33,4		
Free Cash Flow Recurrente	52,2	29,3	(41,0)	(107,3)	(69,4)	(11,9)	21,5		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
EBIT	19,7	42,1	30,4	31,0	32,2	52,2	78,7	16,2%	36,5%
* <i>Tasa fiscal teórica</i>	15,9%	5,1%	11,4%	30,0%	15,0%	15,0%	15,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(3,1)	(2,2)	(3,5)	(9,3)	(4,8)	(7,8)	(11,8)		
EBITDA recurrente	44,8	68,3	50,1	53,1	54,6	76,0	105,0	5,8%	25,5%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	(1,1)	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	28,7	11,7	(60,7)	(102,4)	(74,9)	16,8	0,5		
= Cash Flow operativo recurrente	73,6	78,9	(10,6)	(49,3)	(20,3)	92,7	105,5	-38,7%	60,6%
- CAPEX	(3,1)	(33,5)	(17,0)	(39,1)	(20,3)	(71,8)	(47,3)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(3,1)	(2,2)	(3,5)	(9,3)	(4,8)	(7,8)	(11,8)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	67,3	43,3	(31,0)	(97,8)	(45,4)	13,1	46,4	-51,1%	35,3%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	662,2%	-35,7%	-171,7%	-215,0%	53,6%	129,0%	253,0%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	6,8%	4,1%	n.a.	n.a.	n.a.	0,5%	1,9%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,4	46,5	(91,1)	(77,4)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	(84,1)	46,8	118,2	(29,0)	8,8	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	(16,3)	136,6	(3,9)	(204,1)	(36,6)	13,1	46,4	n.a.	30,6%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	78,3%	936,7%	-102,9%	n.a.	82,1%	135,9%	253,0%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	8,0%	5,2%	n.a.	n.a.	n.a.	1,6%	5,5%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	n.a.	16,3%	n.a.	n.a.	n.a.	1,6%	5,5%		

Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2017 - 2021)



Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2021 - 2024e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



Comportamiento del precio de la acción vs EBITDA (12m forward)



Anexo 3. Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	367,6	
+ Minoritarios	14,0	Rdos. 6m 2022
+ Provisiones y otros pasivos a LP	75,4	Rdos. 6m 2022
+ Deuda financiera neta	469,5	Rdos. 6m 2022
- Inmovilizado financiero	87,5	Rdos. 6m 2022
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	839,0	

