ISSUER RATING

Long-term Rating

Tendencia: Observación

Fecha de primer rating: 01/04/2020
Fecha de revisión: 08/05/2023

Contactos

Senior Associate
Miguel Barrao Sanchez
miguel.barrao@ethifinance.com

Chief Rating Officer
Guillermo Cruz Martínez
guillermo.cruz@ethifinance.com

Rating action y rationale

- EthiFinance Ratings afirma la calificación de Grupo Audax en "BBB-", manteniendo la tendencia en Observación.

- El rating de la sociedad viene apoyado principalmente por una valoración positiva de su perfil de negocio que se ve fundamentada por una favorable situación del sector de *utilities* asociadas a energías renovables, especialmente en el segmento generador (elevados niveles de rentabilidad -margen EBIT ~12,5%-, baja volatilidad y altas barreras de entrada -inversión inicial, *know-how*, exigente regulación, etc.-) que compensa las menos favorables características de la industria de comercialización de energía (especialmente en base a sus rentabilidades más limitadas -margen EBIT entre 3% y 5%-). A esto, se le suma la elevada diversificación de cartera de clientes (Top-10 clientes supone <5%), la creciente diversificación geográfica (el mercado ibérico representa el 47%), las consolidadas ventajas competitivas (destacándose principalmente el reciente acuerdo de *market access*) y una positiva valoración del accionariado del grupo en cuanto a capacidad financiera y permanencia en el largo plazo.

- Por otro lado, a pesar de que la compañía proyecta presentar un adecuado ratio de cobertura de deuda (DFN/EBITDA <3x a futuro) se mantienen como parámetros limitantes que afectan a nuestra valoración el limitado nivel de cobertura de intereses (EBITDA/Intereses ~2,0x), derivado del elevado apalancamiento bruto y los altos costes financieros, así como un debilitado nivel de solvencia del grupo (ratio PN/DFT < 30%)

- La tendencia se mantiene en Observación ya que desde EthiFinance Ratings se considera que la actual calificación de Audax depende de la consecución de las favorables cifras estimadas por la compañía para el ejercicio 2023-2024 a nivel de apalancamiento y ratios de cobertura (DFN/EBITDA <3x; FFO/DFN>20% y EBITDA/Intereses >2,5x) en base principalmente a la reducción de deuda en línea con la entrada en funcionamiento del *market access*. En este sentido, desde la agencia se mantendrá monitorizada la evolución de esta operación y del grupo en los próximos meses.

- En línea con nuestra metodología, consideramos que la compañía opera tanto en el sector *utilities* por la parte de comercialización (sector heatmap entre 3 y 3,5) como en el renovable por la parte de generación (sector heatmap entre 1 y 1,9). Mientras que la valoración de la industria comercializadora es neutra, cabe destacar que el sector renovable tiene un impacto positivo sobre la valoración del perfil sectorial. Por otro lado, en cuanto al ESG de la empresa, cabe destacar que las políticas del grupo se consideran favorables (puntuación ESG entre 0 y 1) mejorándose en un *notch* el perfil financiero.

Descripción

Audax desarrolla su actividad en el sector energético operando en el negocio de comercialización de energía (electricidad y gas) a partir de fuentes 100% renovables y orientada mayormente al segmento industrial (PYMES´s y grandes industrias), adicionalmente es un productor energético independiente con una cartera de proyectos (solares y en menor medida eólicos) en 2022 de 1.415 MW con 245MW en operación situados en España, Panamá, Francia y Polonia. Como comercializadora, a parte de su mercado original en España, la compañía opera en Portugal, Hungría, Holanda e Italia y en menor medida en Alemania y Polonia. El Grupo Audax registro una cifra de negocio de €2.625M (+56,4% YoY) y un EBITDA de €54,1M (margen EBITDA del 2,1%). Bajo nuestra metodología el grupo situó su ratio de DFN/EBITDA en 8,5x (el ratio DFN/EBITDA teniendo en consideración la operación de cesión de créditos intragrupo sería de 5,9x). La capitalización de Audax alcanza los €504M (21/04).

Para la asignación del rating, se ha tenido en cuenta las proyecciones financieras proporcionadas por Audax Renovables para el periodo 2023-2025. La compañía considera esta información como interna y confidencial por lo que no se ha reflejado en el informe.

