

## AUDAX Retoma el Resultado Creciente

En 2022, AUDAX logró resultados positivos al reportar un beneficio neto atribuido (BNA) de €3,54m, lo que representa una mejora significativa frente a la pérdida neta de €1,72m registrada en 2021. Esta mejora en los resultados se debe a varios factores, incluyendo la evolución del precio de las materias primas (electricidad y gas), la mejora de la productividad energética y la recuperación de los resultados en sus filiales.

Los ingresos de AUDAX de 2022 (€2,626m) multiplican por 1,5x los de 2021 (€1,685m) y superan en 1,7x los de 2020 (€968m), junto con un aumento del 16% del EBITDA. La mejora se produce fundamentalmente debido a una mayor potencia instalada (+9%), el aumento de la energía generada (+29%), un incremento del precio de venta a mercado de la energía producida (no sujeta a PPA) y finalmente, también por un mayor margen de comercialización en base a la estrategia de optimización de la cartera de clientes

**Mejora de la productividad que se extenderá a los próximos años**, tras un aumento de la energía distribuida por punto de suministro hasta 40 MW y que es un avance del 57,1% respecto a los 25 MW de 2021. Esta mejora se logra tras una reducción del 25,5% de los puntos de suministro y una caída del 14,9% de la energía suministrada. En 2023 esperamos que continúen los avances en productividad energética aunque más moderados.

**AUDAX cuenta con una cartera de proyectos de 1.415 MW** que asegura la sostenibilidad de sus ingresos. Actualmente, 26 MW están en construcción y se espera que entren en producción comercial en los próximos 24 meses, lo que resultará en un aumento del 10,6% de la potencia instalada. Además, en 2023 se espera que se sume la inversión en Panamá (en la que AUDAX participa en un 30%) con una obra totalmente ejecutada de 66 MW eólicos en generación, prevista para entrar en operación comercial en el primer trimestre de 2023.

**AUDAX ha logrado reducir su riesgo financiero en un 17%** mediante la disminución de €130m en su nivel total de deuda financiera bruta, pasando de €772m en 2021 a €642m. Esta mejora se debe en gran parte a la reducción de €102m en la cartera de Pagarés. Además, la disminución del endeudamiento a corto plazo es sostenible gracias al acuerdo alcanzado con Shell Energy Europe, que ahora proporcionará las garantías para las compras de gas y electricidad, lo que permitirá a AUDAX liberar recursos en el Circulante. En conjunto, estas medidas han mejorado significativamente el apalancamiento financiero de AUDAX.

**Conclusión:** Valoramos AUDAX en €2,05 por acción, lo que representa un descuento del (45,1)% frente a la cotización actual de €1,094. Además, estimamos que AUDAX tiene un potencial de revalorización del 82,3%, por lo que consideramos que es una buena oportunidad de inversión y recomendamos COMPRAR.

### VALUATION RATIOS

AUDAX	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Share price (€)	€ 0,750	€ 1,128	€ 1,130	€ 1,130	€ 1,130	€ 1,130	€ 1,130
Shs. outstanding (# m)	440,3	440,3	439,5	439,5	439,5	439,5	439,5
Mkt Cap (€m)	330,0	496,6	496,6	496,6	496,6	496,6	496,6
Enterprise Value (€m)	817	899	910	932	941	975	1.028
EV / Revenue	1,20x	0,34x	0,38x	0,36x	0,33x	0,32x	0,31x
EV / EBITDA	17,4x	16,6x	14,2x	10,0x	7,6x	6,1x	4,7x
EV / EBIT	32,8x	27,8x	20,6x	13,2x	9,3x	7,2x	5,4x
PE ratio	(191,9x)	140,3x	106,2x	37,1x	21,6x	14,7x	9,7x
P/CFO	(4,5x)	3,3x	8,5x	6,0x	4,8x	5,8x	6,6x
P/BV	2,41x	4,06x	3,68x	3,34x	2,89x	2,42x	1,93x
PayOut	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

### ESTIMATES

AUDAX (€m)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Revenue (m)	1.684	2.633	2.410	2.603	2.811	3.036	3.279
EBITDA (m)	46,9	54,1	64,0	93,3	124,6	160,2	218,2
EBIT (m)	24,9	32,3	44,1	70,6	101,0	135,7	191,8
Net Income (m)	(1,7)	3,5	4,5	12,9	22,1	32,6	49,4
EPS adj. (€)	(0,004)	0,008	0,010	0,029	0,050	0,074	0,112
DPS	-	-	-	-	-	-	-
ROE (%)	(1,2)%	2,7%	3,6%	9,5%	14,4%	18,0%	22,3%

Elaboración GPM / Resultados ajustado por no recurrentes

**Recomendación**  
COMPRAR

**Precio Objetivo**  
€ 2,06

AUDAX (1 año)



Ticker	ADX SM
Fecha	19.abr.23
Cotización	€ 1,130
Max 52 semanas	€ 1,45
MIN 52 semanas	€ 0,66
Accs. Circulación	440,29
Capitalización	€ 489,6
Retorno semanal (%)	(3,5)%
Variación precio 1M (%)	(2,7)%
IBEX 35	7,4%
Variación precio 3M (%)	(14,3)%
IBEX 35	6,4%
Variación precio 6M (%)	47,1%
IBEX 35	24,1%
Variación precio YTD (%)	48,4%
IBEX 35	15,3%
Variación precio 1A (%)	(6,6)%
IBEX 35	8,2%
Volumen (media 30d)	75.290
Volumen (media 10d)	24.978
Free float (estimado)	28,1%
Rating Analistas	5,0
Precio Objetivo (mediana)	€ 1,80
PO Máximo	€ 1,80

Fuente Bloomberg

Analista: Javier Bernat

[jbernat@gmpatrimonios.com](mailto:jbernat@gmpatrimonios.com)

Dpto. Análisis Fundamental GPM

Teff: 34 913 191 684

[www.gpmsv.com](http://www.gpmsv.com)

Fecha publicación: 20 de abril de 2023 @ 12:00 pm

Fecha producción: 27 de marzo de 2023 @ 12:00 pm

Contenido

- Resumen Ejecutivo 4
- Riesgos de Invertir en AUDAX 6
- Descripción de la compañía 8
- Estrategia 8
- Prevemos una revisión de objetivos del Plan de Negocio 2021-2026 10
- Generación (42% s/EBITDA)- España, Francia, Polonia y Panamá 11
- Capacidad Instalada de 245 MW (26 MW en construcción) 11
- Producción (258 GWh): aumenta un 87,5% a/a (+29,0% ex Panamá) 12
- Cartera Diversificada de Proyectos (1.415 MW - 89% PV y 11% Eólica) 13
- Comercialización: Contribuye un 58% al EBITDA 13
- La Mejor Productividad refleja la capacidad de adaptarse a los cambios 16
- Actividad Corporativa 19
- Comentario financiero: Mejora en rentabilidad y el EBITDA crece un 16%% 20
- Aumento de ingresos y Mayor Creación de Valor 21
- Recuperación de los Márgenes de Negocio 22
- Mejora de Resultados por Países 22
- Volatilidad de los Precios de la materia prima 23
- Estructura de Capital: Reducción del 17% del Endeudamiento 24
- Política de Remuneración al accionista 27
- Accionariado 27
- Asignamos a AUDAX un Valor Razonable de €2,06 por acción 28
- Comparables: AUDAX Justifica €2,12/acc 29
- Valoración por DCF (€ 2,03) 30
- Estados Financieros & Estimaciones 33
- ANEXOS 39
  - Sector fotovoltaico: Crecimiento 2022-26 del 30,9% vs 20,5% anterior 39
  - Acontecimientos 2022 43
  - Reseña Histórica 43
  - Comentario ESG 44
  - Mapa de Irradiación Solar de España / Media Anual 44



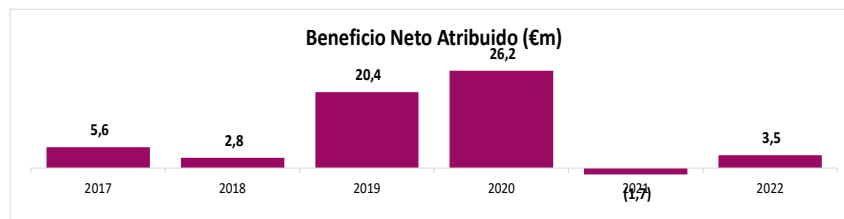
AUDAX: Capital Invertido

AUDAX (€m)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Último	Tendencia
Capitalización de mercado	70	62	180	942	856	555	330	499	
- Efectivo y equivalentes	20	115	143	187	454	364	323	323	
+ Acciones preferentes	-	-	-	-	-	-	-	-	
+ Interés minoritario	1	13	33	34	8	12	13	13	
+ Deuda total	138	200	243	219	498	839	712	712	
Valor de empresa	189	160	314	1.007	908	1.042	733	902	

Fuente Bloomberg @ 27.03.2027

## Resumen Ejecutivo

- En 2022, AUDAX estableció las bases para una recuperación sostenible de sus resultados en los próximos años. Esperamos que la mejora del beneficio en las unidades deficitarias impulse esta tendencia. Sin embargo, la caída de los precios en las materias primas (alrededor del 15% desde principios de año) ha tenido un efecto negativo en los ingresos de 2023. Afortunadamente, esperamos que la estrategia de mejora de la productividad y eficiencia, implementada el año pasado, junto con la puesta en producción comercial de parte de sus activos en construcción (24 MW), compense parcialmente este efecto negativo.
- Preveamos que las cuentas de AUDAX también reflejen un impacto positivo por mejoras del apalancamiento financiero, después de una reducción de €130m en la deuda bruta (con una disminución de €102m en el programa de Pagarés). Además, en 2024 se espera que se aborde la recuperación del plan de negocio 2021-26, que originalmente contemplaba una inversión cercana a los €4.000m.
- En 2022, AUDAX recupera el beneficio neto atribuido (BNA) con una cifra de €3,5m, en comparación con la pérdida neta de €3,3m registrada en 2021. Esta mejora se debió en gran medida al importante crecimiento del 8,4% en la potencia instalada, que alcanzó los 245 MW en comparación con los 226 MW instalados en 2021, así como al avance del 29,0% en la producción de energía eléctrica, que llegó a los 375 GWh.



Elaboración GPM

- Estos resultados positivos se deben en gran parte a la evolución del negocio en España, al que se añadieron 19 MW de nueva capacidad de energía eléctrica en 2022. Además, la cartera de proyectos en construcción suma 26 MW, los cuales entrarán en producción comercial en los próximos meses.
- En 2022, AUDAX obtuvo el 52% de sus ingresos fuera de España, a través de sus ocho unidades de negocio en Europa. En seis de estos países, la compañía registró un resultado positivo, lo que representa una mejora respecto a los cuatro países con resultado positivo en 2021. Esto incluye a España, que después de una excelente recuperación en 2022, apunta a una clara vuelta al resultado positivo en 2023.
- AUDAX ha logrado reducir su deuda financiera bruta en €130 millones (-17%) hasta €642 millones en comparación con los €772 millones en 2021. Además, ha mantenido una sólida posición de caja de €291 millones después de reducir su cartera de pagarés en €102 millones. Esta estrategia de disminución de deuda y fortalecimiento de la posición de caja se espera que se mantenga en el corto plazo gracias al acuerdo con Shell Energy Europe como proveedor de materias prima (al reducirse las garantías necesarias en las compras de gas y electricidad) y permite una liberación de recursos en el circulante de AUDAX. En consecuencia, preveamos que el riesgo financiero de AUDAX disminuya aún más en el futuro cercano.
- La cartera de proyectos de AUDAX es significativa, con un total de 1.415 MW. La mayoría de estos proyectos se centran en la energía solar fotovoltaica, lo que les da la ventaja de tener un tiempo de ejecución reducido hasta su puesta en marcha. Por esta razón, se esperamos que una parte significativa de los proyectos se ejecuten en los próximos tres años empezando en 2023, lo que representa una gran oportunidad para la empresa. Además, la energía solar fotovoltaica es una fuente de energía renovable y sostenible, lo que refleja el compromiso de AUDAX con la protección del medio ambiente y la lucha contra el cambio climático.

- **La estrategia adoptada por el Grupo a comienzos de 2021** se centró en optimizar la cartera de clientes para maximizar la rentabilidad (el margen bruto crece un +32%) en vez del crecimiento.

Esta estrategia explica la reducción de la energía suministrada (-15% en 2022 vs. 2021), la caída de los puntos de suministros (-25% en 2022 vs. 2021) y la salida del mercado del gas en Polonia. Los efectos negativos se han visto compensados por un mayor precio de las materias primas y la optimización en el mix de tarifas (mayor peso de clientes con tarifa indexada vs tarifa fija)

- **La estrategia implementada por AUDAX a comienzos de 2021**, con el objetivo de optimizar su cartera de clientes y maximizar la rentabilidad. Como resultado, el margen bruto de la empresa aumentó significativamente (+32%) en 2022. Sin embargo, esta estrategia también trajo consigo algunos efectos negativos, como una reducción en la energía suministrada (-15% en 2022 en comparación con 2021) y una disminución en el número de puntos de suministro (-25% en 2022 en comparación con 2021), así como la retirada del mercado del gas en Polonia.

A pesar de estos efectos negativos, AUDAX ha logrado compensarlos gracias a un mayor precio de las materias primas y a una optimización en el mix de tarifas. Esta optimización ha permitido un mayor peso de clientes con tarifa indexada en comparación con los de tarifa fija, lo que ha tenido un impacto positivo en el margen bruto de la empresa. En consecuencia, AUDAX ha logrado aumentar su rentabilidad y mejorar su posición financiera.

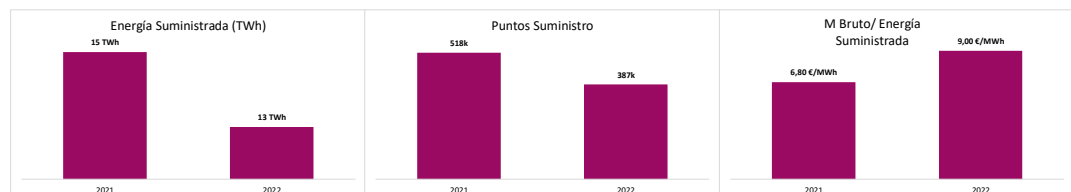
En resumen, la estrategia de optimización de la cartera de clientes implementada por AUDAX ha dado como resultado un aumento significativo en su margen bruto, a pesar de una reducción en la energía suministrada y el número de puntos de suministro. La empresa ha compensado estos efectos negativos con un mayor precio de las materias primas y una optimización en el mix de tarifas. Como resultado, AUDAX ha logrado mejorar su rentabilidad y fortalecer su posición financiera.

- **Mejora de la Productividad y de la Eficiencia:** en 2022, la energía suministrada por AUDAX se reduce un 15% interanual, desde 15,4 TWh a 13,1 TWh y a pesar de ello, AUDAX logra una mejora de la productividad en con una relación de MW suministrado por punto de distribución que aumenta un 57,1% de 25 MWh a 40MWh.

Adicionalmente, la estrategia implantada por la Dirección de AUDAX también ha resultado en un aumento de los ingresos por empleado, que en 2022 se incrementan a €3,29m, que es un 57% más que los €2,10m de 2021.

- **Mejora de la Productividad y la Eficiencia:** En el año 2022, AUDAX ha reducido su suministro de energía (eléctrica y gas) en un 15% respecto al año anterior, disminuyendo de 15,4 TWh a 13,1 TWh. Sin embargo, a pesar de esta caída, la productividad de AUDAX ha mejorado significativamente. La relación de MW suministrados por punto de distribución ha aumentado un 57,1%, pasando de 25 MWh a 40 MWh.

Además, la estrategia implementada por la dirección de AUDAX ha dado lugar a un aumento en los **ingresos por empleado**. En 2022, los ingresos por empleado aumentaron en un 57%, pasando de €2,10 millones en 2021 a €3,29 millones.



Elaboración GPM

- **El entorno regulatorio europeo para las energías renovables mejora significativamente** gracias a un acuerdo provisional alcanzado entre los negociadores del Consejo y el Parlamento Europeo. Este acuerdo establece un aumento en la cuota de energías renovables en el consumo total de energía de la Unión Europea, pasando del 32% al 42,5% para 2030. Además, se ha establecido un complemento indicativo adicional del 2,5% que permitirá alcanzar el 45% que defiende España.

El acuerdo provisional también establece que la industria debe incrementar su uso de energías renovables anualmente en un 1,6%. Para acelerar el proceso de concesión de permisos para proyectos de energías renovables, se han creado procedimientos acelerados y simplificados de concesión de permisos en zonas específicas designadas por los Estados miembros. Asimismo, se ha establecido que el despliegue de energías renovables es de “interés público superior”, lo que limitará los motivos de objeción legal a las nuevas instalaciones.

Estas medidas son una buena noticia para el sector de las energías renovables en Europa, ya que establecen un entorno regulatorio más favorable y fomentan la inversión en proyectos de energías renovables. Esto no solo tendrá un impacto positivo en la lucha contra el cambio climático, sino que también impulsará la creación de empleo y el desarrollo económico en la industria de las energías renovables.

#### Riesgos de Invertir en AUDAX

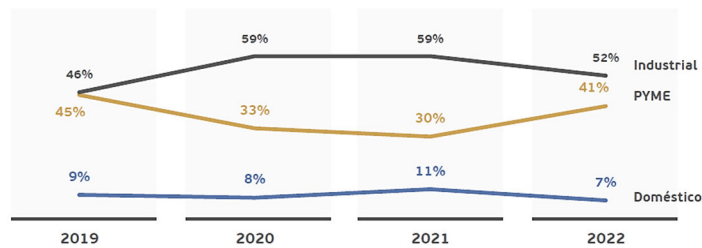
1. **Riesgos operativos:** AUDAX es una empresa que opera en el sector de la energía renovable, que puede estar expuesto a riesgos operativos, como el aumento de los costos de producción, la interrupción del suministro de materias primas o la reducción de los precios de venta debido a la competencia.
2. **Riesgos de aumento de la competencia y la disponibilidad de otras fuentes de energía renovable (hidrógeno),** lo que puede limitar la demanda de la energía producida por AUDAX y afectar su rentabilidad y valoración en el mercado financiero.
3. **Riesgo de tipo de cambio:** AUDAX opera en diferentes mercados y puede verse afectada por las fluctuaciones de las divisas en los países en los que opera. Esto puede generar una volatilidad en los resultados financieros de la empresa.
4. **Riesgo de tipos de interés:** La empresa puede estar expuesta a cambios en las tasas de interés que pueden tener un impacto en sus costos de financiamiento y en la rentabilidad de sus proyectos.
5. **Riesgo de precio de los productos básicos:** AUDAX produce energía renovable y está expuesta a las variaciones en los precios de las materias primas que utiliza para la producción de energía, como paneles solares o turbinas eólicas.
6. **Riesgos regulatorios:** AUDAX está sujeta a regulaciones gubernamentales en el sector de la energía renovable, lo que puede tener un impacto significativo en sus operaciones y resultados financieros.
7. **Riesgos ambientales:** La empresa opera en un sector que está expuesto a riesgos ambientales, como la variabilidad del clima o los cambios en las políticas ambientales gubernamentales.

**Análisis DAFO**

Debilidades	Amenazas
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Un alto nivel de apalancamiento financiero</li> <li>• Expansión financiada con recurso a deuda</li> <li>• Un bajo rendimiento del capital invertido</li> <li>• Concentración accionarial</li> <li>• Escasa liquidez en el mercado bursátil</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Disponibilidad de otras fuentes renovables</li> <li>• Competencia de numerosos nuevos entrantes</li> <li>• Aumento del coste de financiación</li> <li>• Potencial ajuste del retorno de proyectos</li> <li>• Volatilidad en los precios de la energía</li> </ul>
Fortalezas	Oportunidades
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Entorno de crecimiento altamente favorable</li> <li>• Diversificación geográfica y por actividad</li> <li>• Foco en suministro empresarial (93% clientes)</li> <li>• Posición sólida en el mercado Ibérico</li> <li>• Demanda de electricidad asegurada</li> <li>• Adaptabilidad a los cambios de mercado</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Potencial consolidador sectorial</li> <li>• Entorno regulatorio altamente favorable</li> <li>• Hungría: nuevo escenario regulatorio en gas</li> <li>• Expansión en Europa y Latinoamérica</li> <li>• Mayores sinergias en la estructura vertical</li> </ul>

Elaboración GPM

**Evolución Cartera en MWh por tipología de cliente**



Fuente AUDAX

## Descripción de la compañía

Audax Renovables (AUDAX) es una compañía independiente e internacional que se dedica a la generación de energía eléctrica utilizando fuentes renovables, como la energía solar y eólica. Además, AUDAX se dedica a la comercialización minorista de electricidad y gas.

La estructura empresarial de AUDAX es vertical y abarca desde la generación de energía eléctrica hasta el suministro al cliente final. La mayor parte de sus clientes, un 97%, son empresas, mientras que el 3% restante son clientes particulares.

AUDAX también desarrolla parques eólicos y plantas fotovoltaicas en la península Ibérica, donde genera el 48% de sus ingresos, mientras que el 52% restante proviene de la diversificación geográfica. La compañía tiene presencia en Francia, Italia, Polonia, Portugal, Panamá, Alemania, Holanda y Hungría. En generación, AUDAX dispone de una capacidad instalada de 245 MW y una cartera de proyectos de 1.415 MW, mientras que en comercialización, suministró 13 TWh de energía a finales de 2022. AUDAX cotiza en el Mercado Continuo de la Bolsa española desde el año 2007.

A finales de 2022, AUDAX suministró un total de 13 teravatios hora (TWh) de energía, con una capacidad instalada de 245 megavatios y una cartera de proyectos en desarrollo de 1.415 MW.

## Estrategia

AUDAX se ha propuesto un ambicioso objetivo de posicionarse como líder en el sector renovable, apostando por un modelo de integración vertical que abarca desde la generación hasta la comercialización. Con un enfoque en la sostenibilidad, la compañía se ha consolidado como una de las principales empresas del sector en España, y está en un proceso de expansión internacional con presencia en varios países de Europa y América Latina.

AUDAX se centra en el desarrollo de proyectos de energía renovable y la comercialización de electricidad y gas a clientes empresariales y particulares. Con una cartera de proyectos en constante crecimiento, busca maximizar la eficiencia y rentabilidad de sus operaciones, ofreciendo soluciones energéticas personalizadas y competitivas a sus clientes. Además, AUDAX ha demostrado un compromiso con la innovación y el uso de tecnologías avanzadas para mejorar la eficiencia de sus instalaciones y reducir su impacto ambiental.

Otro de los objetivos de AUDAX consiste en ser líder en el suministro de energía renovable a las PYMES y para lograrlo ha implementado un modelo de integración vertical de sus actividades de generación y comercialización. Esto le permite controlar de manera más efectiva todo el proceso de producción y venta de energía eléctrica, lo que le lleva ser más competitiva y ofrecer un servicio de mayor calidad a sus clientes.

La empresa se centra en el negocio de generación de energía a partir de fuentes 100% renovables, con el fin de asegurar la sostenibilidad de su negocio a medio y largo plazo. Para ello, cuenta con una cartera de proyectos fotovoltaicos y eólicos con una capacidad total de 1.415 MW.

En su origen (consultar anexos para una reseña histórica detallada), AUDAX se enfocaba exclusivamente en la generación de electricidad a través de fuentes renovables, llegando a alcanzar una capacidad de producción de 1.203 MW en 2008. No obstante, desde la adquisición en 2018 de la comercializadora "Unilétrica Energía", AUDAX ha enfocado su estrategia en la integración vertical de la empresa.

En cuanto a su expansión internacional, AUDAX tiene como objetivo no solo crecer en el mercado de las energías renovables, sino también diversificar sus fuentes de ingresos y consolidarse como una plataforma líder a nivel europeo. Para ello, ha enfocado sus esfuerzos en la adquisición de activos y la creación de alianzas estratégicas en diferentes países, como Francia, Italia, Polonia, Portugal y Panamá. Además, ha ampliado su cartera de productos y servicios para ofrecer soluciones energéticas personalizadas a sus clientes y consolidarse como un actor relevante en el mercado minorista de electricidad y gas en Europa.

