

RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Sector: Electric Utilities

 Precio de Cierre: EUR 1,30 (24 feb 2023)
 Fecha del informe: 27 feb 2023 (14:00h)

Resultados 12m 2022
 Análisis Independiente de Compañías

Resultados 12m 2022
Opinión ⁽¹⁾: En línea

Impacto ⁽¹⁾: Mantenemos estimaciones

 David López Sánchez – david.lopez@lighthouse-ieaf.com
 +34 915 904 226

Rdos. 2022, en línea. La mejora de márgenes ya es una realidad (EBITDA 2022: +15%)

Descripción del negocio

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 245MW (91MW de energía eólica y 154MW de solar), 26MW en construcción y 1.144MW fotovoltaicos en varias fases de desarrollo.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	573,7	604,8
EV (Mn EUR y USD) ⁽²⁾	970,3	1.022,8
Número de Acciones (Mn)	440,3	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	1,40 / 1,07 / 0,70	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,76	
Rotación ⁽³⁾	33,7	
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

Comportamiento relativo (base 100)

Comportamiento en bolsa (%)

	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluta	-5,5	40,1	22,6	109,5
vs Ibex 35	-7,9	27,7	9,2	123,6
vs Ibex Small Cap Index	-7,7	23,9	14,3	71,6
vs Eurostoxx 50	-6,1	32,8	12,3	72,5
vs Índice del sector ⁽⁴⁾	-5,6	40,3	24,3	55,6

(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 2.

(3) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.

(4) vs Stoxx Europe 600 Utilities.

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

EL FORTÍSIMO AUMENTO DEL PRECIO DE LA ELECTRICIDAD DISPARA LOS INGRESOS (+56,4% VS 2021). ADX cierra 2022 con unos ingresos de EUR 2.633Mn (+56,4%; completamente en línea con lo esperado). Un fortísimo crecimiento explicado exclusivamente por el aumento de precios de electricidad y gas comercializados que, como veíamos en los trimestres anteriores, permite compensar: (i) la caída de puntos de suministro hasta 387 miles por el foco en los clientes más rentables (-25,3% vs 2021; aunque en el 4T estanco la caída ya se frena al -2% vs 3T22) y (ii) el menor volumen de energía comercializada (-14,9% vs 2021).

LA VOLATILIDAD DE PRECIOS DEL MERCADO ENERGÉTICO IMPACTA EN EL MARGEN BRUTO (-1,8P.P. VS 2021). Durante 2022 el mercado energético se vio inmerso en una "tormenta perfecta" que disparó los precios del gas y electricidad (impactando de lleno en los negocios de comercialización de energía). Lo que reduce el margen bruto de ADX hasta el 5,5%/s Ingresos (vs 7% de 2021 y ¡12% en 2020!). ADX cierra 2022 con un margen bruto de EUR 143,8Mn (+17,2% vs 2021).

AUNQUE EL 4T22 ESTANCO YA REFLEJARÍA UN PUNTO DE INFLEXIÓN EN MÁRGENES. Si ponemos el foco en el 4T estanco, el margen bruto "rebota" hasta el 7% frente al 5% del 3T21 y el 5,5% del conjunto del año, recuperando así los niveles vistos a finales de 2021. Lo que, a nuestro juicio, marcaría un punto de inflexión en los márgenes del negocio de comercialización (el más afectado por el entorno del mercado energético durante 2022).

LA ENTRADA EN EXPLOTACIÓN DE NUEVAS PLANTAS FOTOVOLTAICAS IMPULSA EL EBITDA (EUR 54,1MN; +15,5% VS 2021). La entrada en explotación de nuevas plantas fotovoltaicas (+19MW sin incluir Panamá; consolidada por puesta en equivalencia) se traduce en un aumento de la producción del 29% hasta 258 GWh. Lo que impulsa la generación de EBITDA del negocio de generación de ADX, que en 2022 aportó el 42% del EBITDA total (frente al 27% de 2021). Lo que, pese a la contracción de márgenes (Mg. EBITDA 2022 2,1% vs 2,8% en 2021) impulsa el EBITDA 2022 hasta EUR 54,1Mn (+15,5% vs 2021); completamente en línea con lo esperado.

LA CARTERA DE PROYECTOS FOTOVOLTAICOS SE REDUCE A 1,4GW. A fecha de este informe la cartera de proyectos se sitúa en 1,4GW (frente a los 2,5GW avanzados anteriormente; previos a la depuración realizada para cumplir con el RDL 23/2020). Del total de la cartera, 245MW se encuentran en operación y 26MW en construcción. Además, 141MW cuentan con declaración de impacto ambiental (DIA) favorable y 323MW cuentan con estado cercano al RTB.

DEUDA NETA, EUR 347,3MN (-18,7% VS 2021). La Deuda Neta (ex NIIF 16) cierra el ejercicio 2022 en EUR 347,3Mn (DN/EBITDA c. 6,5x vs c. 9x en 2021).

