

# Introducción

## Introducción y Panorama General de Audax Renovables

La historia de Audax Renovables, S.A. (anteriormente Fersa Energías Renovables, S.A.) es una narrativa de transformación, integración vertical y crecimiento estratégico en el sector de las energías renovables.

Audax Renovables, S.A., es un **Grupo energético independiente y verticalmente integrado** que enfoca sus actividades en la **generación de energía 100% de origen renovable** y en la **comercialización de electricidad y gas**.

## Historia y Fundación

Audax Renovables se constituyó en **Barcelona el 10 de julio del año 2000**, inicialmente bajo la denominación social de **Fersa Energías Renovables, S.A.**

### **Hitos Clave:**

- **2003-2007: Cotización y Expansión Inicial:** La compañía comenzó a cotizar en el mercado secundario de la **Bolsa de Barcelona en 2003** y en **2007** se incluyó su cotización en el Sistema de Interconexión Bursátil Español (SIBE) de la Bolsa de Madrid.
- **Fundación y Rol del Liderazgo:** El Grupo es actualmente presidido por **D. Francisco José Elías Navarro**, un empresario que, en medio de la crisis económica global de 2009, decidió enfocarse en el terreno de las energías renovables y sentó las bases de Audax Renovables, con la visión de convertirla en un actor líder en el mercado.
- **Adquisición y Estrategia de Integración Vertical (2016):** Un punto de inflexión fue en **agosto de 2016**, cuando Audax Energía, S.A. adquirió Fersa Energías Renovables (la actual Audax) mediante una Oferta Pública de Adquisición (OPA) al ser aceptada por el 70,86% del capital social. Esta operación se alineó con la **estrategia de integración vertical** de Audax Energía, que buscaba mitigar el impacto de la volatilidad del precio de la electricidad en los márgenes del negocio al integrar la producción y la comercialización.
- **Fusión Inversa (2018):** En **2018**, se materializó la **fusión por absorción** de Audax Energía, S.A.U. (absorbida) por parte de Audax Renovables, S.A. (absorbente). Esto consolidó a Audax Renovables como la sociedad resultante y nueva dominante del Grupo.
- **Foco en la Generación Renovable (2021):** En 2021, la compañía reorientó su dirección estratégica, **apostando por el negocio de generación de energía 100% renovable** con el objetivo claro de convertirse en una compañía verticalmente integrada.

## Situación Actual y Estrategia Central

Audax Renovables opera como una **sociedad holding cabecera** del Grupo, que incluye entidades dependientes, negocios conjuntos y empresas asociadas. Forma parte del **Grupo Excelsior**, cuya sociedad dominante es Excelsior Times, S.L.U.. El principal accionista de Audax es **Eléctrica Nuriel, S.L.U.**, que posee el 63,4% de las acciones (a 30 de junio de 2024 y 30 de septiembre de 2024), y que a su vez pertenece al 100% a Excelsior Times, S.L.U..

El modelo de negocio se basa en la **integración vertical**, lo que significa que el Grupo gestiona conjuntamente los negocios de generación de energía 100% renovable y la comercialización de electricidad y gas para optimizar la operativa.

#### La estrategia del Grupo se asienta en pilares fundamentales:

1. **Generación Renovable:** Convertirse en un referente en la **generación de energía 100% renovable** mediante el impulso de su cartera de proyectos.
2. **Liderazgo en Comercialización:** Reforzar su liderazgo como comercializadora independiente en el **segmento PYME** en los países donde opera, siendo líder en España.
3. **Rentabilidad y Cobertura:** Duplicar la rentabilidad, cubriendo al menos **dos tercios (2/3)** de la energía suministrada mediante **contratos PPA a largo plazo** con plantas de generación propias y de terceros. Esto mitiga la volatilidad de los precios en el mercado mayorista.
4. **Internacionalización:** Replicar el éxito obtenido en España en los **mercados internacionales** en los que ya está presente.

#### Presencia y Actividad Global (Hacia Dónde Va)

Audax tiene una presencia diversificada en **9 países**:

- **Comercialización (Retail):** Suministra electricidad y gas a **más de 475 mil clientes** (a 30 de junio de 2025) en 8 países europeos: España, Portugal, Italia, Alemania, Polonia, Países Bajos, Francia y Hungría.
- **Generación:** El Grupo gestiona una cartera de proyectos eólicos y fotovoltaicos en operación, construcción y desarrollo con una capacidad de **1,0 GW** (955 MW a 31 de diciembre de 2024; 1.037 MW a 30 de junio de 2025).
  - Los activos de generación se ubican en **España, Portugal, Italia, Francia, Polonia y Panamá**.

#### Hacia dónde va (Compromiso ESG y Transición):

El futuro del Grupo se alinea con la **transición energética** y la lucha contra el cambio climático, objetivos centrales de su estrategia corporativa.

- El Grupo está trabajando en la **definición de un objetivo de reducción de emisiones de CO2 de aquí a 2030** para su actividad de comercialización de electricidad, cuya aprobación se espera para 2025.
- Las actividades de generación de electricidad (fotovoltaica y eólica) se consideran **elegibles y alineadas** con la Taxonomía de la UE, lo que respalda su enfoque sostenible.
- El Grupo mantiene un firme compromiso con la **Taxonomía de la UE** para fomentar las inversiones sostenibles y la transparencia.

## Información relevante

Para contextualizar el análisis fundamental de Audax Renovables, S.A., a continuación, se presenta un resumen de la información más relevante de la compañía hasta el cierre de los períodos más recientes reportados (principalmente 2024 y 1S 2025).

### **1. Datos Clave y Ámbito de Negocio**

Audax Renovables (ADX.MC) es un **Grupo energético independiente e integrado verticalmente**, con presencia en **9 países**.

Concepto	Cifras Clave (Cierre 2024 / 1S 2025)	Referencia
Símbolo Bursátil	ADX.MC (Mercado Continuo Español)	
Capitalización Bursátil	<b>702,8 millones de euros (Dic 2024) / 695 millones de euros (Jun 2025)</b>	
Sedes (Domicilio Social)	Calle Electrónica, 19, planta 7, puerta C, 08915 Badalona (Barcelona), España	
Países de Operación	España, Portugal, Polonia, Alemania, Italia, Francia, Países Bajos, Panamá y Hungría	
Accionista Mayoritario	Eléctrica Nuriel, S.L.U. (63,4% de las acciones en 1S 2025)	

### **2. Magnitudes Operativas (Cifras de Negocio)**

La estrategia de la empresa se centra en la **generación de energía 100% renovable** y la **comercialización de electricidad y gas**. El foco principal en comercialización es el **segmento PYME**.

Magnitud Operativa	31 de Dic 2024	30 de Jun 2025 (1S 2025)	Var. Interanual (1S25 vs 1S24)
Puntos de Suministro (CUPS)	437 mil clientes	<b>475 mil clientes</b>	+15,1%
Cartera de Energía (TWh)	16,5 TWh	<b>16,6 TWh</b>	+7,6%
Energía Suministrada (TWh)	15,5 TWh	<b>8,2 TWh</b>	+4,6%
Potencia Instalada (MW)	267 MW	<b>325 MW</b>	+21,6%
Producción de Energía (GWh)	305,0 GWh (sin Panamá)	<b>145,0 GWh (sin Panamá)</b>	+0,2%
Cartera Total Proyectos	955 MW	<b>1.037 MW</b>	N/A

El volumen de energía promedio por punto de suministro se sitúa en **37,7 MWh/año/CUPS** a cierre de 2024/1S 2025, lo que demuestra el enfoque en el segmento industrial.

### 3. Cifras Financieras Principales (Consolidado)

Audax ha reportado resultados históricos en 2024 y ha mantenido una senda de crecimiento, a pesar de los eventos extraordinarios en 2025. Las cifras están expresadas en miles de euros, salvo indicación contraria:

Magnitud Financiera (M€)	2024 (12M)	2023 (12M)	Var. (%) vs 23)	(24 1S 2025)	1S 2024	Var. (%) (1S25 vs 1S24)
<b>Ingresos Operacionales</b>	1.987,8 M€	2.293,2 M€	-13,3%	946,9 M€	883,5 M€	+7,2%
<b>Margin Bruto</b>	235,7 M€	236,3 M€	-0,3%	113,0 M€	121,2 M€	-6,8%
<b>EBITDA</b>	<b>115,4 M€</b>	96,1 M€	<b>+20,0%</b>	59,1 M€	61,5 M€	-4,0%
<b>Resultado Neto</b>	63,3 M€	31,4 M€	<b>+102%</b>	20,1 M€	35,5 M€	-43,2%
<b>Resultado Neto Proforma</b>	N/A	N/A	N/A	23,2 M€	21,9 M€	+6,0%
<b>Deuda Financiera Neta (DFN) (Excluyendo NIIF 16)</b>	222,4 M€	241,3 M€	-7,8%	304,3 M€	279,5 M€	+8,9%
<b>Ratio DFN/EBITDA LTM (Excluyendo NIIF 16)</b>	<b>1,9x</b>	2,5x	-1x	2,7x	2,6x	+0,1x
<b>Liquidez (Efectivo y Equivalentes)</b>	228,8 M€	230,2 M€	-0,6%	<b>207,2 M€</b>	205,2 M€	+1,0%

**Nota:** La disminución del Resultado Neto en 1S 2025 (-43,2%) se debe a efectos extraordinarios y no recurrentes, como la amortización anticipada de bonos en el periodo anterior y el impacto del apagón del 28 de abril de 2025 en el mercado ibérico.

