



ISSUER RATING

Long-term Rating

Tendencia: Estable

Fecha de primer rating: 01/04/2020
Fecha de revisión: 30/03/2021

Analistas

Senior Analyst

Aitor Sanjuan Sanz

assanz@axesor-rating.es

Chief Rating Officer

Guillermo Cruz Martínez

gcmartinez@axesor-rating.es

Rating Action

Axesor Rating ratifica la calificación crediticia de BBB- con tendencia estable para Audax.

Resumen Ejecutivo

Audax enmarca su actividad en el sector energético operando el negocio de comercialización de energía (eléctrica y gas), principalmente en el segmento industrial (PYMES y grandes cuentas), y como generador energético (cartera de proyectos de 2.798MW; 91MW en operación). La compañía presenta un ámbito de actuación internacional, operando en España, Portugal, Italia, Alemania, Polonia, Holanda y Hungría. En 2020, Audax registró unas ventas de €969,3M (-7,1% YoY) y un EBITDA de €66,4M (margen EBITDA del 6,9%). La compañía situó su ratio de DFN/EBITDA con recurso en 2,5x. La capitalización de Audax alcanzó los €889,4M en marzo de 2021 (25/03).

Fundamentos

Perfil de negocio

- **Posicionamiento competitivo adecuado dentro de la industria energética con perspectivas de mejora en el medio plazo.**

Audax presenta una situación competitiva consolidada en el sector energético en base a su sólida posición en el segmento de comercialización de energía, tanto a nivel nacional como en los diferentes mercados donde opera, así como por un negocio generador cuyo actual posicionamiento se considera medio, pero que presenta un potencial de crecimiento significativo. El mayor recorrido en el desarrollo del portfolio generador se espera irá progresivamente reforzando las ventajas competitivas del grupo en la industria energética derivado de una mayor integración vertical que se pretende asegure el suministro de energía renovable económica dentro del negocio de comercialización.

- **Creciente vocación internacional que limita el riesgo de concentración en la actividad de comercialización.**

A pesar de que la compañía sigue manteniendo una generación de ingresos y EBITDA ligeramente concentrada en el mercado doméstico (España representa el 58,7% de ventas y 51,7% de EBITDA), la continuada estrategia orientada hacia la creciente internacionalización ha venido reduciendo el riesgo de dependencia durante los últimos ejercicios. Actualmente la compañía opera en Portugal, Italia, Alemania, Polonia, Francia, Holanda y Hungría. Esta adecuada diversificación mitiga el riesgo del perfil de negocio del grupo, que a pesar de que se espera cambie en el futuro próximo sigue estando concentrado en la actividad comercializadora de energía (electricidad y gas), que representa el 98,4% de las ventas. De este modo, la vocación internacional así como la adecuada diversificación del portfolio de clientes, dotan al grupo de mayor resiliencia ante escenarios desfavorables como el acontecido en 2020.

- **Sector atomizado que presenta positivas perspectivas futuras.**

La electricidad es un producto *commodity* de difícil diferenciación siendo por lo tanto el mercado altamente competitivo. El elevado número de comercializadoras y la dinámica observada en la industria hacen prever un segmento comercializador que tienda a la progresiva concentración, especialmente en el complejo contexto económico actual. Estas perspectivas coinciden con un negocio de generación de energía renovables que se estima presente una favorable evolución futura.

► **Estructura de propiedad comprometida con el negocio y adecuada capacidad financiera.**

Gestión caracterizada por la alta implicación del fundador y principal accionista D. José Elías Navarro, que controla el 77,1% del capital, y que adicionalmente posee una apropiada capacidad financiera. La entrada de uno de los *family offices* de referencia en el mercado español, como lo es la familia Domínguez (grupo Mayoral), que participa en un 5,9%, se valora favorablemente en base a una estructura de propiedad más diversificada.

► **Business Plan que proyecta un giro estratégico significativo.**

El plan estratégico futuro de Audax presenta un cambio de foco estratégico relevante que aumentará progresivamente el negocio de generación hasta superar a la actual actividad principal de comercialización. Este, que supondrá el desarrollo de más de 4.000MW de parques fotovoltaicos (2.798MW en cartera) y que posicionará a Audax como un grupo energético de referencia en el sector de las energías renovables (generador-comercializador), se fundamenta en la visión por parte de la compañía de una evolución de los precios del pool futuro hacia los 30€/MW. Esta dinámica se entiende por parte de Audax que únicamente se podrá abordar manteniendo una integración vertical completa como la que pretenden. Adicionalmente, Audax tiene como objetivo el mantener su rol de consolidador de la industria comercializadora (crecimiento orgánico e inorgánico) y su vocación internacional.

