

**Audax Renovables (ADX)** es un Grupo energético independiente cuya actividad principal es la comercialización de energía eléctrica y gas, focalizada en el segmento PYME (c. 50% de los TWh comercializados) y presencia internacional. Cuenta con una capacidad instalada de 91MW de energía eólica y una cartera de proyectos fotovoltaicos de 477MW, de los que 320MW entrarán en funcionamiento de forma progresiva hasta 2022.

**David López Sánchez** – david.lopez@lighthouse-ieaf.com  
+34 915 904 226

## Bajamos estimaciones (2020e), pero, sobre el papel, se afianzan los fundamentales

**EL ENTORNO COVID-19 HACE INEVITABLE UNA REVISIÓN A LA BAJA DE NUESTRAS ESTIMACIONES 2020e...** Estimamos una fuerte caída de ingresos (EUR 839Mn; -19,6% vs 2019; -26,4% vs est. previa) y EBITDA Rec. (-21,5% vs est. previa) explicada por la violenta reducción de la actividad económica en el 2T20 que, inevitablemente, impactó de lleno sobre el negocio de comercialización (-21,5% en 1S20).

**...AUNQUE ADX PRESENTA RAZONES OBJETIVAS PARA CRECER.** Aunque la visibilidad a dos años es aún reducida, las principales razones para crecer (superado el contexto actual) serán: (i) la posición competitiva de la compañía (con crecimiento orgánico del número de clientes en 1S20; +21,2% vs 1S19), (ii) el desarrollo de nuevos mercados (y el crecimiento no orgánico derivado de las adquisiciones en 2020), (iii) la inercia de la recuperación del ciclo y (iv) el desarrollo de 320MW fotovoltaicos entre 2021e y 2022e (un driver ajeno al ciclo). Lo que implica crecimiento.

**QUE JUSTIFICAN ESPERAR CRECIMIENTOS EN ADX POR ENCIMA DE LA MACRO.** Y de su propio sector. Ingresos y EBITDA estimados: +8,8% y +11,2% TACC (2019-2022e), respectivamente (EV/EBITDA 2022e c. 11x vs 10x de su sector).

**MANTENIENDO UN NIVEL DE ENDEUDAMIENTO CONTROLADO (DN/EBITDA c. 3x).** La desinversión de 94,6MW de generación eólica en 2019 permitió a ADX reducir su DN de forma significativa (DN 2019 -40% vs 2018). Lo que a nuestro juicio resulta especialmente interesante en un contexto como el actual, permitiendo mantener un endeudamiento controlado durante todo el período estimado (incluso en 2022e donde el CAPEX para el desarrollo de las nuevas plantas será más exigente).

**EN CONCLUSIÓN: PESE A LA REVISIÓN DE NÚMEROS, LOS FUNDAMENTALES SE REFUERZAN.** La estrategia de ADX se ha centrado en la mejora del margen de su negocio mediante el incremento de la energía adquirida por medio de fuentes renovables. "Hoy", pese al contexto, la mejora de márgenes es un hecho (Mg. EBITDA 2020e 6,5% vs 4,5% en 2018). Y la estrategia de rotación de activos le permite afrontar este entorno en mejores condiciones de balance (DN/EBITDA 2020e 2,9x). Lo que explica que el cambio de modelo de negocio sea, en sí mismo, su equity story. El gran reto seguirá siendo la sostenibilidad del margen en el tiempo (creciendo en volumen sin pagar un peaje excesivo en términos de margen).

### Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	920,2	1.087,1
EV (Mn EUR y USD) <sup>(1)</sup>	1.070,7	1.264,9
Número de Acciones (Mn)	440,3	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	2,72 / 1,91 / 1,36	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	2,64	
Rotación <sup>(2)</sup>	73,1	
Thomson Reuters / Bloomberg	ADX.R.MC / ADX SM	
Cierre año fiscal	31-Dic	

### Estructura Accionarial (%)

José Elías Navarro	84,6
Free Float	15,4

### Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2019	2020e	2021e	2022e
Nº Acc. ajustado (Mn)	440,3	440,3	440,3	440,3
Total Ingresos	1.043,8	839,0	1.212,5	1.343,6
EBITDA Rec. <sup>(3)</sup>	68,3	54,8	70,5	93,8
% Var.	52,4	-19,7	28,5	33,2
% EBITDA Rec./Ing.	6,5	6,5	5,8	7,0
% Var EBITDA sector <sup>(4)</sup>	8,0	5,6	5,1	4,1
Beneficio neto	25,4	12,1	29,7	42,4
BPA (EUR)	0,06	0,03	0,07	0,10
% Var.	202,5	-52,5	145,8	42,7
BPA ord. (EUR)	0,05	0,04	0,07	0,10
% Var.	n.a.	-22,0	83,8	42,7
Free Cash Flow Rec. <sup>(5)</sup>	29,3	41,7	-26,2	-100,0
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	169,2	161,0	187,2	287,2
DN / EBITDA Rec.(x)	2,5	2,9	2,7	3,1
ROE (%)	22,3	9,4	19,9	22,9
ROCE (%) <sup>(5)</sup>	10,9	8,8	13,8	14,3

### Ratios y Múltiplos (x)<sup>(6)</sup>

PER	36,2	76,1	31,0	21,7
PER Ordinario	44,4	56,9	31,0	21,7
P/BV	7,5	6,9	5,6	4,5
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	1,03	1,28	0,88	0,80
EV/EBITDA Rec.	15,7	19,5	15,2	11,4
EV/EBIT	25,4	35,0	21,1	15,5
FCF Yield (%) <sup>(5)</sup>	3,2	4,5	n.a.	n.a.

### Comportamiento relativo -5y (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	20,9	21,4	35,9	-2,3	364,4	409,8
vs Ibex 35	20,8	27,8	81,3	34,2	586,6	651,4
vs Ibex Small Cap Index	19,5	11,7	32,8	-1,0	288,3	255,9
vs Eurostoxx 50	21,6	21,3	47,1	10,9	407,7	401,9
vs Índice del sector <sup>(4)</sup>	14,7	16,5	22,5	-7,8	244,7	246,3

(1) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

(2) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.

(3) Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 1,7Mn mayor por la aplicación de NIIF 16..

(4) Sector: Eurostoxx 600 Utilities.

(5) Ver Anexo 2 para Tasa fiscal teórica (ROCE) y cálculo del FCF recurrente.

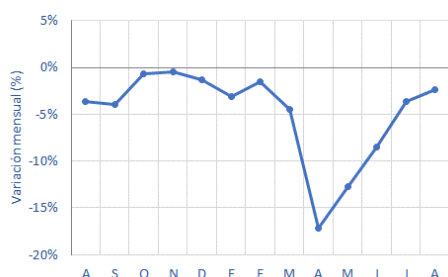
(6) Múltiplos y ratios calculados con cotización a fecha de este informe.

(\*) Salvo que se indique expresamente, todos los datos de este informe tienen como fuente: La Compañía, Thomson Reuters y Lighthouse.

**Revisión de estimaciones: a la baja**

**2020e: Un año “malo” (y sabido). Pero hay razones objetivas para crecer**

**Gráfico 1. Variación mensual (-1y) de la demanda de energía eléctrica en España**



Fuente: REE

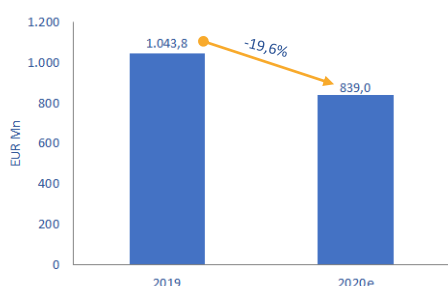
Los resultados 1S20 presentados por la compañía en septiembre reflejaron la lógica de un entorno “macro” muy complicado (Ingresos y EBITDA Rec. 1S20: -23,2% y -16,9%, respectivamente), resultado del fortísimo parón de la actividad económica del 2T20 que afectó esencialmente al negocio de comercialización (Ingresos comercialización 2T20: -26,5% vs 1T19). Aunque pese a la debilidad del entorno, los resultados confirman que los dos grandes retos a los que se enfrenta la compañía son factibles: (i) mejorar los márgenes (+0,5p.p. a nivel EBITDA; Mg. EBITDA Rec. 1S20 del 6,8%) y (ii) reducir los niveles de deuda (manteniendo un nivel de DN de c. EUR 169Mn; similar al visto en 2019 y -40% vs 2018).

