

### Resultados 3m 2021

**Opinión** <sup>(1)</sup>: En línea

**Impacto** <sup>(1)</sup>: Mantenemos estimaciones

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

+34 915 904 226

### 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 PYME (c. 50% de los TWh comercializados) y presencia internacional. Cuenta con una capacidad instalada de 106MW (91MW de energía eólica y 15MW de solar), 115MW en construcción y 2.277MW fotovoltaicos en varias fases de desarrollo.

### Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	856,4	1.034,5
EV (Mn EUR y USD) <sup>(2)</sup>	1.160,5	1.401,9
Número de Acciones (Mn)	440,3	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	2,36 / 1,90 / 1,51	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	3,06	
Rotación <sup>(3)</sup>	91,2	
Refinitiv / Bloomberg	ADXR.MC / ADX SM	
Cierre año fiscal	31-Dic	

### Estructura Accionarial (%)

José Elías Navarro	65,4
Indumenta Pueri	5,9
Free Float	28,7

### Comportamiento relativo (base 100)



### Comportamiento en bolsa (%)

	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluta	-5,9	-4,2	-0,3	309,5
vs Ibex 35	-10,6	-13,9	-26,2	298,3
vs Ibex Small Cap Index	-3,3	-6,7	-34,0	115,5
vs Eurostoxx 50	-5,6	-10,4	-29,1	206,3
vs Índice del sector <sup>(4)</sup>	-4,2	-5,7	-20,6	157,4

(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 Eurostoxx 600 Utilities.

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

## Mejor en ingresos (+45%). Peor en márgenes (a la espera de la nueva capacidad de generación)

Las principales cifras del 1T21 (vs 1T20) son: Ingresos EUR 340,2Mn (+45,3%) y EBITDA Recurrente EUR 12,8Mn (+4,2% vs 1T20), con una contracción del Mg. EBITDA hasta el 3,8% (vs 5,2% en 1T20) y BN de EUR 1,5Mn (+5,8%). Por el lado del balance, la Deuda Neta se sitúa en EUR 319,2Mn (+63,8% vs cierre 2020). Destacamos:

**ADX ACELERA EL CRECIMIENTO EN INGRESOS (+45,3% vs 1T20)**, como resultado de: (i) el incremento en los precios de la energía comercializada en sus principales mercados (vs precios deprimidos en 1T20) y (ii) el mayor volumen comercializado, con un incremento del número de puntos de suministro tras la integración de Hungría (3T20) hasta superar los 540mil (vs 365mil en 1T20; +47,8% y +26% en términos orgánicos). La incorporación de la filial en Hungría habría aportado c. EUR 90Mn a los ingresos 1T21 (c. 25% s/Ingresos 1T21).

**AUNQUE EL CRECIMIENTO EN VOLUMEN REDUCE LOS MÁRGENES (Mg. EBITDA 1T21: 3,8%)**. El Mg. Bruto cae al 8,8% (vs 12,8% en el 1T20) y el Mg. EBITDA Rec. se reduce al 3,8% (-1,5p.p. vs 1T20; aunque mejora +0,4p.p. vs 4T20) esencialmente como consecuencia de: (i) el importante crecimiento en volumen aportado por Hungría (con márgenes aún reducidos) y (ii) la reducción del 19% de la energía generada (48 GWh vs 60 GWh en 1T20), resultado de la producción excepcional del parque eólico de Polonia durante el 1T20 (hoy en línea con su media histórica).

**LA CARTERA DE PROYECTOS FOTOVOLTAICOS SIGUE CRECIENDO...** A principios de 2021, ADX incorpora a su cartera de generación un conjunto de proyectos que totalizan 1.942 MWp por c. EUR 100Mn (en varias fases de desarrollo; adquiridos al accionista de control de ADX). Lo que incrementa la cartera total de ADX hasta situarla en 2.498MW, de los que 106MW se encontrarían en operación (+16,5% vs 4T20), 115MW en construcción (-8,0%) y otros 2.277MW en varias fases de desarrollo (+124,1% vs 4T20; para más detalle ver página siguiente).

**...Y PRODUCE UN INCREMENTO DEL ENDEUDAMIENTO (+64% vs 2020)**. La Deuda Neta (ex NIIF 16) cierra el 1T21 en EUR 319,2Mn (+63,8% vs cierre 2020), lo que empujaría la DN/EBITDA 2021e a c. 4x (vs c. 3,5x en 2020).

**EN DEFINITIVA, RESULTADOS QUE CONFIRMAN EL "SALTO" EN INGRESOS. AÚN A LA ESPERA DE LA NUEVA CAPACIDAD DE GENERACIÓN.** La integración en el negocio de comercialización de la filial de Hungría permite a ADX materializar un importante salto en tamaño (Ingresos 1T21: +45,3%). Aunque no sin pagar un peaje en términos de rentabilidad. Ahora, la "clave" está en el desarrollo y puesta en funcionamiento de las plantas fotovoltaicas que ya debieran aportar EBITDA en 2021e (115MW en construcción a fecha de este informe); siendo éste el pilar fundamental del giro estratégico adoptado en 2020 para mejorar la rentabilidad del negocio.