Perfil financiero

► **Cifra de negocio condicionada por la crisis derivada del COVID-19 que, sin embargo, se ve acompañada de unas rentabilidades operativas positivas.**

El grupo obtuvo una cifra de negocio que se redujo un 7,1% hasta los €969,3M derivado de una crisis que ha afectado desfavorablemente al conjunto de la economía. Este hecho, junto a la generalizada caída del precio de la electricidad y el menor negocio generador derivado de las recientes desinversiones se han visto compensados en parte por la adquisición materializada por el grupo en Hungría (esta compañía integrada aportó €105M de ventas y €15,4M de EBITDA). A pesar de la reducción, la estructura de costes flexible y las optimizadas rentabilidades generadas por el grupo derivado de su *mix* de tarifas siguen apoyando unos márgenes que se sitúan por encima de la media sectorial (margen EBITDA del 6,9%; -0.1pp YoY).

► **Favorable capacidad para generar resultados finales positivos.**

La adecuada gestión de los costes hace que la compañía muestre una resiliente capacidad de generar resultados positivos especialmente en escenarios de caída de las rentabilidades y/o menor volumen de cifra de negocio (EBT de €34,1M en 2020). Es por ello, que se espera que la flexibilidad mostrada en el pasado en su estructura de costes se siga manteniendo a futuro a pesar del complejo contexto macroeconómico.

► **Estructura de financiación de ajustados niveles de autonomía financiera pero que muestra un controlado ratio de DFN/EBITDA.**

Las diferentes emisiones de deuda acometidas durante el año (€200M de bonos verdes, €125M de bonos convertibles y la ampliación y mayor uso de su programa de pagarés, €156,8M dispuestos) han deteriorado unos niveles de autonomía financiera que ya se situaban en niveles ajustados (PN/DFT de 27,5%). Este ratio, que se valora como débil, se proyecta mejore durante los próximos ejercicios (bono convertible y potenciales ampliaciones de capital). A pesar de ello, Audax presenta una adecuada capacidad para atender sus compromisos financieros (DFN/EBITDA de 2,5x).

► **Holgada posición de liquidez que se fundamenta como una de las principales fortalezas competitivas.**

Audax mantiene una holgada situación de liquidez apoyada en una posición de tesorería amplia (€368,2M), un adecuado acceso al crédito y flexibilidad financiera (€300M *Euro-Commercial Paper Programme* + €43,2M del programa de pagarés en MARF no dispuestos), y unos vencimientos asumibles y cuyas principales amortizaciones se sitúan en 2025 y 2028. Esta situación actual, nos hace determinar que el grupo presenta una cómoda posición para atender sus exigencias futuras de deuda y para acometer un *Business Plan* que requerirá de importantes inversiones.

Resumen de la información financiera

Principales magnitudes financieras. Miles de €.

	2018	2019	2020	20vs19
Facturación ⁽¹⁾	986.947	1.043.789	969.300	-7,1%
EBITDA	53.395	73.250	66.440	-9,3%
Margen EBITDA	5,4%	7,0%	6,9%	-0,1pp
EBT	11.176	33.031	34.049	3,1%
Total Activo	832.899	774.253	1.146.616	48,1%
Patrimonio Neto	139.566	155.714	151.042	-3,0%
Deuda Financiera Total ⁽²⁾	423.069	357.738	575.756	60,9%
Deuda Financiera Neta	299.289	185.839	183.622	-1,2%
DFT con recurso ⁽²⁾⁽³⁾	306.817	323.874	548.529	69,4%
DFN con recurso	183.037	151.975	156.395	2,9%
PN/DFT ⁽²⁾	33,0%	43,5%	26,2%	-17,3pp
PN/DFT con recurso ⁽²⁾⁽³⁾	45,5%	48,1%	27,5%	-20,5pp
DFN/EBITDA	5,6x	2,5x	2,8x	0,2x
DFN/EBITDA con recurso ⁽⁴⁾	9,3x	2,5x	2,5x	0,0x
Funds From Operations	32.520	55.370	39.746	-28,2%
FFO/DFN	10,6%	27,7%	15,9%	-11,8pp
EBITDA/Intereses	2,6x	3,8x	3,7x	0,1x