### 4. Número de Empleados

El equipo humano es el activo más valioso del Grupo.

- **Plantilla Total (31 Dic 2024):** 783 trabajadores.
- **Plantilla Total (30 Jun 2025):** Aproximadamente **800 profesionales** (o 783 según reporte de 31 Dic 2024, que se mantiene en los informes más recientes).
- **Distribución por género (31 Dic 2024):** 59% mujeres (464) y 41% hombres (319).
- **Tipo de Contrato (31 Dic 2024):** El 95% de la plantilla tenía un contrato indefinido.

### 5. Presencia Geográfica (Países)

Audax tiene presencia en **9 países**. Su domicilio social está en Badalona, Barcelona, España.

País	Actividad Principal	Domicilio Social (Sedes)
España	Generación y Comercialización (Líder en PYME)	Calle Electrónica, 19, Badalona, Barcelona
Portugal	Generación y Comercialización	(Sucursales: Avda. Das Tulipas, Algés; Sucursal en Portugal)
Países Bajos	Comercialización (Importante contribuyente al EBITDA)	Oplagestraat 1, Almere (Audax Renewables Nederland B.V.)
Hungría	Comercialización	Fiastyúk utca 4-8, Budapest (Audax Renewables Kft.)
Italia	Generación y Comercialización	Corso Enrico Tazzoli 235, Torino (Audax Energia, S.R.L.)
Polonia	Generación y Comercialización	Ul. Żurawia 6/12, Warsaw (Audax Renewables Polska Sp Z.o.o)
Francia	Generación (Parque eólico Beausembant)	1 Côte Lavigne, Mirepeix (Eoliennes De Beausembant, S.A.S.)
Alemania	Comercialización	Otto Franke Strabe, 97, Berlin (Audax Energie, GmbH)
Panamá	Generación (Parque Eólico Toabré, 30% participación)	Ciudad de Panamá (Parque Eólico Toabré, S.A.)

Esta información proporciona una visión general y actualizada de la situación financiera y operativa del Grupo Audax Renovables, estableciendo la base para profundizar en cada uno de estos aspectos en las siguientes partes de nuestro análisis.

#### **La Acción de Audax Renovables: Un Actor en la Transición Energética**

Audax Renovables, S.A., identificada en el mercado bursátil con el símbolo "**ADX**" en el Mercado Continuo español, es un **grupo energético independiente verticalmente integrado**. La cotización de sus acciones se negocia en la Bolsa de Madrid y está clasificada en el sector de Suministros, específicamente en Utilidades Multilínea. Su código ISIN es **ES0136463017**.

El perfil de la acción de Audax refleja una trayectoria dinámica en la bolsa, marcada por su inclusión en índices clave y un desempeño reciente con alta volatilidad.

#### **Trayectoria Bursátil e Inclusión en Índices**

La compañía ha escalado posiciones en el mercado de valores español desde su cotización inicial, que data de 2003 en la Bolsa de Barcelona, y su posterior inclusión en el Sistema de Interconexión Bursátil Español (SIBE) en 2007. Audax Renovables se incorporó al índice **IBEX SMALL CAP®** el 23 de marzo de 2020, y más recientemente, el 28 de febrero de 2023, fue incluida en el **MSCI World Small Cap**, un índice global de referencia para valores de pequeña capitalización en 23 economías desarrolladas.

## Rendimiento y Valoración (Ejercicios 2023-2025)

El precio de las acciones y la capitalización bursátil han fluctuado considerablemente en los últimos ejercicios, reflejando tanto la volatilidad del sector energético como los resultados internos de la compañía.

### Datos de Cierre y Capitalización:

- **A finales de 2023**, la cotización de la acción era de **1,30 euros** por título, lo que situaba la capitalización bursátil en **572,38 millones de euros**. Durante ese año, la acción experimentó una variación del **+73,45%**.
- **A cierre de 2024**, la cotización subió a **1,55 euros** por acción, con una capitalización de **702,82 millones de euros**. La variación en 2024 fue del **+19%**.
- **A principios de octubre de 2025**, el precio se situó en **1,3320 euros**, con una capitalización de **600,24 millones de euros**.

### Opinión de Analistas y Múltiplos:

La percepción de los analistas sobre Audax Renovables, según fuentes de octubre de 2025, apunta a una "**Compra fuerte**", con un **Precio Objetivo de 2,3500 euros**, lo que representa un potencial al alza del **+76,43%**.

Algunos múltiplos clave de la acción son:

- **PER:** 13,18x (octubre 2025).
- **Rendimiento del dividendo:** 5,00%.

### Política de Retribución al Accionista

El Consejo de Administración tiene como objetivo principal maximizar la remuneración a sus accionistas. En 2024, el Consejo aprobó una **política de retribución a los accionistas** que asciende a **15 millones de euros anuales** para los ejercicios 2024, 2025 y 2026, que puede ser en concepto de dividendo o a través de otras formas permitidas por la legislación.

- En septiembre de 2024, se distribuyó una prima de emisión de **0,03328667 euros brutos por acción** con cargo a prima de emisión.
- En julio de 2025, se acordó una distribución al accionista con cargo a prima de emisión por el mismo importe por acción.

### Accionistas Significativos y Free Float

El accionista mayoritario de Audax es **Eléctrica Nuriel, S.L.U.**, que posee una participación directa de aproximadamente el **63,4%** de las acciones. Además, Eléctrica Nuriel, S.L.U., que pertenece al Grupo Excelsior, también cuenta con derechos de compra sobre un porcentaje adicional de acciones (alrededor del 7,7% del capital). El "**Free Float**" (acciones en libre circulación) se situaba en torno al **19,8%** a cierre del tercer trimestre de 2024.

### Principales dificultades y retos recientes

#### 1. Volatilidad de Precios y Entorno Macroeconómico Adverso (2023-2024)

El Grupo ha operado en un entorno de gran volatilidad en los precios de las materias primas, especialmente el gas y la electricidad.

- **Impacto de la Guerra en Ucrania (2022 en adelante):** El conflicto bélico generó un aumento relevante en los precios del gas y el petróleo, así como presiones inflacionarias y volatilidad en los mercados financieros y de materias primas. Aunque Audax no tiene exposición directa a Ucrania, Rusia o Bielorrusia, las consecuencias indirectas afectaron al sector energético europeo, incluyendo mayores tipos de interés y volatilidad de precios.
- **Caída de Precios en el Pool Español (2023-2024):** El precio promedio en el mercado mayorista español se redujo drásticamente, cayendo un **48,01%** en 2023 y un **28,07%** en 2024. Esta reducción impactó negativamente el margen bruto y el EBITDA de la división de generación en España, especialmente en la producción no cubierta por PPAs, aunque la integración vertical mitigó el efecto general.

## 2. Retos Operativos y Regulatorios Específicos (2023-2025)

- **Impacto del "Apagón Ibérico" (1S 2025):** El apagón generalizado del suministro eléctrico del **28 de abril de 2025** y la regulación extraordinaria posterior en España generaron un **impacto no recurrente pero significativo** de sobrecostes del sistema (Costes de Operación del Sistema) que no pudieron trasladarse a los clientes. Este evento afectó negativamente al Margen Bruto, EBITDA y Resultado Neto en el primer semestre de 2025.
- **Reducción del Recurso Eólico:** Las plantas de generación en España y Panamá se han visto afectadas por condiciones meteorológicas desfavorables, como un **menor recurso eólico** (influenciado por el fenómeno de "El Niño" en Panamá y España) y una **menor irradiación solar** en las fotovoltaicas en ciertos períodos.
- **Provisiones por Contratos Onerosos (Países Bajos, 2023):** Durante 2023, la filial holandesa (Audax Renewables Nederland B.V.) tuvo que dotar una provisión significativa por **contratos onerosos** de venta de electricidad a clientes a precio fijo debido a la volatilidad extrema del mercado, aunque esta provisión fue revertida en su totalidad durante 2024.

## 3. Riesgos de Transición y Cumplimiento (Litigios y Deuda)

- **Sanciones de la CNMC:** El Grupo ha estado inmerso en litigios con la CNMC (Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia) por posibles conductas infractoras en la contratación de clientes entre 2018 y 2021. Se impuso una sanción de **9,258 millones de euros** en 2022 a varias sociedades del Grupo, aunque se solicitaron y aprobaron suspensiones cautelares de la obligación de pago en 2024.
- **Riesgos de Tipo de Cambio:** Aunque la deuda está mayoritariamente a tipo fijo, la filial en Hungría se ha visto afectada por la **volatilidad del Florín Húngaro (HUF)**, generando diferencias de cambio negativas significativas en el resultado financiero en 2023 (**-4,072 millones de euros**) y en 1S 2025 (**-3,1 millones de euros**), si bien en 2024 se revirtió este efecto (**9,080 millones de euros positivos**).

