BBB-

ISSUER RATING

Long-term Rating

Tendencia: Observación

Fecha de primer rating: 01/04/2020
Fecha de revisión: 26/05/2022

Contactos

Assistant Vice President
Aitor Sanjuan Sanz
aitor.sanjuan@ethifinance.com

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

Rating Action

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

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 2.536MW; 226MW en operación). La compañía presenta un ámbito de actuación internacional, operando en España, Portugal, Italia, Alemania, Polonia, Francia, Holanda, Hungría y Panamá. En 2021, Audax registró unas ventas de €1.690M (+74,4% YoY) y un EBITDA de €52,9M (margen EBITDA del 3,1%). Bajo nuestra metodología, el grupo situó su ratio de DFN/EBITDA en 4,6x. La capitalización de Audax alcanzó los €498M en mayo de 2022 (09/05).

Para la asignación del rating, se ha tenido en cuenta las proyecciones financieras proporcionadas por Audax para el periodo 2022-2024. La compañía considera esta información como interna y confidencial por lo que no se ha reflejado en el informe.

Fundamentos

Perfil de negocio

- **Posicionamiento competitivo sólido como comercializadora eléctrica, siendo sus ventajas significativamente más limitadas en el negocio generador.**

  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. Sin embargo, su posición competitiva en el negocio generador se valora como modesta, en base a su actual capacidad y tecnología de generación (226MW en operación, de los cuales 157MW son eólicos y 69MW fotovoltaicos) y un contexto sectorial que limita el avance en el desarrollo de su portfolio renovable (2.536MW en cartera).

- **Creciente vocación internacional que mitiga 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 53,6% de ventas y 61,6% 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 vocación internacional junto a la adecuada diversificación del portfolio de clientes, dotan al grupo de mayor resiliencia ante escenarios desfavorables. Asimismo, esta adecuada diversificación mitiga el riesgo del perfil de negocio del grupo, que a pesar de que se espera que tienda hacia la actividad de generación en el futuro próximo, sigue mostrándose altamente dependiente de la actividad comercializadora de energía (electricidad y gas), que representa el 99% de las ventas y el 75,7% del EBITDA.

- **Sector maduro, y altamente regulado que a pesar de las positivas perspectivas a largo plazo se encuentra actualmente condicionado por un contexto complejo.**

  La industria energética se caracteriza por ser un sector de primera necesidad, marcado por la estabilidad y en el cual la regulación juega un papel importante. El sector, especialmente en el segmento comercializador, registra un elevado número de competidores, aunque se mantiene dominado por los grandes *players*, mostrando además una clara tendencia hacia la concentración. La industria, en su conjunto, ofrece unas perspectivas a largo plazo favorables, que pivotarán sobre las energías renovables. Sin embargo, actualmente, el sector se está viendo

afectado por los elevados precios de la energía (máximos históricos) y unos significativos retrasos en la ejecución de proyectos renovables (lentitud en la obtención de permisos por parte de las administraciones), factores cuyo futuro desarrollo condicionará la evolución en el medio plazo.

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

  Gestión caracterizada por la alta implicación del fundador y principal accionista D. José Elías Navarro, que controla el 66,8% del capital, y que adicionalmente posee una favorable capacidad financiera. Asimismo, la presencia de uno de los *family offices* de referencia en el mercado español, como lo es la familia Domínguez (grupo Mayoral), que participa en un 6,8%, se valora favorablemente en base a una estructura de propiedad más diversificada.

Perfil financiero

- **Rentabilidades condicionadas por un complejo entorno económico.**

  Audax reportó a cierre de año una cifra récord de ventas, alcanzando los €1.690M. Este incremento (+74,4% YoY) que estuvo principalmente motivado por la subida del precio de la energía, no se vio trasladado a unos resultados operativos que, a pesar de la mejora durante la segunda mitad de año, se vieron reducidos respecto a 2020 en base a un contexto económico que afectó de forma relevante al conjunto de la industria (EBITDA de €52,9M; margen EBITDA del 3,1%). Esto, sumado a la alta carga financiera soportada por el grupo en base a un alto nivel de apalancamiento, limitaron los resultados finales, que, aún siendo positivos, se mantuvieron en niveles ajustados (EBT de €4,5M; -86,9% YoY). No obstante, se valora de forma positiva la capacidad de la compañía para generar beneficios incluso en escenarios macroeconómicos desfavorables.

- **Estructura financiera apalancada y de limitados niveles de solvencia.**

  La compañía opera bajo una estructura de financiación marcada por la relevante cuantía de endeudamiento (DFT de €739,1M) y una autonomía financiera limitada (ratio PN/DFT del 20,1%). A pesar de la mejora del patrimonio neto durante el año, el grupo sigue manteniendo unos niveles de solvencia que se consideran ajustados, aunque estos se vean parcialmente mitigados por el potencial apoyo del accionista mayoritario, que presenta un fuerte compromiso con el grupo y de favorable capacidad financiera.

- **Adecuada capacidad para atender sus compromisos de pago.**

  A pesar de que Audax ha venido incrementando sus niveles de apalancamiento durante los últimos años, aspecto que se ha visto reflejado en unos ratios de cobertura deteriorados (DFN/EBITDA de 4,6x y EBITDA/Intereses de 1,8x en 2021), se considera que el grupo mantiene una adecuada capacidad para atender sus requerimientos de pago. Esta valoración se apoya en un resultado operativo que se espera mejore bajo contextos más normalizados y especialmente una sólida posición de liquidez y un calendario de vencimientos de deuda largoplacista.