MANTENEMOS ESTIMACIONES. LA CLAVE SIGUE SIENDO LA RECUPERACIÓN DE MÁRGENES. ADX cierra un 2022 con dos mitades claramente diferenciadas, con un 1S22 completamente impactado por la volatilidad e incertidumbre del mercado energético. Lo que implica que 2022 no sea un ejercicio extrapolable ni en ingresos ni en márgenes. Si ponemos el foco en el 4T estanco, la mejora de márgenes ya es una realidad, lo que nos lleva a mantener nuestras estimaciones de EBITDA 2023e (c. EUR 70Mn; +30% vs 2022): básicamente contemplan un margen bruto de c. 7% (en línea con el visto en el 4T22) y la contribución al resultado 2023e de los 19MW que entraron en operación a finales de 2022 y los 26MW actualmente en construcción.

Anexo 1. Tabla de resultados

EUR Mn	12m22 Real		12m22 Real		12m22 Real		4T22 vs	
	12m22 Real	12m21	vs 12m21	2022e	vs 12m21	4T22	4T21	
Total Ingresos	2.633,0	1.683,9	56,4%	2.610,2	0,9%	599,5	10,9%	
Margen Bruto	143,8	122,7	17,2%	134,8	6,7%	40,7	11,2%	
Margen Bruto / Ingresos	5,5%	7,3%	-1,8 p.p.	5,2%	0,3 p.p.	6,8%	0,0 p.p.	
EBITDA	54,1	46,9	15,5%	53,3	1,5%	18,1	15,3%	
EBITDA / Ingresos	2,1%	2,8%	-0,7 p.p.	2,0%	-1,1 p.p.	3,0%	0,1 p.p.	
EBIT	32,3	24,9	29,7%	30,9	4,6%			
BN	3,5	-3,3	206,8%	2,2	60,1%			
Puntos de suministro (miles)	387	518	-25,3%					
Energía suministrada (TWh)	13	15	-14,9%					
Potencia instalada (MW) ²	179	160	11,9%					
Energía generada (GWh) ²	258	200	29,0%					
	2022	2021						
Deuda Neta ¹	347,3	427,0	-18,7%	488,7	14,4%			
Deuda Neta / EBITDA	6,4 x	9,1 x		9,2 x	-2,8 x			

(1) Deuda Neta ajustada para excluir el impacto de la NIIF 16 EUR 20,7Mn y EUR 16,5Mn en 2022 y 2021, respectivamente.

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

Tabla 2. Cartera de proyectos (MW)

MW	Grid		Environmental		Under		Total	%
	Early Stage	Connection	approval	Backlog	Construction	Operation		
Spain	50	35	141	90	26	133	475	21,9%
Portugal	405	0	0	204	0	0	609	28,0%
Italy	0	190	0	29	0	0	219	10,1%
France	0	0	0	0	0	12	12	0,0%
Poland	0	0	0	0	0	34	34	1,6%
Panamá*	0	0	0	0	0	66	66	3,0%
TOTAL	455	225	141	323	26	245	1.415	64,6%

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

Anexo 2. Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	573,7	
+ Minoritarios	13,3	Rdos. 12m 2022
+ Provisiones y otros pasivos a LP	63,6	Rdos. 12m 2022
+ Deuda financiera neta	347,3	Rdos. 12m 2022
- Inmovilizado financiero	27,6	Rdos. 12m 2022
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	970,3	

LIGHTHOUSE

Calle Basílica, 17, 1ª Planta, Oficinas
28020 Madrid

T: +34 915 904 226

institutodeanalistas.com/lighthouse

Alfredo Echevarría Otegui

Head of research

alfredo.echevarria@lighthouse-ieaf.com

David López Sánchez

Equity research

david.lopez@lighthouse-ieaf.com

Luis Esteban Arribas

Equity research

luis.esteban@lighthouse-ieaf.com

Enrique Andrés Abad

Equity research

enrique.andres@lighthouse-ieaf.com

Jesús López Gómez

ESG Analyst & Data analytics

jesus.lopez@lighthouse-ieaf.com

All Lighthouse research documents are available simultaneously on the Lighthouse website (institutodeanalistas.com/lighthouse) and via third-party aggregators such as Bloomberg, Factset, Capital IQ and Refinitiv.

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, asociación profesional sin ánimo de lucro.

DISCLAIMER

El Instituto Español de Analistas Financieros 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@institutodeanalistas.com 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 IEAF 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, IEAF 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 IEAF 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 IEAF Servicios de Análisis S.L.U. El Instituto Español de Analistas Financieros y/o su filial IEAF 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. IEAF Servicios de Análisis tiene como objetivo la publicación de (al menos) un informe o nota trimestral de actualización de la compañía analizada.

Estados Unidos. IEAF 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 Mercados 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
27-Feb-2023	n.a.	1,30	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2022	David López Sánchez
16-Nov-2022	n.a.	0,89	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2022	David López Sánchez
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