A pesar de estas dificultades, la estrategia de integración vertical y diversificación geográfica de Audax ha permitido a la empresa generar un crecimiento de su EBITDA y fortalecer su posición financiera en los ejercicios 2023 y 2024.

## Modelo de Negocio de Audax Renovables

### Integración Vertical y Transición Energética

Audax Renovables, S.A. se ha consolidado como un **Grupo energético independiente y verticalmente integrado**. Sus actividades se centran en la **generación de energía 100% de origen renovable** y en el **suministro o comercialización de electricidad y gas**.

La compañía pertenece al **sector de Suministros**, específicamente a la **Utilidades Multilínea** (o *utilities*), un sector clave que actualmente está siendo transformado por la **transición energética** y el compromiso con la lucha contra el cambio climático.

#### 1. Las Líneas de Negocio: Generación y Comercialización

El modelo de negocio de Audax se articula claramente en dos grandes áreas, que operan de forma coordinada para optimizar la cadena de valor energética.

##### 1.1. Comercialización (Retail)

Esta es la actividad de **venta de energía** (electricidad, gas y Garantías de Origen - GdOs) a clientes finales, tanto **hogares** como **negocios**.

- **Operativa:** La energía, que es considerada una *commodity* al igual que el oro o el hierro, debe ser adquirida o producida antes de ser vendida. Para abastecer a sus clientes, Audax debe comprar la energía en el **mercado mayorista** (el *pool* eléctrico).
- **Aporte de Valor y Margen:** El valor añadido de Audax radica en la **gestión y facturación de la energía** desde la red de transporte hasta la casa o el negocio del cliente. El Grupo gana dinero añadiendo un **margen** (euros por megavatio hora - €/MWh) sobre el precio al que compra la energía en el mercado mayorista.
- **Segmento Estratégico:** El enfoque estratégico de Audax se dirige predominantemente al **segmento empresarial** (PYME y Gran Cliente). A cierre de 2023, el sector industrial representaba un **94%** de la cartera total de energía (MWh) del Grupo. En el primer semestre de 2025 (1S 2025), este enfoque en el cliente industrial consolidó un **93%** del total de la cartera de energía.
- **Gestión de Precios:** Audax ofrece contratos a **precio indexado** (precio real del mercado más el margen) o a **precio fijo**. Para los contratos a precio fijo, la compañía debe realizar una estrategia de **coberturas** a través del mercado de futuros para mitigar las fluctuaciones del precio en su cuenta de resultados.

##### 1.2. Generación

Esta división se dedica a la **promoción, construcción y explotación** de instalaciones de generación de energía, principalmente **eólica y solar fotovoltaica (FV)**, utilizando **fuentes 100% renovables**.

- **Activos y Cartera:** A cierre de 2024, el Grupo poseía una cartera de proyectos de **955 MW**. A junio de 2025, esta cartera total se había ampliado a **1.037 MW**. La potencia instalada operativa y en construcción era de **325 MW** a 1S 2025, con proyectos en operación y en desarrollo en España, Francia, Polonia, Portugal, Italia y Panamá.
- **Producción y Venta:** La energía generada por sus propios parques se vende de vuelta al *pool* eléctrico o, a través de **contratos bilaterales (PPA)**, se vende a las comercializadoras del propio Grupo, asegurando un precio determinado.

## **2. Estrategia y Modelo Operativo: La Integración Vertical**

El elemento diferenciador y la piedra angular de la estrategia de Audax es la **integración vertical**.

La integración vertical se refiere a la gestión conjunta del negocio de generación de energía (producción) y el negocio de comercialización (suministro). El principal objetivo estratégico es **cubrir al menos dos tercios (2/3)** de la energía suministrada a los clientes mediante **Contratos de Compraventa de Energía a Largo Plazo (PPA)** con plantas propias o de terceros.

**Ventajas Operativas y Financieras de la Integración:**

- **Mitigación de Riesgos:** La estrategia busca **mitigar el impacto de la volatilidad del precio de la electricidad** en los márgenes del negocio de comercialización. Cuando los precios del *pool* son volátiles o caen drásticamente (como sucedió en 2023), los PPAs de la división de generación proporcionan **estabilidad y protección a los ingresos y EBITDA** del Grupo.
- **Crecimiento Sostenible:** La estrategia corporativa tiene como objetivo principal impulsar el negocio de **generación de energía 100% renovable**. Las inversiones en este segmento son clave para asegurar la sostenibilidad del negocio a medio y largo plazo. El Grupo ha invertido un **CAPEX acumulado en activos de generación de 259 millones de euros** desde 2020 (a cierre de 2024).
- **Enfoque en Rentabilidad:** La integración, combinada con una política comercial más exigente, ha permitido a Audax mejorar su rentabilidad, como se reflejó en 2024, cuando el **EBITDA creció un 20,0%** a pesar de que los ingresos por ventas cayeron, lo que confirma el éxito de las decisiones estratégicas.

## **3. ¿Por Qué Audax y No la Competencia? (Ventaja Competitiva)**

La ventaja competitiva de Audax se deriva de su **modelo de integración vertical** y su **enfoque de nicho**, lo que le proporciona una mayor **resiliencia** frente a la volatilidad del sector.

1. **Protección de Márgenes (Integración y PPAs):** Audax mitiga activamente el riesgo de precio al asegurarse el suministro interno o a largo plazo (PPAs) para una gran parte de su demanda de comercialización. Esta estrategia ha demostrado ser robusta en escenarios volátiles, permitiendo al Grupo consolidar su EBITDA y mantener el margen bruto, incluso cuando los precios mayoristas bajan.
2. **Liderazgo en el Segmento PYME:** Audax es el **Líder energético independiente en el segmento PYME en España**. La focalización en el cliente industrial y las PYMES permite un **mayor volumen unitario de energía por punto de suministro** (37,7

MWh/año/CUPS a cierre de 2024), lo que se traduce en una cartera más rentable y estable que el segmento residencial.

3. **Compromiso 100% Renovable:** El principal hecho diferencial de Audax es la generación de energía 100% renovable. Esto alinea su actividad con la **Taxonomía de Finanzas Sostenibles de la UE**, cuyas actividades de generación (solar fotovoltaica y eólica) son consideradas **elegibles y alineadas**, atrayendo financiación verde y posicionando a la empresa favorablemente ante la transición energética.

#### **4. Diversificación Geográfica**

La diversificación es un pilar fundamental para la **mitigación del riesgo (riesgo país y riesgo commodity)**. Audax opera a través de sus filiales en **9 países**.

- **Segmentación Geográfica:** El Grupo divide su reporte financiero en dos segmentos principales: **España y Portugal** (Iberia) y **Resto del Mundo**, que incluye Italia, Polonia, Alemania, Países Bajos, Francia, Panamá y Hungría.
- **Comercialización (Retail):** El Grupo suministra electricidad y gas en 8 países europeos: España, Portugal, Italia, Alemania, Polonia, Países Bajos y Hungría.
  - **Crecimiento en Europa:** La diversificación ha sido clave para el crecimiento. En 2023, el **Resto de Europa** impulsó el EBITDA, destacando Países Bajos (que revirtió pérdidas y se centró en PYMES) y Hungría (consolidación y entrada en el mercado gasista). A 2024, los mercados más importantes por volumen de cartera son **Países Bajos, Hungría e Iberia**.
- **Generación:** Los activos de generación se encuentran en España, Francia, Polonia, Portugal, Italia y Panamá.
  - **Estabilidad:** La presencia diversificada, como el parque eólico en Polonia (Postolin) y el PPA en Francia (Beausembant), ha proporcionado **mayor estabilidad en los ingresos por generación** en un contexto de precios volátiles en España.
  - **Proyectos:** El objetivo futuro de la estrategia es contar con **parques de generación de energía renovable en todos los países** en los que actualmente comercializa electricidad.

## **Datos Financieros**

### **Análisis de las Ventas y el Margen Operativo (La Rentabilidad del Negocio)**

Cuando hablamos de Ventas y Margen Operativo, estamos evaluando la **capacidad de Audax para generar ingresos** y, lo que es más importante, qué tan **rentables** son sus operaciones principales después de cubrir los costos directos de la energía y los gastos de funcionamiento.

#### **1. Ventas (Ingresos Operacionales)**

Las "Ventas" en el contexto de Audax se refieren a los **Ingresos de las Operaciones** consolidadas, que incluyen el importe neto de la cifra de negocios más otros ingresos de explotación.