⁽¹⁾Ventas + otros ingresos de explotación. ⁽²⁾Excluye deuda por derivados y €77,6M del bono convertible por su asegurada convertibilidad. ⁽³⁾No incluye deuda *project finance*. ⁽⁴⁾DFN con recurso/(EBITDA compañía - EBITDA deuda sin recurso).

Rating y tendencia

Axesor Rating califica a Audax con un rating **BBB-** con **tendencia estable**. Se valora el giro estratégico del grupo de forma favorable al entender que el mismo cuenta con unas bases de negocio y fundamentos financieros apropiados para posicionarse como un *player* de referencia en el sector de las energías renovables. No obstante, se considera que esta mejora potencial se verá materializada en el medio y largo plazo, por lo que se entiende la tendencia de la calificación como estable.

Análisis sensibilidad

Factores que pudieran (individual o colectivamente) impactar en el rating:

- ▶ **Factores positivos (↑).** Consecución del plan estratégico en los próximos dos años. Optimización de los niveles de capitalización (PN/DFT). Reducción significativa del ratio DFN/EBITDA. Mejora del ratio de cobertura de intereses. Incremento relevante de los márgenes.
- ▶ **Factores negativos (↓).** Confirmación de los riesgos asociados a la ejecución del *Business Plan*. Resultados finales negativos que erosionen los niveles de autonomía financiera. Significativo deterioro del inmovilizado material. Incremento significativo del ratio DFN/EBITDA. Reducción de la capacidad de generación de caja operativa.

Información regulatoria

Fuentes de información

La calificación de crédito emitida en este informe ha sido realizada de manera solicitada por parte del ente calificado, participando éste en el proceso. La misma se basa tanto en información privada como pública. Las principales fuentes utilizadas son:

1. Cuentas anuales.
2. Página web corporativa.
3. Información publicada por los Boletines Oficiales.
4. Rating book facilitado por la compañía.

La información ha sido exhaustivamente revisada para asegurar plausibilidad y coherencia, considerándose satisfactoria. No obstante, Axesor Rating no asume ninguna responsabilidad sobre la veracidad de la información y de las conclusiones deducidas sobre la misma.

Información adicional

- La calificación ha sido realizada de acuerdo al Reglamento (CE) N°1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de septiembre de 2009 sobre las agencias de calificación crediticia y en concordancia con la Metodología Corporate Rating y Metodología de Perspectivas que puede consultarse en www.axesor-rating.com/es-ES/about-axesor/methodology; y bajo la Escala Corporate largo plazo disponible en www.axesor-rating.com/es-ES/about-axesor/rating-scale
- Axesor publica los datos sobre las tasas históricas de incumplimiento de las categorías de calificación, que se alojan en el repositorio central de estadísticas CEREP, del regulador European Securities and Markets Authority (ESMA).
- De acuerdo con lo estipulado en el Artículo 6, apartado 2, en relación con el anexo I, sección B, punto 4, del Reglamento (CE) N° 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de septiembre de 2009, se informa que en el transcurso de los últimos 12 meses axesor ha prestado servicios auxiliares a la entidad calificada, no así a terceros vinculados. No obstante, conforme a nuestra Política de Conflictos de Intereses, esta venta no supone conflicto ya que no supera el 5% de la cifra neta de negocio.
- El rating otorgado ha sido notificado a la entidad calificada, no siendo modificado desde entonces.

Condiciones de uso de este documento y su contenido:

Para todas las modalidades de Rating que la AGENCIA emita, el Usuario no podrá, por sí mismo o a través de terceros, ceder, subarrendar, sublicenciar, vender, extraer, reutilizar o realizar cualquier otro acto de disposición de los datos contenidos en este Documento a tercero alguno, ya sea de forma gratuita u onerosa, ni alterar, transformar o tergiversar de cualquier forma, la información facilitada; así mismo, tampoco podrá copiar y/o duplicar la información ni crear ficheros que contengan total o parcialmente la información contenida en el Documento. El Documento y su código fuente, en cualquiera de sus modalidades, tendrá la consideración de elaboración, creación, u obra de la AGENCIA sujeto a la protección de la normativa reguladora de los derechos de propiedad intelectual.