Anexo 4. Principales comparables 2022e

	EUR Mn	Integrated Utilities				Average	Renewable Energy			Average	ADX
		Iberdrola	Endesa	Naturgy	EDP		Solaria	Grenergy	Scatec A		
Datos Mercado	Ticker (Factset)	IBE-ES	ELE-ES	NTGY-ES	EDP-PT		SLR-ES	GRE-ES	SCATC-NO		ADX-ES
	País	Spain	Spain	Spain	Portugal		Spain	Spain	Norway		Spain
	Market cap	60.961,6	16.326,0	23.008,9	17.607,6		2.019,8	952,0	1.115,9		367,6
	Enterprise value (EV)	110.515,9	30.625,5	37.373,0	40.240,2		2.582,9	1.272,8	2.783,0		839,0
Información financiera básica	Total Ingresos	45.369,2	24.170,2	23.199,0	15.440,6		176,8	196,9	356,2		2.610,2
	Cto.Total Ingresos	16,0%	17,7%	4,8%	1,8%	10,1%	85,9%	138,7%	25,2%	83,3%	54,5%
	2y TACC (2022e - 2024e)	3,5%	-5,8%	-3,8%	8,4%	0,6%	36,1%	40,4%	29,0%	35,2%	-3,9%
	EBITDA	12.376,7	4.206,0	4.099,7	4.074,5		152,9	70,2	224,2		54,6
	Cto. EBITDA	6,3%	19,3%	13,6%	45,5%	21,2%	71,6%	68,0%	12,0%	50,5%	3,2%
	2y TACC (2022e - 2024e)	8,0%	4,5%	2,2%	8,6%	5,8%	35,7%	64,9%	35,8%	45,4%	38,6%
	EBITDA/Ingresos	27,3%	17,4%	17,7%	26,4%	22,2%	86,5%	35,6%	63,0%	61,7%	2,1%
	EBIT	7.430,0	2.534,7	2.564,7	2.433,9		124,4	54,5	46,1		32,2
	Cto. EBIT	0,0%	27,1%	18,6%	132,2%	44,5%	81,2%	57,4%	-62,9%	25,2%	3,8%
	2y TACC (2022e - 2024e)	8,5%	5,0%	1,7%	11,0%	6,5%	33,5%	61,4%	n.a.	47,4%	56,4%
	EBIT/Ingresos	16,4%	10,5%	11,1%	15,8%	13,4%	70,4%	27,7%	12,9%	37,0%	1,2%
	Beneficio Neto	4.205,1	1.783,8	1.278,3	855,0		80,6	26,6	(81,4)		4,6
	Cto. Beneficio Neto	7,3%	24,3%	16,5%	30,2%	19,6%	67,7%	63,4%	-324,0%	-64,3%	61,5%
	2y TACC (2022e - 2024e)	6,9%	4,3%	1,1%	17,9%	7,6%	29,9%	59,5%	70,5%	53,3%	n.a.
	CAPEX/Ventas	23,8%	10,4%	7,8%	28,2%	17,6%	231,0%	164,1%	77,8%	157,6%	0,8%
Free Cash Flow	(1.752,2)	548,4	1.051,2	(762,4)		(329,6)	(266,0)	(70,5)		(60,6)	
Deuda financiera Neta	45.165,5	10.095,6	13.259,7	14.632,3		819,9	497,6	1.627,9		487,5	
DN/EBITDA (x)	3,6	2,4	3,2	3,6	3,2	5,4	7,1	7,3	6,6	8,9	
Pay-out	71,2%	70,5%	93,2%	88,2%	80,8%	0,0%	0,0%	-56,3%	-18,8%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	14,7	9,3	17,7	21,5	15,8	24,8	29,5	n.a.	27,2	80,2
	P/BV (x)	1,4	2,8	3,7	1,8	2,4	6,3	3,7	1,4	3,8	2,6
	EV/Ingresos (x)	2,4	1,3	1,6	2,6	2,0	14,6	6,5	7,8	9,6	0,3
	EV/EBITDA (x)	8,9	7,3	9,1	9,9	8,8	16,9	18,1	12,4	15,8	15,4
	EV/EBIT (x)	14,9	12,1	14,6	16,5	14,5	20,8	23,3	n.a.	22,0	26,1
	ROE	9,2	30,5	21,0	8,6	17,3	25,3	12,5	n.a.	18,9	3,3
	FCF Yield (%)	n.a.	3,4	4,6	n.a.	4,0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	DPA	0,46	1,19	1,24	0,19	0,77	0,00	0,00	0,29	0,10	0,00
	Dvd Yield	4,9%	7,7%	5,2%	4,3%	5,5%	0,0%	0,0%	4,1%	1,4%	0,0%

Nota 1: Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Factset). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).

Nota 2: Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

INFORMACIÓN LEGAL IMPORTANTE SOBRE ESTE INFORME

LIGHTHOUSE

Lighthouse es un proyecto de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Lighthouse es un proyecto de análisis plenamente financiado por Bolsas y Mercados Españoles S.A. Lighthouse persigue mejorar la cobertura de análisis de los "valores huérfanos" del mercado español: aquellos que carecen de una cobertura real y continuada de análisis. Los informes de Lighthouse no incluirán ni valoración ni precio objetivo. Lighthouse no persigue asesorar en materia de inversión a ninguna persona física o jurídica. Por este motivo, Lighthouse no dará ninguna recomendación personalizada de inversión de ninguno de los valores que analice.

IEAF Servicios de Análisis S.L.U. es una sociedad de nacionalidad española, cuyo objeto social es

1º) La prestación de servicios de información y análisis financiero de los valores emitidos por todo tipo de personas jurídicas que pueden cotizar o no en los mercados secundarios oficiales, y especialmente (pero no exclusivamente) de aquellos valores que no son objeto recurrente de información y análisis por los analistas financieros que intervienen en los mercados.

2º) La prestación de los servicios de publicidad y actualización de los referidos informes y análisis financieros, así como la monitorización y seguimiento de los valores objeto de información y análisis.