Ante este contexto de contracción económica global, en la que la velocidad de recuperación es aún hoy (octubre 2020) una incertidumbre, cabe plantearse: (i) ¿Cómo impactará a ADX en 2020e la crisis desatada por la pandemia del Covid-19? Y (ii) ¿Qué se puede esperar a partir de 2020e en un contexto (teórico) de normalización de la actividad económica?

**Un 2020e marcado por el Covid-19: Ingresos y EBITDA -26,4% y -21,5% (vs estimación previa)**

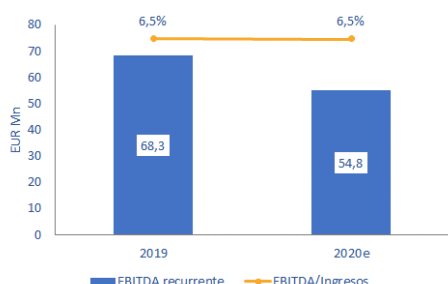
El shock desatado por el Covid-19 impacta de lleno sobre los resultados 2T de ADX. Y el escenario económico esbozado post-confinamiento tras la pandemia del Covid-19 invita a la prudencia: Banco de España ha reducido su estimación más optimista para la contracción del PIB nacional al -10,5% a/a en 2020e, (y -12,6% en su escenario más desfavorable). Lo que nos lleva a una revisión de nuestras estimaciones 2020e (que no sorprenderá a nadie):

**Gráfico 2. Ingresos (2019-2020e)**



- **Caída de ingresos (-19,6% vs 2019)...** esencialmente como consecuencia del fuerte impacto del Covid-19 sobre el negocio de comercialización (con una contribución del mercado ibérico de c. 70% de sus ingresos), donde estimamos una fuerte contracción tanto del volumen de energía comercializada (-9,4%), como en precios (-10%). Pese al entorno, el número de puntos de suministro supera los 384mil en 1S20 (+14% vs 2019), lo que debiera permitir a ADX crecer (superado el Covid-19).
- **... que se trasladará al EBITDA Rec. (-19,7% vs 2019).** Estimamos un EBITDA 2020e de EUR 54,8Mn (Mg. EBITDA 6,5%), resultado de: (i) la caída de ingresos provocada por el “efecto” Covid-19 y (ii) la desinversión de los activos de generación realizada en 2019 (94,6MW; c. 50% de la capacidad instalada en el 1T19). Pese a ello, la implantación de mejoras en la gestión de aprovisionamientos, su posición “corta” en el mercado (con más energía vendida que generada) y la recogida de los primeros frutos del aprovisionamiento mediante de PPA, permitirán impulsar los márgenes del negocio de comercialización (y mantener un Mg. EBITDA 2020e de c. 6,5%; Gráfico 3).

**Gráfico 3. EBITDA (2019-2020e)**



- **Manteniendo un endeudamiento controlado (DN/EBITDA 2020e c. 2,9x).** La desinversión de los 94,6MW de generación eólica en 2019 permitió a ADX reducir su deuda financiera en c. EUR 77Mn. Lo que a nuestro juicio resulta especialmente interesante en un entorno como el actual (que pondrá en jaque a los participantes más débiles de la industria).

Nota: El EBITDA Rec. 2020e excluye el impacto de las provisiones registradas para afrontar la crisis del Covid-19 (EUR 4,8Mn).

**Tabla 1. Revisión de estimaciones**

EUR Mn	2020e (Nuevo)	Revisión (%)	2021e (Nuevo)	Revisión (%)	2022e (Nuevo)
<b>Total Ingresos</b>	<b>839,0</b>	<b>-26,4%</b>	<b>1.212,5</b>	<b>3,1%</b>	<b>1.343,6</b>
<b>EBITDA (Recurrente)</b>	<b>54,8</b>	<b>-21,5%</b>	<b>70,5</b>	<b>-5,1%</b>	<b>93,8</b>
<i>Cto. EBITDA Rec.</i>	<i>-19,7%</i>	<i>-37 p.p.</i>	<i>28,5%</i>	<i>22 p.p.</i>	<i>33,2%</i>
<i>EBITDA Rec. / Ventas</i>	<i>6,5%</i>	<i>0,4 p.p.</i>	<i>5,8%</i>	<i>-0,5 p.p.</i>	<i>7,0%</i>
<b>Beneficio Neto</b>	<b>12,1</b>	<b>-47,7%</b>	<b>29,7</b>	<b>11,0%</b>	<b>42,4</b>
<b>Free Cash Flow (Rec.)</b>	<b>41,7</b>	<b>23,2%</b>	<b>-26,2</b>	<b>-165,5%</b>	<b>-100,0</b>
<b>DN / EBITDA</b>	<b>2,9 x</b>	<b>0,2 x</b>	<b>2,7 x</b>	<b>0,6 x</b>	<b>3,1 x</b>

## ¿Cuál será la evolución futura del negocio? ADX presenta razones objetivas para crecer (superado el Covid-19)

Los principales drivers que permitirán empujar el negocio durante 2021e y 2022e son tres:

- **El desarrollo de nuevos mercados (y el crecimiento no orgánico).** La estrategia de crecimiento de ADX pasa por replicar el modelo de negocio desarrollado en España y Portugal en el negocio internacional. La vocación de expansión internacional de ADX es clara. La compañía cuenta con presencia en 8 países, todos ellos dentro de Europa (salvo Panamá, donde participa en la construcción de un parque eólico).

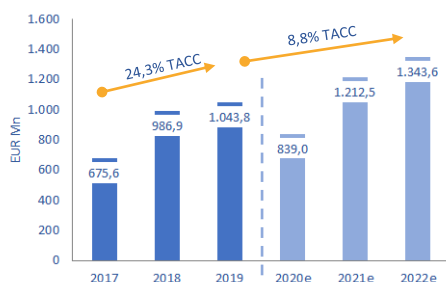
En septiembre 2020, ADX cierra la compra de la comercializadora de electricidad de E.ON en Hungría; operación que, a nuestro juicio, será el principal driver de crecimiento del negocio durante los próximos años: según la información publicada por ADX, la operación debería permitir aumentar de forma significativa tanto su cartera de clientes (c. 20%) como el volumen de energía suministrada (c. 5 TWh/año vs un volumen estimado para 2020e de c. 9TWh; lo que da una idea del volumen que podría llegar a aportar). Aunque ADX no ha comunicado el precio final de la adquisición, ha indicado que éste no representa un importe material en relación con los activos y la liquidez de la compañía.

- **La inercia de la recuperación del ciclo a partir de 2021e.** Según datos de REE, la demanda de electricidad en el sistema peninsular muestra (ya) una importante recuperación en términos de consumo (-2,4% en agosto vs -17,2% de abril). Lo que debiera permitir una recuperación "matemática" del volumen de energía suministrada por el negocio de comercialización.