#### Tendencia General (2023 vs. 2024):

Magnitud (k€)	2024 (12M)	2023 (12M)	Variación (%)
Ingresos Operacionales	1.987.774	2.293.155	-13,3%

- **Interpretación:** La cifra de ingresos **disminuyó un 13,3% en 2024** a pesar de un aumento en el volumen de energía suministrada (+12,3% en 2024). Esta aparente contradicción se debe a la **reducción del coste de las commodities** (electricidad y gas) en los mercados mayoristas, con el precio promedio de la electricidad en España cayendo un 28,1% en 2024.
- **Volumen:** La estrategia de Audax se centra en el segmento industrial (PYME), lo que se refleja en un aumento de la energía suministrada de 13,8 TWh en 2023 a **15,5 TWh en 2024** (+12,3%).

#### Resultados Semestrales (1S 2025 vs. 1S 2024):

Magnitud (k€)	1S 2025	1S 2024	Variación (%)
Ingresos Operacionales	946.933	883.466	+7,2%

- **Tendencia reciente:** En la primera mitad de 2025, los ingresos operativos **aumentaron un 7,2%**. Este crecimiento se debió a un **aumento en el volumen de energía suministrada (+4,6%)** y a la **subida del precio promedio de las commodities** en los mercados mayoristas (electricidad: +40,3%; gas: +43,2%).

#### 2. Margen Operativo (EBITDA y EBIT)

El Margen Operativo muestra el beneficio que obtiene la empresa de sus operaciones principales. Utilizamos el **EBITDA** (Beneficio antes de Intereses, Impuestos, Depreciación y Amortización) para ver la rentabilidad de la actividad base, y el **EBIT** (Resultado de Explotación) para incluir las amortizaciones de activos.

Magnitud (k€) 2024 (12M) 2023 (12M) Var. (%) (24 vs 23) 1S 2025 1S 2024 Var. (%) (1S25 vs 1S24)

Margen Bruto	235.694	236.300	-0,3%	112.953	121.164	-6,8%
EBITDA	<b>115.397</b>	96.132	+20,0%	59.051	61.524	-4,0%
EBIT	93.581	75.127	+24,6%	49.810	50.622	-1,6%

#### Análisis de la Rentabilidad:

- **Margen Bruto (2024):** Se mantuvo prácticamente **estable (-0,3%)** en 2024, alcanzando 235,7 millones de euros. Esto es notable, ya que los ingresos por ventas cayeron. Esto confirma el impacto positivo de las decisiones estratégicas de **integración vertical** y la **fijación de precios**, que le permiten defender los márgenes a pesar de la volatilidad del mercado.

- **EBITDA (2024):** El EBITDA creció un 20,0%, alcanzando 115,4 millones de euros. El aumento se debe a la defensa del margen bruto y a la **optimización de los gastos operativos.**
- **EBIT (2024):** El Resultado de Explotación (EBIT) creció un 24,6% en 2024, situándose en 93,6 millones de euros.
- **Impactos en 1S 2025 (Margen y EBITDA):** La disminución en el Margen Bruto (-6,8%) y en el EBITDA (-4,0%) en el 1S 2025 se debe principalmente a un **impacto no recurrente y significativo** en el mercado ibérico: los sobrecostes del sistema tras el apagón del 28 de abril de 2025, que no pudieron ser trasladados a los clientes. Si no fuera por este efecto extraordinario, el EBITDA habría sido más robusto, compensado por la optimización del OPEX (Gastos Operativos), que se redujeron en 5,7 millones de euros (-9,6%).

### Flujo de Caja Libre (Free Cash Flow)

El Flujo de Caja Libre no está directamente reportado en los estados financieros con ese nombre, pero se puede estimar analizando los **Flujos de Efectivo de las Actividades de Explotación** y contrastándolos con las inversiones necesarias.

#### 1. Flujos de Efectivo de las Actividades de Explotación (CFO)

Esta es la caja que la empresa genera con su negocio principal:

Magnitud (k€)	2024 (12M)	2023 (12M)	Variación (%) (24 vs 23)	1S 2025	1S 2024	Variación (%) (1S25 vs 1S24)
<b>Flujos de Explotación (CFO)</b>	74.194	140.515	-47,2%	-41.335	-15.177	+172,4%
<i>Pagos de Intereses</i>	(27.202)	(27.522)	-1,2%	(5.763)	(9.658)	-40,3%
<i>Pagos por Impuestos</i>	(19.985)	(16.277)	+22,8%	(13.308)	(1.623)	+720,0%

#### Análisis de la variación (2024 vs. 2023):

- Los Flujos de Explotación (CFO) **cayeron significativamente en 2024 (-47,2%).** Esta disminución se debe a cambios en el **Capital Corriente** y otros ajustes: los cambios en el capital corriente (necesidad de financiación a corto plazo) se redujeron drásticamente, pasando de +47,4 millones de euros en 2023 a +5,3 millones de euros en 2024.
- A pesar de un Resultado Antes de Impuestos casi duplicado en 2024 (+97,6%), los ajustes en el resultado y las variaciones en el capital corriente y los pagos de impuestos llevaron a la caída del CFO.
- **Pagos de Intereses:** Se mantuvieron estables en torno a 27,2 millones de euros en 2024.

#### Análisis de la variación (1S 2025 vs. 1S 2024):

- El CFO en el 1S 2025 fue negativo, **-41,3 millones de euros**, lo que representa una caída de 32,4 millones de euros respecto al 1S 2024, que ya era negativo (-8,9 millones de euros).
- La caída del CFO se debe principalmente a los **Cambios en el Capital Corriente** (-81,2 millones de euros en 1S 2025) y al fuerte aumento en los pagos por Impuesto sobre Sociedades (de 1,6 millones a 13,3 millones de euros). La naturaleza estacional de los resultados y los flujos de caja es un factor a considerar en los análisis semestrales.

## 2. Inversiones (CAPEX)

El capital invertido en el negocio (CAPEX) se refleja en los **Pagos por Inversiones** del Estado de Flujos de Efectivo.

Magnitud (k€)	2024	2023	Variación (%)	1S 2025	1S 2024	Variación (%)
	(12M)	(12M)	(24 vs 23)			(1S25 vs 1S24)
<b>Pagos por Inversiones (CAPEX)</b>	<b>(170.835)</b>	(91.348)	+87,0%		(50.675) (100.505)	-49,6%

- **Aumento de CAPEX (2024):** El Grupo incrementó sus pagos por inversiones en un **87,0%** en 2024. Esto se debe a la inversión en inmovilizado material (+43,6 millones de euros, principalmente para el desarrollo y construcción de plantas solares), y al fuerte aumento en **Otros activos financieros** (inversiones en imposiciones a plazo y garantías para operar en el mercado eléctrico).
- **CAPEX en 1S 2025:** Los pagos por inversiones se redujeron a la mitad en el 1S 2025, pero siguen representando una actividad intensa. El Grupo está invirtiendo en **inmovilizado material** (+33,6 millones de euros) para desarrollar proyectos de generación de energía.

## 3. Flujo de Caja Libre (Estimación)

Aunque Audax no proporciona esta cifra directamente, el Flujo de Caja Libre (FCL) es, en su forma más simple, el *Flujo de Efectivo de Operación (CFO) menos el Gasto de Capital (CAPEX)* en inmovilizado material e intangible:

Magnitud (k€)	2024 (12M)	2023 (12M)
<b>CFO (Flujo de Explotación)</b>	74.194	140.515
<b>CAPEX en Inmovilizado Material e Intangible</b>	(56.426)	(37.925)
<b>Flujo de Caja Libre estimado</b>	<b>17.768</b>	<b>102.590</b>

### Conclusiones del FCL:

- El Grupo generó un **Flujo de Caja Libre positivo** en 2023 y 2024.
- El descenso en 2024 se debe al **fuerte aumento del CAPEX** en inmovilizado (principalmente proyectos renovables) y a la caída del CFO, a pesar de que el EBITDA

fue significativamente mayor. Esto indica que Audax está en una **fase intensiva de inversión y crecimiento** de sus activos de generación (CAPEX).

## Deuda

### Análisis de la Deuda Financiera de Audax Renovables

La gestión de la deuda es un pilar estratégico para Audax, con un enfoque en la **reducción del endeudamiento neto con recurso a la matriz** y en la **financiación sin recurso (Project Finance)** para sus proyectos de generación de energía renovable.

#### 1. Niveles y Estructura de la Deuda Financiera (DFB)

La Deuda Financiera Bruta (DFB), que incluye bonos, pagarés, préstamos bancarios y *Project Finance*, ha mostrado una tendencia general a la estabilidad o ligera reducción, a pesar de las nuevas disposiciones para financiar el crecimiento.