**EL RETO (Y LA OPORTUNIDAD) PARA 2021e SIGUE SIENDO DOBLE.** Por un lado, digerir el crecimiento de la adquisición de la comercializadora húngara (que a nuestro juicio aún presenta cierta capacidad de mejora en márgenes). Y, por otro, la velocidad de puesta en marcha de las nuevas instalaciones fotovoltaicas, principal "motor" para la mejora del Mg. EBITDA. La presión en márgenes hace que mantengamos nuestro escenario central (EBITDA 2021e: EUR 70,5Mn) a la espera de la puesta en funcionamiento de la nueva capacidad de generación, que según su velocidad (una incógnita que los resultados 1S21 ayudarán a resolver) podría llevarnos a revisar nuestras estimaciones al alza. Hoy el riesgo de revisión de estimaciones es al alza: ¿EBITDA 2021e: > EUR 75Mn? Lo que llevaría el EV/EBITDA 2021e a c. 15x.

## Anexo 1. Tabla de resultados

EUR Mn	3m21		3m21 Real		2021e vs	
	Real	3m20	vs 3m20	2021e	2020	
<b>Total Ingresos</b>	<b>340,1</b>	<b>234,2</b>	<b>45,3%</b>	<b>1.212,5</b>	<b>25,1%</b>	
<b>EBITDA (Recurrente)</b>	<b>12,8</b>	<b>12,3</b>	<b>4,2%</b>	<b>70,5</b>	<b>28,3%</b>	
<i>EBITDA Rec. / Ingresos</i>	<i>3,8%</i>	<i>5,2%</i>	<i>-1,5 p.p.</i>	<i>5,8%</i>	<i>0,1 p.p.</i>	
<b>EBITDA</b>	<b>12,8</b>	<b>12,3</b>	<b>4,2%</b>	<b>70,5</b>	<b>40,9%</b>	
<i>EBITDA / Ingresos</i>	<i>3,8%</i>	<i>5,2%</i>	<i>-1,5 p.p.</i>	<i>5,8%</i>	<i>0,7 p.p.</i>	
<b>EBIT</b>	<b>8,0</b>	<b>7,1</b>	<b>11,4%</b>	<b>50,7</b>	<b>66,5%</b>	
<b>BN</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>5,8%</b>	<b>29,7</b>	<b>12,7%</b>	
Puntos de suministro (miles)	540	365	47,9%			
Energía suministrada (TWh)	4,4	2,7	63,0%			
Energía generada (GWh)	48,0	60,0	-20,0%			
<b>Deuda Neta<sup>1</sup></b>	<b>319,2</b>	<b>194,9</b>	<b>63,8%</b>			

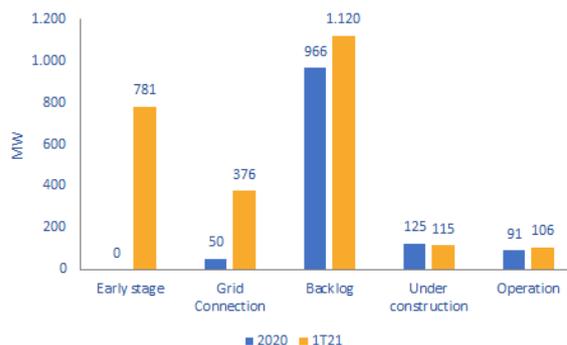
Nota 1: Deuda Neta ajustada para excluir el impacto de la NIIF 16 (EUR 8,9Mn en 1T21 y cierre 2020).

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

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	856,4	
+ Minoritarios	8,1	Rdos. 3m 2021
+ Provisiones y otros pasivos a LP	51,8	Rdos. 3m 2021
+ Deuda financiera neta	319,2	Rdos. 3m 2021
- Inmovilizado financiero	74,9	Rdos. 3m 2021
+/- Otros		
<b>Enterprise Value (EV)</b>	<b>1.160,5</b>	

## Anexo 3. Cartera de proyectos fotovoltaicos (1T21 vs 2020)

MW	1T21 vs		2020
	2020	1T21	
Early stage	0	781	n.a.
Grid Connection	50	376	652%
Backlog	966	1.120	16%
Under construction	125	115	-8%
Operation	91	106	16%
<b>Total portfolio</b>	<b>1.232</b>	<b>2.498</b>	<b>103%</b>



**Early Stage:** Se ha aplicado para el punto de conexión y tiene menos del 50% de los terrenos necesarios asegurados.

**Grid Connection:** El proyecto tiene conexión a la red y al menos o como mínimo el 50% de los terrenos necesarios asegurados.

**Backlog:** La mayoría de permisos han sido solicitados.

**Under Construction:** El proyecto está en estado de Ready to Build (RTB) o en construcción.

**Operation:** El proyecto está en operación.

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

**Estados Unidos.** IFAF 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
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