### Expansión Internacional: Socio mayoritario en sus filiales

La estrategia internacional de AUDAX se centra en la creación de una plataforma europea, la cual empezó con su entrada en el mercado portugués, considerando el mercado ibérico como una unidad lógica. Luego, la compañía amplió su presencia en Europa al invertir en el mercado italiano, adquiriendo el negocio minorista de CAI.

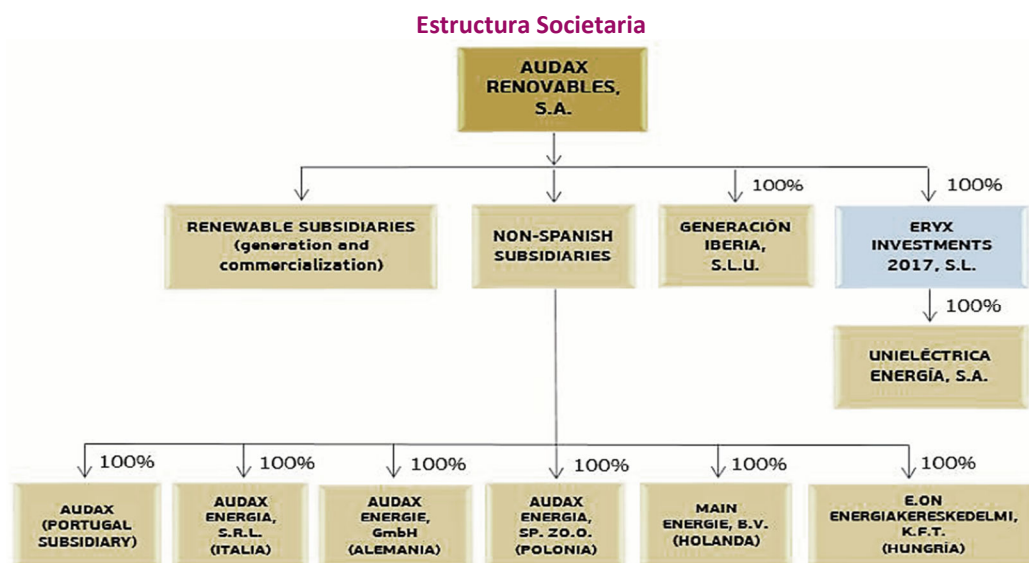
La estrategia de AUDAX para crear una plataforma a escala europea se inició en 2016 con su entrada en Polonia y continuó en 2017 con su adquisición del 71,97% (actualmente el 100%) del capital social de una empresa en Holanda. Estos movimientos forman parte de su objetivo de expandirse y diversificar sus fuentes de ingresos en toda Europa.

La estrategia de expansión de AUDAX se ha materializado en su entrada al mercado húngaro en septiembre de 2020, tras adquirir el 100% de E.ON Energiakereskedelmi, una empresa minorista de electricidad perteneciente al grupo alemán. Esta adquisición ha permitido a AUDAX consolidar su presencia en Europa y fortalecer su posición como una de las empresas líderes en el sector de las energías renovables en la región.

### AUDAX es socio mayoritario en todas sus filiales de relevancia

AUDAX mantiene una participación mayoritaria en todas las filiales relevantes, lo que le permite tener un mayor control sobre las operaciones y la toma de decisiones relevantes. Esta estrategia ha demostrado ser efectiva en la creación de una plataforma integrada y coherente de generación y comercialización de energía renovable en toda Europa

La estructura societaria de AUDAX destaca por el control mayoritario de la matriz en todas sus filiales relevantes, no solo en España, sino también en el extranjero, a excepción de Panamá donde posee el 30% de la inversión.



*Elaboración GPM / fuente AUDAX*

### Reducción de Riesgos

AUDAX ha logrado reducir su deuda financiera bruta en €130 millones (-17%) hasta €642 millones en 2022, manteniendo al mismo tiempo una posición de caja sólida de €291 millones.

Esto ha sido posible gracias a la estrategia de reducir la cartera de pagarés y al acuerdo con Shell Energy Europe como proveedor de materias primas, lo que ha permitido reducir las garantías en las compras de gas y electricidad y liberar recursos en el circulante de AUDAX. Prevemos que la empresa seguirá implementando esta estrategia en el corto plazo.

La estrategia de reducción de riesgos financieros de AUDAX ha sido exitosa en el año 2022. La compañía ha disminuido su nivel de deuda financiera bruta en €130m (-17%) hasta €642m en comparación con los €772m del año anterior.



Además, AUDAX ha logrado mantener una posición sólida de caja con €291m después de reducir su cartera de pagarés en €102m. Esta estrategia se espera que se mantenga en el corto plazo, en parte gracias al acuerdo alcanzado con Shell Energy Europe como proveedor de materias primas, lo que reducirá las garantías en las compras de gas y electricidad y permitirá la liberación de recursos en el circulante de AUDAX.

### Otros objetivos estratégicos

- **Impulsar** la cartera de proyectos de energía eólica y solar fotovoltaica para consolidar el liderazgo de AUDAX en la generación de energía 100% renovable.
- **Fortalecer** la presencia de AUDAX en el segmento PYME de España, mejorando la oferta de productos y servicios que satisfagan las necesidades de este mercado y afianzando la relación con los clientes actuales.
- **Duplicar** la rentabilidad mediante la implementación de una estrategia de contratos PPA a largo plazo con plantas de generación propias y de terceros, con el objetivo de cubrir al menos el 2/3 de la energía suministrada.
- **Ampliar** la presencia de AUDAX en los mercados internacionales en los que ya está operando, replicando el éxito obtenido en España y consolidando su posición como líder en la generación y comercialización de energía renovable.
- **Robustecer** la marca AUDAX y su imagen de sostenibilidad y compromiso con el medio ambiente.
- **Incrementar** la eficiencia operativa y reducir los costos mediante la implementación de tecnología avanzada y la optimización de procesos.
- **Fomentar** la innovación y el desarrollo de nuevas soluciones energéticas, como el almacenamiento de energía y la movilidad eléctrica.
- **Consolidar** la presencia en los mercados donde ya opera y explorar nuevas oportunidades de negocio en mercados internacionales.
- Fomentar la cultura de la sostenibilidad y la responsabilidad social empresarial en todas las áreas de la compañía, desde la gestión de los recursos hasta el compromiso con la comunidad y el medio ambiente.

### Prevedemos una revisión de objetivos del Plan de Negocio 2021-2026

En nuestra opinión, es probable que los objetivos originales del Plan de Negocio 2021-2026 de AUDAX no se alcancen debido a su reciente salida del negocio del gas en Polonia y la reforma del mercado energético en Hungría. Por tanto, es posible que se lleve a cabo una revisión a la baja de estos objetivos en el futuro cercano.

Es importante destacar que, a pesar de la posible revisión a la baja del plan de negocio 2021-2026 de AUDAX, el subyacente de este plan sigue planteando objetivos ambiciosos y atractivos. Por lo tanto, esperamos que estos objetivos se mantengan su atractivo incluso después de la revisión.

**Capacidad Instalada:** Tomando como referencia la cartera de proyectos de 2022 que asciende a 1.145 MWp, se puede observar un aumento en comparación con la cartera de 2020, que fue de 1.020 MWp. Esto nos lleva a prever un crecimiento significativo en la capacidad instalada. En el plan de negocio original de AUDAX, la dirección de la compañía apuntaba que la capacidad instalada se multiplicaría por 17,3x la capacidad de 2022.

#### Capacidad Instalada (plan de negocio 2021-26)

Capacidad Instalada	2020A	2021A	2022A	2023E	2026P
MW	91	160	245	258	4.253

Elaboración GPM

**Energía Suministrada:** Otra de las proyecciones que se presentaron en el plan de negocio 2021-2026 y que consideramos que podría requerir un ajuste es la energía total suministrada. En el año 2022, se registró una caída del 15% en comparación con el año anterior (13,1 TWh frente a 15,4 TWh). Sin embargo, esta disminución se debe a una exitosa estrategia de optimización de la cartera de clientes, en la que se ha priorizado la rentabilidad por encima del crecimiento. A pesar de la caída del 15% en el suministro total de energía en 2022, se produjo un aumento del 57,1% en la energía suministrada por cliente, que alcanzó los 40 MW frente a los 25 MW del año anterior.

El plan de negocio para el año 2026 de AUDAX incluye un objetivo de energía suministrada de 20,6 TWh, lo que representa una duplicación respecto a los 10,4 TWh de 2020. Sin embargo, la consecución de esta meta parece complicarse, debido a la salida del negocio del gas en Polonia y el retraso en la reforma regulatoria en Hungría.

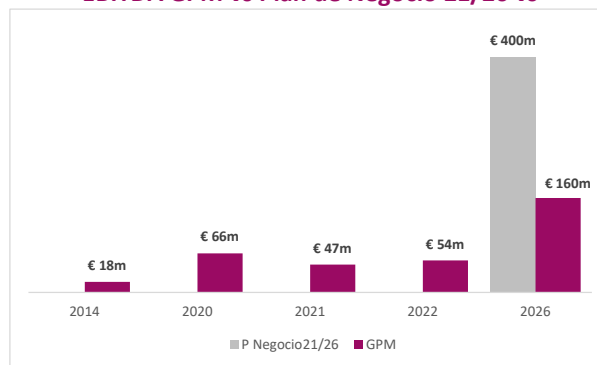
#### Energía Total Suministrada (plan de negocio 2021-26)

TWh	2014	2020A	2021A	2022A	2026P
Tot Suministrado	2,5 TWh	10,4 TWh	15,4 TWh	13,1 TWh	20,6 TWh

Elaboración GPM

Un tercer punto que considerar son las proyecciones de AUDAX para el EBITDA, las cuales sugieren que para el año 2026 se alcanzaría una cifra cercana a los €400 millones, según el plan original de negocio. Sin embargo, estas proyecciones son más optimistas en comparación con las de GPM, que son más conservadoras y estiman un EBITDA de €160 millones para 2026.

#### EBITDA GPM vs Plan de Negocio 21/26 vs



Elaboración GPM

Incluyendo en su plan estratégico, AUDAX tenía contemplado invertir €2.400 millones en proyectos de generación fotovoltaica en el sur de Europa, y si las condiciones lo permitieran, no se descartaba la posibilidad de incursionar en la generación eólica en aquellos países donde el recurso eólico fuese limitado y los costos de producción se asemejarán a los de la energía fotovoltaica en España, Portugal e Italia.

### Generación (42% s/EBITDA)- España, Francia, Polonia y Panamá

La compañía AUDAX gestiona una cartera de proyectos de generación que actualmente se encuentran en operación, la cual se compone de 157 MW en parques eólicos ubicados en España, Francia, Polonia y Panamá, y de 88 MWp en proyectos fotovoltaicos en España, lo que suma un total de 245 MW.

Además, tiene en construcción proyectos fotovoltaicos con una capacidad de 26 MWp y cuenta con un portfolio fotovoltaico de 1.144 MWp en distintas fases de desarrollo, ubicados en España, Portugal e Italia, lo que da como resultado un portfolio total de 1.415 MW.

Esta capacidad de generación ha permitido un aumento del 87,5% en la producción anual de energía eléctrica renovable en 2022, alcanzando los 375 GWh.

### Capacidad Instalada de 245 MW (26 MW en construcción)

A finales de 2022 la capacidad total instalada de AUDAX crece en un 53,1% hasta 245 MWh, desde los 160 MWh de 2021 (+11,9% excluyendo Panamá).

Esta mejora principalmente se debe a que en la unidad de negocio de España se han añadido 19 MW de nueva capacidad de energía eléctrica y Panamá que añade otros 66 MW.

En los próximos meses esperamos que la capacidad instalada siga aumentando en base a que el ejercicio pasado termina con una cartera de proyectos en construcción de 26 MW, que entrarán en producción comercial durante los dos próximos años.

**Capacidad Instalada por Países (MW)**

MW	2021	2022	A/A	A/A	2023E	A/A
<b>España</b>	114	133	19	16,7%	133	-
<b>Francia</b>	12	12	-	-	12	-
<b>Polonia</b>	34	34	-	-	34	-
<b>Panamá *</b>	-	66	66	-	66	nm
<b>en cnstrucción</b>	-	-	-	-	13	nm
<b>Total</b>	<b>160</b>	<b>245</b>	<b>85</b>	<b>53,1%</b>	<b>258</b>	<b>5,3%</b>
<b>ex Panamá</b>	160	179	19	11,9%	192	7,3%

Elaboración GPM

En el 1T 2023 se prevé que se inicie la actividad comercial de Panamá, proyecto en el que se tiene una participación del 30%, con una capacidad instalada de 66 MW.

**Producción (258 GWh): aumenta un 87,5% a/a (+29,0% ex Panamá)**

En 2022, AUDAX experimentó un importante aumento en su producción de energía eléctrica, llegando a producir 375 GWh, lo que representa un aumento del 87,5% con respecto al año anterior. Si se excluye a Panamá, la producción aumentó en un 29,0%, llegando a 258 GWh. El negocio de España fue el principal impulsor de este avance, con un aumento de 66 GWh en su producción energética, llegando a un total de 160 GWh, lo que representa un aumento del 70,2% en comparación con el periodo anterior.

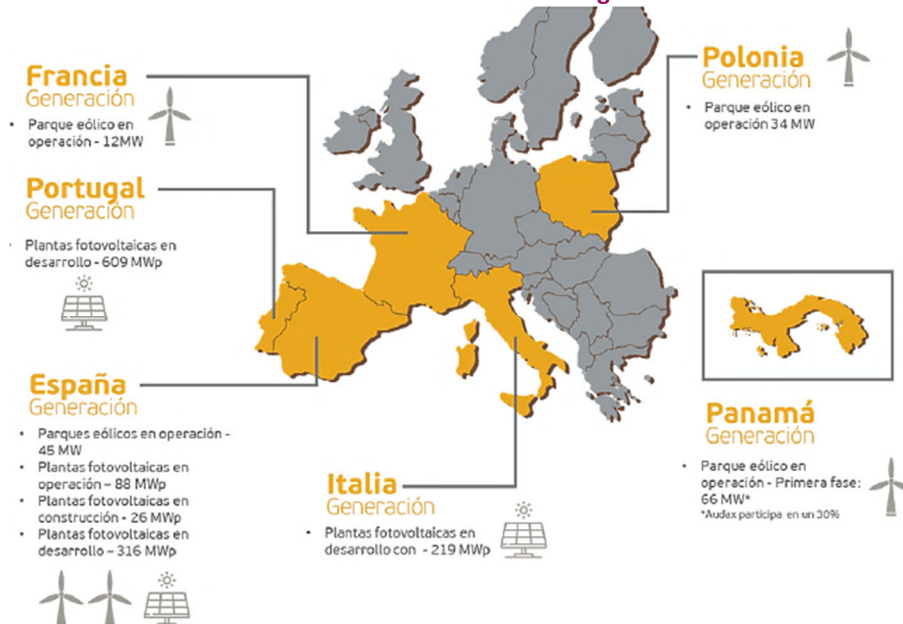
Este aumento en la producción de energía eléctrica puede **atribuirse** a una serie de factores, como una mayor inversión en infraestructura, el uso de tecnologías más eficientes y el aumento de la demanda de energía en la región. Además, AUDAX ha estado trabajando en la expansión de sus operaciones en varios países de América Latina, lo que ha contribuido a este crecimiento

**Producción por Países - GWh**

GWh	2021	2022	A/A	A/A
<b>España</b>	94	160	66	70,2%
<b>Francia</b>	28	28	-	-
<b>Polonia</b>	78	70	(8)	(10,3)%
<b>Panamá *</b>	-	117	117	nm
<b>Total</b>	<b>200</b>	<b>375</b>	<b>175</b>	<b>87,5%</b>
<b>ex Panamá</b>	<b>200</b>	<b>258</b>	<b>58</b>	<b>29,0%</b>

Elaboración GPM

**GENERACIÓN: Distribución Geográfica**



Fuente AUDAX

### Cartera Diversificada de Proyectos (1.415 MW - 89% PV y 11% Eólica)

AUDAX tiene una cartera de proyectos de energía renovable bastante importante, sumando un total de 1.415 MW, de los cuales 117 GWh entrarán en operación en 2023. La mayoría de estos proyectos son de energía solar fotovoltaica, lo que sugiere que AUDAX está apostando fuerte por esta tecnología.

Los proyectos de energía solar fotovoltaica tienen un tiempo de ejecución reducido en comparación con otras fuentes de energía renovable, lo que significa que es probable que una parte relevante de estos proyectos entren en producción comercial ya en 2023 y durante los próximos tres años.

#### Cartera Total de Energía Solar Fotovoltaica y Energía Eólica (MW)

País	Early	Grid	Environmental	Under		Total	
	Stage	Connection	approval	Backlog	Construction Operation		
España	50	35	141	90	26	134	476
Italia	0	189	0	29	0	0	218
Portugal	405	0	0	204	0	0	609
Francia	0	0	0	0	0	12	12
Polonia	0	0	0	0	0	34	34
Panamá	0	0	0	0	0	66	66
<b>TOTAL AUDAX</b>	<b>455</b>	<b>225</b>	<b>141</b>	<b>323</b>	<b>26</b>	<b>245</b>	<b>1.415</b>

Elaboración GPM

De este total, el 89% (1.258 MW) son proyectos de energía solar fotovoltaica ...

#### Cartera de Energía Solar Fotovoltaica

País	Early	Grid	Environmental	Under		Total	
	Stage	Connection	approval	Backlog	Construction Operation		
España	50	35	141	90	26	89	431
Italia	0	189	0	29	0	0	218
Portugal	405	0	0	204	0	0	609
Francia	0	0	0	0	0	0	0
Polonia	0	0	0	0	0	0	0
Panamá	0	0	0	0	0	0	0
<b>TOTAL AUDAX</b>	<b>455</b>	<b>225</b>	<b>141</b>	<b>323</b>	<b>26</b>	<b>89</b>	<b>1.258</b>

Elaboración GPM

...y el 11% restante (157 MWh) se corresponde con parques eólicos.

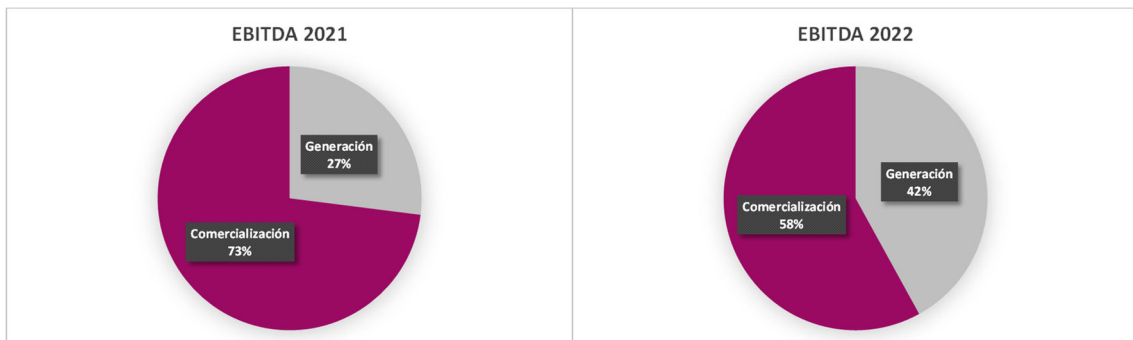
#### Cartera de Energía Eólica (MW)

País	Early	Grid	Environmental	Under		Total	
	Stage	Connection	approval	Backlog	Construction Operation		
España	0	0	0	0	0	45	45
Italia	0	0	0	0	0	0	0
Portugal	0	0	0	0	0	0	0
Francia	0	0	0	0	0	12	12
Polonia	0	0	0	0	0	34	34
Panamá	0	0	0	0	0	66	66
<b>TOTAL AUDAX</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>156</b>	<b>157</b>

Elaboración GPM

### Comercialización: Contribuye un 58% al EBITDA

En 2022, la actividad de comercialización de energía eléctrica adquiere una mayor relevancia, en base a que es en la que se ha puesto el foco de gestión con el objetivo de mejorar la rentabilidad.



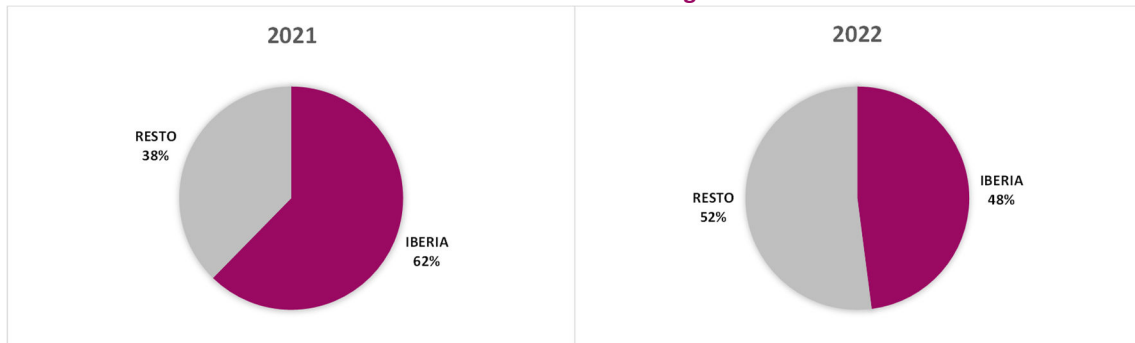
Elaboración GPM

### Diversificación Geográfica

AUDAX está aprovechando las oportunidades que ofrece el mercado energético europeo, que se encuentra en un proceso de liberalización y apertura a la competencia. Esto significa que hay un gran potencial de crecimiento para las empresas de comercialización de energía, como AUDAX, que puedan ofrecer precios competitivos y un buen servicio a sus clientes.

El suministro de electricidad y gas tanto a clientes particulares como a empresas se realiza a través de la actividad de comercialización, presente en diversos países de Europa (España, Portugal, Italia, Alemania, Polonia, Holanda y Hungría).

**AUDAX: Distribución de Ingresos**

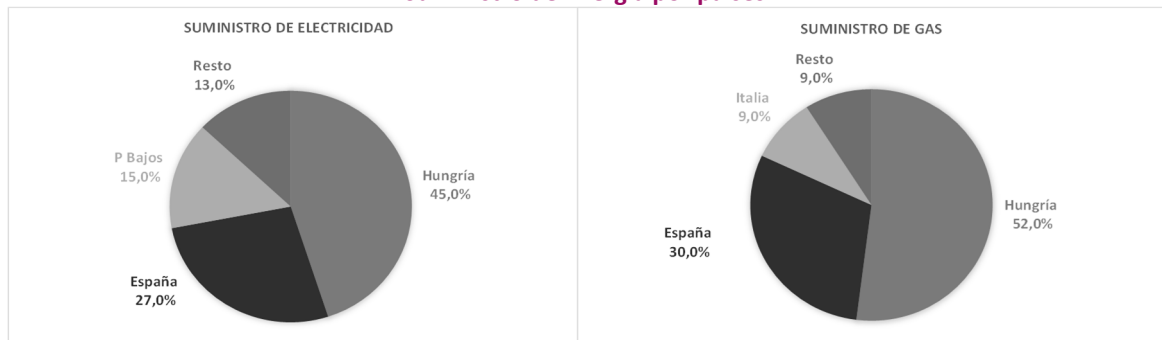


Elaboración GPM

La diversificación geográfica de AUDAX se puede apreciar en los siguientes gráficos. Hungría tiene una importancia relevante para AUDAX, tanto en lo que se refiere a la distribución del gas (52% del total) como de la electricidad renovable (45% del total). Esto sugiere que AUDAX está apostando fuerte por este mercado y con unos buenos resultados.

Por otro lado, España también es un mercado importante para AUDAX, ya que suministra un 27% del total de su producción eléctrica y el 30% del total de gas. Esto implica que AUDAX está bien posicionada en el mercado energético español y con una buena cuota de mercado.