Magnitud (k€)	30/06/2025 (1S 2025)	31/12/2024	31/12/2023	Var. % (2024 vs. 2023)
<b>DFB (Bruta Total)</b>	592.965	576.881	582.774	-1,0%
<b>DFB a Corto Plazo</b>	153.366	153.925	121.907	+26,3%
<b>DFB a Largo Plazo</b>	439.599	422.956	460.867	-8,2%

#### Componentes Principales de la Deuda Bruta (DFB a 31/12/2024):

- **Bonos:** 355.489 k€ (61,6% de la DFB).
  - Incluye bonos *senior unsecured* y bonos convertibles.
  - La deuda en bonos se redujo un 10,0% en 2024 debido, principalmente, a la recompra y conversión de bonos que redujo la deuda en **41,4 millones de euros**.
- **Pagarés:** 125.895 k€ (21,8% de la DFB).
  - Los pagarés emitidos y no vencidos a 31 de diciembre de 2024 tienen un tipo de interés medio del **6,23%**.
- **Project Finance (Deuda sin Recurso):** 63.375 k€ (11,0% de la DFB).
  - Esta deuda **aumentó significativamente (+149%)** en 2024, pasando de 25.429 k€ a 63.375 k€, debido a la disposición del préstamo de 66 millones de euros liderado por el BEI para financiar proyectos fotovoltaicos (Proyecto Minuro), lo que refleja la estrategia de crecimiento en generación.
- **Préstamos:** 32.116 k€ (5,6% de la DFB).

#### Deuda a Corto Plazo (Vencimiento en 2025):

A 30 de junio de 2025, la deuda financiera con vencimiento en 2025 era de **143.5 millones de euros**. Esto incluye **83.5 millones de euros** correspondientes al bono convertible con vencimiento el **30 de noviembre de 2025**, cuyo repago se planea cubrir con la sólida posición de caja actual y nuevas emisiones de bonos verdes.

## **2. Costes de Interés y Tipo de Interés Medio**

El riesgo de tipo de interés es un factor clave, pero Audax ha mitigado la exposición:

- **Tipo Fijo vs. Variable:** A 31 de diciembre de 2024, el **85% de la deuda del Grupo** está negociada a **tipos de interés fijos** (494.971 k€), mientras que el 15% restante está a tipo variable (81.910 k€). Este alto porcentaje de deuda a tipo fijo mitiga el riesgo de volatilidad en los tipos de interés.
- **Tipo de Interés Efectivo Medio:** A 31 de diciembre de 2023, el tipo de interés efectivo medio de las deudas con entidades de crédito era del **5,69%**, notablemente superior al 3,50% de 2022. A 30 de junio de 2024, esta tasa subió al **7,52%**. El interés de los pagarés en circulación a 2024 fue del 6,23%.

**Normalidad de los Tipos de Interés:** La subida de los tipos de interés es un riesgo macroeconómico general, pero la estrategia de Audax de **cubrir la mayor parte de su deuda a tipo fijo (85%)** busca protegerla de una subida descontrolada de las tasas variables. Los derivados de tipo de interés son utilizados para gestionar esta exposición y asegurar un tipo máximo.

## **3. Ratios Financieros de Solvencia**

La solvencia de Audax ha mejorado notablemente, demostrando una reducción en el apalancamiento y una sólida posición de liquidez.

### **A. Deuda Neta / EBITDA (Apalancamiento Operativo)**

El ratio Deuda Financiera Neta (DFN) / EBITDA es el indicador más importante para medir la capacidad de la empresa de generar efectivo suficiente para cubrir su deuda. Se utiliza la métrica que excluye el impacto contable de la NIIF 16 para una visión más clara del apalancamiento operativo.

Ratio	30/06/2025 (LTM)	31/12/2024	31/12/2023
DFN/EBITDA (sin NIIF 16)	2,7x	1,9x	2,5x

- **Evolución:** Este ratio **mejoró significativamente** en 2024, situándose en **1,9x**, lo que representa una reducción del 24% respecto al 2,5x de 2023. Un ratio de 1,9x indica una gestión financiera sólida y una alta capacidad de repago.
- **Posición Reciente (1S 2025):** El ratio subió a 2,7x a junio de 2025 (basado en EBITDA de los últimos 12 meses), atribuido principalmente al **incremento de deuda sin recurso asociada a nuevos proyectos de generación**, y es consistente con la fase de inversión en CAPEX.

### **B. Deuda Neta / Patrimonio Neto (Apalancamiento Estructural)**

Este ratio, también conocido como **Apalancamiento (Leverage)**, mide la proporción de la deuda neta respecto a los fondos propios (Patrimonio Neto).

Ratio (DFN/PN+DFN)	30/06/25 (sin NIIF 16)	31/12/24 (sin NIIF 16)	31/12/23 (sin NIIF 16)
<b>Apalancamiento</b>	57,5%	49,8%	58,2%
<b>Apalancamiento (incl. NIIF 16)</b>	59,2%	52,2%	60,2%

- **Análisis:** El apalancamiento del Grupo **se redujo notablemente** en 2024. Excluyendo la NIIF 16, pasó del 58,2% en 2023 al **49,8%** en 2024. Esto significa que, a cierre de 2024, los fondos propios (Patrimonio Neto) financiaban una proporción mayor de los activos del Grupo en comparación con la deuda, lo que indica un **fortalecimiento de la estructura patrimonial**.
- El Patrimonio Neto aumentó un 29,3% en 2024, impulsado por el resultado del ejercicio y la ampliación de capital por conversión de bonos.

#### **C. Coeficiente Corriente (Current Ratio)**

El coeficiente corriente (Activo Corriente / Pasivo Corriente) mide la capacidad de la empresa para cubrir sus obligaciones a corto plazo con sus activos a corto plazo.

Magnitud (k€)	30/06/2025	31/12/2024	31/12/2023
<b>Activo Corriente</b>	612.564	746.126	705.790
<b>Pasivo Corriente</b>	627.648	633.857	548.882
<b>Coeficiente Corriente</b>	<b>0,98x</b> (Cálculo)	<b>1,18x</b> (Cálculo)	<b>1,29x</b> (Cálculo)

- **Interpretación:** A cierre de 2023, el ratio era de 1,29x, lo que indica una buena liquidez para cubrir las deudas a corto plazo.
- A 31 de diciembre de 2024, el ratio disminuyó ligeramente a 1,18x, manteniéndose en niveles sanos. Sin embargo, a junio de 2025, el ratio desciende a 0,98x.
- **Liquidez Adicional:** La liquidez se mantiene sólida; a 30 de junio de 2025, el efectivo y equivalentes (207.187 k€) cubre **2 veces la deuda financiera con vencimiento en 2025** (143.500 k€), lo que demuestra que el Grupo puede afrontar cómodamente sus vencimientos a corto plazo.

#### **D. Cumplimiento de Ratios Contractuales (Covenants)**

Los pasivos financieros, especialmente los bonos y los préstamos *Project Finance*, están sujetos al cumplimiento de **ratios financieras mínimas** (como DFN/EBITDA y ratios de apalancamiento).

- El Grupo **cumplió con todas las obligaciones y ratios mínimas establecidas** en sus acuerdos de deuda tanto a 31 de diciembre de 2023 como a 31 de diciembre de 2024.

**Conclusión:** La fuerte reducción del ratio DFN/EBITDA a **1,9x** en 2024, el incremento del Patrimonio Neto (+29,3%) y la mejora de la rentabilidad (EBITDA +20,0%) son indicadores

robustos que sugieren una **salud financiera excelente** y un bajo riesgo de quiebra. La agencia de calificación EthisFinance Ratings ratificó la calificación de Audax en "**BBB-**" con tendencia **Positiva** en mayo de 2024 y 2025, un nivel de *Investment Grade*.

## Sector

### Análisis del Sector Energético (Suministros y Generación Renovable)

Audax Renovables opera en el **sector de Suministros (Utilities)**, específicamente en **Utilidades Multilínea**, con un enfoque estratégico en la **generación de energía 100% renovable** y la **comercialización de electricidad y gas**.

#### **1. Definición del Sector y Contexto**

El sector energético, particularmente el eléctrico y gasista, se caracteriza por la coexistencia de actividades reguladas y no reguladas.

- **Actividades Reguladas:** Incluyen el transporte y la distribución de electricidad, así como la operación del sistema.
- **Actividades No Reguladas:** Comprenden la generación y la comercialización de electricidad.

El sector está experimentando una **transformación profunda** impulsada por la **transición energética** y el compromiso global con la lucha contra el cambio climático. Esta transición implica una migración de los métodos tradicionales basados en combustibles fósiles hacia **alternativas energéticas sostenibles y renovables**.

#### **2. Estructura del Mercado: ¿Oligopolio o Mercado Fraccionado?**

El sector energético, especialmente en los mercados de comercialización donde opera Audax (como el segmento PYME), presenta características mixtas que varían significativamente por geografía y segmento.

- **Comercialización:** Audax se posiciona como el **líder energético independiente en el segmento PYME en España**. Este enfoque sugiere que, si bien el mercado puede estar dominado por grandes *utilities* históricas (oligopolio en el segmento residencial y grandes clientes), existe un **mercado fraccionado** y competitivo en el segmento de pequeñas y medianas empresas (PYME) y clientes industriales, donde Audax ha conseguido un **liderazgo notable**. La estrategia de Audax es reforzar este liderazgo como comercializadora independiente.
- **Generación Renovable:** El desarrollo de proyectos de energía renovable, que es el foco estratégico de Audax, es un sector en **fase de fuerte crecimiento e inversión**.