- **Favorable situación de liquidez que hace prever que el grupo no presentará dificultades en el corto plazo.**

  El grupo muestra una positiva situación de liquidez en base a la amplia posición de tesorería (caja de €244,1M + instrumentos financieros líquidos por €250,3M), suficiente para cubrir las exigencias de deuda (incluso bajo un supuesto de no renovación de parte de las diferentes emisiones dentro del programa de pagarés) y los requerimientos propios del negocio. Además, se considera que, a pesar de que la situación de mercado actual pudiera seguir tensionando las necesidades operativas de financiación, el grupo está trabajando en diversos instrumentos de financiación (*factoring* sin recurso principalmente) que favorecerán la flexibilidad financiera de la compañía.

Resumen de la información financiera

Principales magnitudes financieras. Miles de €.				
	2019	2020	2021	21vs20
Facturación[1]	1.043.789	969.300	1.689.982	74,4%
EBITDA	73.250	66.440	52.937	-20,3%
Margen EBITDA	7,0%	6,9%	3,1%	-3,7pp
EBT	33.031	34.049	4.457	-86,9%
Total Activo	774.253	1.146.616	1.349.114	17,7%
Patrimonio Neto	155.714	143.007	148.924	4,1%
Deuda Financiera Total[2]	357.738	583.791	739.132	26,6%
Deuda Financiera Neta	185.839	191.657	244.716	27,7%
PN/DFT[2]	43,5%	24,5%	20,1%	-4,3pp
DFN/EBITDA	2,5x	2,9x	4,6x	1,7x
Funds From Operations	55.370	39.746	32.945	-17,1%
FFO/DFN	29,8%	20,7%	13,5%	-727,6%
EBITDA/Intereses	3,8x	3,7x	1,8x	-1,9x

[1]Ventas + otros ingresos de explotación. [2]Excluye deuda por derivados, deudas intragrupo y la parte de asegurada convertibilidad del bono convertible.

Rating y Tendencia

EthiFinance Ratings afirma la calificación de Grupo Audax en "BBB-", cambiando la tendencia de Estable a Observación. El grupo presenta un perfil de negocio favorable en base a su consolidado posicionamiento competitivo en una industria madura y un accionista y gestión que presentan sólidos fundamentos. No obstante, el deterioro a nivel de márgenes por las condiciones sectoriales adversas y un endeudamiento elevado (DFN/EBITDA >3x) tanto a cierre 2021 como estimado para próximos ejercicios, en base al desarrollo del portfolio de generación, marcan la situación financiera del grupo. EthiFinance Ratings mantiene la calificación bajo observación a expensas de que Audax formalice las operaciones de desinversión planteadas, así como cierre la firma de los contratos con el *market access* para el segmento de comercialización en Iberia, Italia y Holanda. Asimismo, la calificación se mantiene supeditada al adecuado desarrollo futuro de las inversiones en los parques de generación fotovoltaica. Estas operaciones, que se encuentran en fase de negociación, podrían deteriorar la calificación de la compañía en caso de no producirse o de producirse en términos o tiempos diferentes a los planteados.

Análisis de sensibilidad

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

- **Factores positivos (↑).** Mejora de los márgenes operativos en base a un sector más normalizado y especialmente el avance en la ejecución del plan de inversiones que ponga en funcionamiento el parque fotovoltaico. Menor dependencia del sector comercializador. Sustancial optimización de capitalización (PN/DFT). Mejora de los ratios de cobertura (bajada del DFN/EBITDA y subida del EBITDA/Intereses).
- **Factores negativos (↓).** Alargue del conflicto bélico en Europa del Este que siga tensionando los mercados económicos y de capitales. Deterioro de los márgenes operativos. Deterioro en la capitalización de la compañía (PN/DFT). Incremento del endeudamiento (DFN/EBITDA). Reducción de las palancas de liquidez de la compañía y/o inoperancia de los mercados de capitales a corto plazo que derivaran en una imposibilidad para renovar las emisiones de pagarés.

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 www.EthiFinance Ratings-rating.com/es-ES/about-EthiFinance Ratings/methodology; y bajo la Escala Corporate largo plazo disponible en www.EthiFinance Ratings-rating.com/es-ES/about-EthiFinance Ratings/rating-scale
- 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 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, habiendo sido modificado posteriormente tras la revisión realizada durante el proceso de apelación.

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.

La información sobre personas físicas que pudiera aparecer en el presente informe incide única y exclusivamente en sus actividades comerciales o empresariales sin hacer referencia a la esfera de su vida privada y de esta manera debe ser considerada.

Le informamos que los datos de carácter personal que pudieran aparecer en este informe son tratados conforme al 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 otra legislación aplicable. Aquellos interesados que deseen ejercer los derechos que les asisten pueden encontrar más información en el enlace: https://www.axesor.com/es-ES/gdpr/ o contactar con nuestro Delegado de Protección de Datos en el correo dpo@axesor.com.

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.

©2022 por ETHIFINANCE RATINGS, S.L. Todos los derechos reservados.

C/ Benjamín Franklin S/N, Edificio Camt, 1º Izquierda, 18100, Armilla, Granada, España.

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