**Suministro de Energía por países**

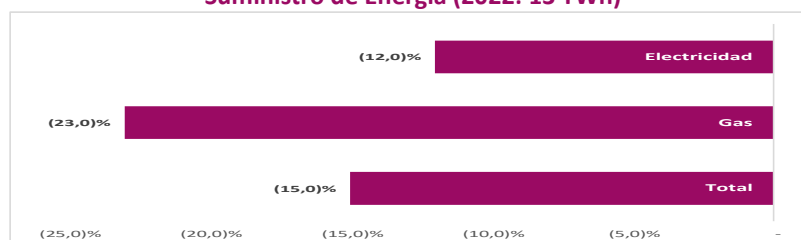


Elaboración GPM

### Evolución del suministro de energía

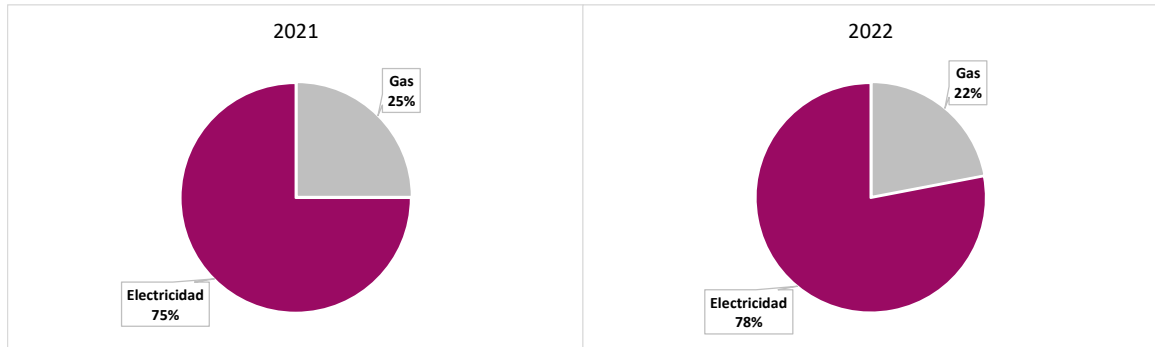
Durante el ejercicio 2022, AUDAX suministró un total de 13,1 TWh, lo que representa una disminución del 15% con respecto al ejercicio anterior, en el que suministró 15,4 TWh. Esta caída en el suministro se puede atribuir a varias razones, entre ellas la salida de AUDAX del mercado del gas en Polonia, el retraso en la apertura del nuevo mercado del gas en Hungría, y la estrategia de eficiencia de la empresa, que ha implicado una reducción en el número de puntos de distribución.

**Suministro de Energía (2022: 13 TWh)**



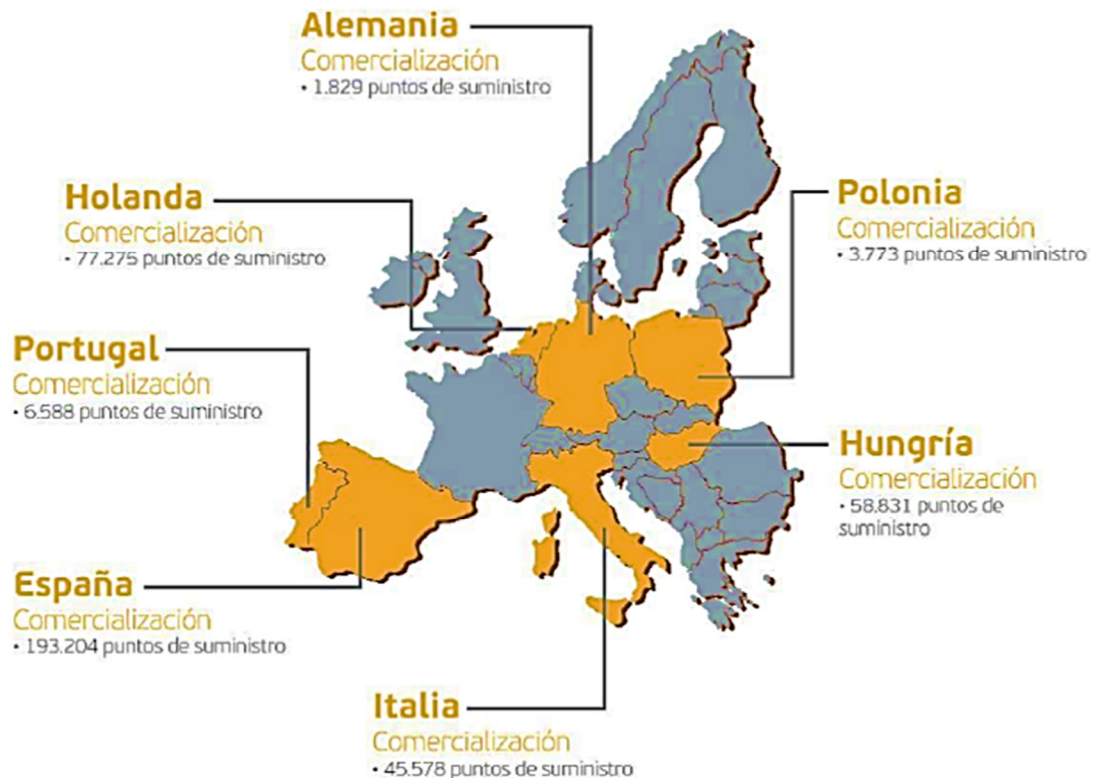
Elaboración GPM

### Suministro Electricidad vs GAS



Elaboración GPM

### COMERCIALIZACIÓN: Distribución Geográfica



Fuente AUDAX

### Acuerdo de "Market Acces" con Shell Energy Europe

Con este acuerdo, Shell Energy Europe se convierte en el proveedor externo exclusivo de AUDAX en electricidad y gas en España, y se espera que este acuerdo se extienda a Hungría en 2023. Este acuerdo tiene una duración inicial de 5 años y permitirá a AUDAX liberar recursos de efectivo para su actividad comercial, ya que será Shell quien aporte las garantías en las operaciones de suministro de gas y electricidad.

### Cambio del modelo de comercialización en Hungría

En Hungría, AUDAX ha implementado un cambio en su modelo de comercialización, pasando a un modelo indexado y de prepago. Este cambio tiene como objetivo evitar que las fluctuaciones excesivas en los precios de la electricidad se trasladen en su totalidad al consumidor final, al mismo tiempo que ofrece una mayor transparencia en la fijación de precios. Sin embargo, esta estrategia no está exenta de riesgos, ya que en ciertas situaciones los precios indexados pueden fluctuar más que los precios fijos. A pesar de que AUDAX ha liderado la transformación comercial del mercado de Hungría y que la mayoría de las comercializadoras han seguido su modelo, las

expectativas de lanzamiento del negocio del gas se han retrasado debido a circunstancias regulatorias y técnicas.

### Salida del negocio del gas en Polonia en 2022

En Polonia, AUDAX ha tomado la decisión de dejar el negocio del gas debido a una serie de cambios regulatorios que han afectado negativamente a la rentabilidad de esta actividad. En concreto, el gobierno polaco ha introducido una serie de medidas regulatorias que han limitado la capacidad de las empresas comercializadoras de gas para fijar los precios de venta al consumidor final, lo que ha reducido significativamente la rentabilidad de esta actividad.

Además, estos cambios regulatorios han dificultado la gestión de los contratos de suministro de gas y han aumentado los costes administrativos y de cumplimiento normativo para las empresas comercializadoras. Por todo ello, AUDAX ha decidido salir del negocio del gas en Polonia y centrar su estrategia en el negocio de comercialización de electricidad y en el desarrollo de proyectos de generación de energía renovable.

### La Mejor Productividad refleja la capacidad de adaptarse a los cambios

La mejora de la productividad de AUDAX en la venta de MW por punto de distribución se debe en gran parte a la estrategia de eficiencia implementada por la compañía, que ha supuesto una reducción de los puntos de distribución. De esta forma, AUDAX ha logrado optimizar su red de distribución y maximizar su eficiencia en la venta de energía eléctrica y gas. A pesar de la disminución en la energía suministrada, la mejora en la productividad refleja la capacidad de AUDAX para adaptarse a las condiciones del mercado y mejorar su eficiencia de la gestión.

#### MWh / Punto Distribución

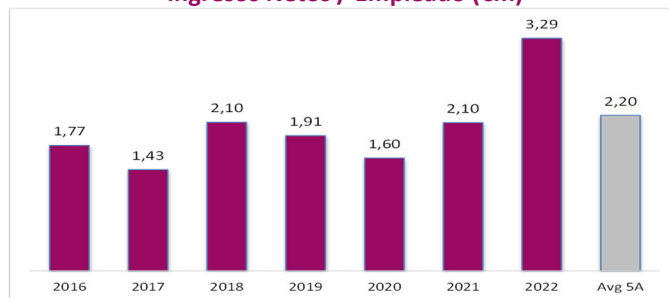
Suministro MW s/ punto distribución	2021	2022	A/A	A/A
España	12 MW	26 MW	13 MW	108,3%
Países Bajos	42 MW	43 MW	1 MW	3,3%
Hungría	58 MW	85 MW	28 MW	47,6%
Resto UE	27 MW	37 MW	10 MW	37,9%
<b>Total</b>	<b>25 MW</b>	<b>40 MW</b>	<b>15 MW</b>	<b>57,1%</b>

Elaboración GPM

La estrategia implementada por la Dirección de AUDAX ha arrojado resultados positivos, como lo demuestra el ratio de ingresos por empleado.

En 2022, este indicador ha aumentado a €3,29 millones, lo que representa un incremento del 57% con respecto a los €2,10 millones registrados en 2021. Además, el ratio de ingresos por empleado en 2022 supera en un 80% el promedio de los cinco años anteriores.

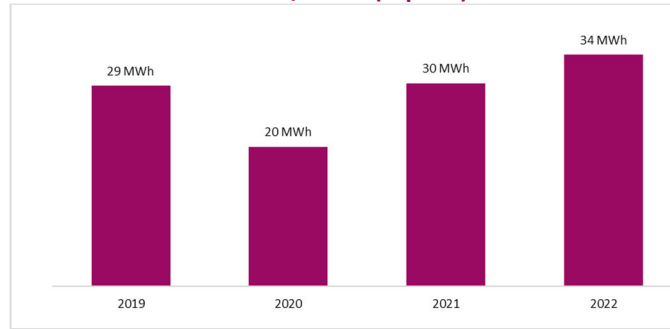
#### Ingresos Netos / Empleado (€m)



Elaboración GPM

En España, a pesar de que la cantidad de electricidad suministrada por AUDAX haya disminuido en el año 2022, se ha logrado mejorar la productividad del 13,3%. Esto se puede observar en el gráfico adjunto, donde se muestra que la relación de 34 MWh suministrados por trabajador es la cifra más alta de los últimos cuatro años. Esto demuestra que la estrategia de eficiencia implementada por la dirección de la compañía ha dado sus frutos y ha permitido que cada empleado sea más productivo en el suministro de energía. Este aumento en la productividad también puede tener un impacto positivo en la rentabilidad de la empresa, ya que se pueden reducir los costos laborales por unidad de energía suministrada.

MWh / CUPS (España)

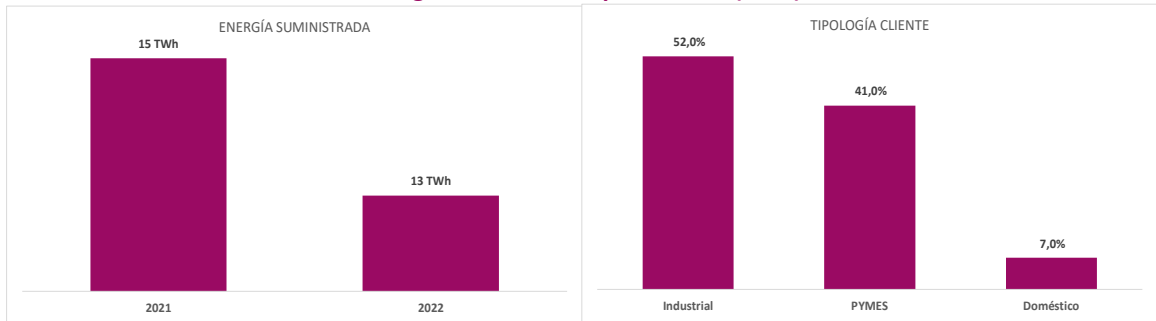


Elaboración GPM

Foco en Empresas Industriales

AUDAX se enfoca principalmente en el suministro de energía a empresas industriales, representando el 93% de su negocio, mientras que el 7% restante se distribuye a clientes minoristas.

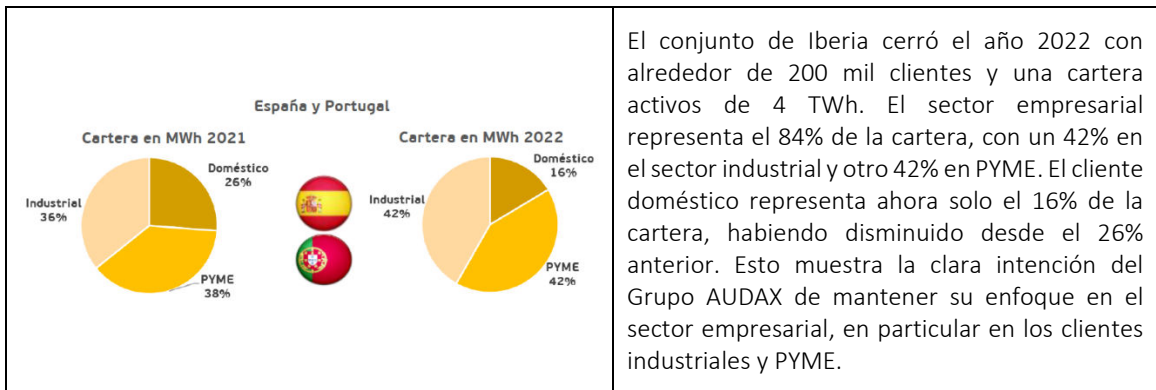
Energía Suministrada por AUDAX (TWh)



Elaboración GPM

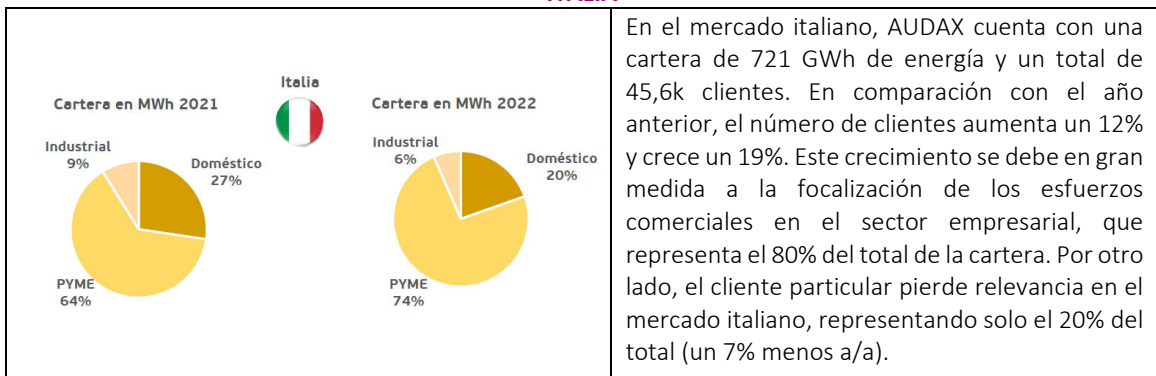
Distribución de la cartera de energía por país y por tipología de cliente

ESPAÑA



Elaboración GPM

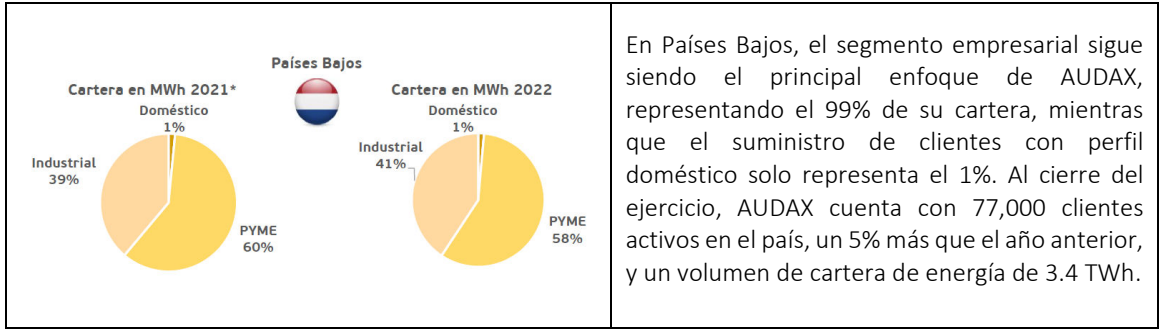
ITALIA



Elaboración GPM



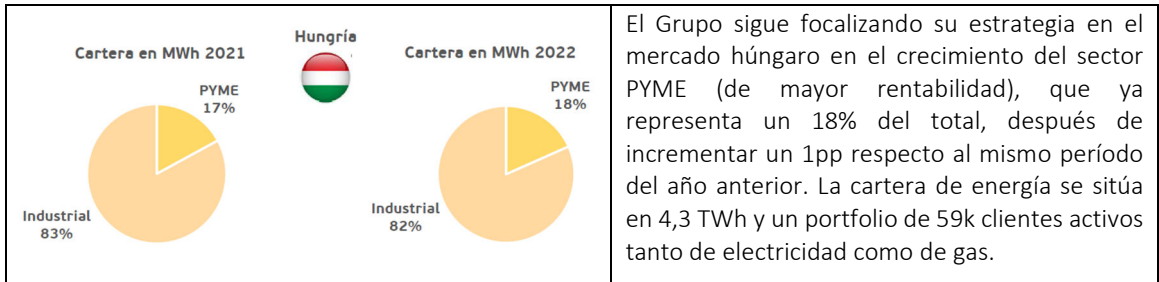
**PAÍSES BAJOS**



En Países Bajos, el segmento empresarial sigue siendo el principal enfoque de AUDAX, representando el 99% de su cartera, mientras que el suministro de clientes con perfil doméstico solo representa el 1%. Al cierre del ejercicio, AUDAX cuenta con 77,000 clientes activos en el país, un 5% más que el año anterior, y un volumen de cartera de energía de 3.4 TWh.

Elaboración GPM

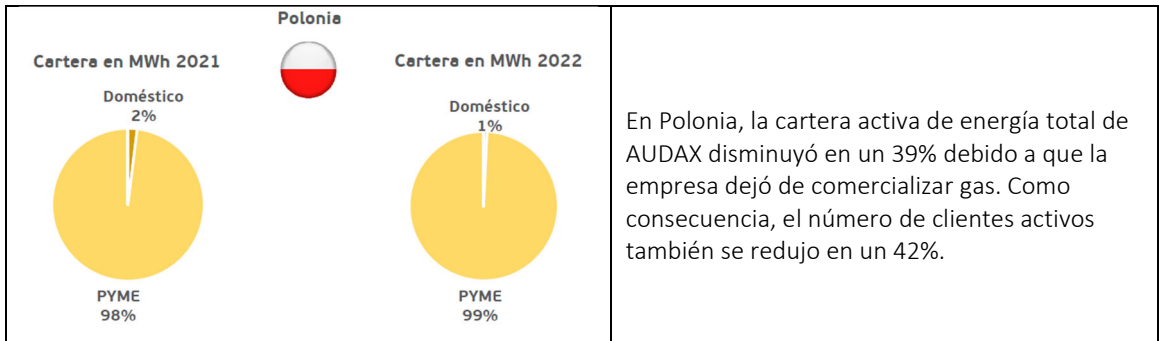
**HUNGRÍA**



El Grupo sigue focalizando su estrategia en el mercado húngaro en el crecimiento del sector PYME (de mayor rentabilidad), que ya representa un 18% del total, después de incrementar un 1pp respecto al mismo período del año anterior. La cartera de energía se sitúa en 4,3 TWh y un portfolio de 59k clientes activos tanto de electricidad como de gas.

Elaboración GPM

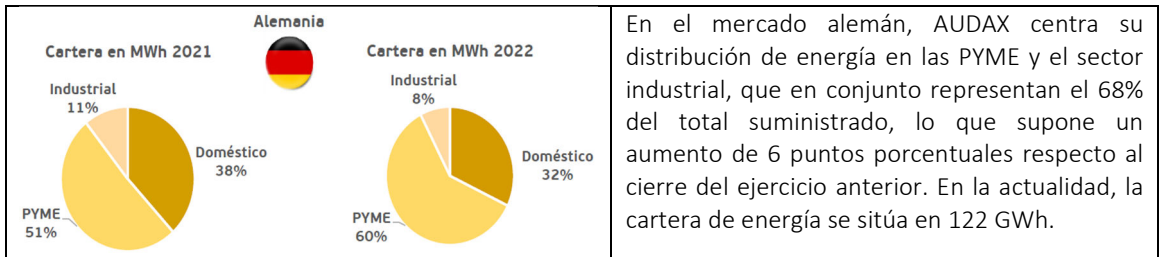
**POLONIA**



En Polonia, la cartera activa de energía total de AUDAX disminuyó en un 39% debido a que la empresa dejó de comercializar gas. Como consecuencia, el número de clientes activos también se redujo en un 42%.

Elaboración GPM

**ALEMANIA**



En el mercado alemán, AUDAX centra su distribución de energía en las PYME y el sector industrial, que en conjunto representan el 68% del total suministrado, lo que supone un aumento de 6 puntos porcentuales respecto al cierre del ejercicio anterior. En la actualidad, la cartera de energía se sitúa en 122 GWh.