Fundamentos

Perfil de negocio

Análisis del sector

- **Sector maduro, fundamental en el desarrollo económico de la sociedad y por tanto altamente regulado que a pesar del contexto internacional cuenta con unas perspectivas positivas a largo plazo.** La industria energética se caracteriza por ser un sector de primera necesidad marcado por la elevada regulación que garantiza la efectividad del sistema. El nivel de rentabilidad goza de una elevada estabilidad (especialmente en el segmento generador), con una volatilidad controlada excluyendo periodos convulsos como el acaecido a lo largo del 2022. Se consideran altas las barreras de entradas, en base al elevado *know-how* requerido, la importante inversión necesaria, así como la alta regulación a cumplir. La industria en su conjunto ofrece unas perspectivas de crecimiento positivas que se articulan entorno al contexto de transición hacia un modelo energético apoyado en energías renovables.

- **En línea con nuestra nueva metodología, el subsector vinculado al desarrollo de energías renovables (generación a través de tecnología fotovoltaica) se encuentra adecuadamente alineado con los factores ESG (sector heatmap entre 1 y 1,9).** En este sentido la industria en la que opera la empresa se considera un sector que ya se está beneficiando de las tendencias ESG, o está estructuralmente posicionado para beneficiarse de ellas. Estas tendencias están proporcionando importantes oportunidades de negocio y visibilidad a largo plazo para todo el sector. Esta valoración tiene como resultado una mejora de una categoría del análisis sectorial.

- **Por otro lado, el segmento comercializador tiene una exposición a ESG neutra (sector heatmap entre 3 y 3,5)**. Las tendencias ESG son estructurales y existen oportunidades de negocio, pero aún es necesaria una mayor adaptación para alcanzar beneficios financieros o sociales positivos. Por el contrario, no se prevén grandes dependencias o impactos negativos de los factores ESG en las partes implicadas.

Posicionamiento competitivo

- **Posición adecuada dentro del mercado de comercialización de energía, que compensa el posicionamiento más limitado en la industria generadora.** La compañía se sitúa dentro del TOP10 de comercializadoras en España con una cuota de mercado del 1,3%. Esta baja cuota de mercado viene matizada por la alta concentración de los principales players del sector (Top-4 ~80%). Adicionalmente presenta una posición limitada en cuanto a generación de energía con una cartera de 1.415 MW, estando operativos 245 MW. Se considera que el posicionamiento competitivo se verá mejorado conforme vaya desarrollando su línea de generación lo que les aportará una mayor independencia. Destacable es el acuerdo de *market access* formalizado con Shell Energy Europe, lo que a corto plazo les permite mejorar sus necesidades de financiación de circulante (se pasa de pagar a ~7 días y cobrar a 30 días a pagar a ~40 días), liberar garantías, centrar esfuerzos en el crecimiento comercial y acceder a un portfolio de productos más amplio y con mayores márgenes de rentabilidad. Por el lado contrario, este tipo de acuerdos podría limitar su grado de independencia.

- **Actividad mayoritariamente enfocada a la comercialización de energía con una creciente vocación internacional.** El Grupo a parte de su mercado original, España, ha incrementado su posición en mercados exteriores mediante compras corporativas, como es el caso en Holanda, Italia y más recientemente en Hungría, permitiéndole incrementar su diversificación geográfica. A fecha de hoy la cifra de negocio de mercado de Iberia & Hungría alcanza el 78,8%. La comercialización de energía representa el 99% de su cifra de negocio, aportando unos márgenes ajustados que, a pesar del contexto de volatilidad del precio de la energía en el 2022, el grupo ha gestionado favorablemente, entre otras medidas priorizando la comercialización de la tarifa indexada, que aumenta del 43% al 57% y con la formalización del *market access* con Shell Energy Europe.

Gobierno corporativo

- **Accionariado comprometido con el crecimiento, estabilidad y diversificación de negocio.** Gestión caracterizada por la alta implicación de su principal accionista D. José Elías Navarro, que controla el 65,8% del capital, al que se le une una de las *family offices* de referencia en el mercado español, familia Domínguez (grupo Mayoral) con una participación del 7,2%. Los acompaña un equipo directivo con experiencia demostrada en la creación de valor de la compañía, haciendo el tránsito de comercializadora-productora regional a grupo energético con presencia internacional. Como aspecto limitante, cabe señalar una política financiera hasta el 2022 agresiva, apoyándose en altos niveles de apalancamiento con los que ha venido financiando su crecimiento empresarial, tratando de replicar su modelo de éxito (márgenes de rentabilidad por encima de la media sectorial) en la península ibérica a otras regiones europeas.

- **Prioridad en políticas ESG posicionándose como un actor protagonista en el proceso de transición energética del mercado europeo.** Para ello el grupo se ha marcado como objetivo principal el suministro y generación de energía eléctrica a partir de fuentes 100% renovables. Adicionalmente el grupo está realizando políticas activas en cuestiones de igualdad y gobernanza que bajo la valoración de nuestra metodología ESG genera unos resultados positivos con impacto favorable en su rating crediticio.

