

### Resultados 9m 2019

**Opinión** <sup>(1)</sup>: Por encima de lo esperado.

**Impacto** <sup>(1)</sup>: Tendremos que subir estimaciones.

David López Sánchez – david.lopez@lighthouse-ieaf.com

+34 915 904 226

### Descripción del negocio

**Audax Renovables** es un Grupo energético independiente cuya actividad principal es la comercialización de energía eléctrica y gas (96% s/ingresos y 61% s/EBITDA 9m19), focalizada en el segmento PYME (51% de los TWh comercializados) y presencia internacional (dentro de la UE; 26% s/ingresos). Cuenta con una capacidad de 126,4MW de energía eólica en España (64%), Polonia (27%) y Francia (9%).

### Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	938,7	1.033,2
EV (Mn EUR y USD) <sup>(2)</sup>	1.142,2	1.257,3
Número de Acciones (Mn)	440,3	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	2,78 / 1,92 / 1,29	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	1,34	
Rotación <sup>(3)</sup>	36,4	
Thomson Reuters / Bloomberg	ADX.RC / ADX SM	
Cierre año fiscal	31-Dic	

### Estructura Accionarial (%)

José Elías Navarro	88,7
Free Float	11,4

### Comportamiento relativo -5y (base 100)



### Comportamiento en bolsa (%)

	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluta	38,6	31,6	27,7	420,0
vs Ibex 35	39,8	24,5	27,0	473,5
vs Ibex Small Cap Index	39,6	26,0	29,2	251,8
vs Eurostoxx 50	33,8	19,4	11,3	329,7
vs Índice del sector <sup>(4)</sup>	38,2	22,2	4,0	285,9

(1) La opinión sobre los resultados es sobre el EBITDA publicado y su relación con nuestra estimación para el ejercicio (12m). El impacto refleja si, a raíz de estos resultados, prevemos una revisión significativa (> 5%), al alza o a la baja, de nuestra estimación de EBITDA (en cualquiera de los años estimados).

(2) Para detalle del cálculo ver anexo 1.

(3) Volumen total intermediado en el valor (Mn EUR) -12m vs Mkt Cap. Representa el % de la capitalización que ha sido negociado -12m.

(4) vs Eurostoxx 600 Utilities.

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

## Ingresos en línea. La sorpresa está en el margen

**CRECIMIENTO DE INGRESOS: +10,1% (EUR 783,1Mn VS 711,1Mn 9m18)**, en línea con nuestras estimaciones (ingresos 2019e: +10,1% vs 2018): explicado principalmente por la evolución del negocio de comercialización como consecuencia de un incremento de ingresos por GWh de c. 13% (que compensó la caída en el volumen de energía suministrada del 2%).

**CON UN MARGEN EBITDA RECURRENTE MUY SUPERIOR AL ESPERADO (6,8%; +2,3p.p. vs 9m18)**, que empuja el EBITDA (ajustado por deterioros y reversiones) hasta EUR 53,5Mn (+67,5%). El incremento del margen EBITDA (vs 5,5% estimado para 2019e) se explica principalmente por la sorprendente mejora de márgenes vista en el negocio de comercialización: que recoge los primeros frutos de la estrategia de aprovisionamiento de energía a través de PPA (Mg. EBITDA 4,3% vs 2,0% en 9m18; vs 3,4% de nuestras estimaciones). Adicionalmente, destacamos que la división de generación aportó un EBITDA ajustado de EUR 20,8Mn (+4% vs 9m18) empujado por la buena marcha tanto en volumen (mayor recurso eólico) como en precios en el parque eólico de Polonia (impacto de EUR 1,6Mn en EBITDA), que compensan la pérdida de volumen tras la desinversión de 58,6MW en agosto 2019.

**Y UNA REDUCCIÓN DE LA DEUDA NETA (-22% vs 2018)**: ADX ha reportado una DN de EUR 259,8Mn que, aunque continúa siendo elevada, se reduce de forma considerable (DN/EBITDA LTM ajustado 3,9x; 3,3x sin ajustar vs 7,4x 2018). Esta reducción de la DN se explica principalmente por la desinversión de los proyectos de generación con un impacto positivo en la DN de c. EUR 50Mn (por la reducción de la deuda Project Finance asociada a los mismos).

**EN CONCLUSIÓN**: Resultados en línea en ingresos, pero mejores de lo esperado en EBITDA (excelente mejora de márgenes); que consolidan una mejora en la eficiencia operativa del negocio de comercialización. La sorpresa positiva y su continuidad durante el 4T19 llevaría a una subida de números que pivotará sobre dos palancas (opuestas): (i) la mejora de márgenes del negocio de comercialización vista durante el período 9m19 (4,3% vs 3,4% estimado) y (ii) su sostenibilidad en el tiempo (en una industria altamente competitiva).

EUR Mn	9m19	9m18	9m19 vs 9m18	3T19	3T19 vs 3T18
<b>Total Ingresos</b>	<b>783,1</b>	<b>711,1</b>	<b>10,1%</b>	<b>256,4</b>	<b>-9,5%</b>
Comercialización	755,8	683,7	10,5%	250,2	-8,6%
Generación	27,3	27,4	-0,5%	6,2	-35,9%
<b>EBITDA (Recurren)*</b>	<b>53,5</b>	<b>31,9</b>	<b>67,5%</b>	<b>19,5</b>	<b>20,4%</b>
EBITDA Rec. / Ingresos	6,8%	4,5%	2,3 p.p.	7,6%	1,9 p.p.
EBITDA	53,5	31,9	67,5%	19,5	20,4%
EBITDA / Ingresos	6,8%	4,5%	2,3 p.p.	7,6%	1,9 p.p.
EBIT	37,7	15,5	143,1%	18,8	62,9%
BN	18,5	2,0	n.a.	11,8	191%
<b>BN ordinario</b>	<b>18,5</b>	<b>2,0</b>	<b>n.a.</b>	<b>11,8</b>	<b>191%</b>
Deuda Neta**	259,8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Deuda Neta / EBITDA adj. LTM	3,9x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

\* EBITDA y EBITDA Rec. ajustados por deterioros, reversiones y resultados por enajenaciones en 9m19 (EUR 4,6Mn) y 9m18 (EUR 1,9Mn).

\*\* Dado que el negocio de comercialización se integró en nov. 2018, la DN reportada a sept. 2018 solo incluía la deuda correspondiente al negocio de generación (EUR 111,4Mn), y, por tanto, no siendo comparable con la DN reportada a sept. 2019 ni cierre 2018. Además, la Deuda Neta de sept. 2019 incluye el efecto de la NIIF 16 (impacto de +EUR 9,1Mn).

## Anexo 1. Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	938,7	
+ Minoritarios	31,4	Rdos. 9m
+ Provisiones y otros pasivos a LP	35,1	Rdos. 6m
+ Deuda financiera neta	259,8	Rdos. 9m
- Inmovilizado financiero	122,8	Rdos. 9m
+/- Otros	-	Rdos. 9m
<b>Enterprise Value (EV)</b>	<b>1.142,2</b>	

## 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 cotizan en los mercados secundarios oficiales, y específicamente 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 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 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 ha sido revisado por el emisor con anterioridad a 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](mailto:secretaria@ieaf.es) o consulte el contenido de este Código en [www.ieaf.es](http://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 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 Mercados de Valores de Estados Unidos de 1934, en su versión emendada (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 recomendaciones

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
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