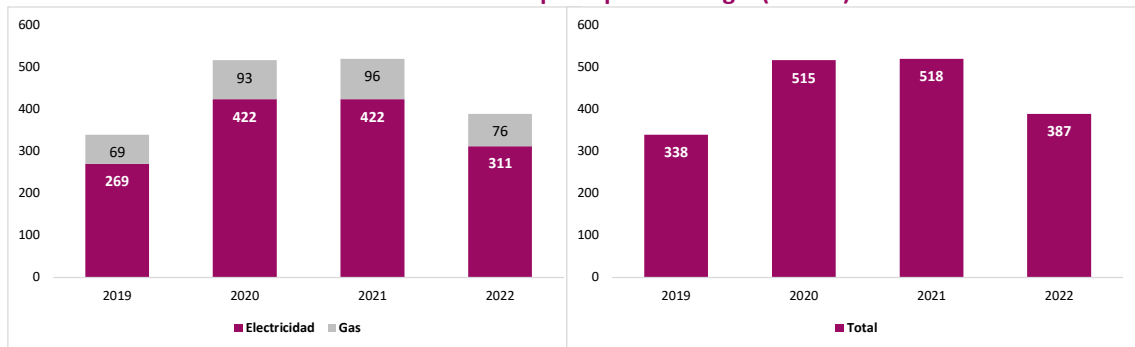
Elaboración GPM

Suministro de Energía

Puntos de Suministro #	2021	2022	A/A	A/A	Energía Suministrada (GWh)	2021	2022	A/A	A/A
<b>España</b>	<b>296.802</b>	<b>193.204</b>	<b>(103.598)</b>	<b>(34,9)%</b>	<b>España</b>	<b>4.936</b>	<b>3.641</b>	<b>(1.295)</b>	<b>(26,2)%</b>
Electricidad	243.772	157.082	(86.690)	(35,6)%	Electricidad	3.851	2.778	(1.073)	(27,9)%
Gas	53.030	36.122	(16.908)	(31,9)%	Gas	1.085	863	(222)	(20,5)%
<b>Hungría</b>	<b>79.500</b>	<b>58.898</b>	<b>(20.602)</b>	<b>(25,9)%</b>	<b>Países Bajos</b>	<b>3.356</b>	<b>3.096</b>	<b>(260)</b>	<b>(7,7)%</b>
Electricidad	79.500	58.831	(20.669)	(26,0)%	Electricidad	1.454	1.552	98	6,7%
Gas	-	67	67	nm	Gas	1.902	1.544	(358)	(18,8)%
<b>Países Bajos</b>	<b>73.639</b>	<b>77.275</b>	<b>3.636</b>	<b>4,9%</b>	<b>Hungría</b>	<b>5.027</b>	<b>4.598</b>	<b>(429)</b>	<b>(8,5)%</b>
Electricidad	48.488	52.038	3.550	7,3%	Electricidad	5.027	4.581	(446)	(8,9)%
Gas	25.151	25.237	86	0,3%	Gas	-	17	17	nm
<b>Italia</b>	<b>40.835</b>	<b>45.578</b>	<b>4.743</b>	<b>11,6%</b>	<b>Resto de Europa (RdE)</b>	<b>2.130</b>	<b>1.807</b>	<b>(323)</b>	<b>(15,2)%</b>
Electricidad	27.022	32.486	5.464	20,2%	Electricidad	1.294	1.288	(6)	(0,5)%
Gas	13.813	13.092	(721)	(5,2)%	Gas	836	519	(317)	(37,9)%
<b>Resto de Europa (RdE)</b>	<b>26.736</b>	<b>12.190</b>	<b>(14.546)</b>	<b>(54,4)%</b>	<b>TOTAL ENERGÍA SUMINISTRADA</b>	<b>15.449</b>	<b>13.142</b>	<b>(2.307)</b>	<b>(14,9)%</b>
Electricidad	22.951	10.918	(12.033)	(52,4)%	Total Electricidad	11.626	10.199	(1.427)	(12,3)%
Gas	3.785	1.272	(2.513)	(66,4)%	Total Gas	3.823	2.943	(880)	(23,0)%
<b>Total Puntos de Suministro</b>	<b>517.512</b>	<b>387.145</b>	<b>(130.367)</b>	<b>(25,2)%</b>					
Total Electricidad	421.733	311.355	(110.378)	(26,2)%					
Total Gas	95.779	75.790	(19.989)	(20,9)%					

Elaboración GPM

Puntos de Suministro por Tipo de Energía (x1.000)



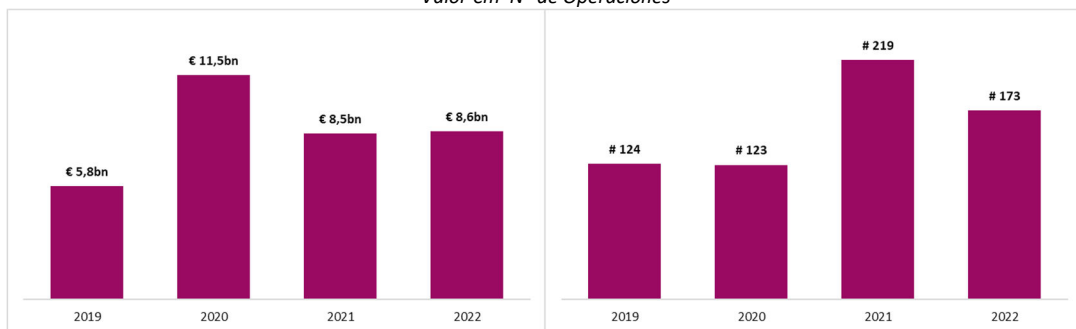
Elaboración GPM

Actividad Corporativa

La actividad de M&A de AUDAX es dinámica y se espera que en el futuro tenga un comportamiento anticíclico, basado en las perspectivas positivas del sector solar fotovoltaico a largo plazo, en lugar de depender de la macrocoyuntura.

España: Operaciones Corporativas Sector Energías Renovables (M&A / PE / VC)

Valor €m Nº de Operaciones



Elaboración GPM / fuente PV magazine

En cuanto al mercado ibérico de las energías renovables, se observa una tendencia al alza en el número de operaciones de fusiones y adquisiciones (M&A) en 2021, con un aumento del 65%. Sin embargo, en 2022 se ha producido una caída del 21%, con un total de 173 operaciones frente a las 219 del año anterior. A pesar de ello, el valor total de estas operaciones ha experimentado un ligero aumento, pasando de 8,5 mil millones de euros en 2021 a 8,6 mil millones de euros en 2022.

Cabe destacar que el sector de las energías renovables ha sido uno de los más dinámicos en cuanto a operaciones de M&A en el mercado ibérico, con un gran interés por parte de inversores y empresas por adquirir activos y participaciones en compañías del sector. Esta tendencia se debe en parte a las políticas gubernamentales y la creciente conciencia social sobre la necesidad de impulsar las energías renovables como alternativa sostenible a los combustibles fósiles.

Aunque la crisis del COVID19 ha afectado a la actividad corporativa de AUDAX, la compañía no descarta retomar su estrategia de crecimiento inorgánico en un futuro próximo. Es posible que, dado el contexto actual, los inversores demanden una mayor rentabilidad debido a los elevados precios y costes de financiación. No obstante, AUDAX confía en su capacidad para generar valor y aprovechar las oportunidades del mercado de energías renovables.

**AUDAX: Operaciones de Adquisición**

Fecha anuncio	Objetivo	Valor anunciado (USD mill)	Tipo de pago
9.mar.20	PH Simples	N/A	N/A
7.ago.20	E.ON Energiakereskedelmi Kft	N/A	N/A
4.ene.08	Parque Eolico Hinojal SL	18,57	Efectivo
18.feb.08	Barna Investments SA	0,28	Acciones
18.feb.08	Nextwind Srl	N/A	N/A
15.ene.08	power assets/Spain	203,38	Efectivo
15.ene.08	wind power assets/Spain	54,93	Efectivo
15.ene.08	Wind power assets	48,99	Efectivo
5.sep.07	Ou Est Wind Power	3,52	Efectivo
5.sep.07	Energia Montes de Cijara SL	0,41	Efectivo
5.feb.07	Wind-Energy park/Italy	0,22	Efectivo
5.feb.07	Wind-Energy Park/Panama	N/A	Efectivo
23.abr.07	Castellwind-03 SL	0,41	Efectivo
10.sep.06	Gestora Fotovoltaica de Castellon SL	1,72	Efectivo
17.oct.05	Energia Renewable Mestral SL	0,9	Efectivo

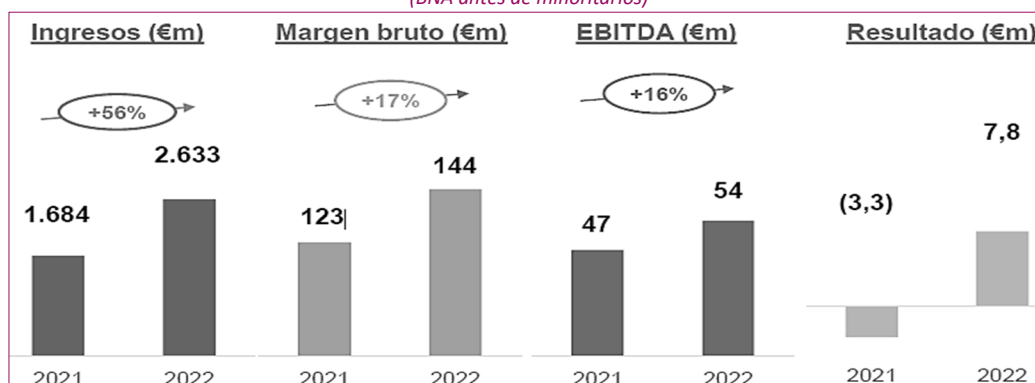
Elaboración GPM / fuente Bloomberg

**Comentario financiero: Mejora en rentabilidad y el EBITDA crece un 16%**

En el año 2022, AUDAX logró revertir la situación de pérdidas del año anterior, alcanzando un beneficio neto atribuido (BNA) de €3,54 millones, en comparación con una pérdida neta de €1,72 millones en 2021. Este resultado se vio influenciado por la evolución del precio de las materias primas (electricidad y gas), la mejora en la productividad energética y la recuperación en filiales.

**AUDAX Resultado 2022**

(BNA antes de minoritarios)



Elaboración GPM / fuente AUDAX (2021 reexpresados)

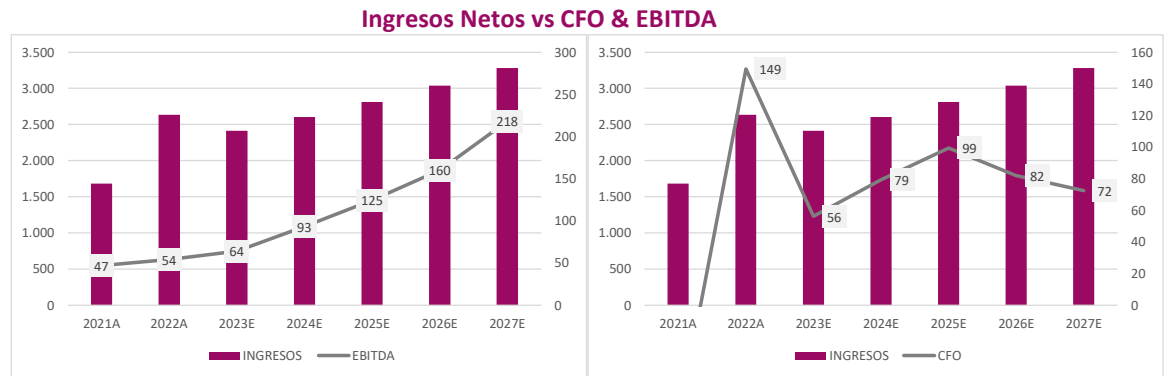
La mejora del resultado se debe principalmente a la parte alta de la cuenta de P&G, que ha experimentado un avance interanual del 56% en los ingresos netos, alcanzando los €2.633m.

Este crecimiento se ha visto favorecido por un entorno favorable que se ha mantenido gracias a varios factores, entre ellos: un aumento del 9% en la potencia instalada, un incremento del 29% en la energía generada, un mayor precio de venta de la energía producida (sin estar sujeta a PPA) y una mejora en el margen de comercialización, que ha pasado de 6,8 MWh a 9,0 MWh.

## Aumento de ingresos y Mayor Creación de Valor

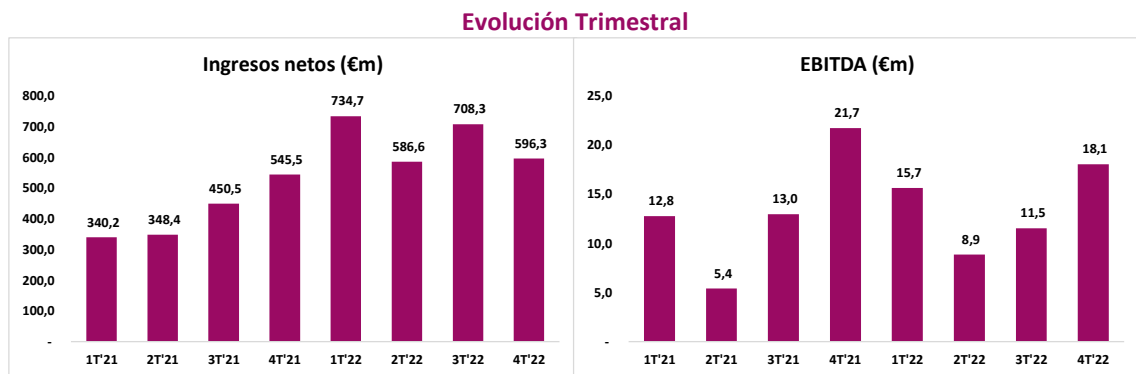
En los próximos años, se espera una recuperación en la generación de valor de AUDAX. Se estima una caída del 8,5% interanual en las ventas para 2023, pero se prevé un avance anual acumulativo del 8,0% para el periodo 2022-2027.

A pesar de la caída de precios del 14-15% esperada para 2023, se espera una compensación parcial gracias a la estrategia de mejora de rentabilidad introducida en 2022, la entrada en producción comercial de la planta de Panamá y la progresiva puesta en marcha de 24 MWh en construcción para finales de 2022.



Elaboración GPM

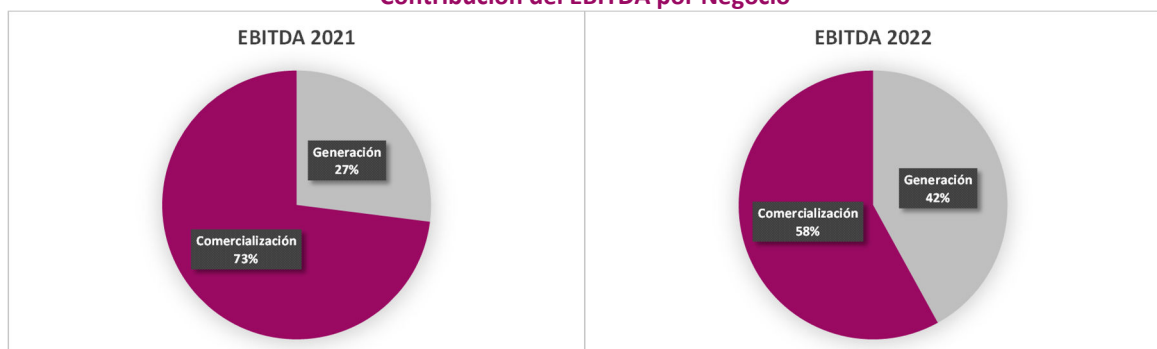
El EBITDA de AUDAX muestra una evolución estacional estable a nivel trimestral, repitiendo la pauta del año anterior. Los primeros y últimos trimestres presentan un comportamiento más fuerte debido al otoño e invierno, mientras que los segundos y terceros trimestres son más moderados, debido al efecto estacional de la primavera y verano.



Elaboración GPM

La contribución de la generación al EBITDA de AUDAX ha aumentado significativamente, pasando del 27% en 2021 al 42% en 2022. Este aumento se debe en parte a la estrategia de negocio verticalmente integrado de la compañía, así como a la mayor potencia instalada y al incremento del precio de venta de la energía producida.

### Contribución del EBITDA por Negocio



Elaboración GPM

## Recuperación de los Márgenes de Negocio

En cuanto a la evolución de los márgenes de negocio, prevemos una recuperación moderada que se extenderá hasta 2027. Sin embargo, es importante destacar que los márgenes previstos para ese año serán inferiores a los registrados en 2020. Ante posibles revisiones de estimaciones, esperamos que estas tiendan a ser más optimistas que pesimistas.

Es importante señalar que el margen bruto en el mercado ibérico se ha mantenido en 2022 gracias al aumento de la participación de la cartera de proyectos de generación de energía, lo que ha permitido reducir los costos de suministro de energía.

### Márgenes de Negocio Estimados

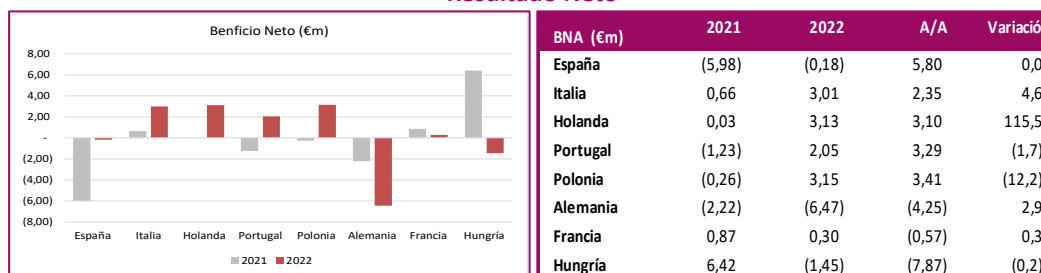
Profitability	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	Tendencia
Gross Margin	11,68%	7,30%	5,47%	5,97%	6,47%	6,97%	7,47%	7,97%	
Operating Margin	4,84%	1,48%	1,23%	1,77%	1,87%	1,97%	2,07%	2,17%	
Pretax Margin	3,52%	(0,10%)	0,48%	0,81%	1,28%	1,60%	1,89%	2,13%	
Profit Margin	2,73%	(0,10%)	0,13%	0,26%	0,40%	0,50%	0,59%	0,67%	
Return on Assets (avg.)	2,30%	(0,14%)	0,27%	0,59%	1,02%	1,40%	1,78%	2,09%	
Return on Equity (avg.)	17,47%	(1,15%)	2,49%	5,78%	10,02%	13,41%	16,34%	18,50%	
Return on Capital (avg.)	23,41%	9,74%	12,13%	22,30%	28,60%	35,27%	42,27%	48,42%	

Elaboración GPM

## Mejora de Resultados por Países

En cuanto a los resultados por países, AUDAX ha logrado avances en seis de los nueve países en los que opera, lo que supone un incremento de dos países en comparación con el año anterior. A pesar de registrar una débil pérdida neta, incluimos a España en esta lista debido a su excelente recuperación en 2022 y a la estabilidad de los márgenes de negocio, lo que sugiere que se volverá a obtener un resultado positivo en 2023.

### Resultado Neto



Elaboración GPM / fuente AUDAX

Al cierre de 2022, la actividad en España seguía registrando pérdidas (€0,181m), aunque se observó una recuperación significativa de €5,8m, lo que sugiere que esta unidad de negocio obtendrá claramente un resultado positivo en 2023.

## Solidas perspectivas para el EBITDA y la Generación de Caja

Anticipamos que AUDAX entrará en una fase de normalización en cuanto a la generación de flujos de caja y efectivo. Proyectamos que la compañía alcance €17,5 millones en efectivo en 2023, antes de cualquier impacto potencial por ajustes de cambio en divisas.

Fiscal year	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	Tendencia
AUDAX €m	12/31/20	12/31/21	12/31/22	12/31/23	12/31/24	12/31/25	12/31/26	12/31/27	
Cash from operating activities (CFO)	75,59	(74,0)	149,4	91,7	94,8	119,2	98,8	79,8	
Cash from investing activities (CFI)	(141,98)	(111,5)	(44,3)	(107,4)	(121,5)	(130,4)	(140,1)	(150,5)	
Cash from financing activities (CFF)	283,38	61,7	(143,7)	33,2	66,7	61,2	101,3	140,7	
Net change in cash during period	217,0	(123,8)	(38,6)	17,5	40,0	50,0	60,0	70,0	





Elaboración GPM

El alto nivel de apalancamiento financiero de AUDAX se reflejó en una ratio de Deuda Financiera Neta (DFN) / EBITDA de 7,2x en 2022.

No obstante, destacamos que para empresas que se endeudan fuertemente para el desarrollo de proyectos fotovoltaicos, este nivel de apalancamiento puede considerarse aceptable en tanto que los proyectos no han entrado en producción comercial, fase a partir de la cual esta ratio tiende a mejorar significativamente. En este sentido, se espera que a medida que la compañía vaya completando la construcción de sus proyectos, se produzca una mejora en su DFN/EBITDA y, por tanto, una reducción del riesgo financiero asociado.

La continuidad de los planes de inversión no debería obstaculizar la capacidad de pago de AUDAX, ya que se espera que el ratio Deuda Financiera Neta (DFN) / EBITDA disminuya a 5,3x en 2023 y a 3,9x en 2024E. Esto significa que se abre la posibilidad de llevar a cabo nuevos proyectos de inversión sin comprometer la capacidad financiera de la compañía.

#### Capacidad de Pago de Intereses

Fixed Charge Coverage	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	Trend
EBIT / Interest Expense	2,6x	0,9x	1,0x	1,3x	2,1x	2,8x	3,4x	3,5x	
EBITDA / Interest Expense	3,7x	1,6x	1,7x	1,8x	2,6x	3,3x	3,9x	4,0x	
Total Debt / EBITDA	7,5x	17,9x	13,1x	9,8x	7,4x	5,9x	5,1x	5,0x	
Net Debt / EBITDA	0,7x	10,1x	7,2x	5,3x	3,9x	3,0x	2,5x	2,5x	

Elaboración GPM

### Volatilidad de los Precios de la materia prima

La estimación de los ingresos de AUDAX se ve afectada por diversas variables, entre ellas, la incertidumbre en la evolución futura de los precios de las materias primas. Esta situación se deriva de la coyuntura económica, las políticas de precios de las materias primas y los problemas geopolíticos. En nuestro análisis, consideramos las proyecciones de la base de datos Trading Economics (<https://tradingeconomics.com>) como referencia para llevar a cabo nuestras estimaciones.

De acuerdo con Trading Economics, el índice "Solar Energy Index" ha experimentado una disminución del 13,8% en lo que va de año, situándose actualmente en 326,71 puntos en comparación con los 379,27 puntos anteriores. Según las previsiones, se espera que el índice se mantenga prácticamente estable en torno a los 327 puntos para finales de 2023, mientras que se prevé una caída del 8% hasta los 300 puntos para 2024.

#### Solar Energy Index



Elaboración GPM / Fuente Trading Economics

En cuanto al precio del gas, su evolución está relacionada con el precio de la electricidad, tal como se refleja en el Wind Energy Index. Este indicador finalizó 2022 en 328 puntos, mientras que actualmente se sitúa en 296,89 puntos, lo que supone una disminución del 9,6% respecto al cierre del año anterior. Se espera que en los próximos 12 meses se modere aún más, con una caída proyectada del 6% hasta los 280 puntos.

### Wind Energy Index



Elaboración GPM / Fuente Trading Economics

Teniendo en cuenta los indicadores mencionados anteriormente, se espera una disminución media del precio del gas y la electricidad del 15% en los próximos 12 meses. Esto contrasta con un aumento estimado del 25,3% en la capacidad de suministro por punto de distribución, que se espera pase de los 40 MW en 2022 a los 50 MW.

### Energía Suministrada / Punto Distribución

Suministro MW s/ punto distribución	2021	2022	A/A	A/A	2023E	A/A	A/A
España	12 MW	26 MW	13 MW	108,3%			
Países Bajos	42 MW	43 MW	1 MW	3,3%			
Hungría	58 MW	85 MW	28 MW	47,6%			
Resto UE	27 MW	37 MW	10 MW	37,9%			
<b>Total</b>	<b>25 MW</b>	<b>40 MW</b>	<b>15 MW</b>	<b>57,1%</b>	<b>50 MW</b>	<b>10 MW</b>	<b>25,3%</b>

Elaboración GPM / Fuente Trading Economics

### Estructura de Capital: Reducción del 17% del Endeudamiento

La reducción de la deuda financiera bruta de AUDAX en €130 millones, pasando de €772 millones en 2021 a €642 millones en 2022, ha resultado en una disminución del riesgo financiero del 17%. Esta reducción ha sido especialmente relevante gracias a la disminución de €102 millones en la cartera de Pagars.









Fuente AUDAX

AUDAX mantiene una posición de liquidez sólida, con una proporción de efectivo e inversiones a corto plazo sobre el Activo Circulante que se espera que se mantenga estable por encima del 45% en los próximos años. Además, estimamos que la ratio de Circulante se mantendrá cerca de 1,0x.

La reciente firma del acuerdo con Shell Energy Europe tendrá un impacto positivo en el balance circulante de AUDAX. Este acuerdo permitirá a la compañía reducir las garantías necesarias en las compras de gas y electricidad, ya que ahora serán responsabilidad de Shell. Como resultado, AUDAX podrá liberar recursos en su circulante, mejorando su posición financiera. Este acuerdo es un ejemplo más de la estrategia de AUDAX para optimizar su balance y mejorar su posición financiera a largo plazo.