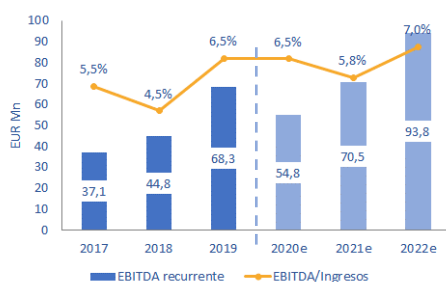
- **La puesta en marcha de 320MW fotovoltaicos en 2022e (un driver de crecimiento ajeno al ciclo).** ADX cuenta con una estrategia de desarrollo, construcción y rotación de activos. En la actualidad cuenta con una potencia instalada de 91MW de energía eólica en España (49%), Polonia (38%) y Francia (13%). Y una cartera de proyectos renovables (fotovoltaica) de 477MW, de los que un 67% está en España (320MW) y un 33% en Portugal.

Nuestras estimaciones contemplan un desarrollo progresivo de los 320MW de energía fotovoltaica hasta alcanzar una capacidad instalada a cierre de 2022 de 411MW. La capacidad instalada actual es de 91MW, lo que da una idea de la capacidad de crecimiento del negocio de generación durante los próximos años. Con un coste estimado de c. de EUR 0,7Mn/MW instalado, estimamos un CAPEX total de c. EUR 220Mn (de los que c. 70% se financiarán con deuda Project Finance). Adicionalmente, ADX cuenta con 157MW en Portugal (no incluidos en nuestras estimaciones dado que consideramos que su desarrollo se realizará post-2022).

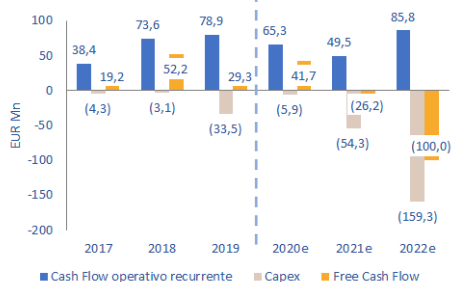
**Gráfico 4. Ingresos (2017-2022e)**



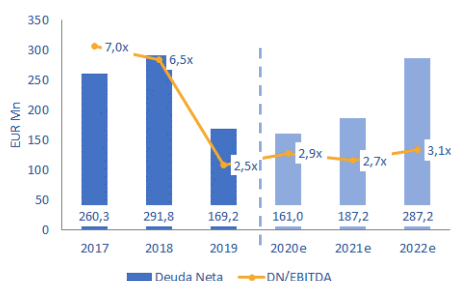
**Gráfico 5. EBITDA Rec. y Mg. EBITDA Rec. (2017-2022)**



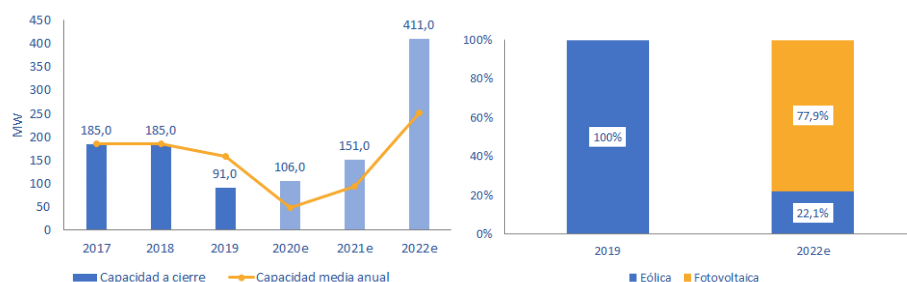
**Gráfico 6. FCF Rec. vs CAPEX (2019-2022e)**



**Gráfico 8. Deuda Neta vs DN/EBITDA (2017-2022e)**



**Gráfico 7. Potencia instalada (MW) y mix por tipo de tecnología**



El escenario que planteamos debiera permitir a ADX alcanzar:

- **Un crecimiento de un dígito alto en ingresos (+8,8% TACC 2019-2022e)...** Estimamos que la incorporación de la filial húngara de E.ON permitirá impulsar el volumen de energía suministrada hasta c. 14,4TWh en 2022e, lo que debería permitir a ADX alcanzar unos ingresos de (al menos) EUR 1.343Mn (8,8% TACC 2019-2022e).

- **...con una rentabilidad razonable (EBITDA Recurrente > EUR 90Mn; Mg. EBITDA c. 7%).** El fuerte crecimiento en volumen del negocio de comercialización (explicado por el crecimiento inorgánico) debería reducir, inevitablemente, los márgenes de la compañía. No obstante, estimamos que la entrada de la nueva capacidad instalada del negocio de generación (capacidad media de c. 300MW en 2022e; 411MW para el cierre del año) debiera permitir a ADX alcanzar un Mg. EBITDA de c. 7% en 2022e (vs 5,8% en 2021e y 6,5% en 2020e y 2019).
- **Y un endeudamiento controlado,** permitiendo mantener la DN < EUR 290Mn en todo momento (incluso en el año 2022e donde el esfuerzo inversor para el desarrollo del negocio de generación será más exigente; DN/EBITDA 2022e c. 3x).

### En conclusión: ADX ha implantado un cambio de modelo de negocio que es, en sí mismo, su equity story

Desde la adquisición de los activos de Fersa Renovables en 2016, la estrategia de ADX se ha centrado en la expansión del margen de su negocio de comercialización mediante el incremento de la energía adquirida por medio de fuentes de energía renovable (con el precio más bajo del mix energético). Para ello, ADX ha contado con una estrategia doble: (i) la firma de contratos PPA, “externalizando” la construcción (y el Capex) de los activos de generación a un tercero, y (ii) el desarrollo (y posterior rotación) de sus activos de generación para nutrirse de su propia energía. Todo ello acompañado de una estrategia de crecimiento en volumen empujada por el M&A (sólo en 2020 adquiere la filial húngara de EON y la comercializadora portuguesa PH Simples).

A nuestro juicio, el cambio de modelo de negocio es, en sí mismo, el equity story de ADX. Y el que da soporte a nuestros números. Lo que justifica esperar crecimientos en ADX por encima de la macro (y de su propio sector). La mejora de márgenes es un hecho (Mg. EBITDA 2020e c. 6,5% vs 4,5% en 2018), aunque ahora el gran reto será su sostenibilidad en el tiempo (en una industria altamente competitiva y márgenes bajo presión).

**Tabla 2. Resultado operativo (EBITDA): Principales magnitudes consolidadas**

EUR Mn	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	TACC 19-22e
<b>Total ingresos</b>	675,6	986,9	1.043,8	839,0	1.212,5	1.343,6	8,8%
Coste de ventas	(594,2)	(883,2)	(917,2)	(729,3)	(1.080,0)	(1.185,0)	8,9%
<b>Margen Bruto</b>	<b>81,4</b>	<b>103,7</b>	<b>126,6</b>	<b>109,7</b>	<b>132,6</b>	<b>158,5</b>	<b>7,8%</b>
Margen Bruto (s/Ingresos)	12,0%	10,5%	12,1%	13,1%	10,9%	11,8%	
Costes de explotación	(44,3)	(58,9)	(58,3)	(54,9)	(62,1)	(64,7)	3,5%
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>37,1</b>	<b>44,8</b>	<b>68,3</b>	<b>54,8</b>	<b>70,5</b>	<b>93,8</b>	<b>11,2%</b>
EBITDA rec. / Ingresos	5,5%	4,5%	6,5%	6,5%	5,8%	7,0%	
<b>Principales hipótesis (Generación)</b>							
Capacidad media instalada (MW)	185,0	185,0	158,2	94,8	139,8	297,3	
Capacidad instalada a cierre del periodo (MW)	185,0	185,0	91,0	106,0	151,0	411,0	
Producción (GWh)	456,5	386,1	365,0	194,5	271,0	538,7	
<b>Principales hipótesis (Comercialización)</b>							
Energía suministrada (TWh)	7,9	10,1	9,9	9,0	13,1	14,4	
Volumen de aprovisionamientos PPA (TWh)				1,1	1,5	1,5	
Ahorro PPA vs precio forward				20%	20%	20%	