Perfil financiero

Flujo de caja y endeudamiento.

- **Mejora de beneficio en un entorno macroeconómico complejo**. Ejercicio marcado por la alta volatilidad de los precios de la energía, afectando a dos parámetros de negocio, por un lado, el volumen de cifra de negocio que se incrementa sustancialmente +56,4% YoY y por otro lado un deterioro del margen de explotación contrayéndose 1,8pp hasta el 5,2%. Este, sin embargo, no queda reflejado sobre el EBT por el efecto positivo de los ingresos financieros(+€2,9M) procedentes, entre otros, de su participación en un parque eólico de Panamá. Bajo este contexto se presenta un EBITDA de €54,1M (+2,2% YoY) por efecto de incremento de cifra de negocio que sin embargo en términos de margen EBITDA se contrae 1,1pp por el incremento de precios de la energía.

- **Mejorado flujo de caja de explotación.** Destacable es la mejora en la gestión del circulante, lo que le ha permitido elevar el flujo de caja de explotación hasta los €151,2 M (€-74,0 M en el 2021), sin embargo, este buen dato no es suficiente para atender necesidades de inversión y financieras, presentando el grupo una variación negativa de caja de €38,2M. No obstante, se valora de forma positiva la capacidad de la compañía de presentar una rentabilidad favorable en un entorno complejo y sobre una actividad, la comercialización de energía, ya de por sí con márgenes estrechos.

- **Estructura financiera marcada por el elevado endeudamiento.** El grupo ha contado con recursos procedentes de emisiones de bonos y programa de pagares para hacer frente a sus necesidades de inversión y circulante. Estas disposiciones han elevado su apalancamiento a niveles elevados, presentando en el 2022 un valor de 8,5x (+0,2pp) a pesar de que la compañía mantiene unos niveles de caja muy relevantes. Este ratio se considera elevado. Ténganse en cuenta que para el cálculo de este parámetro la agencia no ha considerado como liquida, la operación de cesión de derechos de cobro a Excelsior Times cuantificada en €138,6M, al considerar que tienen una finalidad de cobertura de riesgo de crédito ante una potencial insolvencia de dichos derechos de cobro. Si bien en términos de DFT ajustada se observa un esfuerzo en la reducción de la deuda al contraerse un 6,2% YoY. El grupo con la formalización del *market access* con Shell espera presentar unas menores necesidades financieras a corto plazo y con ello presentar un nivel de apalancamiento < 3,0x.A pesar de ello, cabe destacar que el grupo mantiene actualmente unos costes financieros muy relevantes (un coste financiero promedio del 3,3%, gasto de avales y factoring sin recurso, entre otros) que le hacen presentar un ratio

de cobertura de intereses deteriorado (EBITDA/Intereses del 1,7x). Esperando que se incremente en el corto-medio plazo en base las proyecciones presentadas. Asimismo ante la subida del coste de la deuda, el grupo tiene formalizada el 91% de la deuda a tipo fijo valorándose este aspecto de forma positiva.

Solvencia

- **El grupo presenta una capitalización debilitada**, que se sitúa en €135,7 M (10,3% del balance) fruto de una política de dividendos especialmente agresiva en el ejercicio 2021, ejercicio en el que presentó un beneficio negativo de €3,3M con un *pay-out* de €10,3M. El grupo presenta una autonomía financiera limitada (ratio PN/DFT del 19,6%) en línea con el ejercicio anterior. A pesar de estos modestos parámetros, se considera el potencial apoyo del accionista mayoritario, así como la valoración favorable de la cartera de proyectos y perspectivas positivas de generación de beneficio como palancas con las que incrementar sus niveles de solvencia.

Liquidez

- **Liquidez afectada por un convulso ejercicio 2022, aunque en niveles óptimos con los que atender sus compromisos de pago.** El grupo presenta una posición de liquidez a cierre de 2022 de €205,9M (-15,7%) que unidos a los instrumentos financieros líquidos +€29,6M le otorga una posición muy favorable de liquidez global con la que atender sus exigencias financieras, incluso en el escenario de no renovación parcial del programa de pagarés del MARF. Además, el grupo tiene vías de financiación (factoring sin recurso principalmente) abiertas con las que flexibilizar la posición de liquidez del grupo.

Modificadores

Factores ESG

- **El grupo no presenta controversias ESG.** Nuestra evaluación de controversias determina que no hay noticas o eventos que constituyan un problema real sobre las operaciones del Grupo Audax y que requieran de un seguimiento especial.