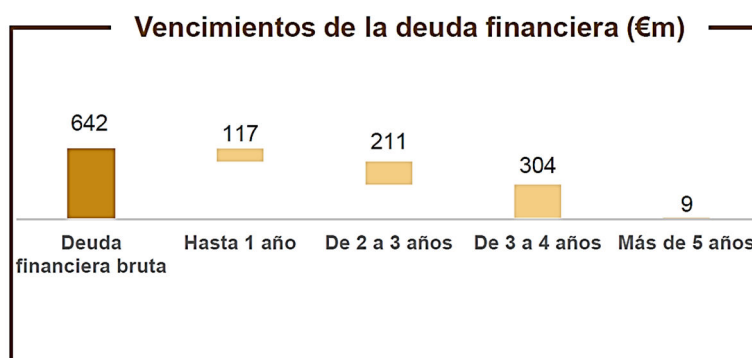
## Indicadores de Liquidez

Liquidity	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	Trend
Cash Ratio	0,99x	0,65x	0,60x	0,51x	0,46x	0,43x	0,41x	0,40x	
Quick Ratio	1,47x	1,21x	1,14x	0,99x	0,90x	0,84x	0,80x	0,78x	
Current Ratio	1,57x	1,37x	1,34x	1,16x	1,03x	0,95x	0,90x	0,86x	
Cash & Equivalents / Current Assets	63,1%	47,2%	44,8%	43,7%	44,1%	44,9%	45,8%	46,7%	
CFO / Total Debt	15,2%	(8,8)%	21,0%	12,4%	11,7%	13,7%	10,2%	7,2%	
CFO / Total Total Liabilities	7,6%	(6,2)%	12,6%	7,0%	6,4%	7,2%	5,4%	3,9%	

Elaboración GPM

La posición de liquidez de AUDAX es sólida y se encuentra respaldada por su nivel de Efectivo y Otros Equivalentes, que asciende a €291m. E

Esta situación permite a la compañía afrontar con holgura los vencimientos de su deuda financiera de los próximos años, lo que refleja una gestión financiera responsable y prudente. Es importante destacar que la disponibilidad de efectivo también proporciona flexibilidad a la hora de invertir en nuevos proyectos y expandir su negocio en el sector de energías renovables.



Fuente AUDAX

La tabla siguiente muestra el progreso de AUDAX en 2022 en cuanto a la reducción del peso de la financiación a corto plazo, disminuyendo al 10,9% en comparación con el 23,0% en 2021. Este logro es destacable debido a que AUDAX enfrentó dificultades significativas en 2021 con la subida desproporcionada de los precios de las materias primas.

Si consideramos el valor de mercado de AUDAX en el año 2019, antes de la pandemia, y lo aplicamos a la estructura actual de capital, podemos observar que el peso de la deuda financiera a corto plazo se reduciría del 10,3% actual a niveles del 7,8%. Es importante destacar que este indicador refleja una mejora en la estructura de capital de la compañía, lo que puede tener un impacto positivo en la percepción de los inversores y en la capacidad de la empresa para obtener financiación en el futuro.

## Estructura de Capital

Capital Structure	2018		2019		2020		2021		2022		2023	
	€m	Peso	€m	Peso	€m	Peso	€m	Peso	€m	Peso	€m	Peso
Hist Market Cap	340	58,3%	1.073	83,1%	866	63,5%	497	39,2%	583	47,6%	486	43,1%
ST Borrowings	16	2,8%	29	2,2%	45	3,3%	292	23,0%	134	10,9%	134	11,9%
LT Borrowings	227	38,9%	190	14,7%	453	33,2%	480	37,8%	508	41,5%	508	45,0%
Total Borrowings	243	41,7%	219	16,9%	498	36,5%	772	60,8%	642	52,4%	642	56,9%
Pref Equity	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Capital	584	100,0%	1.292	100,0%	1.364	100,0%	1.269	100,0%	1.225	100,0%	1.128	100,0%

Elaboración GPM / fuente Bloomberg

De acuerdo con nuestras proyecciones, la recuperación de los resultados de AUDAX posibilitará que la compañía mejore su apalancamiento financiero en los años venideros, luego de un pico que estimamos que se alcanzará en el período 2022-2023, tal como se ilustra en la tabla adjunta. La generación de un resultado neto positivo será el principal catalizador de esta recuperación.



### Apalancamiento Financiero

Leverage - LT Solvency	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	Trend
Assets / Equity	7,6x	9,1x	9,7x	10,0x	10,0x	9,5x	8,8x	8,1x	
Total Debt / Common Equity	3,5x	6,1x	5,8x	5,6x	5,4x	4,8x	4,4x	4,1x	
Net Debt / Common Equity	0,3x	3,5x	3,2x	3,0x	2,8x	2,4x	2,2x	2,0x	

Elaboración GPM / fuente Bloomberg

A continuación, se presenta un ejercicio sobre la capacidad de endeudamiento de AUDAX. Tal y como se puede apreciar en la tabla, tomando como referencia los resultados de 2022 y el promedio de las estimaciones de los tres próximos años, esta capacidad se situaría en torno a los €537m.

No obstante, es importante tener en cuenta que el endeudamiento máximo de AUDAX dependerá de los "Covenants" que se faciliten en cada caso. En este sentido, se estima que el endeudamiento máximo podría ascender a €1.179m, si bien es cierto que incluso con esta cifra de endeudamiento, los Covenants se situarían por debajo de las referencias históricas.

En este contexto, se considera que el capital de inversión actual de AUDAX es aceptable en torno a los €3.000m, lo que supone una cifra inferior a los €4.000m presentados en el plan de negocio 2021-26.

### AUDAX: Endeudamiento Potencial

Debt Capacity Model		€m	Comment
AUDAX (€m)			
Current Debt		€ 642,0	year end 2022
Principal Repayments (% of Total Debt)		20,0%	Estimated
Interest Rate (% of Total Debt)		4,9%	Avg year end 2022
Current Cash		€ 330,0	year end 2022
<b>Debt Capacity</b>	<b>Average</b>	<b>€ 537,4</b>	
Revenue		€ 3.200,0	Avg 2023-25
Gross Margin		€ 225,0	Avg 2023-26
EBITDA		€ 115,0	Avg 2023-27
Depreciation (% of EBITDA)		21,0%	Avg 2023-28
Taxes (% of EBIT)		35,0%	Avg 2023-29
Capex		€ 125,0	Avg 2023-30
EBIT		€ 90,9	
EBITDA - Capex		€ (10,0)	
EBITDA - Capex - Cash Taxes		€ 59,1	

Elaboración GPM

### Prevedemos una generación de Caja de €17,5m en 2023

Seguidamente se presenta una tabla con nuestras previsiones de generación de flujo de caja para AUDAX. Antes de ajustar por el impacto de las fluctuaciones de las divisas, esperamos que la compañía genere un flujo de caja libre superior a los €17,5 millones ya en el 2023, y que esta cifra aumente en los años siguientes.

No obstante, es importante tener en cuenta que esta variable estará sujeta a las inversiones que finalmente se lleven a cabo.

### Estimación del Flujo de Caja para AUDAX

Fiscal year	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	Tendencia
AUDAX €m	31.12.20	31.12.21	31.12.22	31.12.23	31.12.24	31.12.25	31.12.26	31.12.27	
Cash from operating activities (CFO)	75,59	(74,0)	149,4	91,7	94,8	119,2	98,8	79,8	
Cash from investing activities (CFI)	(141,98)	(111,5)	(44,3)	(107,4)	(121,5)	(130,4)	(140,1)	(150,5)	
Cash from financing activities (CFF)	283,38	61,7	(143,7)	33,2	66,7	61,2	101,3	140,7	
Net change in cash during period	217,0	(123,8)	(38,6)	17,5	40,0	50,0	60,0	70,0	

Elaboración GPM

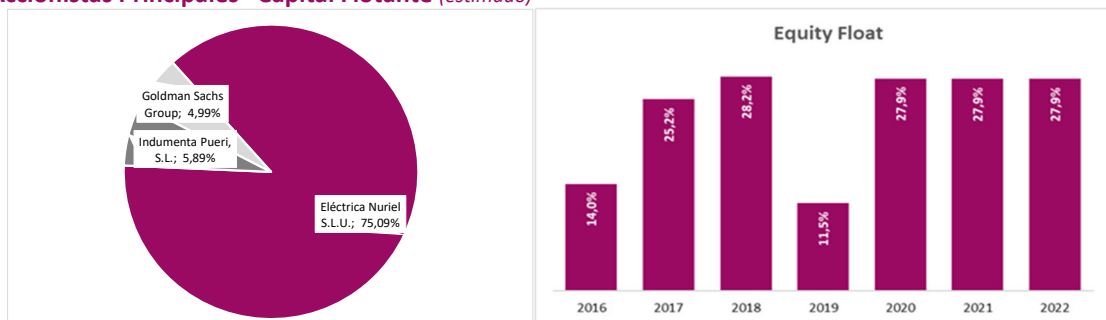
## Política de Remuneración al accionista

AUDAX tiene como política de remuneración al accionista la distribución de dividendos siempre y cuando se cumplan los factores de generación de caja y disponibilidad de reservas distribuibles que lo permitan. La última vez que se distribuyó un dividendo a los accionistas fue en el año 2020, con un DPA antes de impuestos por un importe de €0.0227. Actualmente, la Dirección considera que la reinversión de los recursos generados es la estrategia más adecuada para potenciar el crecimiento del negocio de la compañía.

## Accionariado

La estructura accionarial de AUDAX se compone de un capital social de €44.029.105, dividido en 440,29 millones de acciones con un valor nominal de €0,01 cada una. El accionista mayoritario de la compañía es Eléctrica Nuriel S.L.U., con una participación del 75,09% en AUDAX. Cabe destacar que Eléctrica Nuriel S.L.U. está completamente controlada por el inversor Francisco José Elías Navarro, quien ostenta los cargos de presidente y CEO de la compañía.

### Accionistas Principales Capital Flotante (estimado)



Elaboración GPM; fuente CNMV & Bloomberg

**Acciones propias:** a finales de 2022, AUDAX no disponía de acciones propias.

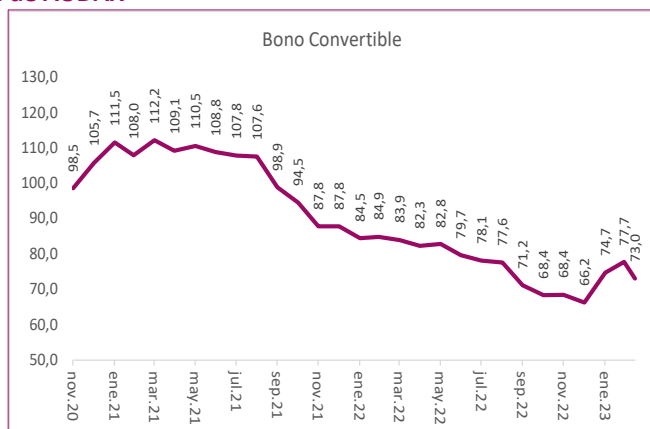
**Recompra de acciones:** el pasado mes de enero Audax anunció un Programa de Recompra de acciones que afectará a un máximo de 800.000 títulos, representativas aproximadamente del 0,18% del capital social actual de la Sociedad, por un importe máximo de €1,0m. este programa tiene una duración de tres meses.

**Bono simple convertible:** AUDAX mantiene en vigor un bono simple convertible en acciones ordinarias de la compañía, valorado en €125 millones (nominal), que devenga un interés anual del 2,75% pagadero semestralmente, y que vencerá el 30 de noviembre de 2025. El precio de conversión acordado se establece en €2,3897 por acción, y se prevé que la emisión resultante del canje del bono sea de 51,7 millones de acciones, lo que representa un 11,74% del total de las acciones emitidas.

Este bono cuenta con varias opciones de reembolso anticipado, entre las que se incluyen: i) cambio de control del Grupo; ii) oferta pública de adquisición; iii) cese en la cotización de las acciones o iv) reducción del capital flotante por debajo del 10% del total de acciones.

### Acciones Bolsa Bono Convertible Cotización de AUDAX

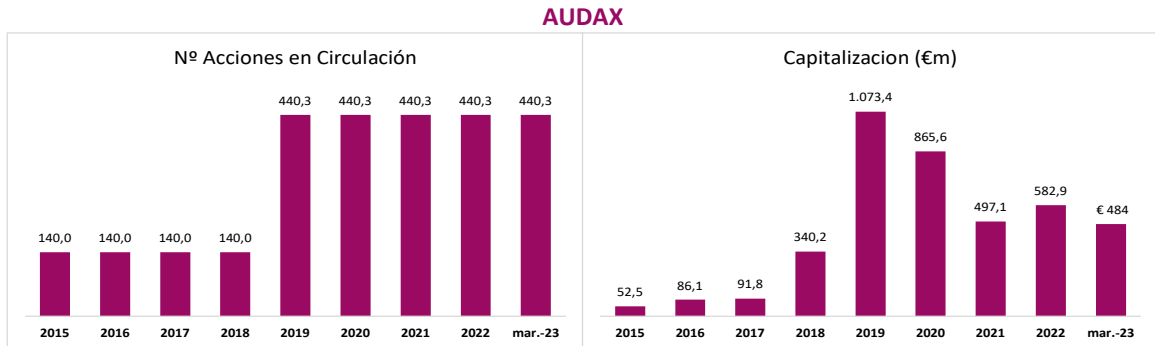
Año	Máx	Cierre	Avg
2023	€ 1,450	€ 1,177	€ 1,035
2022	€ 1,446	€ 0,750	€ 1,034
2021	€ 2,540	€ 1,260	€ 1,748
2020	€ 2,764	€ 1,944	€ 2,030
2019	€ 2,830	€ 2,140	€ 1,890
2018	€ 3,330	€ 1,285	€ 1,371
2017	€ 0,695	€ 0,440	€ 0,513
2016	€ 0,530	€ 0,500	€ 0,439
2015	€ 0,585	€ 0,370	€ 0,406
2014	€ 0,785	€ 0,330	€ 0,456
2013	€ 0,480	€ 0,390	€ 0,370
2012	€ 0,840	€ 0,340	€ 0,550
2011	€ 1,530	€ 0,710	€ 1,016
2010	€ 2,335	€ 1,205	€ 1,691
Conversión	€ 2,3897	€ 2,3897	€ 2,3897



Elaboración GPM / fuente Bloomberg

**Bono Convertible:**

- Importe nominal: €125m;
- Tipo de interés: 2,75% anual, pagadero semestralmente;
- Vencimiento: 30 de noviembre de 2025;
- Conversión potencial: 51,7m de acciones (nuevas o de cartera); 11,74% del total de acciones emitidas.
- Precio conversión: €2.3897.



Elaboración GPM

**Asignamos a AUDAX un Valor Razonable de €2,06 por acción**

Considerando los análisis y proyecciones realizadas, hemos establecido un Valor Razonable para la acción de AUDAX de €2,06. Este valor se basa en diversas variables, tales como los flujos de caja futuros estimados, la situación financiera actual de la compañía, su posición en el mercado y otros factores relevantes.

Tras considerar tres escenarios de referencia, estimamos que el valor promedio de las acciones de AUDAX es de €2,06, con un rango de valoración que oscila entre €2,78 y €1,27 por acción. Al compararlo con la cotización actual de €1,030, esto implica un descuento del 45%. En la valoración de AUDAX, hemos tenido en cuenta distintos escenarios donde se obtienen las siguientes valoraciones:

**AUDAX: Escenarios de Valoración**

Escenario	PO/acción	Cotización	Prima/ (descuento)	Potencial
Optimista	2,78	1,130	(59,4)%	146,0%
Base	2,06	1,130	(45,1)%	82,3%
Pesimista	1,27	1,130	(11,0)%	12,4%

Elaboración GPM

**AUDAX: Multiplicadores Bursátiles**

AUDAX	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E
PER	—	7,5x	20,0x	36,9x	32,4x	210,0x	93,2x	34,5x	18,7x
P/Libro	0,99	0,9x	1,5x	7,7x	6,0x	4,1x	2,7x	3,2x	3,1x
P/Ventas	2,32	0,09x	0,18x	0,91x	0,88x	0,33x	0,13x	0,29x	0,41x
P/Flujo de caja	7,86	8,2x	3,2x	16,8x	11,3x	nd	2,2x	15,4x	16,3x
EV/Ventas	6,26x	0,24x	0,32x	0,97x	0,94x	0,62x	0,28x	0,53x	0,76x
EV/EBITDA	—	5,3x	5,9x	13,8x	13,7x	19,7x	13,5x	15,1x	14,4x
EV/EBIT	—	8,6x	11,1x	21,4x	19,4x	33,7x	22,7x	21,1x	20,2x

Fuente Bloomberg @ 27.03.2023

**AUDAX Evolución del Valor de Empresa**

AUDAX (€m)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Último	Tendencia
Capitalización de mercado	70	62	180	942	856	555	330	499	▬▬▬▬▬▬▬▬▬▬
- Efectivo y equivalentes	20	115	143	187	454	364	323	323	▬▬▬▬▬▬▬▬▬▬
+ Acciones preferentes	-	-	-	-	-	-	-	-	▬▬▬▬▬▬▬▬▬▬
+ Interés minoritario	1	13	33	34	8	12	13	13	▬▬▬▬▬▬▬▬▬▬
+ Deuda total	138	200	243	219	498	839	712	712	▬▬▬▬▬▬▬▬▬▬
<b>Valor de empresa</b>	<b>189</b>	<b>160</b>	<b>314</b>	<b>1.007</b>	<b>908</b>	<b>1.042</b>	<b>733</b>	<b>902</b>	▬▬▬▬▬▬▬▬▬▬

Fuente Bloomberg @ 27.03.2023

## Comparables: AUDAX Justifica €2,12/acc

La evolución de los ratios bursátiles y de la cotización de AUDAX nos ha llevado a valorar la compañía en €2,12 por acción utilizando la metodología de los ratios bursátiles comparables. En el escenario alto, situamos la valoración de AUDAX en €2,91 por acción, mientras que en el escenario bajo se reduce a €1,32 por acción.

### Resumen Valoración por Comparables

Escenario	€/acción
Alto	€ 2,91
Bajo	€ 1,32
Medio	€ 2,12

Elaboración GPM (fuente Bloomberg)

La valoración por comparables se ha realizado utilizando los multiplicadores bursátiles proyectados para los años 2025, 2026 y 2027. Hemos aplicado los años mencionados ya que, en general, son los años en que las empresas del sector solar fotovoltaico concluyen sus planes de inversión. En este caso, hemos calculado el promedio de los ratios bursátiles individuales basados en la capitalización bursátil.

### Valoración por Comparables

	2025E			2026E			2027E		
	EV / EBITDA	EV / EBIT	P/E	EV / EBITDA	EV / EBIT	P/E	EV / EBITDA	EV / EBIT	P/E
Mkt Cap weighted	8,0x	11,9x	17,4x	7,5x	11,7x	19,9x	6,8x	10,9x	18,0x
High	10,4x	15,5x	22,6x	9,8x	15,2x	25,9x	8,8x	14,2x	23,4x
Low	5,6x	8,3x	12,2x	5,3x	8,2x	13,9x	4,7x	7,7x	12,6x
Valor estimado	<b>€ 2,12</b>								
Valor de Empresa	1.000,2	1.202,3	734,5	1.201,4	1.588,2	998,9	1.473,1	2.096,9	1.238,8
Deuda neta	351,0	351,0	351,0	351,0	351,0	351,0	351,0	351,0	351,0
Valor de Mercado	649,2	851,3	383,5	850,4	1.237,2	647,9	1.122,1	1.745,9	887,8
Accs.circulación	439,5	439,5	439,5	439,5	439,5	439,5	439,5	439,5	439,5
Valor/ acción	€ 1,48	€ 1,94	€ 0,87	€ 1,93	€ 2,82	€ 1,47	€ 2,55	€ 3,97	€ 2,02
Promedio	<b>€ 1,43</b>			<b>€ 2,07</b>			<b>€ 2,85</b>		
High	<b>€ 2,91</b>								
Valor estimado	<b>€ 2,91</b>								
Valor de Empresa	1.300,3	1.563,0	849,6	1.561,8	2.064,6	1.193,3	1.915,1	2.726,0	1.505,2
Deuda neta	351,0	351,0	351,0	351,0	351,0	351,0	351,0	351,0	351,0
Valor de Mercado	949,3	1.212,0	498,6	1.210,8	1.713,6	842,3	1.564,1	2.375,0	1.154,2
Accs.circulación	439,5	439,5	439,5	439,5	439,5	439,5	439,5	439,5	439,5
Valor/ acción	€ 2,2	€ 2,8	€ 1,1	€ 2,8	€ 3,9	€ 1,9	€ 3,6	€ 5,4	€ 2,6
Promedio	<b>€ 2,02</b>			<b>€ 2,86</b>			<b>€ 3,86</b>		
Low	<b>€ 1,32</b>								
Valor estimado	<b>€ 1,32</b>								
Valor de Empresa	700,2	841,6	619,5	841,0	1.111,7	804,6	1.031,2	1.467,8	972,5
Deuda neta	351,0	351,0	351,0	351,0	351,0	351,0	351,0	351,0	351,0
Valor de Mercado	349,2	490,6	268,5	490,0	760,7	453,6	680,2	1.116,8	621,5
Accs.circulación	439,5	439,5	439,5	439,5	439,5	439,5	439,5	439,5	439,5
Valor/ acción	€ 0,8	€ 1,1	€ 0,6	€ 1,1	€ 1,7	€ 1,0	€ 1,5	€ 2,5	€ 1,4
Promedio	<b>€ 0,84</b>			<b>€ 1,29</b>			<b>€ 1,83</b>		

Elaboración GPM (fuente Bloomberg) @ 27.03.2023

En la tabla previa se emplea la referencia de los años 2025/26/27, en gran medida debido a que la aplicación de ratios correspondientes a años anteriores resultaría en una penalización de la valoración de AUDAX. Esto se debe a que los resultados de dichos años están por debajo de su potencial, siendo el valor residual del DCF el que más peso tiene en la valoración (un 95%). Dicha situación se origina a raíz de las significativas inversiones y el alto endeudamiento de la compañía, los cuales limitan los resultados. En contraste, los resultados del periodo final de los planes de negocio se consideran normalizados.

## Resumen Valoración por Comparables



Elaboración GPM @ 27.03.2023

## Selección de Comparables

Para llevar a cabo esta valoración se han elegido las empresas del sector de la energía fotovoltaica cotizadas en España.

## Selección de Comparables

EV/EBITDA	Capitalización		Ponderación	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
	EURm								
ADX SM	11.234		62,7%	8,8x	8,9x	8,8x	8,7x	8,4x	7,7x
EIDF SM	1.919		10,7%	18,9x	14,2x	10,9x	8,7x	6,6x	5,1x
ANE SM	1.782		9,9%	24,2x	9,7x	8,2x	7,2x	6,5x	6,0x
ENER SM	797		4,4%	20,3x	12,9x	7,9x	6,1x	4,6x	3,4x
GRE SM	512		2,9%	39,7x	13,0x	8,2x	6,5x	4,8x	4,8x
SOL SM	472		2,6%	17,2x	15,3x	14,6x	nd	nd	nd
ENRS SM	257		1,4%	8,9x	5,3x	4,3x	4,1x	3,1x	3,1x
SPH SM	196		1,1%	90,0x	12,1x	4,9x	3,4x	3,4x	3,4x
HLZ SM	116		0,6%	7,6x	4,9x	3,2x	2,6x	2,6x	2,6x
SLR SM	67		0,4%	6,6x	5,2x	3,5x	3,5x	3,5x	3,5x
OPDE SM	571		3,2%	9,7x	6,3x	5,6x	5,0x	nd	nd
<b>Prom Ponderado</b>	<b>17.922</b>		<b>100,0%</b>	<b>13,9x</b>	<b>9,9x</b>	<b>8,8x</b>	<b>8,0x</b>	<b>7,5x</b>	<b>6,8x</b>

Elaboración GPM (fuente Bloomberg) @ 27.03.2023

## Valoración por DCF (€ 2,03)

Utilizando la técnica de descuento de flujos de caja, hemos valorado las acciones de AUDAX en €2,03 por acción. Al aplicar el modelo de crecimiento a perpetuidad, hemos empleado una tasa "g" del 2,0%, que refleja nuestra opinión de que AUDAX crecerá en línea con la economía española a largo plazo. Esta tasa residual del 2,0% se traduce en un multiplicador EV/EBITDA de 8,8x en este modelo de valoración, lo cual consideramos justificado.

En cuanto a la metodología del multiplicador residual EV/EBITDA, hemos utilizado una ratio de 9,0x. Esta elección se justifica en parte por el hecho de que es el promedio al que cotiza el sector fotovoltaico en los próximos años (2023-2025), y también porque esta valoración implica una tasa residual implícita de crecimiento a largo plazo del 1,89%.