## Anexo 1. Proyecciones financieras<sup>(1)</sup>

Balance (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	TACC	
Inmovilizado inmaterial		37,0	81,8	111,5	106,3	106,3	106,3	106,3		
Inmovilizado material		174,6	167,9	166,6	75,3	62,8	98,4	234,1		
Otros activos no corrientes		13,3	8,0	12,5	14,3	14,3	14,3	14,3		
Inmovilizado financiero		22,1	30,3	99,0	76,3	76,2	78,2	80,2		
Fondo de comercio y otros intangibles		4,1	98,5	138,6	137,9	137,9	137,9	137,9		
Activo circulante		89,8	140,5	161,6	177,1	147,6	201,3	220,2		
<b>Total activo</b>		<b>340,8</b>	<b>527,0</b>	<b>689,8</b>	<b>587,2</b>	<b>545,1</b>	<b>636,4</b>	<b>793,0</b>		
Patrimonio neto		63,3	57,9	106,3	122,2	134,3	164,0	206,5		
Minoritarios		0,0	13,1	33,3	33,5	5,4	7,0	9,2		
Provisiones y otros pasivos a LP		17,4	79,1	92,1	59,3	59,3	59,3	59,3		
Otros pasivos no corrientes		-	-	-	9,6	9,6	9,6	9,6		
Deuda financiera neta		195,6	260,3	291,8	169,2	161,0	187,2	287,2		
Pasivo circulante		64,5	116,5	166,4	193,5	175,6	209,4	221,3		
<b>Total pasivo</b>		<b>340,8</b>	<b>527,0</b>	<b>689,8</b>	<b>587,2</b>	<b>545,1</b>	<b>636,4</b>	<b>793,0</b>		
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	17-19	19-22e
<b>Total Ingresos</b>		-	675,6	986,9	1.043,8	839,0	1.212,5	1.343,6	24,3%	8,8%
<i>Cto. Total Ingresos</i>			<i>n.a.</i>	46,1%	5,8%	-19,6%	44,5%	10,8%		
Coste de ventas			(594,2)	(883,2)	(917,2)	(729,3)	(1.080,0)	(1.185,0)		
<b>Margen Bruto</b>			<b>81,4</b>	<b>103,7</b>	<b>126,6</b>	<b>109,7</b>	<b>132,6</b>	<b>158,5</b>	24,7%	7,8%
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>			12,0%	10,5%	12,1%	13,1%	10,9%	11,8%		
Gastos de personal			(14,3)	(19,4)	(21,0)	(20,6)	(21,8)	(22,3)		
Otros costes de explotación			(29,9)	(39,5)	(37,3)	(34,3)	(40,3)	(42,4)		
<b>EBITDA recurrente</b>			<b>37,1</b>	<b>44,8</b>	<b>68,3</b>	<b>54,8</b>	<b>70,5</b>	<b>93,8</b>	35,6%	11,2%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>			<i>n.a.</i>	20,7%	52,4%	-19,7%	28,5%	33,2%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>			5,5%	4,5%	6,5%	6,5%	5,8%	7,0%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.			-	-	-	(4,8)	-	-		
<b>EBITDA</b>			<b>37,1</b>	<b>44,8</b>	<b>68,3</b>	<b>50,0</b>	<b>70,5</b>	<b>93,8</b>	35,6%	11,2%
Depreciación y provisiones			(18,5)	(25,1)	(25,1)	(18,4)	(18,7)	(23,6)		
Gastos capitalizados			-	-	-	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)			-	-	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)		
<b>EBIT</b>			<b>18,6</b>	<b>19,7</b>	<b>42,1</b>	<b>30,6</b>	<b>50,7</b>	<b>69,2</b>	50,4%	18,0%
<i>Cto. EBIT</i>			<i>n.a.</i>	6,1%	113,1%	-27,4%	65,9%	36,5%		
<i>EBIT / Ingresos</i>			2,8%	2,0%	4,0%	3,6%	4,2%	5,1%		
Impacto fondo de comercio y otros			(0,1)	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto			(12,6)	(17,1)	(13,9)	(15,5)	(15,9)	(18,7)		
Resultados por puesta en equivalencia			(0,1)	(0,0)	(0,1)	(0,1)	2,0	2,0		
<b>Beneficio ordinario</b>			<b>5,8</b>	<b>2,6</b>	<b>28,1</b>	<b>15,0</b>	<b>36,8</b>	<b>52,5</b>	<i>n.a.</i>	23,2%
<i>Cto. Beneficio ordinario</i>			<i>n.a.</i>	-55,0%	979,7%	-46,7%	145,8%	42,7%		
Extraordinarios			(0,1)	8,6	5,0	-	-	-		
<b>Beneficio antes de impuestos</b>			<b>5,7</b>	<b>11,2</b>	<b>33,1</b>	<b>15,0</b>	<b>36,8</b>	<b>52,5</b>	<i>n.a.</i>	16,7%
Impuestos			0,5	(1,8)	(1,7)	(2,2)	(5,5)	(7,9)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>			<i>n.a.</i>	15,9%	5,1%	15,0%	15,0%	15,0%		
Minoritarios			2,0	(1,0)	(5,9)	(0,6)	(1,6)	(2,2)		
Actividades discontinuadas			-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio neto</b>			<b>8,2</b>	<b>8,4</b>	<b>25,4</b>	<b>12,1</b>	<b>29,7</b>	<b>42,4</b>	76,2%	18,6%
<i>Cto. Beneficio neto</i>			<i>n.a.</i>	2,6%	202,5%	-52,5%	145,8%	42,7%		
<b>Beneficio ordinario neto</b>			<b>7,8</b>	<b>1,2</b>	<b>20,7</b>	<b>16,2</b>	<b>29,7</b>	<b>42,4</b>	63,5%	27,0%
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>			<i>n.a.</i>	-84,6%	<i>n.a.</i>	-22,0%	83,8%	42,7%		
Cash Flow (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	17-19	19-22e
<b>EBITDA recurrente</b>						54,8	70,5	93,8	35,6%	11,2%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(1,1)	(1,1)	(1,1)		
Var. capital circulante						11,6	(19,9)	(7,0)		
<b>Cash Flow operativo recurrente</b>						<b>65,3</b>	<b>49,5</b>	<b>85,8</b>	43,4%	2,8%
CAPEX						(5,9)	(54,3)	(159,3)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(15,5)	(15,9)	(18,7)		
Impuestos						(2,2)	(5,5)	(7,9)		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>						<b>41,7</b>	<b>(26,2)</b>	<b>(100,0)</b>	23,5%	-75,6%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						(28,7)	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						(4,8)	-	-		
<b>Free Cash Flow</b>						<b>8,2</b>	<b>(26,2)</b>	<b>(100,0)</b>	98,6%	-49,2%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
<b>Variación de Deuda financiera neta</b>						<b>(8,2)</b>	<b>26,2</b>	<b>100,0</b>		

Nota 1: Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 1,7Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.