#### **3. Fase del Ciclo del Mercado: ¿Colapsado o en Expansión?**

El mercado energético no se percibe como colapsado, sino como un **sector en plena transición y con un gran potencial de crecimiento y oportunidad**.

- **Transición y Oportunidad:** La **Taxonomía de la UE** y el **Pacto Verde Europeo** están reorientando los flujos de capital hacia inversiones sostenibles, haciendo de la energía

renovable el **eje principal de la transición**. El Grupo considera que las **oportunidades que se derivan del crecimiento en renovables son superiores a los riesgos**.

- **Inversión y Crecimiento:** Audax ha continuado su **fuerte inversión** en CAPEX de activos de generación (acumulando 259 millones de euros desde 2020), con el objetivo de **aumentar su cartera de proyectos de generación 100% renovable**. El Grupo busca **alcanzar la neutralidad climática en 2050**, en línea con el Acuerdo de París, lo que marca un ciclo de inversión y transformación a largo plazo.

Sin embargo, el mercado ha sido históricamente **volátil**. Los recientes ejercicios (2023 y 2024) estuvieron marcados por la **disminución de los precios de las commodities** en los mercados mayoristas debido a la normalización de los precios tras los picos de 2022. Esta caída, aunque reduce los ingresos nominales (Ventas), se gestiona y mitiga con la estrategia de integración vertical del Grupo.

#### **4. Principal Competencia y Ventaja Competitiva**

Audax opera en competencia directa con otros actores del sector, pero su principal ventaja reside en su **modelo de negocio verticalmente integrado** y su **foco en el cliente industrial**.

##### **Principal Competencia**

Las fuentes identifican a los grandes *players* y a otros minoristas del sector como competidores y referentes, especialmente en el contexto de la volatilidad y la regulación:

- **Grandes Utilities y sus filiales:** Aunque no se detalla específicamente la lista de competidores de Audax, los informes mencionan a **Naturgy** e **Iberdrola** en el contexto de los impactos de la regulación en el mercado ibérico (por ejemplo, el apagón de abril de 2025 y los costes de servicios complementarios).
- **Otros Players:** La filial holandesa compite en un **mercado muy competitivo**, donde ha logrado aumentar su cuota de mercado gracias a su estrategia comercial.

##### **Ventaja Competitiva de Audax**

La estrategia de Audax busca activamente mitigar el riesgo de volatilidad de precios en el mercado, que es una dificultad inherente al sector.

1. **Integración Vertical:** La gestión conjunta de la **generación de energía 100% renovable** y la **comercialización** es el pilar de su estrategia.
2. **Cobertura de Riesgos (PPAs):** Audax busca cubrir **dos tercios (2/3) de la energía suministrada** mediante **Contratos de Compraventa de Energía a Largo Plazo (PPA)**, con plantas propias y de terceros. Esta estrategia proporciona **robustez y estabilidad** a los resultados frente a la volatilidad del mercado.
3. **Foco Estratégico en PYME:** Audax es líder en el **segmento PYME en España**. Este enfoque se centra en clientes industriales y medianos, lo que se traduce en un **mayor volumen de energía por punto de suministro** (37,7 MWh/año/CUPS en 2024), resultando en una cartera más rentable y una mayor eficiencia en las ventas.
4. **Sostenibilidad y ESG:** Audax ha sido calificada como una "**ESG Low Risk Company**" por Morningstar Sustainalytics, situándose en el **TOP 10 de productoras y**

**comercializadoras independientes.** Este perfil de bajo riesgo ESG refuerza su posición en un sector cada vez más regulado por la sostenibilidad.

En resumen, el sector energético, aunque en parte es un oligopolio en ciertas áreas y está altamente regulado, ofrece un nicho de crecimiento en la **generación renovable y el suministro a PYMES**, donde la estrategia de **integración vertical** de Audax actúa como un escudo contra la volatilidad de precios.

## Equipo directivo

El órgano máximo de gobierno de la compañía es el Consejo de Administración, cuyos miembros, a febrero de 2024 y 2025, son:

- \* D. Francisco José Elías Navarro:\*\* Presidente (y principal accionista indirecto).
- \* D. Josep Maria Echarri i Torres:\*\* Vocal.
- \* D. Ramiro Martínez-Pardo del Valle:\*\* Vocal.
- \* Dª. Anabel López Porta:\*\* Vocal.
- \* Dª. Rosa González Sans:\*\* Vocal.

El Consejo está compuesto por 3 hombres y 2 mujeres (un 40% de representación femenina).

### Trayectoria y Antigüedad en la Compañía

Audax Renovables fue fundada en el año 2000 (originalmente como Fersa Energías Renovables, S.A.).

La estructura actual del Grupo Audax Renovables se consolidó tras la fusión por absorción en enero de 2019, donde Audax Renovables, S.A. absorbió a su matriz, Audax Energía, S.A.U.. Esta operación se enmarcó en la estrategia de **integración vertical** de la producción y comercialización de energía.

**D. Francisco José Elías Navarro**, como presidente, encabeza el Grupo.

### "Skin in the Game": Nivel de Acciones Respecto al Sueldo

El nivel de participación accionarial en la compañía por parte de los miembros del equipo directivo es extremadamente significativo a través del accionista mayoritario.

## Accionariado Mayoritario

El accionista mayoritario de Audax Renovables, S.A. es \*\*Eléctrica Nuriel, S.L.U.\*\*, cuya sociedad dominante es Excelsior Times, S.L.U.. El Sr. Elías Navarro, como presidente del Grupo Audax, está intrínsecamente ligado a esta participación.

El nivel de participación accionarial del grupo mayoritario es el siguiente:

Accionista	Participación Directa e Indirecta (Acciones)	Porcentaje del Capital	Fecha de Referencia
Eléctrica Nuriel, S.L.U.	287.666.665	<b>63.4%</b>	Jun 2024
Eléctrica Nuriel, S.L.U.	287.507.823	<b>63.41%</b>	Dic 2024
Eléctrica Nuriel, S.L.U.	287.507.823	<b>63.4%</b>	Mar 2025

Además, Eléctrica Nuriel, S.L.U. tenía derechos de compra de 34.983.470 acciones adicionales, lo que representaba un 7.7% del capital, a septiembre de 2024.

Dada la magnitud de esta participación mayoritaria (más de dos tercios del capital), **el interés de los directivos clave en el resultado de la empresa es total**, respondiendo de manera contundente a la pregunta de si tienen "skin in the game".

## Remuneración del Consejo y Plan de Incentivos

La remuneración total devengada por **todos los miembros del Consejo de Administración** por su pertenencia al Consejo y a las distintas Comisiones Delegadas, así como por las posibles relaciones laborales o responsabilidades ejecutivas directas, fue de **1.309 miles de euros en 2024** (frente a 1.284 miles de euros en 2023).

**Plan de Incentivos a Largo Plazo (LTI):** El Consejo de Administración aprobó un Plan de Incentivos a Largo Plazo (2024-2026) para consejeros ejecutivos, directivos y empleados clave, que contempla la potencial entrega de hasta **2.400.000 acciones**.

- Este plan busca alinear los intereses de los beneficiarios con los de los accionistas.
- El 10% del incentivo a largo plazo está vinculado al cumplimiento de objetivos ESG (ambientales, sociales y de gobierno corporativo), incluyendo el objetivo de descarbonización (cuya aprobación estaba prevista para 2025) y el mantenimiento de una presencia equilibrada de mujeres y hombres en la dirección.
- A 31 de diciembre de 2024, la compañía disponía de 2.800.000 acciones propias (autocartera) adquiridas por 4.738 miles de euros, destinadas en parte a cumplir con este plan de retribución y con las obligaciones de la deuda convertible.

#### 4. Gestión de la Política de Recompras y Ampliaciones de Capital

La gestión del equipo directivo en cuanto a las políticas de recompras y ampliaciones de capital se ha enfocado principalmente en la optimización de la estructura de deuda, la mejora de la solvencia y el fortalecimiento del patrimonio.

##### Ampliaciones de Capital (Conversión de Bonos)

En marzo de 2024, Audax llevó a cabo una ampliación de capital mediante la conversión de **bonos convertibles** (parte de una emisión con vencimiento en 2025).

- Esta operación implicó la emisión de 13.139.725 nuevas acciones (un 2.984% del capital).
- Esta conversión no solo aumentó el capital social, sino que también redujo la deuda bruta en **41.400 miles de euros** y la deuda financiera neta en **26.941 miles de euros**.
- La operación generó un beneficio financiero positivo neto de **7.693 miles de euros**.

**Conclusión sobre la gestión:** La ampliación de capital mediante la conversión de bonos se realizó con el objetivo explícito de **reducir la deuda y fortalecer la situación patrimonial** de la Sociedad. Esto se considera una medida financiera estratégica para el bien de la empresa, ya que mejoró la solvencia y la estructura de capital.