### Estimación del Valor de Empresa de AUDAX

Perpetuity approach		Exit EBITDA multiple approach	
Normalized FCF in last forecast period (t)	121,2	Terminal year EBITDA	218,2
Normalized FCF <sup>t+1</sup>	123,6	Terminal value EBITDA multiple	<b>9,0x</b>
Long term growth rate (g)	<b>2,00%</b>	Terminal value	1.964,2
Terminal value	1.919,2	Present value of terminal value	1.335,7
Present value of terminal value	1.305,1	Present value of stage 1 cash flows	59,9
Present value of stage 1 cash flows	59,9	<b>Enterprise value</b>	<b>1.395,6</b>
<b>Enterprise value</b>	<b>1.365,0</b>	Implied perpetual growth rate	1,89%
Implied exit EBITDA multiple	8,8x		

Elaboración GPM

La valoración de AUDAX a través de la metodología del descuento de flujos de caja (DCF) ha arrojado un valor promedio estimado por acción de €2,03. Esta técnica de valoración es ampliamente utilizada en finanzas y se basa en proyectar los flujos de caja futuros de la empresa y descontarlos a una tasa de descuento que refleje el costo de oportunidad de los inversores. Es una herramienta útil para determinar el valor intrínseco de una compañía y puede proporcionar una guía valiosa para la toma de decisiones de inversión. En el caso específico de AUDAX, el valor resultante de €2,03 por acción puede ser utilizado como un punto de referencia en la evaluación de su atractivo como inversión en el mercado financiero.

### Estimación del Valor por Acción de AUDAX

AUDAX	Euro		
	Perpetuity	EBITDA	Average
Enterprise Value	1.365,0	1.395,6	1.380,3
Net debt + Other	(434,1)	(434,1)	(434,1)
Trapped cash	(50,0)	(50,0)	(50,0)
<b>Market Value</b>	<b>880,8</b>	<b>911,4</b>	<b>896,1</b>
nº shares (adj.)	440,3	440,3	440,3
<b>Value per share</b>	<b>€ 2,00</b>	<b>€ 2,07</b>	<b>€ 2,04</b>
Prime/ (discount)	(46,5%)	(48,3%)	(47,4%)

Elaboración GPM

### Análisis de sensibilidad

Valor / acción						Valor de Mercado					
Long term growth rate (g):						Long term growth rate (g):					
€ 2,00	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%		1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%
<b>10,0%</b>	0,99	1,12	1,26	1,42	1,60	<b>10,0%</b>	437	492	555	625	706
<b>9,0%</b>	1,34	1,51	1,70	1,91	2,17	<b>9,0%</b>	590	663	747	843	955
<b>8,4%</b>	1,58	1,77	<b>€ 2,00</b>	2,27	2,58	<b>8,4%</b>	694	781	<b>€ 881</b>	998	1.136
<b>8,0%</b>	1,79	2,02	2,28	2,60	2,97	<b>8,0%</b>	789	889	1.005	1.143	1.308
<b>7,0%</b>	2,40	2,73	3,11	3,59	4,18	<b>7,0%</b>	1.057	1.200	1.371	1.580	1.841

Elaboración GPM

Valor / acción						Valor de Mercado					
Exit EBITDA Multiple						Long term growth rate (g):					
€ 2,07	7,0x	8,0x	9,0x	10,0x	11,0x		7,0x	8,0x	9,0x	10,0x	11,0x
<b>11,0%</b>	1,14	1,44	1,74	2,04	2,34	<b>11,0%</b>	501	633	766	899	1.032
<b>9,0%</b>	1,34	1,67	1,99	2,32	2,65	<b>9,0%</b>	588	733	878	1.023	1.168
<b>8,4%</b>	1,40	1,73	<b>€ 2,07</b>	2,41	2,74	<b>8,4%</b>	615	763	<b>€ 911</b>	1.060	1.208
<b>8,0%</b>	1,44	1,79	2,13	2,48	2,82	<b>8,0%</b>	636	787	939	1.090	1.241
<b>7,0%</b>	1,56	1,92	2,28	2,64	2,99	<b>7,0%</b>	686	844	1.002	1.160	1.319

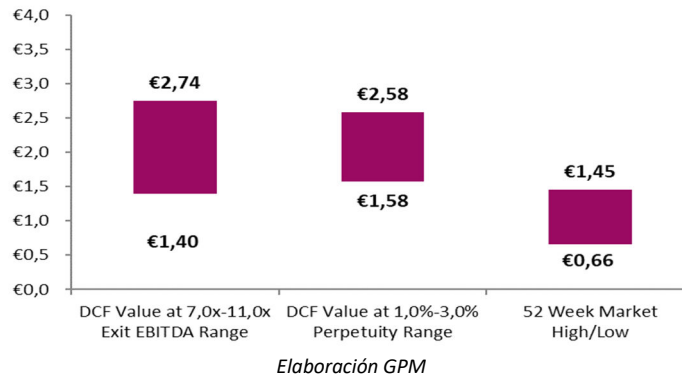
Elaboración GPM

El resultado de la valoración de AUDAX por la metodología DCF se puede observar en el siguiente gráfico, que muestra un valor promedio estimado por acción de €2,03.

En nuestra opinión, este valor se adecua proporcionalmente a la cotización de AUDAX durante el último año en el mercado financiero. Es importante destacar que la valoración por DCF es una técnica rigurosa y fundamentada en proyecciones financieras sólidas y, por lo tanto, puede ser considerada una referencia confiable para los inversores interesados en esta compañía.

Es importante tener en cuenta que los resultados de la valoración pueden variar en función de los supuestos utilizados en el modelo, como la tasa de crecimiento esperada o la tasa de descuento aplicada, entre otros factores.

#### Resumen Valoración DCF



## Estados Financieros &amp; Estimaciones

## Cuenta de P&amp;G Estimada

Fiscal year	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	Tacc
AUDAX €m	31.dic.21	31.dic.22	31.dic.23	31.dic.24	31.dic.25	31.dic.26	31.dic.27	'23 / 27
<b>Revenue</b>	<b>1.683,9</b>	<b>2.633,0</b>	<b>2.410,0</b>	<b>2.602,8</b>	<b>2.811,0</b>	<b>3.035,9</b>	<b>3.278,8</b>	<b>8,00%</b>
Cost of sales	(1.561)	(2.489)	(2.265,4)	(2.420,6)	(2.586,1)	(2.762,7)	(2.934,5)	
<b>Gross Profit</b>	<b>122,90</b>	<b>143,98</b>	<b>144,60</b>	<b>182,20</b>	<b>224,88</b>	<b>273,23</b>	<b>344,27</b>	<b>24,22%</b>
Personnel expense	(27,700)	(30,100)	(26,510)	(32,535)	(39,354)	(47,057)	(55,739)	
Selling, general & Adm. expense	(70,313)	(81,590)	(73,957)	(79,093)	(84,577)	(90,433)	(96,684)	
<b>Operating profit (EBIT)</b>	<b>24,891</b>	<b>32,293</b>	<b>44,1</b>	<b>70,6</b>	<b>101,0</b>	<b>135,7</b>	<b>191,8</b>	<b>44,39%</b>
Interest income	0,803	8,650	11,6	13,0	15,0	17,5	20,5	
Interest expense	(28,810)	(32,723)	(41,4)	(42,4)	(45,5)	(49,3)	(54,7)	
Other income / expense	1,495	4,354	-	-	-	-	-	
<b>Pretax profit</b>	<b>(1,621)</b>	<b>12,574</b>	<b>14,31</b>	<b>41,10</b>	<b>70,48</b>	<b>103,94</b>	<b>157,62</b>	<b>82,18%</b>
Taxes	(1,692)	(4,806)	(5,0)	(14,4)	(24,7)	(36,4)	(55,2)	
Minority Int. in Earnings	1,593	(4,229)	(4,8)	(13,8)	(23,7)	(35,0)	(53,0)	
<b>Attributable Net Income (reported)</b>	<b>(1,720)</b>	<b>3,539</b>	<b>4,49</b>	<b>12,89</b>	<b>22,11</b>	<b>32,60</b>	<b>49,44</b>	<b>82,18%</b>
Abnormal Gain / (Loss)	-	-	-	-	-	-	-	
Tax impact	-	-	-	-	-	-	-	
<b>Net income (adj.)</b>	<b>(1,720)</b>	<b>3,54</b>	<b>4,49</b>	<b>12,89</b>	<b>22,11</b>	<b>32,60</b>	<b>49,44</b>	<b>82,18%</b>
YoY growth	(1,07)	(3,06)	26,8%	187,2%	71,5%	47,5%	51,7%	
<b>Avg. basic shares</b>	<b>440,29</b>	<b>440,29</b>	<b>439,5</b>	<b>440,3</b>	<b>440,3</b>	<b>440,3</b>	<b>440,3</b>	
Impact of dilutive securities	-	-	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
<b>Avg. dilutive shares</b>	<b>440,29</b>	<b>440,29</b>	<b>439,5</b>	<b>440,3</b>	<b>440,3</b>	<b>440,3</b>	<b>440,3</b>	<b>0,05%</b>
Basic EPS	€ (0,004)	€ 0,008	€ 0,010	€ 0,029	€ 0,050	€ 0,074	€ 0,112	
<b>Diluted EPS</b>	<b>€ (0,004)</b>	<b>€ 0,008</b>	<b>€ 0,010</b>	<b>€ 0,029</b>	<b>€ 0,050</b>	<b>€ 0,074</b>	<b>€ 0,112</b>	<b>82,1%</b>
<b>Growth rates &amp; margins</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	
Revenue growth	74,1%	56,4%	(8,5%)	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	
Gross profit as % of sales	7,3%	5,5%	6,0%	7,0%	8,0%	9,0%	10,5%	
Personnel expenses margin	1,6%	1,1%	1,1%	1,3%	1,4%	1,6%	1,7%	
SG&A margin	4,2%	3,1%	3,1%	3,0%	3,0%	3,0%	2,9%	
Tax rate	(104%)	38,2%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	
<b>EBITDA reconciliation</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	
Depreciation & amortization	21,97	21,85	19,9	22,8	23,6	24,4	26,4	
Stock based compensation	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
<b>EBITDA</b>	<b>46,86</b>	<b>54,14</b>	<b>64,02</b>	<b>93,34</b>	<b>124,56</b>	<b>160,18</b>	<b>218,24</b>	<b>35,88%</b>
EBTDA Margin	2,8%	2,1%	2,7%	3,6%	4,4%	5,3%	6,7%	

Elaboración GPM.



Cuenta de P&G Estimada

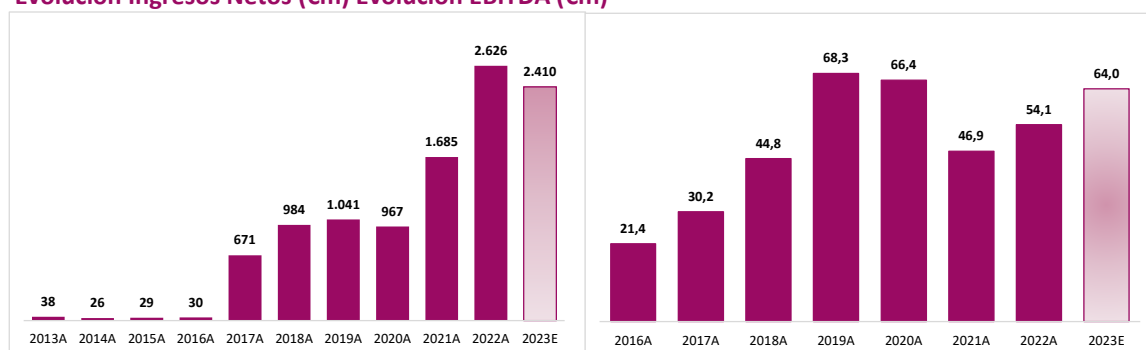
AUDAX Análisis vertical	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
<b>Revenue</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Cost of sales	(92,7%)	(94,5%)	(94,0%)	(93,0%)	(92,0%)	(91,0%)	(89,5%)
<b>Gross Profit</b>	<b>7,3%</b>	<b>5,5%</b>	<b>6,0%</b>	<b>7,0%</b>	<b>8,0%</b>	<b>9,0%</b>	<b>10,5%</b>
Personnel expense	(1,6%)	(1,1%)	(1,1%)	(1,3%)	(1,4%)	(1,6%)	(1,7%)
Selling, general & Adm. Expense	(4,2%)	(3,1%)	(3,1%)	(3,0%)	(3,0%)	(3,0%)	(2,9%)
<b>Operating profit (EBIT)</b>	<b>1,5%</b>	<b>1,2%</b>	<b>1,8%</b>	<b>2,7%</b>	<b>3,6%</b>	<b>4,5%</b>	<b>5,9%</b>
Interest income	0,0%	0,3%	0,5%	0,5%	0,5%	0,6%	0,6%
Interest expense	(1,7%)	(1,2%)	(1,7%)	(1,6%)	(1,6%)	(1,6%)	(1,7%)
Other expense	0,1%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Pretax profit</b>	<b>(0,1%)</b>	<b>0,5%</b>	<b>0,6%</b>	<b>1,6%</b>	<b>2,5%</b>	<b>3,4%</b>	<b>4,8%</b>
Taxes	(0,1%)	(0,2%)	(0,2%)	(0,6%)	(0,9%)	(1,2%)	(1,7%)
Minority Int. in Earnings	0,1%	(0,2%)	(0,2%)	(0,5%)	(0,8%)	(1,2%)	(1,6%)
<b>Net income</b>	<b>(0,1%)</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,2%</b>	<b>0,5%</b>	<b>0,8%</b>	<b>1,1%</b>	<b>1,5%</b>
Depreciation & Amort.	1,3%	0,8%	0,8%	0,9%	0,8%	0,8%	0,8%
Stock based compensation	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBITDA</b>	<b>2,8%</b>	<b>2,1%</b>	<b>2,7%</b>	<b>3,6%</b>	<b>4,4%</b>	<b>5,3%</b>	<b>6,7%</b>

Horizontal analysis (y/y)

AUDAX Análisis tendencial	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
<b>Revenue</b>	<b>74,1%</b>	<b>56,4%</b>	<b>(8,5%)</b>	<b>8,0%</b>	<b>8,0%</b>	<b>8,0%</b>	<b>8,0%</b>
Cost of sales	82,7%	59,4%	(9,0%)	6,9%	6,8%	6,8%	6,2%
<b>Gross Profit</b>	<b>8,7%</b>	<b>17,2%</b>	<b>0,4%</b>	<b>26,0%</b>	<b>23,4%</b>	<b>21,5%</b>	<b>26,0%</b>
Personnel expense	23,1%	8,7%	(11,9%)	22,7%	21,0%	19,6%	18,5%
Selling, general & Adm. Expense	60,8%	16,0%	(9,4%)	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%
<b>Operating profit (EBIT)</b>	<b>(46,8%)</b>	<b>29,7%</b>	<b>36,7%</b>	<b>59,9%</b>	<b>43,1%</b>	<b>34,5%</b>	<b>41,3%</b>
Interest income	(81,7%)	977,2%	34,0%	11,8%	15,6%	16,6%	17,1%
Interest expense	62,5%	13,6%	26,6%	2,5%	7,1%	8,4%	11,0%
Other expense	146,7%	191,2%	(100,0%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Pretax profit</b>	<b>(104,8%)</b>	<b>(875,7%)</b>	<b>13,8%</b>	<b>187,2%</b>	<b>71,5%</b>	<b>47,5%</b>	<b>51,7%</b>
Taxes	(56,4%)	184,0%	4,2%	187,2%	71,5%	47,5%	51,7%
Minority Int. in Earnings	(142,1%)	(365,5%)	13,8%	187,2%	71,5%	47,5%	51,7%
<b>Net income</b>	<b>(106,5%)</b>	<b>(305,8%)</b>	<b>26,8%</b>	<b>187,2%</b>	<b>71,5%</b>	<b>47,5%</b>	<b>51,7%</b>
Depreciation & Amortz.	11,8%	(0,5%)	(9,0%)	14,5%	3,7%	3,5%	8,0%
Stock based compensation	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBITDA</b>	<b>(29,5%)</b>	<b>15,5%</b>	<b>18,2%</b>	<b>45,8%</b>	<b>33,4%</b>	<b>28,6%</b>	<b>36,2%</b>

Elaboración GPM

Evolución Ingresos Netos (€m) Evolución EBITDA (€m)



Estimaciones GPM / fuente Bloomberg

## Balance Estimado

<i>Fiscal year</i>							
<b>AUDAX €m</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
Cash & equivalents ST	363,67	322,49	340,00	380,00	430,00	490,00	560,00
Accounts receivable	319,45	286,42	265,10	299,32	337,32	379,49	426,24
Inventory	5,08	9,95	10,19	10,89	11,64	12,43	13,21
Deferred tax assets	14,88	14,61	14,61	14,61	14,61	14,61	14,61
Other current assets	67,16	86,57	86,57	86,57	86,57	86,57	86,57
Property, plant & equipment	117,20	140,01	199,66	267,98	342,76	424,57	512,94
Acquired intangible assets	337,99	339,84	349,84	359,84	369,84	379,84	389,84
Other assets	123,70	116,92	116,92	116,92	116,92	116,92	116,92
<b>Total assets</b>	<b>1.349</b>	<b>1.317</b>	<b>1.383</b>	<b>1.536</b>	<b>1.710</b>	<b>1.904</b>	<b>2.120</b>
Accounts payable	172,6	241,1	255,99	321,94	400,85	454,14	482,38
Accrued expenses & def rev.	97,5	160,8	156,65	169,18	182,72	197,33	213,12
Commercial paper / revolver	293,5	133,8	181,92	243,79	302,75	397,03	519,44
Long term debt	545,7	578,0	578,00	578,00	578,00	578,00	578,00
Other non-current liabilities	91,0	67,3	67,29	67,29	67,29	67,29	67,29
<b>Total liabilities</b>	<b>1.200,2</b>	<b>1.181,0</b>	<b>1.239,8</b>	<b>1.380,2</b>	<b>1.531,6</b>	<b>1.693,8</b>	<b>1.860,2</b>
Common stock	44,0	44,0	44	44	44	44	44
Additional paid in capital	420,3	420,3	420	420	420	420	420
Treasury stock	-	-	-	-	-	-	-
Retained earnings	(337,2)	(339,1)	(335)	(322)	(300)	(267)	(218)
Minority Interest	11,96	13,34	13,34	13,34	13,34	13,34	13,34
Other income / (loss)	9,8	(2,8)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Total equity</b>	<b>148,92</b>	<b>135,77</b>	<b>143,08</b>	<b>155,97</b>	<b>178,08</b>	<b>210,68</b>	<b>260</b>
<i>Balance check</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Ratios</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
<b>Net debt</b>	475	389	420	442	451	485	537
<b>Total debt</b>	839	712	760	822	881	975	1.097
<b>ST Borrowing</b>	293	134	182	244	303	397	519
<b>LT Borrowing</b>	546	578	578	578	578	578	578
<b>Asset turnover</b>	1,35x	1,98x	1,79x	1,78x	1,73x	1,68x	1,63x
<b>Net profit margin</b>	(0,1%)	0,1%	0,2%	0,5%	0,8%	1,1%	1,5%
<b>Return on Assets</b>	(0,14%)	0,27%	0,33%	0,88%	1,36%	1,80%	2,46%
<b>Return on Common Equity</b>	(1,2%)	2,7%	3,6%	9,5%	14,4%	18,0%	22,3%

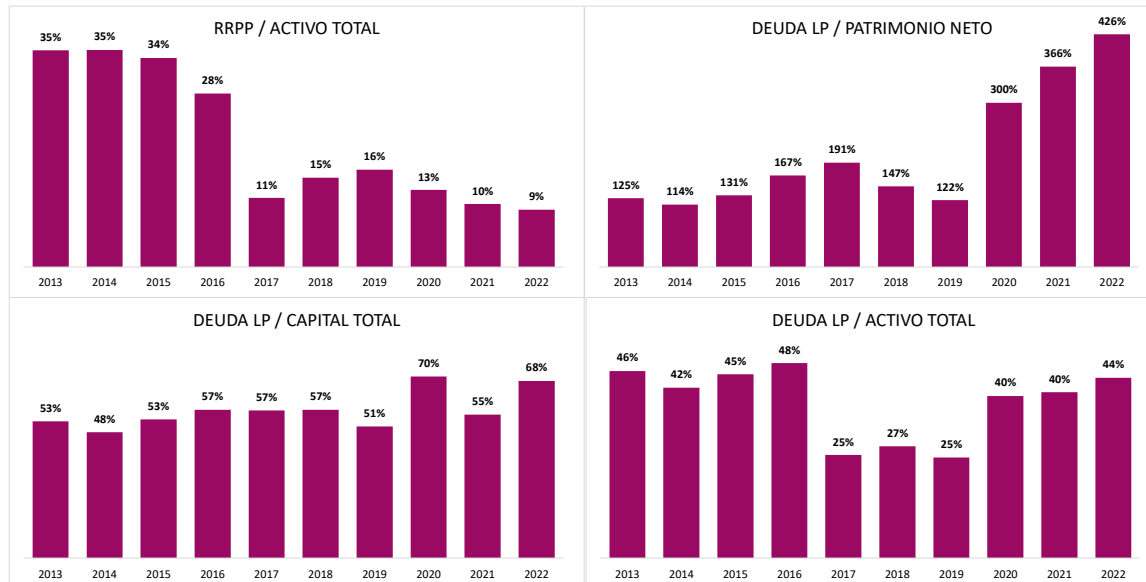
Estimaciones y Elaboración GPM.