Liquidez

- **Adecuada situación de liquidez.** La compañía presenta una liquidez favorable al comparar sus fuentes de fondos disponibles (efectivo, Instrumentos financieros líquidos, líneas de financiación y FFO) con el uso previsto de fondos (vencimientos de deuda a corto plazo y capex previsto), así como un perfil de refinanciación apropiado.

Riesgo país

- Dado los países en los que opera el grupo, entre los que destacan España, Hungría, Holanda y Portugal, se determina que no existe un riesgo país en ninguno de los casos.

Resumen de la información financiera

Principales magnitudes financieras. Miles de €.	2020	2021	2022	22vs21
Facturación	967.438	1.678.564	2.625.893	56,4%
EBITDA	66.440	52.937	54.100	2,2%
Margen EBITDA	6,9%	3,2%	2,1%	-1,1pp
EBT	34.049	-1.621	12.574	875,7%
Total Activo	1.146.616	1.344.556	1.316.810	-2,1%
Patrimonio Neto	143.007	144.366	135.773	-6,0%
DFT Ajustada[1]	583.790	739.131	693.355	-6,2%
DFN Ajustada	191.656	439.715	457.773	4,1%
PN/DFT Ajustada	24,5%	19,5%	19,6%	0,1pp
DFN Ajustada/EBITDA	2,9x	8,3x	8,5x	0,2x
FFO	39.746	26.867	41.293	53,7%
FFO/DFN Ajustada	20,7%	6,1%	9,0%	2,9pp
EBITDA/Intereses	3,7x	1,8x	1,7x	-0,2x

[1] DFT Ajustada= Deuda con entidades de crédito + obligaciones y otros valores negociables (excluye derivados, deuda intragrupo y la parte asegurada convertibilidad del bono) + ajuste de líneas de factoring sin recurso

Análisis de sensibilidad

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

- **Factores positivos (↑).**

  Según nuestra metodología de valoración, no vemos previsible en el corto plazo una mejora en su calificación.

- **Factores negativos (↓).**

  Cambio regulatorio que afecte a la ejecución de las inversiones previstas en parques fotovoltaicos y/o retrasos en la ejecución y puesta en funcionamiento de los mismos. Variación en las condiciones del *market access* formalizado con Shell que provoque un incremento de necesidades financieras y/o perdida significativa en los márgenes de negocio. No alcanzar en 2023 las cifras proyectadas en términos de apalancamiento (mantenimiento de DFN/EBITDA >3x: EBITDA/Intereses <2x).

Credit Rating

Credit Rating	
Perfil Negocio	**BBB**
Análisis Sectorial	*BBB+*
Posicionamiento Competitivo	*BBB*
Governance	*BBB*
ESG Compañía	**Positivo**
Perfil Financiero	**BB**
Cash flow y endeudamiento	*BB*
Solvencia	*CCC+*
Anchor Rating	**BBB-**
Modificadores	n.a.
Rating	**BBB-**

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:

- Cuentas anuales.
- Página web corporativa.
- Información publicada por los Boletines Oficiales.
- Rating book facilitado por la compañía.

La información ha sido exhaustivamente revisada para asegurar plausibilidad y coherencia, considerándose satisfactoria. No obstante, EthiFinance Ratings 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 https://www.ethifinance.com/es/calificaciones/methodologies; y bajo la Escala Corporate largo plazo disponible en https://www.ethifinance.com/es/calificaciones/ratingScale
- EthiFinance Ratings 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) Nº 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 EthiFinance Ratings no ha prestado servicios auxiliares a la entidad calificada ni a terceros vinculados.
- 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 todo tipo de Calificaciones Crediticias que emita ETHIFINANCE RATINGS, S.L. (la "AGENCIA"), el Usuario no podrá, ni por sí mismo ni a través de terceros, transferir, subarrendar, sublicenciar, vender, extraer, reutilizar o disponer de cualquier otra forma del contenido de este Documento a un tercero, ya sea a título gratuito u oneroso.

A los efectos de las presentes Condiciones de Uso, se considerará Usuario a todo cliente que pueda haber suscrito un producto y/o un servicio que le permita disponer del contenido de este Documento, así como a toda persona privilegiada que pueda acceder al contenido de este Documento a través de https://www.ethifinance.com/.

El usuario tampoco podrá alterar, transformar o distorsionar la información proporcionada de ninguna manera. Asimismo, no podrá copiar y/o duplicar la información, ni crear archivos que contengan la información del Documento, ni en su totalidad ni parcialmente.