Para los usos permitidos de este Documento, el Usuario se obliga a no retirar el copyright de la AGENCIA, la fecha de emisión del Documento, la denominación comercial establecida por la AGENCIA sobre el mismo, así como el logotipo, marcas y cualquier otro signo distintivo y representativo de la AGENCIA y de sus derechos sobre el Documento.

El Documento y su contenido no se utilizarán para ningún propósito ilegal o no autorizado por la AGENCIA. El Usuario pondrá en conocimiento de la AGENCIA cualquier uso no autorizado del Documento y/o su contenido del que hubiera tenido conocimiento.

El Usuario responderá por sí y por sus empleados y/o cualquier otro tercero al que se haya facilitado o haya tenido acceso al Documento y/o a su contenido frente a la AGENCIA de los daños y perjuicios que se le causen en caso de incumplimiento de las obligaciones que el Usuario declara haber leído, aceptado y entendido a la entrega del Documento, sin perjuicio de cualesquiera otras acciones legales que la AGENCIA pudiera ejercitar en defensa de sus derechos e intereses legítimos.

El Documento se proporciona bajo la aceptación de que la AGENCIA no es responsable de la interpretación que el Usuario haga de la información contenida en el mismo. Los análisis crediticios incluidos en el Documento, así como las calificaciones y declaraciones tienen únicamente la consideración de opiniones realizadas con validez a la fecha de su emisión y no son declaraciones de hechos o recomendaciones para comprar, retener o vender título alguno, o para tomar cualquier decisión de inversión. Las calificaciones crediticias y perspectivas de calificación crediticia emitidas por la AGENCIA tienen la consideración de dictamen propio, por lo que se recomienda que el Usuario se base en ellas de forma limitada para cualquiera de las finalidades que pretenda dar a dicha información. Los análisis no se refieren a la idoneidad de cualquier valor. La AGENCIA no actúa como fiduciario o como asesor de inversiones, por lo que el contenido del Documento no debe ser utilizado como sustitutivo del conocimiento, criterio o del juicio o la experiencia del Usuario, de su Dirección, empleados, asesores y/o los clientes con el objeto de tomar decisiones de inversión.

La AGENCIA dedica el mayor esfuerzo y cuidado para tratar que la información suministrada sea correcta y fiable. No obstante, debido al hecho de que la información se elabora a partir de los datos suministrados por fuentes sobre las que la AGENCIA no siempre tiene control y cuya verificación y cotejo no siempre es posible, la AGENCIA, sus filiales, así como sus directores, accionistas, empleados, analistas o agentes no asumirán responsabilidad alguna (incluyendo, sin limitación, pérdidas de ingresos o ganancias y costes de oportunidad, pérdidas de negocio o daño reputacional ni otros costes derivados) por las inexactitudes, incorrecciones, falta de correspondencia, carácter incompleto u omisiones de los datos e información utilizada para la elaboración del Documento o en relación con cualquier uso del contenido del Documento incluso si se advirtió de la posibilidad de tales daños. La AGENCIA no realiza una auditoría ni asume la obligación de verificación independiente de las fuentes de información de las que se vale para la elaboración de sus calificaciones.

Por tanto, el Usuario está de acuerdo en que la información suministrada por la AGENCIA podrá ser un elemento más a tener en cuenta en la adopción de sus decisiones empresariales, pero no podrá tomar las mismas exclusivamente en base a ella, y de hacerlo libera a la AGENCIA de toda la responsabilidad por la falta de adecuación. Igualmente, queda bajo la discreción del Usuario y por ello libera a la AGENCIA de toda responsabilidad por la posible falta de adecuación del contenido de la Información, el uso de la misma para hacerla valer ante tribunales y/o juzgados, administraciones públicas o cualquier otro organismo público o tercero particular para cualquier motivo de su interés.

©2021 por AXESOR RISK MANAGEMENT S.L.U. Todos los derechos reservados.

C/ Graham Bell. Edificio Axesor s/n de Armilla (Granada)

C/ Velázquez nº18, 3º derecha, 28001 - Madrid.