##### Política de Recompras (de Bonos y Acciones Propias)

La gerencia ha implementado activamente programas de recompra tanto de acciones propias (autocartera) como de bonos, buscando la optimización financiera:

**1. Recompra de Bonos:** Audax ha aprovechado el mercado secundario para recomprar bonos con descuento, generando ganancias financieras y reduciendo deuda.

- En 2023, la recompra de bonos (nominal de 11.300 miles de euros) generó un ingreso financiero positivo de **3.397 miles de euros**.
- En 2024, la recompra de bonos convertibles (nominal de 10.000 miles de euros) generó un ingreso financiero positivo neto de **2.409 miles de euros**.
- La recompra de bonos con vencimiento en 2027 (con un máximo asignado de 50 millones de euros) también estaba en curso a finales de 2023 para optimizar la deuda.

**2. Recompra de Acciones Propias (Autocartera):** El Grupo adquirió 2 millones de acciones en 2024, completando el 100% del máximo previsto en el programa de recompra temporal por un importe de **3.741 miles de euros**. Esta autocartera se destina a cumplir con las obligaciones de los instrumentos de deuda convertible y el plan de incentivos a directivos.

**Conclusión sobre la gestión:** La política de recompras (tanto de bonos para reducir deuda con descuento como de acciones para fines de incentivos/convertibilidad) demuestra una **gestión proactiva y eficaz** de los pasivos financieros y el capital, resultando en ganancias financieras y una reducción de la deuda.

##### Desempeño Financiero General

En términos de la gestión global de la empresa, los indicadores financieros demuestran una tendencia positiva en cuanto a solvencia y apalancamiento:

- **Deuda Financiera Neta (DFN):** Se redujo de 367.944 miles de euros en 2022 a 262.252 miles de euros en 2023, y a 245.035 miles de euros en 2024.
- **Ratio DFN / EBITDA:** Mejoró significativamente de 6.8x en 2022 a 2.7x en 2023, y a **1.9x en 2024**, mostrando una capacidad notable para asumir la deuda y consolidar la rentabilidad.
- **Apalancamiento:** Disminuyó del 73.0% en 2022 al **52.2% en 2024** (58.2% sin incluir el efecto IFRS 16).

La gestión financiera, por lo tanto, ha sido efectiva, logrando una reducción de la deuda y un fortalecimiento patrimonial sostenido.

## Riesgos

La empresa Audax Renovables, S.A. se enfrenta a una serie de riesgos e incertidumbres que abarcan desde el entorno financiero y la volatilidad del mercado energético, hasta riesgos regulatorios y de gobernanza.

El Grupo utiliza un **Sistema de Control y Gestión de Riesgos** que sigue un modelo de tres líneas de defensa, y busca identificar, medir y controlar los riesgos financieros y no financieros mediante una **Política General de Control y Gestión de Riesgos**.

A continuación, se detallan los principales riesgos e incertidumbres que enfrenta la compañía, clasificados por categorías:

### 1. Riesgos Financieros

Estos riesgos se centran en la exposición de la empresa a las condiciones del mercado y la gestión de su deuda.

- **Riesgo de Tipo de Interés:** Las fluctuaciones en los tipos de interés afectan los flujos de efectivo y el valor razonable de la deuda. Un aumento en los tipos de interés incrementaría los gastos financieros de la deuda a tipo variable.
  - **Mitigación:** La mayoría de la deuda (aproximadamente el **85%** a cierre de 2024 y **86%** a junio de 2025) está negociada a tipos de interés fijos, lo que mitiga el riesgo de volatilidad.
- **Riesgo de Liquidez:** La posible dificultad para cumplir con las obligaciones de pago debido a desfases temporales entre las necesidades de financiación y la generación de fondos. La exposición a situaciones adversas en los mercados de deuda podría dificultar la cobertura de las necesidades financieras.
  - **Mitigación:** La gestión se basa en mantener suficiente efectivo y equivalentes, junto con la disponibilidad de facilidades de crédito comprometidas y la diversificación de vencimientos. La posición de liquidez del Grupo es sólida, con efectivo y equivalentes que superaron los **228,7 millones de euros** a finales de 2024.
- **Riesgo de Tipo de Cambio:** Las variaciones en los tipos de cambio pueden afectar el valor razonable de las inversiones y la deuda denominada en monedas distintas al euro, principalmente el dólar estadounidense, el zloty polaco y el florín húngaro. El

Grupo tiene filiales en Hungría que están expuestas a la volatilidad por diferencias de tipo de cambio en operaciones comerciales de compra y venta de energía.

- **Riesgo de Crédito:** El riesgo de que las contrapartidas (clientes finales, proveedores, socios en mercados financieros) incumplan sus obligaciones contractuales.
  - **Mitigación:** Se llevan a cabo análisis de solvencia (scoring) de los clientes, y el Grupo mantiene provisiones por insolvencias (que alcanzaron **55,4 millones de euros** a finales de 2024). Además, se utilizan pólizas de seguros de morosidad para mitigar el riesgo en las posiciones comerciales.

## 2. Riesgos de Mercado, Volatilidad y Geopolíticos

- **Riesgo de Precio de Electricidad y Gas (Riesgo de Commodity):** El Grupo está expuesto a la volatilidad del precio de la electricidad y el gas en los mercados internacionales y nacionales.
  - **Mitigación:** Se gestiona mediante operaciones de cobertura específicas, como instrumentos derivados (para el corto y medio plazo), y mediante acuerdos de compra de electricidad a plazo (PPAs). La integración vertical del negocio (generación y comercialización) también ayuda a mitigar este riesgo.
- **Riesgo de Inestabilidad Política y Conflictos Geopolíticos:** Los conflictos bélicos (como el de Rusia/Ucrania e Israel/Palestina) generan presiones inflacionarias, restricciones en la cadena de suministros y volatilidad en los precios de las materias primas, afectando indirectamente al sector energético. Audax monitorea la situación de manera constante, aunque no tiene exposición directa en estos países.
- **Impactos por Apagones o Fallos de Sistema:** Eventos extraordinarios como el apagón sufrido el 28 de abril de 2025 en el mercado ibérico generaron cambios regulatorios posteriores y sobrecostes no recurrentes que afectaron negativamente al margen bruto y al EBITDA de la compañía en el segmento de comercialización.

## 3. Riesgos Regulatorios y de Transición Climática

- **Riesgo Regulatorio General:** La regulación del sector energético (europea y nacional) se encuentra en constante evolución. Los posibles cambios normativos pueden afectar directamente las actividades de la empresa, ya sea de forma positiva o negativa.
- **Riesgo de Reducción de Marcos Retributivos:** Riesgo de que se produzcan recortes en los marcos retributivos de las energías renovables o la bajada de precios en mercados mayoristas debido al aumento de producción renovable, lo que afectaría al valor de los activos del negocio renovable.
- **Riesgos de Transición Climática:** Incluyen la posible variación en la demanda de energía verde por parte de los clientes y los posibles riesgos de transición climática relacionados con la comercialización de gas fósil. La compañía está trabajando en un objetivo de descarbonización sobre su actividad de comercialización de electricidad para el periodo 2025-2030, cuya aprobación está prevista para 2025.
- **Riesgos Físicos Derivados del Cambio Climático:** Aunque el nivel de riesgo total para los activos de generación es generalmente "Bajo" o "Mínimo", existen exposiciones materiales:

- **Calor Extremo y Sequía/Estrés Hídrico:** Todas las plantas fotovoltaicas presentan riesgo al calor extremo (que puede afectar a la eficiencia y equipos electrónicos) y riesgo "Alto" por estrés hídrico/sequía, especialmente en escenarios de altas emisiones en 2050.
- **Incendios Forestales:** Algunos activos presentan una exposición "Alta" a este riesgo.
- **Riesgo de Litigios Regulatorios:** Audax se enfrenta a litigios con la CNMC (Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia), que impuso multas por supuestas conductas irregulares en la contratación de clientes. Las sociedades del Grupo han recurrido estas sanciones y, a cierre de 2024, se mantienen provisiones para cubrir el riesgo de sanción.

#### 4. Riesgos Operacionales y Estratégicos

- **Riesgo por Averías o Mal Funcionamiento:** El riesgo de fallos en las instalaciones de generación puede afectar la producción y los resultados. Por ejemplo, los parques eólicos en España han enfrentado problemas de indisponibilidad técnica derivados de averías y desgaste.
- **Riesgo de Sistemas de Información y Ciberseguridad:** La dependencia de la infraestructura tecnológica expone a la compañía a riesgos que podrían afectar el desempeño económico y operativo. El Grupo cuenta con una Política de Seguridad de la Información y un Comité de Ciberseguridad para mitigar estos riesgos.
- **Riesgo de Greenwashing:** Posible riesgo de que la exposición mediática del CEO y accionista mayoritario del Grupo genere un riesgo de *greenwashing* sobre el impacto real del negocio.
- **Riesgo por Operaciones con Partes Vinculadas:** La existencia de operaciones con partes vinculadas (principalmente con el Grupo Excelsior Times, accionista mayoritario) representa un riesgo de gobernanza, aunque la compañía afirma que todas estas transacciones se realizan a precios de mercado.
- **Riesgo de Concentración en la Propiedad:** La alta concentración accionarial en Eléctrica Nuriel, S.L.U. (más del **63%**) representa un riesgo de gobernanza, aunque también proporciona un fuerte "skin in the game" por parte de la dirección.