El Documento y su código fuente, cualquiera que sea su tipología, se considerará elaboración, creación u obra de la AGENCIA y estará sujeto a la protección de la normativa sobre derechos de propiedad intelectual. Para los usos permitidos de este Documento, el Usuario se obliga a no permitir la supresión del copyright de la AGENCIA, la fecha de emisión del Documento, la razón social establecida por la AGENCIA, así como el logotipo, las marcas y cualquier otro signo distintivo que sea representativo de la AGENCIA y de sus derechos sobre el Documento.

El Usuario acepta las condiciones de Uso de este Documento y queda sujeto a estas disposiciones desde la primera vez que se le facilite este Documento, independientemente de la forma en que se le facilite el mismo. El Documento y su contenido no podrán ser utilizados con fines ilícitos o distintos a los autorizados por la AGENCIA. El Usuario informará a la AGENCIA de cualquier uso no autorizado del Documento y/o de su contenido que se ponga de manifiesto. El Usuario responderá frente a la AGENCIA por sí mismo y por sus empleados y/o por cualquier otro tercero al que se le haya facilitado o haya tenido acceso al Documento y/o a su contenido en caso de daños y perjuicios que se deriven del incumplimiento de las obligaciones que el Usuario declaró haber leído, aceptado y comprendido al recibir el Documento, sin perjuicio de las demás acciones legales que la AGENCIA pueda ejercer en defensa de sus legítimos derechos e intereses.

El Documento se facilita bajo la aceptación de que la AGENCIA no es responsable de la interpretación que el Usuario pueda hacer de la información contenida. Los análisis crediticios incluidos en el Documento, así como las calificaciones y declaraciones, deben considerarse como opiniones válidas en la fecha de emisión de los informes y no como declaraciones de hecho o recomendaciones para comprar, mantener o vender cualquier valor o para tomar cualquier decisión de inversión. Las calificaciones crediticias y las perspectivas de calificación crediticia emitidas por la AGENCIA se consideran una opinión propia, por lo que se recomienda que el Usuario la tome como base limitada para cualquier propósito para el que pretenda utilizar la información. Los análisis no abordan la idoneidad de ningún valor. La AGENCIA no actúa como fiduciaria ni como asesora de inversiones, por lo que el contenido del Documento no debe ser utilizado como sustituto de los conocimientos, criterios, juicios o experiencia del Usuario, su Dirección, empleados, asesores y/o clientes para la toma de decisiones de inversión. La AGENCIA dedica todos sus esfuerzos a garantizar que la información suministrada sea precisa y fiable. No obstante, dado que la información se elabora en base a datos suministrados por fuentes que pueden estar fuera del control de la AGENCIA, y cuya verificación y comparación no siempre es posible, la AGENCIA, sus filiales, y sus directores, accionistas, empleados, analistas y agentes no tendrán responsabilidad alguna (incluyendo, sin limitación alguna, pérdida de ingresos y costes de oportunidad, pérdida de negocio o daños a la reputación o cualquier otro coste) por cualquier inexactitud, error, falta de correspondencia, integridad u omisión de datos e información utilizados en la elaboración del Documento o en relación con cualquier uso de su contenido, incluso en el caso de haber sido advertida de los posibles daños. La AGENCIA no realiza auditorías ni asume la obligación de verificar las fuentes de información independientes sobre las que se elaboran las calificaciones.

Por lo tanto, el Usuario acepta que la información proporcionada por la AGENCIA puede ser un elemento más a tener en cuenta a la hora de tomar decisiones empresariales, pero no se tomarán decisiones basándose únicamente en ella; siendo así, la AGENCIA no se hace responsable de la falta de idoneidad. Asimismo, la utilización de la información ante juzgados y/o tribunales, administraciones públicas, o cualquier otro organismo público o tercero privado por cualquier motivo, será responsabilidad exclusiva del Usuario y la AGENCIA no responderá de ninguna responsabilidad por la inadecuación de los contenidos de la información.

La información sobre las personas físicas que pueda aparecer en este documento es única y exclusivamente relevante para sus negocios o actividades empresariales, sin referencia a la esfera de su vida privada, por lo que puede ser considerada. Los datos personales que puedan aparecer en este documento son tratados de acuerdo con el Reglamento (UE) 679/2016, relativo a la protección de las personas físicas en lo que respecta al tratamiento de datos personales y a la libre circulación de estos datos y demás normativa aplicable. Aquellos interesados que deseen ejercer los derechos que les asisten pueden encontrar más información en el enlace: https://www.ethifinance.com/ en la página de Política de Privacidad o contactar con nuestro Delegado de Protección de Datos en el correo dpo@ethifinance.com.

Copyright © 2023 ETHIFINANCE RATINGS, S.L. Todos los derechos reservados.

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