Balance Estimado

AUDAX Balance Sheet (€m)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	Trend
Cash & equivalents ST & LT securities	27,0%	24,5%	24,6%	24,7%	25,2%	25,7%	26,41%	
Accounts receivable	23,7%	21,8%	19,2%	19,5%	19,7%	19,9%	20,10%	
Inventory	0,4%	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,6%	
Deferred tax assets	1,1%	1,1%	1,1%	1,0%	0,9%	0,8%	0,7%	
Other current assets	5,0%	6,6%	6,3%	5,6%	5,1%	4,5%	4,1%	
Property, plant & equipment	8,7%	10,6%	14,4%	17,4%	20,0%	22,3%	24,2%	
Acquired intangible assets (inc. GW)	25,1%	25,8%	25,3%	23,4%	21,6%	19,9%	18,4%	
Other assets	9,2%	8,9%	8,5%	7,6%	6,8%	6,1%	5,5%	
<b>Total assets</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	
Accounts payable	12,8%	18,3%	18,5%	21,0%	23,4%	23,8%	22,8%	
Accrued expenses & def rev.	7,2%	12,2%	11,3%	11,0%	10,7%	10,4%	10,1%	
Commercial paper / revolver	21,8%	10,2%	13,2%	15,9%	17,7%	20,8%	24,5%	
Long term debt	40,4%	43,9%	41,8%	37,6%	33,8%	30,3%	27,3%	
Other non-current liabilities	6,7%	5,1%	4,9%	4,4%	3,9%	3,5%	3,2%	
<b>Total liabilities</b>	<b>89,0%</b>	<b>89,7%</b>	<b>89,7%</b>	<b>89,8%</b>	<b>89,6%</b>	<b>88,9%</b>	<b>87,7%</b>	
Minority Interest	0,9%	1,0%	1,0%	0,9%	0,8%	0,7%	0,6%	
Common stock	3,3%	3,3%	3,2%	2,9%	2,6%	2,3%	2,1%	
Additional paid in capital	31,2%	31,9%	30,4%	27,4%	24,6%	22,1%	19,8%	
Treasury stock	-	-	-	-	-	-	-	
Retained earnings / accumulated defici	(25,0)%	(25,8)%	(24,2)%	(20,9)%	(17,5)%	(14,0)%	(10,3)%	
Other comprehensive income / (loss)	0,7%	(0,2)%	-	-	-	-	-	
<b>Total equity</b>	<b>11,0%</b>	<b>10,3%</b>	<b>10,3%</b>	<b>10,2%</b>	<b>10,4%</b>	<b>11,1%</b>	<b>12,3%</b>	
<b>Total Liabilities &amp; Equity</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	






Elaboración GPM

ENDEUDAMIENTO A LARGO PLAZO



Elaboración GPM / Fuente Bloomberg

## Estimación del Flujo de Caja

Fiscal year	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	Tendencia
AUDAX €m	31.12.21	31.12.22	31.12.23	31.12.24	31.12.25	31.12.26	31.12.27	
Net income	(1,7)	3,5	4,5	12,9	22,1	32,6	49,4	
Depreciation and amortization	22,0	21,8	19,9	22,8	23,6	24,4	26,4	
Stock based compensation	-	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Accounts receivable	0,0	33,0	21,3	(34,2)	(38,0)	(42,2)	(46,8)	
Inventory	0,0	(4,9)	(0,2)	(0,7)	(0,7)	(0,8)	(0,8)	
Accounts payable	0,0	68,5	14,9	66,0	78,9	53,3	28,2	
Accrued expenses & def revenues	0,0	63,4	(4,2)	12,5	13,5	14,6	15,8	
Other current assets	0,0	(19,4)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Deferred tax assets (DTAs)	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Other assets	(94,2)	6,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Other non current liabilities	0,0	(23,7)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Non-cash (PIK) interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>Cash from operating activities (CFO)</b>	<b>(74,0)</b>	<b>149,4</b>	<b>56,1</b>	<b>79,2</b>	<b>99,4</b>	<b>82,0</b>	<b>72,3</b>	
Capital expenditures	(111,5)	(86,3)	(79,5)	(91,1)	(98,4)	(106,3)	(114,8)	
Purchases of intangible assets / Oth	0,0	42,0	(10,0)	(10,0)	(10,0)	(10,0)	(10,0)	
<b>Cash from investing activities (CFI)</b>	<b>(111,5)</b>	<b>(44,3)</b>	<b>(89,5)</b>	<b>(101,1)</b>	<b>(108,4)</b>	<b>(116,3)</b>	<b>(124,8)</b>	
Long term debt	93,0	32,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Common dividends	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
New share issuances	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Share repurchases	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Other comprehensive income / (los)	(280,0)	(16,0)	2,8	0,0	0,0	0,0	0,0	
Revolver	248,7	(159,6)	48,1	61,9	59,0	94,3	122,4	
<b>Cash from financing activities (CFF)</b>	<b>61,7</b>	<b>(143,7)</b>	<b>50,9</b>	<b>61,9</b>	<b>59,0</b>	<b>94,3</b>	<b>122,4</b>	
<b>Net change in cash during period</b>	<b>(123,8)</b>	<b>(38,6)</b>	<b>17,5</b>	<b>40,0</b>	<b>50,0</b>	<b>60,0</b>	<b>70,0</b>	

Estimaciones y Elaboración GPM

## Free Cash Flow Buildup

Fiscal year	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Fiscal year end date	12/31/23	12/31/24	12/31/25	12/31/26	12/31/27
<b>EBITDA</b>	64,02	93,34	124,56	160,18	218,24
<b>EBIT</b>	44,13	70,57	100,95	135,74	191,85
<b>tax rate</b>	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%
<b>EBIAT (NOPAT)</b>	<b>28,69</b>	<b>45,87</b>	<b>65,62</b>	<b>88,23</b>	<b>124,70</b>
Depreciation and amortization	19,9	22,8	23,6	24,4	26,4
Stock based compensation	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Accounts receivable	21,3	(34,2)	(38,0)	(42,2)	(46,8)
Inventory	(0,2)	(0,7)	(0,7)	(0,8)	(0,8)
Accounts payable	14,9	66,0	78,9	53,3	28,2
Accrued expenses & def revenues	(4,2)	12,5	13,5	14,6	15,8
Other current assets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deferred tax assets (DTAs)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Other assets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Other non current liabilities	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Unlevered CFO</b>	<b>80,3</b>	<b>112,2</b>	<b>142,9</b>	<b>137,6</b>	<b>147,6</b>
Less: Capital expenditures	(79,5)	(91,1)	(98,4)	(106,3)	(114,8)
Less: Purchases of intangible assets	(10,0)	(10,0)	(10,0)	(10,0)	(10,0)
<b>Unlevered FCF</b>	<b>(9,2)</b>	<b>11,1</b>	<b>34,5</b>	<b>21,4</b>	<b>22,8</b>
<b>% growth</b>		(220,6%)	211,0%	(38,2%)	7,0%
<b>Discount factor</b>	76%	176%	276%	376%	476%
<b>Midperiod adjustment factor</b>	0,76	1,00	1,00	1,00	1,00
<b>Present value of Unlevered FCF</b>	<b>(8,7)</b>	<b>9,6</b>	<b>27,6</b>	<b>15,7</b>	<b>15,5</b>

Estimaciones y Elaboración GPM

**Ratios Financieros**

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	Trend
<b>Profitability</b>								
Return on Assets (avg.)	(0,14%)	0,27%	0,33%	0,88%	1,36%	1,80%	2,46%	
Return on Equity (avg.)	(1,15%)	2,49%	3,22%	8,62%	13,24%	16,77%	21,00%	
Return on Capital (avg.)	9,74%	12,13%	16,84%	27,10%	37,01%	46,01%	58,28%	
Effective Tax Rate	(104,38%)	38,22%	35,00%	35,00%	35,00%	35,00%	35,00%	
<b>Margin Analysis</b>								
Gross Margin	7,30%	5,47%	6,00%	7,00%	8,00%	9,00%	10,50%	
EBIT margin	1,48%	1,23%	1,83%	2,71%	3,59%	4,47%	5,85%	
EBITDA margin	2,78%	2,06%	2,66%	3,59%	4,43%	5,28%	6,66%	
Pretax Margin	(0,10%)	0,48%	0,59%	1,58%	2,51%	3,42%	4,81%	
Profit Margin	(0,10%)	0,13%	0,19%	0,50%	0,79%	1,07%	1,51%	
CFO margin	(4,39%)	5,67%	2,33%	3,04%	3,54%	2,70%	2,21%	
<b>Asset Turnover</b>								
Total Asset Turnover	1,35x	1,98x	1,79x	1,78x	1,73x	1,68x	1,63x	
Fixed Asset Turnover	16,46x	20,47x	14,19x	11,13x	9,21x	7,91x	6,99x	
Accounts Receivable Turnover	6,23x	8,69x	8,74x	9,22x	8,83x	8,47x	8,14x	
<b>Liquidity</b>								
Cash Ratio	0,65x	0,60x	0,57x	0,52x	0,49x	0,47x	0,46x	
Quick Ratio	1,21x	1,14x	1,02x	0,92x	0,87x	0,83x	0,81x	
Current Ratio	1,37x	1,34x	1,21x	1,08x	0,99x	0,94x	0,91x	
Working Capital	206,7	184,2	121,9	56,5	(6,2)	(65,4)	(114,3)	
Cash & Equivalents / Current A	47,2%	44,8%	47,5%	48,0%	48,9%	49,8%	50,9%	
CFO / Total Debt	(8,8)%	21,0%	7,4%	9,6%	11,3%	8,4%	6,6%	
CFO / Total Total Liabilities	(6,2)%	12,6%	4,5%	5,7%	6,5%	4,8%	3,9%	
<b>Leverage - LT Solvency</b>								
Assets / Equity	9,1x	9,7x	9,7x	9,8x	9,6x	9,0x	8,2x	
TCE ratio	0,9%	(0,2)%	0,4%	1,3%	2,6%	4,1%	12,3%	
Total Debt / Total Capital	0,85x	0,84x	0,84x	0,84x	0,83x	0,82x	0,81x	
LT Debt / Common Equity	3,66x	4,26x	4,04x	3,71x	3,25x	2,74x	2,22x	
LT Debt / Total Capital	0,55x	0,68x	0,64x	0,59x	0,55x	0,49x	0,43x	
LT Debt / Total Assets	0,40x	0,44x	0,42x	0,38x	0,34x	0,30x	0,27x	
Total Debt / Common Equity	6,1x	5,8x	5,9x	5,8x	5,3x	4,9x	4,4x	
Total Debt / Tangible Book Val	(4,17)x	(3,27)x	(3,45)x	(3,78)x	(4,29)x	(5,34)x	(7,67)x	
Total Debt / Total Equity	5,63x	5,24x	5,31x	5,27x	4,95x	4,63x	4,22x	
Total Debt / Total Capital	0,85x	0,84x	0,84x	0,84x	0,83x	0,82x	0,81x	
Total Debt / Total Assets	0,62x	0,54x	0,55x	0,53x	0,52x	0,51x	0,52x	
Total Debt / Market Cap	0,58x	0,42x	1,61x	1,74x	1,87x	2,07x	2,33x	
Net Debt / Common Equity	3,5x	3,2x	3,2x	3,1x	2,7x	2,5x	2,2x	
CFO / Total Debt	(8,8)%	21,0%	7,4%	9,6%	11,3%	8,4%	6,6%	
Operating Income / Total Debt	(33,6)%	21,6%	78,6%	89,1%	101,5%	165,6%	265,2%	
Total Debt / EBITDA	17,9x	13,1x	11,9x	8,8x	7,1x	6,1x	5,0x	
Net Debt / EBITDA	10,1x	7,2x	6,6x	4,7x	3,6x	3,0x	2,5x	
Total Debt / EBITDA after CAPEX	5,3x	5,1x	5,3x	4,5x	4,0x	3,7x	3,3x	
Net Debt / EBITDA after CAPEX	3,0x	2,8x	2,9x	2,4x	2,0x	1,8x	1,6x	
Short Term Debt (€m)	293,5	133,8	181,9	243,8	302,8	397,0	519,4	
Long Term Debt (€m)	545,7	578,0	578,0	578,0	578,0	578,0	578,0	
Total Debt (ST & LT debt) (€m)	839,1	711,8	759,9	821,8	880,8	975,0	1.097,4	
Net Debt (€m)	475,5	389,3	419,9	441,8	450,8	485,0	537,4	
Tangible Book Value (€m)	11,0	(2,0)	5,3	18,2	40,3	72,9	122,3	
<b>Fixed Charge Coverage</b>								
EBIT / Net Interest Expense	0,9x	1,3x	1,5x	2,4x	3,3x	4,3x	5,6x	
EBIT / Interest Expense	0,9x	1,0x	1,1x	1,7x	2,2x	2,8x	3,5x	
Degree of Financial Leverage (f	(6,4)x	(75,1)x	16,3x	2,5x	1,8x	1,6x	1,4x	
EBITDA (-) CAPEX / Interest Exp	2,2x	1,0x	0,4x	(0,1)x	(0,6)x	(1,1)x	(1,9)x	
EBITDA / Interest Expense	1,6x	1,7x	1,5x	2,2x	2,7x	3,3x	4,0x	
CFO / Total Debt	(0,09)x	0,21x	0,07x	0,10x	0,11x	0,08x	0,07x	
FCF / Total Debt	(0,22)x	0,09x	(0,03)x	(0,01)x	0,00x	(0,02)x	(0,04)x	
EBIT / Total Debt	0,03x	0,05x	0,06x	0,09x	0,11x	0,14x	0,17x	
Total Debt / EBITDA	17,9x	13,1x	11,9x	8,8x	7,1x	6,1x	5,0x	
Net Debt / EBITDA	10,1x	7,2x	6,6x	4,7x	3,6x	3,0x	2,5x	
<b>Interest payment</b>								
Total Debt/EBITDA	17,9x	13,1x	11,9x	8,8x	7,1x	6,1x	5,0x	
Net Debt/EBITDA	10,1x	7,2x	6,6x	4,7x	3,6x	3,0x	2,5x	
Interest Coverage (EBIT / Intere	0,9x	1,0x	1,1x	1,7x	2,2x	2,8x	3,5x	
Debt Service Coverage (EBITDA	0,08x	0,09x	0,10x	0,15x	0,20x	0,26x	0,34x	
Debt Service Coverage (EBITDA	(0,1)x	(0,1)x	(0,0)x	0,0x	0,0x	0,1x	0,2x	
Fixed Charge Coverage (EBITDA	(0,1)x	(0,1)x	(0,0)x	(0,0)x	0,0x	0,0x	0,1x	
<b>Other</b>								
<b>Employee Data</b>								
Number of Employees	803,0	798,0	806	814	822	830	839	
Employees - 1 Yr Growth	32,5%	(0,6)%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	
Net Income / Employee (x100	(2.142)	4.435	5.569	15.835	26.890	39.261	58.950	
Revenue / Employee (€m)	2,10	3,30	2,99	3,20	3,42	3,66	3,91	
Assets / Employee (€m)	1,68	1,65	1,72	1,89	2,08	2,29	2,53	
Goodwill (€m)	138	138	138	138	138	138	138	
Tangible Book Value (€m)	(2,2)	5,3	18,2	18,2	40,3	72,9	122,3	

Estimaciones y Elaboración GPM

## ANEXOS

### Sector fotovoltaico: Crecimiento 2022-26 del 30,9% vs 20,5% anterior

En las siguientes tablas se comparan las proyecciones hasta 2026 de SolarPower Europe del pasado mes de junio (World Market Outlook), frente a las últimas de diciembre de 2022 y que se han reelaborado para el informe "EU market Outlook" (2026 y 2030), en los que se puede apreciar un cambio significativo.

Las últimas proyecciones de SolarPower Europe (<https://www.solarpowereurope.org/insights/market-outlooks/eu-market-outlook-for-solar-power-2022-2026-2>) hasta 2026, revisa al alza un promedio del 14,6% la capacidad instalada de energía fotovoltaica (PV) para los principales actores europeos.

Destacan las revisiones de España (+61%), Italia (+28,8%) y Grecia (+21,8%), países en los que se proyectan los mayores incrementos en términos absolutos.

La revisión más optimista es la del mercado fotovoltaico español, para el que se estima una capacidad instalada total de 77,7 GW en 2026, que superan en 29,4 GW los 48,2 GW que se preveían en el informe de jun'2022.

#### Revisión de Proyecciones de Capacidad Instalada (Dic 2022)

País	Proyección 2026		Variación GW	Variación
	Anterior GW	Actual GW		
Germany	132,9	131,0	(1,9)	(1,4)%
Spain	48,3	77,7	29,4	61,0%
Poland	29,2	34,4	5,2	17,8%
Italy	35,3	45,5	10,2	28,8%
Netherlands	36,1	37,3	1,2	3,3%
France	33,7	34,6	0,9	2,6%
Greece	13,1	15,9	2,9	21,8%
Agregado	328,6	376,4	47,8	14,6%

Fuente: SolarPower Europe (EU Market Outlook) / (1) Tacc 90%.

Parte de las mejoras, se deben a que los mercados europeos ya no se ven limitados por los cuellos de botella de la cadena de suministro y también, por la desaparición de las restricciones relacionadas con el COVID-19.

En 2022, en los 27 estados de la UE se ha registrado un aumento de 41,4 GW de *nueva* capacidad solar fotovoltaica conectada a la red, un avance del 47% respecto a 2021.

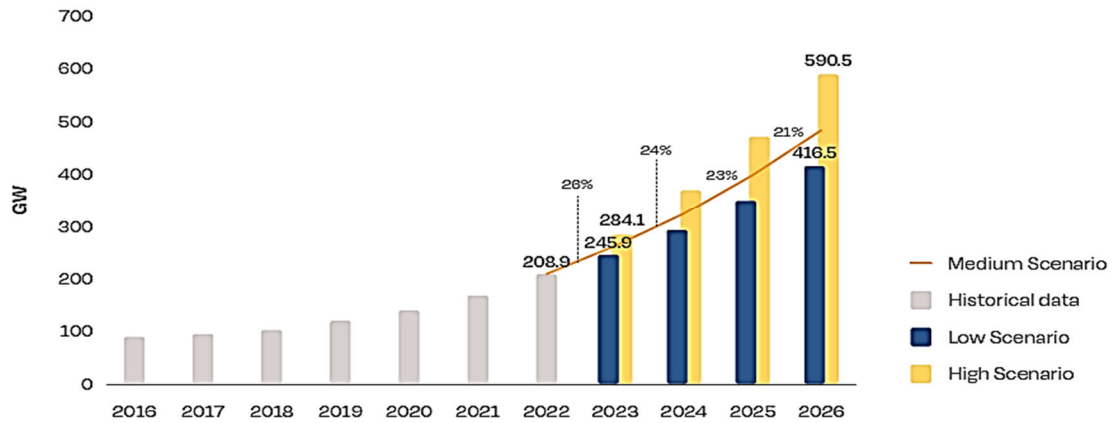
En 2023, se prevé que la *nueva* capacidad instalada supere los 50 GW y que en 2026, se duplique hasta 85,2 GW.

#### La Capacidad Total Instalada de la UE crecerá un 14,8% (Tacc) hasta 2030

Según el estudio de "SolarPower Europe", en el escenario central para la región de la EU27 (2022-2026), se prevé que la capacidad total instalada de energía solar fotovoltaica se multiplique por 2,3x, (2022: 209 GW y 484 GW en 2026), con una tasa anual media de crecimiento del 23,4%.

En el escenario optimista, la capacidad instalada se multiplicaría 2,8x hasta 590,5 GW con una tasa de crecimiento del 29,6%, mientras que en el escenario pesimista (416,5 GW) la capacidad instalada se multiplica 2,0x y crece con una Tacc del 18,8%.

**Total Capacidad Instalada**



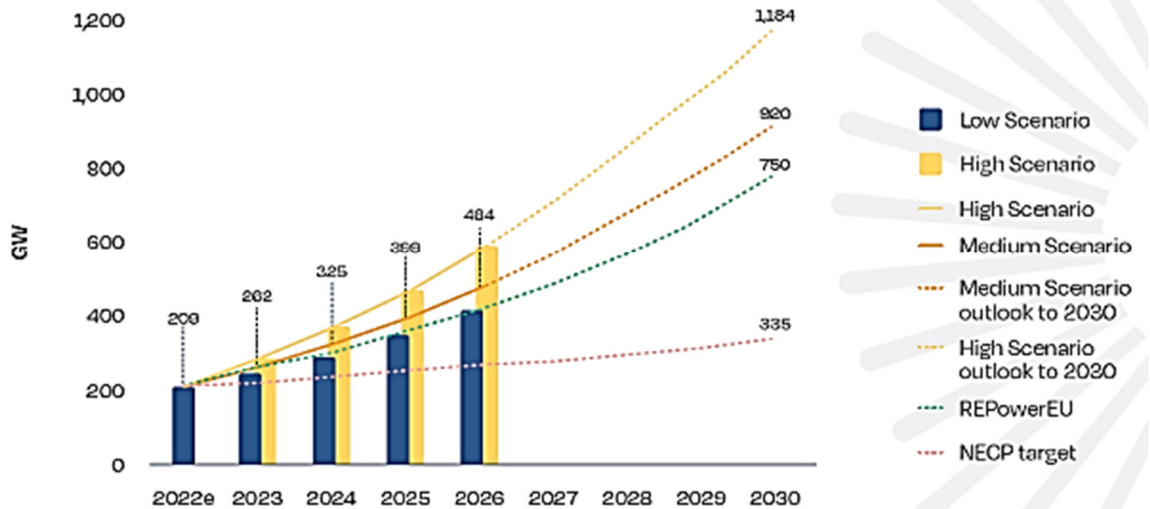
Fuente: SolarPower Europe (EU Market Outlook)

**Proyecciones hasta 2030**

las tendencias que se proyectan apuntan a que la capacidad total instalada de energía solar fotovoltaica se multiplique 4,4x hasta 920 GW (Tacc del 20,4%).

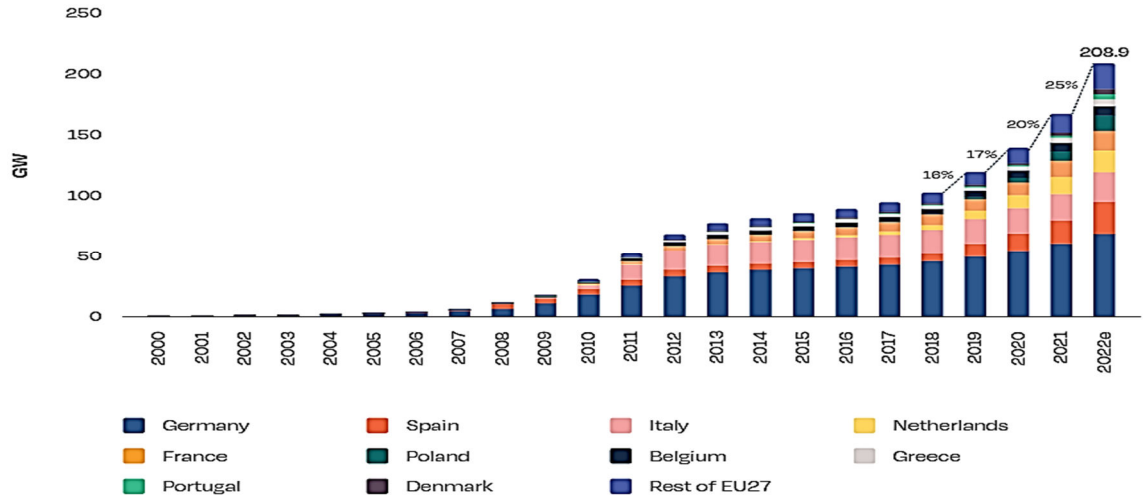
Por su parte, en el escenario optimista se anticipa que la capacidad total instalada se multiplique 5,7x con una Tacc del 24,2%, mientras que en el escenario pesimista la capacidad solar fotovoltaica total aumenta 3,6x (750 GW) con una Tacc del 17,3%.

**Total Capacidad Instalada (GW)**



Fuente: Solar Power Europe

**Total Capacidad Solar Fotovoltaica Instalada por países**



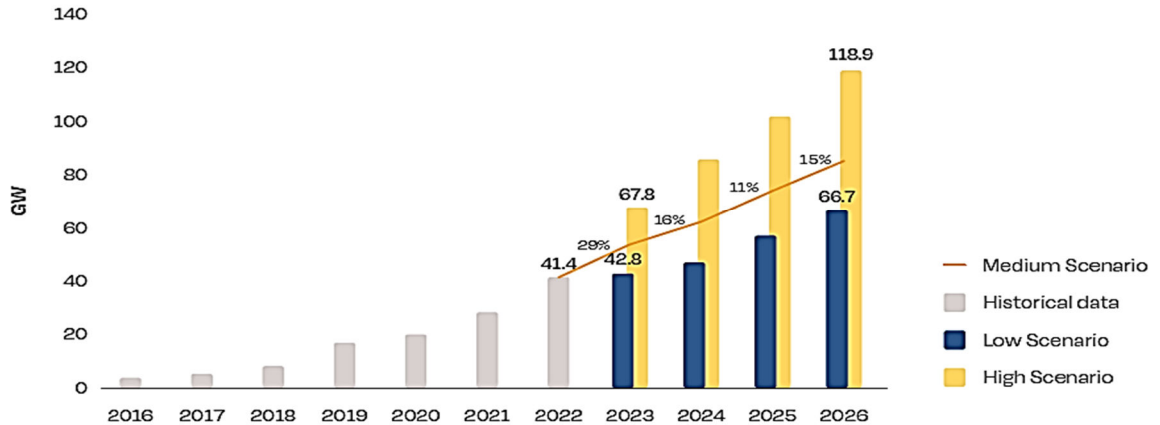
Fuente SolarPower Europe

**La Nueva Capacidad Instalada se multiplica por 2,1x**

Respecto a la *nueva* capacidad anual instalada de energía solar fotovoltaica, se estima que en 2022 alcanzó 41,4 GW y que en 2023 se elevará a 50 GW.

En 2026, se proyecta que la nueva capacidad instalada se multiplique 2,1x hasta un total de 88,2 GW (escenario central) con un crecimiento anual acumulativo del 20,8%, mientras que en el escenario optimista (118,9 GW) se multiplicaría por 2,9x con una tasa de crecimiento del 30,2% y en el escenario pesimista (66,7 GW) aumentaría en 1,6x, con una Tacc del 12,7%.