## Valoración

### 1. Valoración y Múltiplos Financieros Clave (Cifras a 31 de diciembre de 2024 / LTM)

La valoración de Audax Renovables se ha centrado en la **rentabilidad productiva** (EBITDA y EBIT) y en la **solidez de su balance**, especialmente en la reducción del apalancamiento.

A continuación, se presentan los principales múltiplos de valoración y datos clave, extrayendo las cifras más recientes disponibles (principalmente a cierre de 2024 y, para algunos múltiplos, datos de mercado a octubre de 2025):

Múltiplo / Indicador	Valor (2024)	Valor (1S 2025 LTM)	Comentario
<b>Capitalización Bursátil</b>	702,8 M€	694,6 M€ (Jun 2025)	Valor de mercado a cierre de 2024 y 1S 2025.
<b>EBITDA</b>	115,4 M€	108,9 M€ (Oct 2025 LTM)	Ha crecido un <b>20,0%</b> en 2024 respecto a 2023.
<b>DFN / EBITDA (sin IFRS 16)</b>	1,9x	<b>2,7x</b> (Jun 2025 LTM)	Muestra una <b>reducción significativa</b> desde 2023 (2.5x).
<b>PER (Price to Earnings Ratio)</b>	N/D	13,18x (Oct 2025)	Se considera un PER <b>muy atractivo</b> por analistas externos.
<b>P/Ventas (Price/Sales)</b>	N/D	0,3x (Oct 2025)	Múltiplo bajo según información de mercado.
<b>Precio/Valor Contable</b>	N/D	2,8x (Oct 2025)	Cifra superior al promedio de competidores (1.9x) y del sector (1.3x).
<b>VE / EBITDA (Enterprise Value / EBITDA)</b>	N/D	9,03x (Oct 2025)	Múltiplo utilizado por inversores para la valoración.

**Posición de la Compañía:** La compañía reporta que su **DFN/EBITDA (sin IFRS 16)** se redujo a **1.9x** a finales de 2024, una mejora significativa en comparación con el 2.5x de 2023. Esta métrica muestra la capacidad de la empresa para asumir la deuda y consolidar la rentabilidad.

## **2. Crecimiento de Ventas (Ingresos Operativos)**

El crecimiento de las ventas ha sido volátil debido a la fluctuación de los precios de las materias primas en el mercado energético:

Indicador	2023 (M€)	2024 (M€)	Variación Anual (%)
<b>Ingresos Operativos</b>	2.293,2	1.987,8	<b>-13,3%</b>

**Análisis de la Consistencia:** Los **ingresos de las operaciones disminuyeron un 13.3%** en 2024 con respecto a 2023, debido principalmente a la **caída del coste de las commodities** en los mercados mayoristas. Sin embargo, la compañía sostiene que el descenso de ingresos ha sido menor que el descenso del coste de las **commodities**.

La estrategia de la compañía ha sido enfocarse en la **rentabilidad sobre el volumen de ingresos**:

- El **Margen Bruto se mantuvo estable** en niveles similares al período anterior (-0.3%), alcanzando 235,7 millones de euros en 2024.
- El Grupo logró un **aumento en la energía suministrada** del 12.3% en 2024.

- El EBITDA aumentó un 20,0% en 2024 (115,4 M€), confirmando el impacto positivo de las decisiones estratégicas de garantizar márgenes.

Esto sugiere que, aunque el crecimiento nominal de las ventas es inconsistente debido a factores exógenos (precio de *commodities*), la estrategia interna se ha enfocado en un **crecimiento rentable y sostenible de los márgenes y del volumen físico suministrado**.

### **3. Margen EBIT (Resultado de Explotación)**

El EBIT muestra un crecimiento sólido, reflejando el aumento del EBITDA y la contención de los gastos (OPEX):

Indicador	2023 (M€)	2024 (M€)	Variación Anual (%)
EBIT	75,1	93,6	+24,6%

El EBIT (Resultado de Explotación) aumentó un **24,6% en 2024**, al situarse en 93,581 miles de euros, frente a 75,127 miles de euros en 2023. Este indicador refleja la rentabilidad de las operaciones después de contabilizar la amortización.

### **4. Tax Rate (Tasa Impositiva)**

La tasa impositiva corporativa se puede inferir a partir del Resultado antes de Impuestos (RAI) y el Gasto por Impuesto sobre las Ganancias.

Indicador	2023 (M€)	2024 (M€)
RAI (Resultado Antes de Impuestos)	45,024	88,950
Gasto por Impuesto sobre las Ganancias	(13,644)	(25,697)
Tasa Impositiva Efectiva (Aprox.)	30,3%	28,9%

- En 2024, el Gasto por Impuesto sobre las Ganancias aumentó en 12 millones de euros debido al **aumento del beneficio antes de impuestos**, lo que refleja una mayor rentabilidad.
- El impuesto teórico se calcula en base a una tasa del **25%** en España, pero la tasa efectiva consolidada varía (cercana al 29% en 2024) debido a la diversidad de filiales extranjeras y otros ajustes fiscales.
- Las diferencias entre la tasa teórica y la efectiva se deben a diferencias impositivas de filiales extranjeras, gastos no deducibles, desinversiones y la compensación de bases negativas.

### **5. Asignación de Capital y Retorno**

#### **Asignación de Capital (Inversión o CAPEX)**

La estrategia de asignación de capital de Audax se centra en el **crecimiento sostenible y la reducción de la deuda**. Las inversiones (CAPEX) se dirigen principalmente a activos de generación renovable:

- **Inversión en Generación:** El Grupo ha invertido un CAPEX acumulado en activos de generación de **259 millones de euros** desde 2020 hasta finales de 2024. Solo en 2024, la inversión en proyectos de generación renovable ascendió a **49.5 millones de euros**.
- **Adquisiciones y Desarrollo:** El Grupo mantiene una cartera de proyectos de generación que alcanzó **955 MW** en 2024. Esto incluye 84 MWp en fase de construcción y 604 MWp en estado avanzado de tramitación.
- **Reducción de Deuda:** La reducción de la Deuda Financiera Neta (DFN) es un foco constante de la empresa. La DFN se redujo en **6.6%** en 2024 (a 245,0 M€) y el apalancamiento (DFN/PN) disminuyó de 60.2% a **52.2%**.

### **Retorno de Capital y Rentabilidad**

El retorno se evidencia principalmente en el **aumento de la rentabilidad y la mejora de los resultados netos**:

- **Resultado Neto Consolidado:** Aumentó un **102%** en 2024, alcanzando **63.3 millones de euros** frente a 31.4 millones de euros en 2023. El resultado atribuible a la dominante creció un 109%.
- **Retribución al Accionista:** El Consejo de Administración aprobó una política de retribución al accionista de **15 millones de euros al año** (en forma de dividendo o prima de emisión) para los ejercicios 2024, 2025 y 2026.
- **Rentabilidad sobre el Capital (ROE):** Una métrica externa indica un **Rendimiento de Capital (ROE) del 21,8%** a octubre de 2025.

### **6. Valoración Exhaustiva y Precio Objetivo**

#### **Perspectiva de la Dirección**

La dirección de Audax no proporciona una valoración explícita o un precio objetivo a 5 años en los documentos de informe, pero sí describe sus objetivos estratégicos de largo plazo que sustentan su valor:

1. Convertirse en referente en la generación de energía 100% renovable.
2. Reforzar su liderazgo en el segmento PYME.
3. Lograr un crecimiento sostenible y rentable con foco en la rentabilidad y la reducción de la deuda.

La gestión de la valoración del valor en uso (Value in Use) de sus Unidades Generadoras de Efectivo (UGE) se basa en proyecciones que cubren un período **mínimo de cinco años**. Las proyecciones de flujos de efectivo más allá de este período de cinco años se extrapolan utilizando tasas de crecimiento razonables que **en ningún caso superan las tasas de crecimiento del sector**.

## **Perspectiva de Analistas**

La información externa disponible muestra una **opinión de "Compra fuerte"** por parte de los analistas.

- **Precio Objetivo a 12 meses:** El precio objetivo promedio de los analistas es de **2,3500 €/acción**, lo que representa un potencial alcista del **+76,43%** sobre el precio actual de mercado (1,3320 €/acción, Octubre 2025).

En resumen, la empresa muestra una tendencia positiva en el EBITDA, una reducción de la deuda neta y un fuerte enfoque en la inversión en activos renovables para asegurar el crecimiento futuro. Los analistas externos ven un potencial de revalorización significativo a corto plazo.