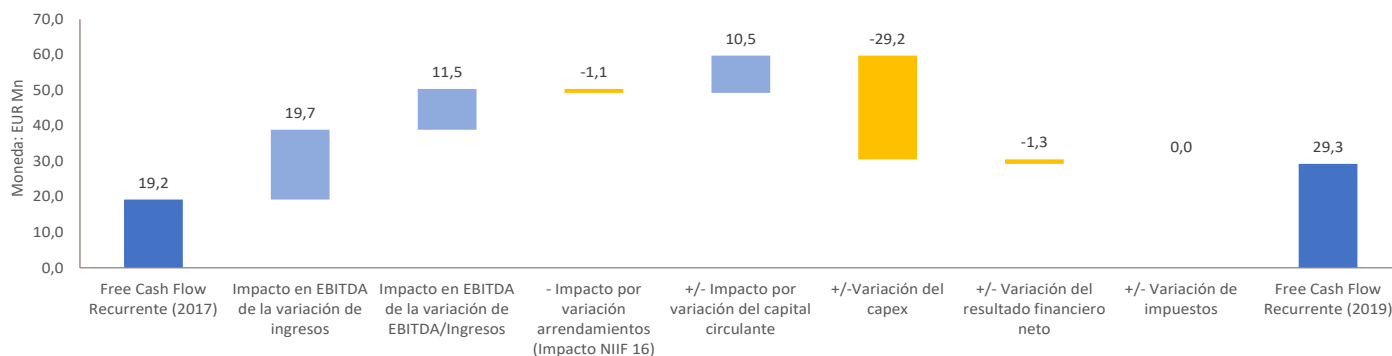


## Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow<sup>(1)</sup>

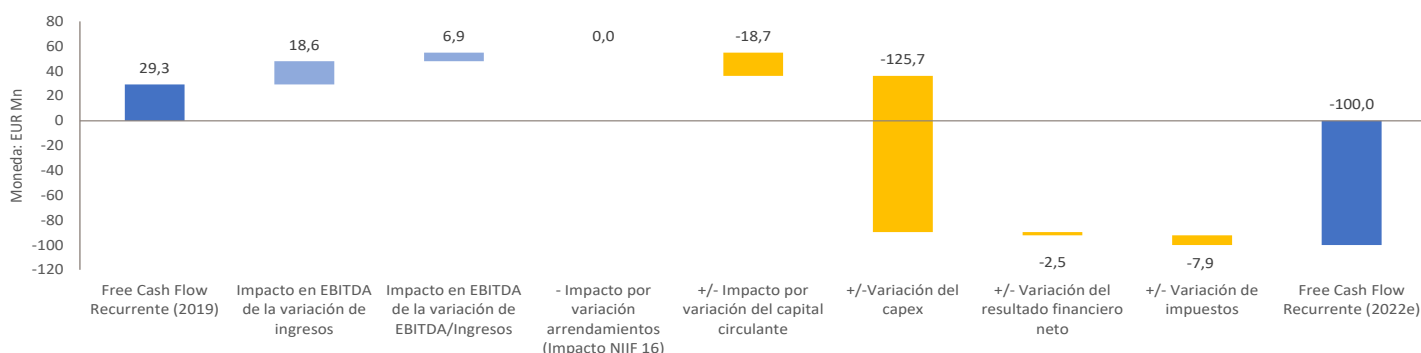
A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	TACC	
								17-19	19-22e
<b>EBITDA recurrente</b>		<b>37,1</b>	<b>44,8</b>	<b>68,3</b>	<b>54,8</b>	<b>70,5</b>	<b>93,8</b>	<b>35,6%</b>	<b>11,2%</b>
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>		<i>n.a.</i>	<i>20,7%</i>	<i>52,4%</i>	<i>-19,7%</i>	<i>28,5%</i>	<i>33,2%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>		<i>5,5%</i>	<i>4,5%</i>	<i>6,5%</i>	<i>6,5%</i>	<i>5,8%</i>	<i>7,0%</i>		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)		-	-	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)		
+/- Var. Capital circulante		1,3	28,7	11,7	11,6	(19,9)	(7,0)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>		<b>38,4</b>	<b>73,6</b>	<b>78,9</b>	<b>65,3</b>	<b>49,5</b>	<b>85,8</b>	<b>43,4%</b>	<b>2,8%</b>
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>		<i>251,8%</i>	<i>91,6%</i>	<i>7,3%</i>	<i>-17,2%</i>	<i>-24,3%</i>	<i>73,4%</i>		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>		<i>5,7%</i>	<i>7,5%</i>	<i>7,6%</i>	<i>7,8%</i>	<i>4,1%</i>	<i>6,4%</i>		
- CAPEX		(4,3)	(3,1)	(33,5)	(5,9)	(54,3)	(159,3)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow		(14,9)	(17,2)	(16,1)	(15,5)	(15,9)	(18,7)		
- Impuestos		-	(1,1)	-	(2,2)	(5,5)	(7,9)		
<b>= Free Cash Flow recurrente</b>		<b>19,2</b>	<b>52,2</b>	<b>29,3</b>	<b>41,7</b>	<b>(26,2)</b>	<b>(100,0)</b>	<b>23,5%</b>	<b>-75,6%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>		<i>176,0%</i>	<i>171,6%</i>	<i>-43,9%</i>	<i>42,4%</i>	<i>-162,8%</i>	<i>-281,7%</i>		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>		<i>2,8%</i>	<i>5,3%</i>	<i>2,8%</i>	<i>5,0%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		
- Gastos de reestructuración y otros		-	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones		-	0,4	40,7	(28,7)	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow		-	(31,3)	5,8	(4,8)	-	-		
<b>= Free Cash Flow</b>		<b>19,2</b>	<b>21,3</b>	<b>75,8</b>	<b>8,2</b>	<b>(26,2)</b>	<b>(100,0)</b>	<b>98,6%</b>	<b>-49,2%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow</i>		<i>176,0%</i>	<i>11,1%</i>	<i>255,0%</i>	<i>-89,2%</i>	<i>-419,5%</i>	<i>-281,7%</i>		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>		<i>2,1%</i>	<i>5,7%</i>	<i>3,2%</i>	<i>4,5%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>		<i>2,1%</i>	<i>2,3%</i>	<i>8,2%</i>	<i>0,9%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		
<b>B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>		
<b>Free Cash Flow recurrente (Año -1)</b>			<b>19,2</b>	<b>52,2</b>	<b>29,3</b>	<b>41,7</b>	<b>(26,2)</b>		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos			17,1	2,6	(13,4)	24,4	7,6		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos			(9,4)	20,9	(0,1)	(8,8)	15,8		
<b>= Variación EBITDA recurrente</b>			<b>7,7</b>	<b>23,5</b>	<b>(13,5)</b>	<b>15,6</b>	<b>23,4</b>		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)			-	(1,1)	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante			27,5	(17,0)	(0,2)	(31,5)	12,9		
<b>= Variación del Cash Flow operativo recurrente</b>			<b>35,2</b>	<b>5,4</b>	<b>(13,6)</b>	<b>(15,9)</b>	<b>36,3</b>		
+/- Variación del CAPEX			1,2	(30,4)	27,6	(48,4)	(105,0)		
+/- Variación del resultado financiero neto			(2,3)	1,0	0,6	(0,4)	(2,8)		
+/- Variación de impuestos			(1,1)	1,1	(2,2)	(3,3)	(2,4)		
<b>= Variación del Free Cash Flow recurrente</b>			<b>33,0</b>	<b>(22,9)</b>	<b>12,4</b>	<b>(67,9)</b>	<b>(73,8)</b>		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>			<b>52,2</b>	<b>29,3</b>	<b>41,7</b>	<b>(26,2)</b>	<b>(100,0)</b>		
<b>C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	TACC	
<b>EBIT</b>		<b>18,6</b>	<b>19,7</b>	<b>42,1</b>	<b>30,6</b>	<b>50,7</b>	<b>69,2</b>	<b>50,4%</b>	<b>18,0%</b>
* <i>Tasa fiscal teórica</i>		<i>0,0%</i>	<i>15,9%</i>	<i>5,1%</i>	<i>15,0%</i>	<i>15,0%</i>	<i>15,0%</i>		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)		-	(3,1)	(2,2)	(4,6)	(7,6)	(10,4)		
<b>EBITDA recurrente</b>		<b>37,1</b>	<b>44,8</b>	<b>68,3</b>	<b>54,8</b>	<b>70,5</b>	<b>93,8</b>	<b>35,6%</b>	<b>11,2%</b>
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)		-	-	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)		
+/- Var. Capital circulante		1,3	28,7	11,7	11,6	(19,9)	(7,0)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>		<b>38,4</b>	<b>73,6</b>	<b>78,9</b>	<b>65,3</b>	<b>49,5</b>	<b>85,8</b>	<b>43,4%</b>	<b>2,8%</b>
- CAPEX		(4,3)	(3,1)	(33,5)	(5,9)	(54,3)	(159,3)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)		-	(3,1)	(2,2)	(4,6)	(7,6)	(10,4)		
<b>= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente</b>		<b>34,1</b>	<b>67,3</b>	<b>43,3</b>	<b>54,9</b>	<b>(12,4)</b>	<b>(83,9)</b>	<b>12,7%</b>	<b>-57,9%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>		<i>234,7%</i>	<i>97,5%</i>	<i>-35,7%</i>	<i>26,8%</i>	<i>-122,6%</i>	<i>-576,4%</i>		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>		<i>5,0%</i>	<i>6,8%</i>	<i>4,1%</i>	<i>6,5%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		
- Adquisiciones / + Desinversiones		-	0,4	40,7	(28,7)	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow		-	(31,3)	5,8	(4,8)	-	-		
<b>= Free Cash Flow "To the Firm"</b>		<b>34,1</b>	<b>36,4</b>	<b>89,8</b>	<b>21,4</b>	<b>(12,4)</b>	<b>(83,9)</b>	<b>62,3%</b>	<b>-43,2%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>		<i>234,7%</i>	<i>7,0%</i>	<i>146,3%</i>	<i>-76,2%</i>	<i>-158,1%</i>	<i>-576,4%</i>		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>		<i>3,2%</i>	<i>6,3%</i>	<i>4,0%</i>	<i>5,1%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>		<i>3,2%</i>	<i>3,4%</i>	<i>8,4%</i>	<i>2,0%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		