3º) La realización de estudios y proyectos dirigidos a proponer e implantar medidas tendentes a mejorar la información y análisis financieros de los valores que cotizan en los mercados secundarios oficiales.

IEAF Servicios de Análisis S.L.U. es una sociedad cuyo socio único es el Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF), asociación profesional sin ánimo de lucro.

DISCLAIMER

El Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) certifica que todo Analista de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. cuyo nombre figure como Autor de este informe, expresa opiniones que reflejan su opinión personal e independiente sobre la compañía analizada. Sin que estas impliquen, ni directa ni indirectamente una recomendación personalizada de la compañía analizada a efectos de constituir un asesoramiento en materia de inversión. El informe se basa en la elaboración de proyecciones financieras detalladas a partir de información pública y siguiendo la metodología de análisis fundamental tradicional (no tratándose, por tanto de un informe de análisis técnico ni cuantitativo). Para la metodología de análisis empleada en la redacción de este informe, por favor, contacte directamente con el analista, cuyos datos de contacto figuran en la portada de este informe.

El informe incluye información básica de los principales parámetros a utilizar por un inversor a la hora de realizar por sí mismo una valoración (sea por descuento de flujos o por múltiplos). Dichos parámetros son la opinión o estimación personal del analista. La persona que reciba este informe deberá aplicar su propio juicio a la hora de utilizar dichos parámetros. Y deberá considerarlos un elemento más en su proceso de decisión en materia de inversión. Esos parámetros no constituyen una recomendación personalizada de inversión.

Normas de confidencialidad y conflictos de interés

Ninguna de las siguientes normas (12) de confidencialidad y conflictos de interés son de aplicación a este informe:

1. El presente informe es un análisis no independiente al estar realizado por encargo de la compañía analizada (emisor).
2. En los últimos 12 meses, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., han tenido mandatos de Finanzas Corporativas o bien han gestionado o cogestionado una oferta pública de los valores del emisor, o bien recibido de dicho emisor una remuneración por los servicios de Finanzas Corporativas, que excluyen los servicios de corredor por unos honorarios anticipados.
3. El Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., espera recibir o pretende obtener en los próximos 6 meses una remuneración por los servicios de Finanzas Corporativas prestados a esta empresa, que excluyen los servicios de corredor por unos honorarios anticipados.
4. El Analista de Inversiones o un miembro del Departamento de Análisis o alguien que viva en su casa tiene una posición larga en las acciones o los derivados del emisor correspondiente.
5. El Analista de Inversiones o un miembro del Departamento de Análisis o alguien que viva en su casa tiene una posición corta en las acciones o los derivados del emisor correspondiente.
6. A la fecha de producción, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U. tenían una posición larga superior al 0,5% del Capital del emisor.
7. A la fecha de producción, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U. tenían una posición corta superior al 0,5% del Capital del emisor.
8. Al fin del mes inmediatamente anterior a la publicación de este informe, o del mes previo si el informe se publica en los diez días siguientes al final del mes, la compañía analizada (el emisor) o cualquiera de sus filiales, poseían el 5% o más de cualquier clase de valores de renta variable del Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U.
9. Un alto directivo o ejecutivo del Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., o bien un miembro de sus departamentos es directivo, ejecutivo, asesor o miembro del Consejo de Administración del emisor y/o una de sus subsidiarias.
10. El Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., actúa en calidad de corredor del Emisor por los honorarios anticipados correspondientes.
11. El contenido de este informe que incluye el análisis financiero, proyecciones financieras, valoración, opinión y conclusiones del analista ha sido revisado por el emisor antes de su publicación.
12. El emisor ha realizado cambios en el contenido del informe antes de su distribución.

Los Analistas de Inversiones que han elaborado el presente Análisis de Inversiones son empleados de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Dichos analistas han recibido (o recibirán) una remuneración en función de los beneficios generales de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Para obtener una copia del Código de Conducta de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. (para la Gestión de Conflictos de Interés en el departamento de Análisis), contacte por correo electrónico con secretaria@ieaf.es o consulte el contenido de este Código en www.ieaf.es.

IEAF Servicios de Análisis está remunerado por Bolsas y Mercados Españoles, S.A. para la redacción de este informe. Este informe debe considerarse solo un elemento más en la toma de decisiones de inversión.

Un informe emitido por IEAF Servicios de Análisis S.L.U.