**Nueva Capacidad Instalada**

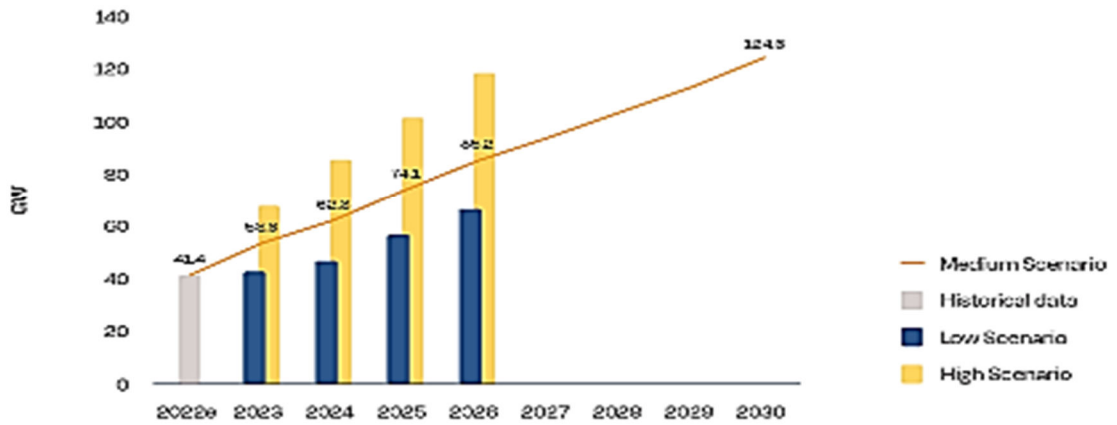


Fuente: SolarPower Europe (EU Market Outlook)

De cara a 2030, sólo disponemos de la proyección del escenario central que alcanza 124,5 GW de *nueva* capacidad instalada y que implica multiplicar 2,1x la *nueva* potencial anual instalada de 2022 y un crecimiento anual acumulativo del 14,8%.

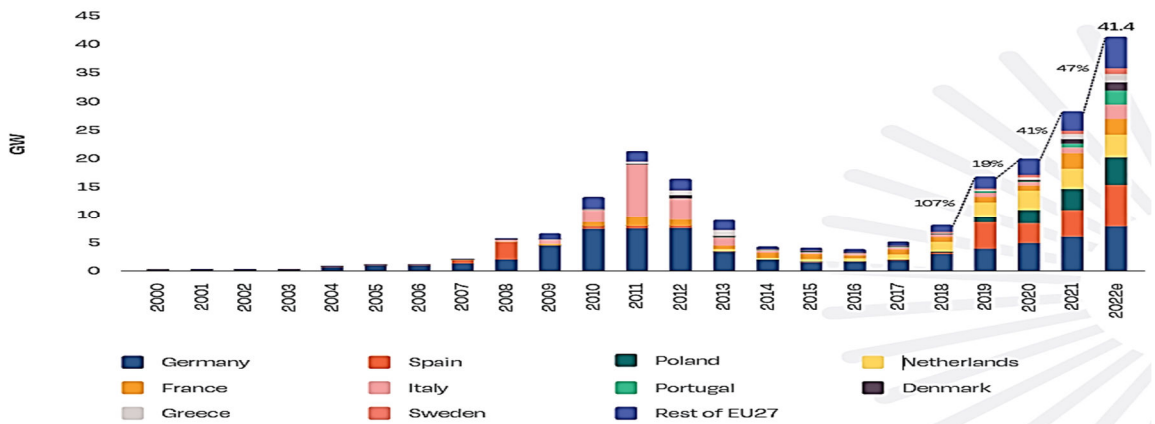


Nueva Capacidad Instalada



Fuente: SolarPower Europe (EU Market Outlook)

NUEVA Capacidad Solar Fotovoltaica Instalada por países



Fuente SolarPower Europe

España uno de los mercados más dinámicos y segundo de la UE

En el entorno anteriormente descrito, España sería uno de los mercados PV más dinámicos, debido a que no sólo es el mercado que experimenta la mayor revisión en las proyecciones para 2026 (de 48,3 GW hasta 77,7 GW), sino que además aumenta su tasa de crecimiento acumulado al +30,9% Tacc desde el 20,5% anterior (Jun'22).

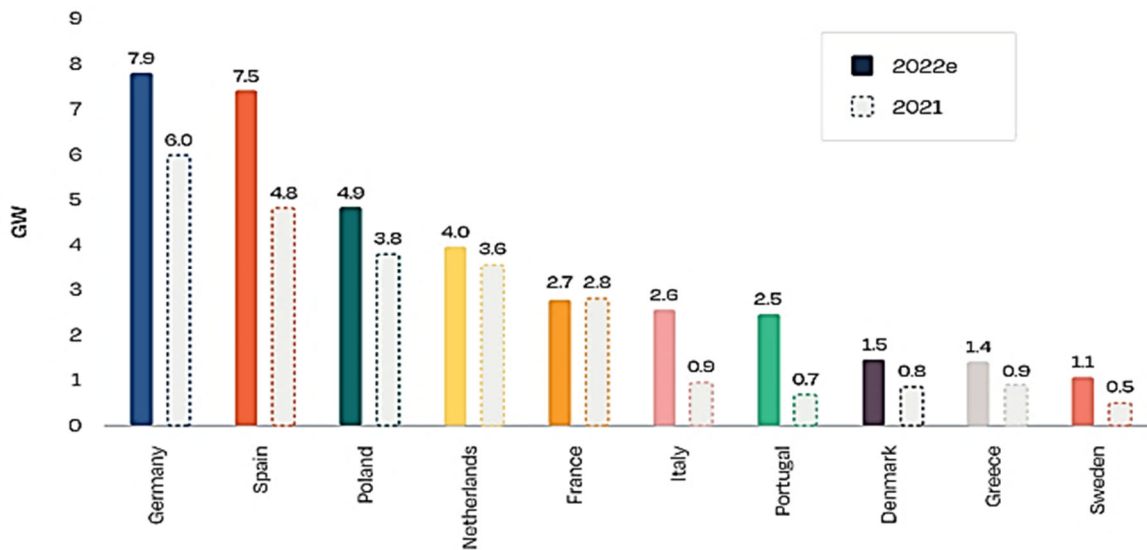
Capacidad Instalada de Energía Solar Fotovoltaica por países 2022-2026

PAÍS	2022 Total Capacity (*) (GW)	2026 Total Capacity (*) (GW)	Capacit y (2023-2026)	Growth (x)	TACC (%)
Germany	68,4	131,0	62,6	1,9x	17,6%
Spain	26,5	77,7	51,2	2,9x	30,9%
Poland	12,6	34,4	21,8	2,7x	28,5%
Italy	24,6	45,5	20,9	1,8x	16,6%
Netherlands	18,0	37,3	19,3	2,1x	20,0%
France	16,2	34,6	18,4	2,1x	20,9%
Greece	5,5	15,9	10,4	2,9x	30,4%
Portugal	4,2	14,5	10,3	3,5x	36,3%
Sweden	2,7	10,5	7,8	3,9x	40,4%
Austria	3,7	10,4	6,7	2,8x	29,5%
Romania	1,9	8,0	6,1	4,2x	43,2%
Ireland	0,5	6,5	6,0	13,0x	(1)
Denmark	3,9	9,5	5,6	2,4x	24,9%
Belgium	7,9	13,0	5,1	1,6x	13,3%
Hungary	3,9	9,0	5,1	2,3x	23,3%
Agregado	200,5	457,8	257,3	2,3x	22,9%

Fuente: SolarPower Europe (EU Market Outlook) / (1) Tacc 90%.

En 2022, Alemania repite como el mayor mercado solar fotovoltaico de Europa tras instalar 7,9 GW, seguido de España con 7,5 GW instalados en nueva capacidad, Polonia con 4,9 GW, Países Bajos suma 4,0 GW y Francia con 2,7 GW.

### UE Nueva Capacidad Instalada en 2022 (principales mercados)



Fuente SolarPower Europe

### Acontecimientos 2022

- **ENERO:** Inicio de las pruebas del parque eólico Toabre, en Panamá, con una potencia instalada de 66 MW y una producción estimada de 240 GWh/año.
- **FEBRERO:** Puestas en marcha del parque fotovoltaico Alberizas, de 20 MWp, se puso en funcionamiento.
- **MARZO:** Inicio de la construcción del proyecto fotovoltaico Zaratán con una potencia total de 12,3 MWp, que permitirá generar 21 5 GWh/año.
- **ABRIL:** Registro de un programa de pagarés en el Mercado Alternativo de Renta Fija (“AUDAX 2022 Commercial Paper Note Programme” - Programa de Pagarés AUDAX 2022). Puesta en marcha del parque fotovoltaico El Toconal, de 5 MWp.
- **MAYO:** Inició la construcción del proyecto fotovoltaico La Miranda con una potencia total de 6,87 MWp, que permitirá generar 12 2 GWh/año.
- **JUNIO** La agencia de calificación ETHIFINANCE RATINGS (antigua AXESOR) otorgó el rating de Investment Grade “BBB-“ **AUDAX Renovables**. Actualmente la calificación se encuentra bajo revisión. Incorporación del fondo internacional IKAV como socio de su cartera de proyectos fotovoltaicos con un primer acuerdo de €40m. Puesta en marcha del parque fotovoltaico Calañas, de 4,48 MWp. La Comisión Europea reconoció la “Excepción Ibérica”
- **JULIO:** Se aprueba la hoja de ruta en materia de ESG. Entra en funcionamiento el parque fotovoltaico Los Arenales, de 5 MWp.
- **AGOSTO registro** de un programa de bonos verdes en el MARF.


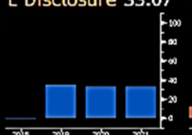
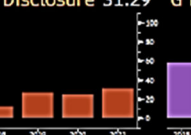
### Reseña Histórica

- **2000:** Constitución FERSA con un capital inicial de €1,8m. Inicia su actividad operando diversos parques eólicos.
- **2003:** Inicio de cotización en la Bolsa de Barcelona .
- **2006** Puesta en marcha del primer paque eólico.
- **2007:** Ampliación de capital por importe de €151m y comienza a cotizar en el mercado continuo.
- **2007:** Ampliación de capital no dineraria recibiendo a cambio la aportación de parques eólicos con 562,7MW, que se valoran en €275m.
- **2012:** Se rechaza una OPA lanzada por Greentech Energy Systems a 0,40€ / acción.
- **2013 y 2017:** AUDAX entra paulatinamente en los siguientes países (por orden de entrada): Portugal, Italia, Polonia, Holanda y Alemania.
- **2014** Primera emisión de bonos simples en el (MARF).
- **2016:** Audax Energía lanza un OPA sobre FERSA a un precio de 0,50€, que tiene éxito al ser aceptada por un 70% de los accionistas.

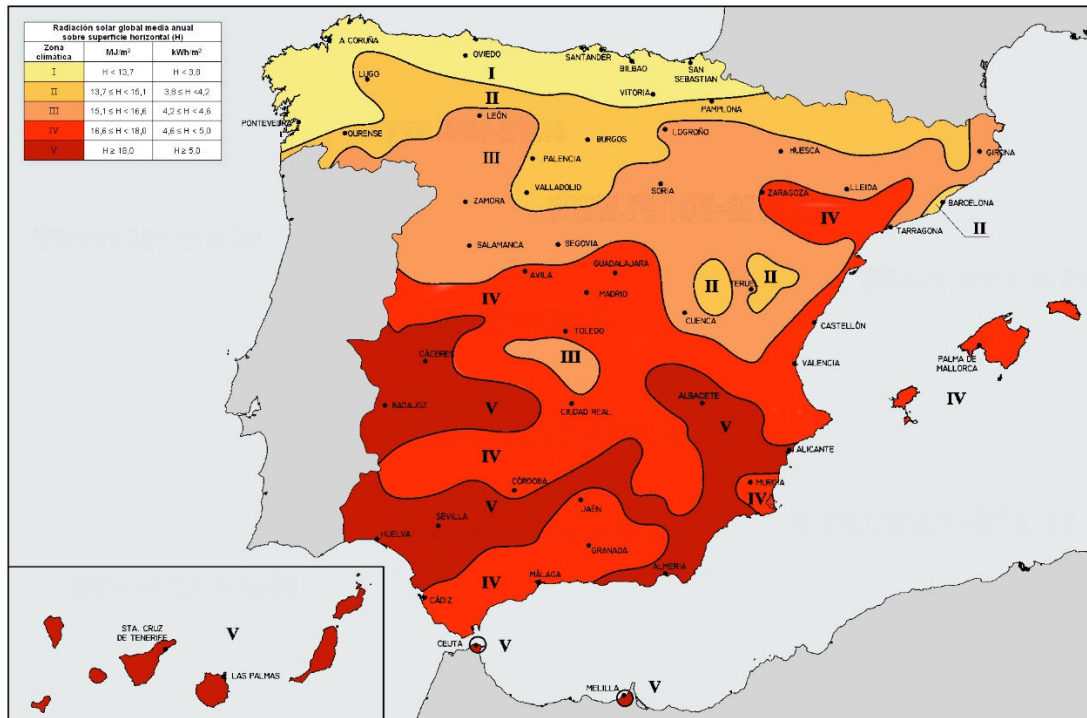
- **2017:** Modifica su denominación social de FERSA por “AUDAX Renovables”,
- **2018** AUDAX Renovables, absorbe a su matriz Audax Energía.
- **2018:** Inicio de obras del parque eólico Toabré, en Panamá.
- **2018:** Integración en el Grupo de la comercializadora de energía Unieléctrica Energía.
- **2020:** Adquiere el 100% de E.ON Energiakereskedelmi Kft (comercializadora húngara).
- **2020:** Alcanzan 515k puntos de suministro y un suministro total de 10,5 TWh.
- **2021:** Aprobación del Plan Estratégico 2021-2026, que apuesta fuertemente por el negocio de generación de energía de origen 100% renovable.
- **2022:** Se aprueban el Plan de Sostenibilidad.

**Comentario ESG:** Bloomberg informa que la calificación ESG global de AUDAX es del 33,3%. Esta calificación se desglosa en una puntuación medioambiental (E) del 33,07%, una puntuación social (S) del 31,29% y una destacada puntuación en gobernanza del 63,94%. Se espera que la aprobación del Plan de Sostenibilidad a finales de 2022 tenga un impacto positivo en la empresa y que se puedan observar mejoras relevantes en 2023. S.

**Calificaciones ESG / Fuente Bloomberg**

Desglose de ingresos   CCB »		Aumento de temp   ESG TR »		Ránking ESG global S&P.	32.00
Elec & Gas Marketin...	98.38%	Alcance 1+2 plazo medio	--	SFDR de la UE   ESG SFDR »	
Power Generation	1.62%	Alcance 3 plazo medio	--	Política de biodiversidad	Y
		Alcance 1+2+3 plazo medio	--	Política derechos humanos	Y
		Emisiones de GEI   ESG GHG »		% de mujeres en consejo	33.33
Taxo UE   ESG EUTAXO »		Tipo de datos GEI	Reported	Deuda sostenible   SRCH »	
Reported Eligibility %	1.00	GEI total	0.08	Mto en circ (MM, USD)	464
% ing mitigación SC est	--	GEI total/ventas	0.04	Deuda verde	--
DNSH prom nivel...	51.80	GEI total/EVIC	0.05	Deuda social	--
DNSH prom nivel...	--	Objetivos cero neto	N	Sostenibilidad	--
MSS obligatorio e...	100.00	Objetivos basados en ciencia	N	Vinc a sostenibilidad	--
MSS opcional est	50.00			Transición	--
Puntuaciones de divulgación   FA ESG »		Est climática de país/región   GOVS »		España	
ESG Disclosure	42.79	E Disclosure	33.07	S Disclosure	31.29
		G Disclosure	63.94	Exposición de fondos ESG   FSRC »	
					
				Fondos ESG	
				Exposición de fondos SFDR UE   FSRC »	
				Fondos de artículo 9	
				Fondos de artículo 8	

**Mapa de Irradiación Solar de España / Media Anual**



## DISCLAIMER

GPM es una entidad supervisada por la CNMV, y adherida al Fondo de Garantía de Inversiones (Fogain). Toda la información incluida ha sido recopilada y elaborada de buena fe y de fuentes que consideramos fiables, pero GPM no realiza ninguna manifestación ni da ninguna garantía en cuanto a la integridad, veracidad y/o exactitud de estas, no responsabilizándose, por tanto, de ellas.

Las recomendaciones de GPM son comprar, vender y mantener. La recomendación de COMPRAR se emite para aquellas compañías en las que GPM espera una evolución mejor a la del mercado en un 10% o más en el plazo de un año (referencia Ibex 35 e Índice General de la Bolsa de Madrid para valores españoles), mientras que la de VENDER se emiten para aquellas compañías en las que se espera una evolución peor a la del mercado en un -10% o menos en el plazo de un año. La recomendación de MANTENER se emite para aquellas compañías en las que se espera una evolución similar a la del mercado en una horquilla de +/- 10%.

Este informe ha sido elaborado por GPM con la finalidad de proporcionar información general a la fecha de emisión del informe, y está sujeto a cambio sin previo aviso. GPM no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento. En ningún caso este documento contiene recomendaciones personalizadas como tampoco implica asesoramiento en materia de inversión, pues se ha elaborado con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. Ni el presente documento ni su contenido constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones.

Los inversores deben tomar sus propias decisiones de inversión, basadas en sus objetivos específicos de rentabilidad y riesgo. La recomendación de este informe podría no ser interesante para todos los inversores: el inversor que tenga acceso a este informe debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones mencionados en el mismo pueden no ser adecuados para sus objetivos de inversión específicos, su posición financiera o su perfil de riesgo. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o resultados históricos de las inversiones no garantiza la evolución o resultados futuros. GPM no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El precio de los valores e instrumentos y los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponer la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo en estos casos necesario hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como de los propios valores subyacentes a los mismos. Podría no existir un mercado secundario para dichos instrumentos.

GPM, así como sus personas sujetas al Reglamento Interno de Conducta, pueden tener una relación comercial relevante con la compañía referida en el presente informe, tener posición directa o indirecta en cualesquiera de los valores o instrumentos emitidos por dicha compañía, negociando con dichos instrumentos incluso como proveedor de liquidez, tener intereses o llevar a cabo transacciones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe. No obstante, GPM tiene establecidos procedimientos de actuación y medidas de control en el Reglamento Interno de Conducta para prevenir y evitar los conflictos de interés de sus personas sujetas. La política de conflictos de interés puede consultarse en la web corporativa de GPM ([www.gpmbroker.com](http://www.gpmbroker.com)) y en nuestras oficinas. Entre estas medidas está la prohibición de operar por parte del analista o las personas sujetas que hayan colaborado en la confección del informe de operar en el valor objeto del análisis, o en instrumentos conexos, si tienen conocimiento de las fechas de difusión o del contenido probable del informe y esos datos no se han hecho públicos o no se han revelado a los clientes. De la misma forma el analista responsable del informe no podrá realizar operaciones personales con el instrumento financiero objeto del informe de modo contrario a la recomendación vigente en el mismo.

La remuneración del personal que ha elaborado estos informes no está vinculada, ni directa ni indirectamente, a las recomendaciones u opiniones expresadas en los mismos.

## DISCLAIMER (ENGLISH)

GPM (Gestión de Patrimonios Inmobiliarios) is a company supervised by the CNMV (Spanish Stock Exchanges regulator) and a member of the Investment Guarantee Fund (Fogain). All the information included in this document has been compiled and prepared in good faith and from sources that we consider trustworthy, but GPM does not make any statement or give any assurance as to the integrity, veracity, and / or accuracy of these sources, not being responsible, therefore, for them.

GPM 's recommendations are BUY, SELL and HOLD. The recommendation to BUY is issued for those companies in which GPM expects a better performance to that of the market by 10% or more, within a year (reference indexes: Ibex35 and General Index of the Madrid Stock Exchange for Spanish), while that of SELL recommendations are issued for companies in which it is expected a worse performance than the market by -10% or more, in the term of one year. The HOLD recommendation is issued for those companies in which a similar performance to the general Spanish market is expected in a range of +/- 10%.

This report has been prepared by GPM for the purpose of providing general information as of the date of issuance of the report, and the information is subject to change without notice. GPM makes no commitment to communicate such modifications or to update the content of this document. In no case does this document contain personalized recommendations nor does it imply investment advice, since it has been prepared regardless of the circumstances and financial objectives of the individuals who receive it. Neither this document nor its contents constitute a recommendation, invitation, or solicitation to purchase or subscribe securities or other instruments or for the implementation or cancellation of investments.

Investors should make their own investment decisions, based on their specific profitability and risk objectives. The recommendation of this report might not be of interest to all investors: investors with access to this report should be aware that the securities, instruments, or investments mentioned in it may not be suitable for their specific investment objectives, their financial position, or their risk profile. The investor must bear in mind that the past performance of the securities or instruments or historical results of the investments does not guarantee the future performance or results. GPM assumes no responsibility for any direct or indirect loss that may result from the use of this document or its contents. The price of securities and instruments and the performance of investments can fluctuate against the interest of the investor and even entail the loss of the initial investment.

Trades in futures, options and high-return securities or other financial instruments can involve large risks and are not suitable for all investors. In fact, in certain investments, the losses may be higher than the initial investment, being in these cases necessary to make additional principal contributions to cover all these losses. Therefore, prior to making transactions in these financial instruments, investors should be aware of their procedure, the rights, obligations and risks they incorporate, as well as the underlying securities. There may be no secondary market for such instruments.

GPM, as well as its employees subject to the Internal Rules of Conduct, may have a relevant business relationship with the company referred to in this report, have a direct or indirect position in any of the securities or instruments issued by said company, trading with said instruments including as a liquidity provider, have interests or carry out transactions related to them, prior to or after the publication of this report. However, GPM has established procedures of conduct and control measures in the Internal Rules of Conduct to prevent and avoid conflicts of interest of the persons subject to the internal rules of conduct.

The conflict-of-interests policy can be consulted on the GPM corporate website ([www.gpmbroker.com](http://www.gpmbroker.com)) and in our offices. These measures include the prohibition of trading for the analyst or subject persons who have collaborated in the preparation of the report, or in related instruments, if they are aware of the dates of dissemination or the probable content of the report and the data has not been made public or have not been disclosed to customers. In the same way, the analyst responsible for the report will not be able to carry out personal operations with the financial instrument object of the report in a manner contrary to the recommendation in force in it. Unless other thing indicated, the compensation of the staff who have prepared these reports is not linked, either directly or indirectly, to the recommendations or opinions expressed therein.

**Gestión de Patrimonios Mobiliarios S.V. S.A. es una entidad independiente fundada en 1987 especializada en intermediación y gestión de activos financieros.**

*GPM es miembro de la Bolsa de Madrid, Bolsa de Barcelona, MAB y Latibex, legalmente autorizada para operar en los mercados bursátiles por la Comisión Nacional del Mercado de Valores con el número de registro 105.*

*GPM cuenta con cualificados profesionales que le ofrecerán un amplio rango de soluciones de inversión, tanto si es cliente particular como corporativo. Para ello, ponemos a su disposición nuestra larga experiencia en mercados financieros mundiales y nuestra atención personalizada con la que conoceremos las necesidades de inversión de cada uno de nuestros clientes. GPM tiene su sede central en Madrid y oficina en Barcelona, donde estaremos encantados de recibirle para darle una atención personalizada. Además, mantiene representantes legalmente autorizados en las principales ciudades españolas.*

*GPM ofrece a sus clientes multitud de servicios financieros para cubrir todas sus necesidades, contamos con el mejor equipo de especialistas en cada departamento con el que garantizar la calidad e independencia de nuestros servicio.*

913 191 684

[info@gpmbroker.com](mailto:info@gpmbroker.com)

Calle de Montesa 38(Pasaje Marti) Local 1, 28006 Madrid