Nota 1: Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 1,7Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.

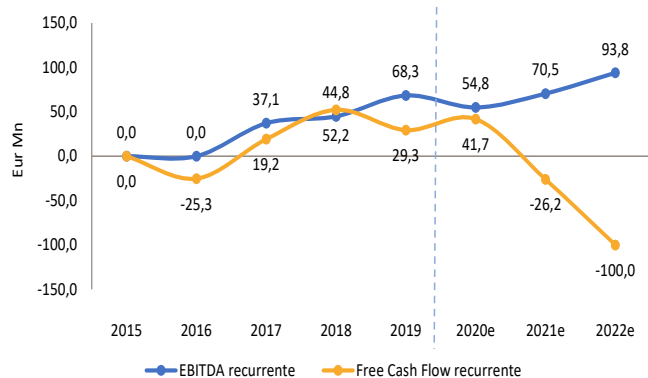
### Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2017 - 2019)



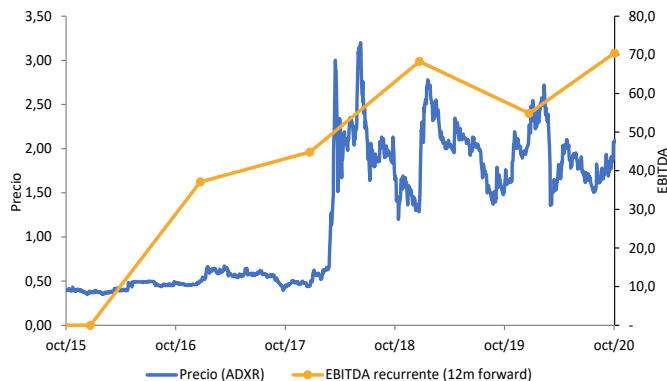
### Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2019 - 2022e)



### Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



### Comportamiento del precio de la acción vs EBITDA (12m forward)



## Anexo 3. Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	920,2	
+ Minoritarios	4,8	Rdos. 6m 2020
+ Provisiones y otros pasivos a LP	100,5	Rdos. 6m 2020
+ Deuda financiera neta	168,9	Rdos. 6m 2020
- Inmovilizado financiero	123,7	Rdos. 6m 2020
+/- Otros	-	Rdos. 6m 2020
<b>Enterprise Value (EV)</b>	<b>1.070,7</b>	

## Anexo 4. Comportamiento histórico (1)(2)

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	TACC	
															09-19	19-22e
Total Ingresos	22,2	30,8	43,4	44,6	37,9	25,6	28,5	30,2	675,6	986,9	1.043,8	839,0	1.212,5	1.343,6	47,0%	8,8%
Cto. Total ingresos	9,2%	39,0%	40,9%	2,8%	-15,2%	-32,3%	11,1%	5,9%	n.a.	46,1%	5,8%	-19,6%	44,5%	10,8%		
EBITDA	12,0	19,6	29,9	31,9	25,8	18,9	17,7	17,0	37,1	44,8	68,3	50,0	70,5	93,8	19,0%	11,2%
Cto. EBITDA	-8,7%	63,9%	52,5%	6,6%	-19,0%	-26,8%	-6,2%	-3,8%	117,9%	20,7%	52,4%	-26,7%	40,8%	33,2%		
EBITDA/Ingresos	54,0%	63,7%	68,9%	71,4%	68,2%	73,7%	62,2%	56,5%	5,5%	4,5%	6,5%	6,0%	5,8%	7,0%		
Beneficio neto	1,1	(49,7)	(109,9)	(78,4)	1,3	1,4	(13,0)	(31,7)	8,2	8,4	25,4	12,1	29,7	42,4	37,0%	18,6%
Cto. Beneficio neto	-59,3%	n.a.	-121,4%	28,7%	101,6%	11,6%	n.a.	-144,3%	125,9%	2,6%	202,5%	-52,5%	145,8%	42,7%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	138,2	138,1	138,3	138,4	138,4	140,0	140,0	140,0	140,0	440,3	440,3	440,3	440,3	440,3		
BPA (EUR)	0,01	-0,36	-0,79	-0,57	0,01	0,01	-0,09	-0,23	0,06	0,02	0,06	0,03	0,07	0,10	22,0%	18,6%
Cto. BPA	-61,7%	n.a.	n.a.	28,7%	n.a.	10,3%	n.a.	n.a.	n.a.	-67,4%	n.a.	-52,5%	n.a.	42,7%		
BPA ord. (EUR)	0,01	-0,35	-0,74	-0,50	0,01	0,00	-0,08	-0,23	0,06	0,00	0,05	0,04	0,07	0,10	18,3%	27,0%
Cto. BPA ord.	-50,4%	n.a.	n.a.	32,7%	n.a.	-77,8%	n.a.	n.a.	n.a.	-95,1%	n.a.	-22,0%	83,8%	42,7%		
CAPEX	(24,3)	(103,1)	(24,6)	(16,4)	(5,3)	(15,6)	(34,9)	(0,8)	(4,3)	(3,1)	(33,5)	(5,9)	(54,3)	(159,3)		
CAPEX/Vtas %	109,7%	334,7%	56,6%	36,7%	14,0%	61,0%	122,7%	2,8%	0,6%	0,3%	3,2%	0,7%	4,5%	11,9%		
Free Cash Flow	(12,2)	(86,6)	(10,8)	8,2	5,6	(6,8)	(29,9)	8,1	19,2	21,3	75,8	8,2	(26,2)	(100,0)	23,4%	-49,2%
DN/EBITDA (x) <sup>(2)</sup>	11,3x	11,3x	7,2x	5,7x	6,0x	8,0x	7,2x	6,9x	7,0x	6,5x	2,5x	3,2x	2,7x	3,1x		
PER (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	42,3x	32,4x	n.a.	n.a.	7,5x	67,3x	37,0x	76,1x	31,0x	21,7x		
EV/Vtas (x)	n.a.	13,36x	7,61x	5,22x	5,63x	7,81x	6,34x	6,22x	0,45x	0,87x	1,08x	1,28x	0,88x	0,80x		
EV/EBITDA (x) <sup>(2)</sup>	38,5x	21,0x	11,1x	7,3x	8,3x	10,6x	10,2x	11,0x	8,2x	19,1x	16,5x	21,4x	15,2x	11,4x		
Comport. Absoluto	0,2%	-45,6%	-41,1%	-52,1%	14,7%	-15,4%	12,1%	35,1%	-12,0%	192,0%	66,5%	-2,3%				
Comport. Relativo vs Ibex 35	-22,8%	-34,1%	-32,2%	-49,8%	-5,5%	-18,4%	20,8%	37,9%	-18,1%	243,5%	48,9%	34,2%				

Nota 1: Los múltiplos son históricos, calculados en base al precio y EV de final de cada ejercicio, salvo (en su caso) en el año en curso, en que se darían múltiplos a precios actuales. El comportamiento absoluto y relativo corresponde a cada ejercicio (1/1 a 31/12). La fuente, tanto de múltiplos históricos como de evolución de la cotización, es Thomson Reuters.