Todos los derechos reservados. Queda prohibido su uso o distribución no autorizados. Este documento ha sido elaborado y distribuido, según lo establecido en la MiFID II, por IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Su actividad empresarial está regulada por la CNMV. La información y las opiniones expresadas en este documento no constituyen ni pretenden constituir una oferta o la solicitud de una oferta para la compra o la venta de los valores referidos (es decir, los valores mencionados en el presente y los warrants, opciones, derechos o intereses relacionados con estos). La información y las opiniones contenidas en este documento están basadas en informaciones de carácter público y en fuentes consideradas fiables por IEAF Servicios de Análisis S.L.U., pero no se ofrece ninguna garantía en cuanto a su precisión o integridad. Todos los comentarios y las estimaciones facilitadas reflejan únicamente la

opinión de IEF Servicios de Análisis S.L.U. y no ofrecen ninguna garantía implícita o explícita. Todas las opiniones expresadas están sujetas a cambio sin previo aviso. En el presente documento no se tienen en cuenta los objetivos de inversión concretos, el estado financiero, la actitud frente al riesgo ni otras cuestiones específicas de la persona que reciba este documento, de modo que ésta deberá aplicar su juicio al respecto. Ni el Instituto Español de Analistas Financieros ni su filial, IEF Servicios de Análisis S.L.U., asumen responsabilidad alguna por las pérdidas directas o indirectas derivadas del uso de los análisis publicados, salvo en caso de conducta negligente por parte de IEF Servicios de Análisis S.L.U. La información contenida en este informe se aprueba para su distribución a clientes profesionales, contrapartes elegibles y asesores profesionales, no a clientes particulares o minoristas. Se prohíbe su reproducción, distribución o publicación para cualquier fin sin la autorización por escrito de IEF Servicios de Análisis S.L.U. El Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) y/o su filial IEF Servicios de Análisis S.L.U., sus empleados y directivos, pueden tener una posición (larga o corta) en una inversión sabiendo que ese emisor será objeto de análisis y que ese análisis se distribuirá a inversores institucionales. Cualquier información adicional sobre el contenido de este informe se remitirá previa solicitud. IEF Servicios de Análisis tiene como objetivo la publicación de (al menos) un informe o nota trimestral de actualización de la compañía analizada.

Estados Unidos. IEF Servicios de Análisis S.L.U. no está inscrito en Estados Unidos y, por lo tanto, no está sujeto a la normativa de dicho país sobre la elaboración de análisis y la independencia de los analistas. Este informe se distribuirá únicamente a los principales inversores institucionales de EE.UU., con arreglo a la exención de inscripción estipulada por la Normativa 15a-6 de la Ley del Mercado de Valores de Estados Unidos de 1934, en su versión enmendada (la "Exchange Act") y en las interpretaciones de ésta realizadas por la Comisión de Valores de EE.UU. ("SEC").

Principales inversores institucionales de EE.UU. Este informe se distribuirá a los "Principales inversores institucionales de EE.UU." según la definición de la Normativa 15a-6 de la Comisión del Mercado de Valores de Estados Unidos y de la Ley del Mercado de Valores de EE.UU. de 1934.

Histórico de notas e informes

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
03-Oct-2022	n.a.	0,84	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2022	David López Sánchez
13-May-2022	n.a.	1,19	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2022	David López Sánchez
01-Mar-2022	n.a.	1,30	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2021	David López Sánchez
16-Nov-2021	n.a.	1,30	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2021	David López Sánchez
01-Oct-2021	n.a.	1,50	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2021	David López Sánchez
14-May-2021	n.a.	1,94	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2021	David López Sánchez
02-Mar-2021	n.a.	2,04	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2020	David López Sánchez
12-Nov-2020	n.a.	2,07	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2020	David López Sánchez
13-Oct-2020	n.a.	2,09	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones: A la baja	David López Sánchez
24-Sep-2020	n.a.	1,73	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2020	David López Sánchez
14-May-2020	n.a.	1,95	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2020	David López Sánchez
28-Feb-2020	n.a.	2,44	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2019	David López Sánchez
14-Nov-2019	n.a.	2,13	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2019	David López Sánchez
24-Sep-2019	n.a.	1,70	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	David López Sánchez