Nota 2: Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 1,7Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.

Nota 3: Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

## Anexo 5. Principales competidores 2020e

Datos Mercado	EUR Mn	Utilities					Average	Energía Renovable			
		Iberdrola	Endesa	Naturgy	EDP	Holaluz		Solaria	Solarpack	Scatec Solar	ADXR.MC
Ticker (Reuters)		IBE.MC	ELE.MC	NTGY.MC	EDP.LS	HLZZ.MC		SLRS.MC	SPK.MC	SSOL.OL	ADXR.MC
País		Spain	Spain	Spain	Portugal	Spain		Spain	Spain	Norway	Spain
Market cap		70.360,8	25.168,9	17.333,5	17.870,2	160,7		2.411,3	557,5	2.923,4	920,2
Enterprise value (EV)		117.402,2	31.177,4	35.066,3	38.017,7	140,7		2.694,4	910,9	3.904,1	1.070,7
Total Ingresos		37.364,8	19.807,2	19.567,2	14.560,9	314,5		61,1	162,6	287,4	839,0
Cto.Total Ingresos		2,5%	-1,7%	-15,1%	1,6%	50,6%	-3,2%	77,0%	96,2%	56,2%	-19,6%
2y TACC (2020e - 2022e)		4,9%	0,8%	5,9%	1,9%	38,9%	3,4%	72,0%	-0,1%	21,6%	26,5%
EBITDA		10.600,0	3.928,4	3.948,2	3.596,7	6,5		49,2	66,3	228,1	50,0
Cto. EBITDA		8,9%	5,8%	-13,9%	9,5%	146,2%	2,6%	58,3%	134,6%	55,1%	-26,7%
2y TACC (2020e - 2022e)		6,1%	1,8%	5,6%	3,2%	n.a.	4,2%	69,9%	18,0%	23,4%	36,9%
EBITDA/Ingresos		28,4%	19,8%	20,2%	24,7%	2,1%	23,3%	80,5%	40,8%	79,4%	6,0%
EBIT		6.242,9	2.379,2	2.200,2	2.097,3	3,0		32,1	45,0	156,3	30,6
Cto. EBIT		6,4%	10,1%	-26,1%	15,1%	n.a.	1,4%	90,7%	188,4%	64,5%	-27,4%
2y TACC (2020e - 2022e)		6,8%	0,9%	10,2%	4,7%	n.a.	5,6%	84,3%	20,0%	22,3%	50,5%
EBIT/Ingresos		16,7%	12,0%	11,2%	14,4%	1,0%	13,6%	52,5%	27,7%	54,4%	3,6%
Beneficio Neto		3.541,9	1.724,4	963,2	801,2	1,0		18,6	17,8	40,5	12,1
Cto. Beneficio Neto		-8,7%	858,0%	-46,4%	-17,2%	n.a.	196,4%	-22,3%	48,7%	157,4%	-52,5%
2y TACC (2020e - 2022e)		6,9%	0,4%	17,8%	9,5%	n.a.	8,7%	74,6%	22,8%	9,0%	87,3%
CAPEX/Ventas		-21,4%	-8,6%	-7,6%	-15,2%	-1,9%	-13,2%	-434,3%	-52,1%	-106,4%	-0,7%
Free Cash Flow		(72,3)	955,5	1.599,5	1.525,8	n.a.		(200,7)	44,2	(166,0)	8,2
Deuda financiera Neta		39.914,3	7.347,7	15.826,7	12.854,5	7,0		464,5	339,0	1.106,0	161,0
DN/EBITDA (x)		3,8	1,9	4,0	3,6	1,1	3,3	9,4	5,1	4,8	2,9
Pay-out		77,4%	98,9%	141,9%	87,2%	0,0%	101,3%	0,0%	0,0%	27,5%	0,0%
P/E (x)		20,0	14,7	18,2	21,1	n.a.	18,5	n.a.	31,3	75,1	76,1
P/BV (x)		1,7	3,2	1,8	1,8	4,8	2,1	11,4	2,9	6,9	6,9
EV/Ingresos (x)		3,1	1,6	1,8	2,6	0,4	2,3	n.a.	5,6	13,6	1,3
EV/EBITDA (x)		11,1	7,9	8,9	10,6	21,6	9,6	n.a.	13,7	17,1	19,5
EV/EBIT (x)		18,8	13,1	15,9	18,1	46,9	16,5	n.a.	20,2	25,0	35,0
ROE		9,0	22,1	9,2	8,6	7,6	12,2	8,7	9,9	8,8	9,4
FCF Yield (%)		n.a.	3,8	9,2	8,5	n.a.	7,2	n.a.	7,9	n.a.	4,5
DPA		0,41	1,60	1,40	0,19	0,00	0,90	0,00	0,00	0,09	0,00
Dvd Yield		3,7%	6,7%	7,8%	4,2%	0,0%	5,6%	0,0%	0,0%	0,4%	0,0%

Nota 1: Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Thomson Reuters). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).

Nota 2: Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).



## Anexo 6. Inputs de valoración

### Inputs de valoración por DCF

	2020e	2021e	2022e	Perpetuo <sup>(1)</sup>			
Free Cash Flow "To the Firm"	21,4	(12,4)	(83,9)	1.092,0			
Market Cap	920,2	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	168,9	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 6m 2020)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	4,4%	Coste de la deuda neta			4,2%	4,7%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
<b>Coste de la deuda neta</b>	<b>3,5%</b>	<b>Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)</b>			<b>3,3%</b>	<b>3,7%</b>	
Risk free rate (rf)	0,1%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	9,0%	R (estimación propia)			8,5%	9,5%	
Beta (B)	1,0	B (Thomson Reuters y Lighthouse)			0,9	1,1	
<b>Coste del Equity</b>	<b>9,5%</b>	<b>Ke = Rf + (R * B)</b>			<b>8,1%</b>	<b>10,9%</b>	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	84,5%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	15,5%	D			=	=	
<b>WACC</b>	<b>8,5%</b>	<b>WACC = Kd * D + Ke * E</b>			<b>7,4%</b>	<b>9,8%</b>	
<b>G "Razonable"</b>	<b>1,5%</b>				<b>2,0%</b>	<b>1,5%</b>	

(1) Perpetuo calculado sobre Free Cash Flow "to the Firm" recurrente del último año estimado, empleando la tasa fiscal efectiva normalizada (T) indicada en el cuadro superior.

(2) ADX controla un 30% de un parque eólico de 66MW en Panamá (consolidado por puesta en equivalencia). El fin de obra se espera para 2021e.

### Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker Reuters	Mkt. Cap	PER 20e	BPA 20e-22e	EV/EBITDA 20e	EBITDA 20e-22e	EV/Vtas. 20e	Ingresos 20e-22e	EBITDA/Vtas. 20e	FCF Yield 20e	FCF 20e-22e
Iberdrola	IBE.MC	70.360,8	20,0	6,1%	11,1	6,1%	3,1	4,9%	28,4%	n.a.	n.a.
Endesa	ELE.MC	25.168,9	14,7	0,4%	7,9	1,8%	1,6	0,8%	19,8%	3,8%	-29,7%
Naturgy	NTGY.MC	17.333,5	18,2	18,9%	8,9	5,6%	1,8	5,9%	20,2%	9,2%	5,9%
EDP	EDP.LS	17.870,2	21,1	8,9%	10,6	3,2%	2,6	1,9%	24,7%	8,5%	-32,4%
Holaluz	HLZZ.MC	160,7	n.a.	n.a.	21,6	n.a.	0,4	38,9%	2,1%	n.a.	n.a.
<b>Utilities</b>			<b>18,5</b>	<b>8,6%</b>	<b>12,0</b>	<b>4,2%</b>	<b>1,9</b>	<b>10,5%</b>	<b>19,0%</b>	<b>7,2%</b>	<b>-18,7%</b>
Solaria	SLRS.MC	2.411,3	n.a.	81,4%	n.a.	69,9%	n.a.	72,0%	80,5%	n.a.	-1,8%
Solarpack	SPK.MC	557,5	31,3	22,6%	13,7	18,0%	5,6	-0,1%	40,8%	7,9%	n.a.
Scatec Solar	SSOL.OL	2.923,4	75,1	14,2%	17,1	23,4%	13,6	21,6%	79,4%	n.a.	16,9%
<b>Energía Renovable</b>			<b>53,2</b>	<b>39,4%</b>	<b>15,4</b>	<b>37,1%</b>	<b>9,6</b>	<b>31,1%</b>	<b>66,9%</b>	<b>7,9%</b>	<b>7,6%</b>
<b>ADX.R.MC</b>	<b>ADX.R.MC</b>	<b>920,2</b>	<b>76,1</b>	<b>87,3%</b>	<b>19,5</b>	<b>36,9%</b>	<b>1,3</b>	<b>26,5%</b>	<b>6,0%</b>	<b>4,5%</b>	<b>n.a.</b>

### Análisis de sensibilidad (2021e)

#### A) Análisis de sensibilidad del EBITDA Rec. y múltiplos a variaciones en los márgenes

Escenario	EBITDA/Ingresos 21e	EBITDA 21e	EV/EBITDA 21e
Max	6,4%	77,7	13,8x
Central	5,8%	70,5	15,2x
Min	5,2%	63,2	16,9x

#### B) Análisis de sensibilidad del FCF Rec. y FCF Rec. - Yield frente a variaciones en el EBITDA y CAPEX/Vtas

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 21e		
EBITDA 21e	4,1%	4,5%	4,9%
77,7	(14,1)	(18,9)	(23,8)
70,5	(21,4)	(26,2)	(31,1)
63,2	(28,6)	(33,5)	(38,3)

## INFORMACIÓN LEGAL IMPORTANTE SOBRE ESTE INFORME

### LIGHTHOUSE

Lighthouse es un proyecto de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Lighthouse es un proyecto de análisis plenamente financiado por Bolsas y Mercados Españoles S.A. Lighthouse persigue mejorar la cobertura de análisis de los "valores huérfanos" del mercado español: aquellos que carecen de una cobertura real y continuada de análisis. Los informes de Lighthouse no incluirán ni valoración ni precio objetivo. Lighthouse no persigue asesorar en materia de inversión a ninguna persona física o jurídica. Por este motivo, Lighthouse no dará ninguna recomendación personalizada de inversión de ninguno de los valores que analice.

IEAF Servicios de Análisis S.L.U. es una sociedad de nacionalidad española, cuyo objeto social es

1º) La prestación de servicios de información y análisis financiero de los valores emitidos por todo tipo de personas jurídicas que cotizan en los mercados secundarios oficiales, y específicamente de aquellos valores que no son objeto recurrente de información y análisis por los analistas financieros que intervienen en los mercados.

2º) La prestación de los servicios de publicidad y actualización de los referidos informes y análisis financieros, así como la monitorización y seguimiento de los valores objeto de información y análisis.

3º) La realización de estudios y proyectos dirigidos a proponer e implantar medidas tendentes a mejorar la información y análisis financieros de los valores que cotizan en los mercados secundarios oficiales.

IEAF Servicios de Análisis S.L.U. es una sociedad cuyo socio único es el Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF), asociación profesional sin ánimo de lucro.

### DISCLAIMER

El Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) certifica que todo Analista de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. cuyo nombre figure como Autor de este informe, expresa opiniones que reflejan su opinión personal e independiente sobre la compañía analizada. Sin que estas impliquen, ni directa ni indirectamente una recomendación personalizada de la compañía analizada a efectos de constituir un asesoramiento en materia de inversión. El informe se basa en la elaboración de proyecciones financieras detalladas a partir de información pública y siguiendo la metodología de análisis fundamental tradicional (no tratándose, por tanto de un informe de análisis técnico ni cuantitativo). Para la metodología de análisis empleada en la redacción de este informe, por favor, contacte directamente con el analista, cuyos datos de contacto figuran en la portada de este informe.

El informe incluye información básica de los principales parámetros a utilizar por un inversor a la hora de realizar por sí mismo una valoración (sea por descuento de flujos o por múltiplos). Dichos parámetros son la opinión o estimación personal del analista. La persona que reciba este informe deberá aplicar su propio juicio a la hora de utilizar dichos parámetros. Y deberá considerarlos un elemento más en su proceso de decisión en materia de inversión. Esos parámetros no constituyen una recomendación personalizada de inversión.

### Normas de confidencialidad y conflictos de interés

Ninguna de las siguientes normas (12) de confidencialidad y conflictos de interés son de aplicación a este informe:

1. El presente informe es un análisis no independiente al estar realizado por encargo de la compañía analizada (emisor).
2. En los últimos 12 meses, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., han tenido mandatos de Finanzas Corporativas o bien han gestionado o cogestionado una oferta pública de los valores del emisor, o bien recibido de dicho emisor una remuneración por los servicios de Finanzas Corporativas, que excluyen los servicios de corredor por unos honorarios anticipados.
3. El Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., espera recibir o pretende obtener en los próximos 6 meses una remuneración por los servicios de Finanzas Corporativas prestados a esta empresa, que excluyen los servicios de corredor por unos honorarios anticipados.
4. El Analista de Inversiones o un miembro del Departamento de Análisis o que viva en su casa tiene una posición larga en las acciones o los derivados del emisor correspondiente.
5. El Analista de Inversiones o un miembro del Departamento de Análisis o que viva en su casa tiene una posición corta en las acciones o los derivados del emisor correspondiente.
6. A la fecha de producción, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U. tenían una posición larga superior al 0,5% del Capital del emisor.
7. A la fecha de producción, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U. tenían una posición corta superior al 0,5% del Capital del emisor.
8. Al fin del mes inmediatamente anterior a la publicación de este informe, o del mes previo si el informe se publica en los diez días siguientes al final del mes, la compañía analizada (el emisor) o cualquiera de sus filiales, poseían el 5% o más de cualquier clase de valores de renta variable del Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U.
9. Un alto directivo o ejecutivo del Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., o bien un miembro de sus departamentos es directivo, ejecutivo, asesor o miembro del Consejo de Administración del emisor y/o una de sus subsidiarias.
10. El Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., actúa en calidad de corredor del Emisor por los honorarios anticipados correspondientes.
11. El contenido de este informe ha sido revisado por el emisor con anterioridad a su publicación.
12. El emisor ha realizado cambios en el contenido del informe antes de su distribución.

Los Analistas de Inversiones que han elaborado el presente Análisis de Inversiones son empleados de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Dichos analistas han recibido (o recibirán) una remuneración en función de los beneficios generales de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Para obtener una copia del Código de Conducta de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. (para la Gestión de Conflictos de Interés en el departamento de Análisis), contacte por correo electrónico con [secretaria@ieaf.es](mailto:secretaria@ieaf.es) o consulte el contenido de este Código en [www.ieaf.es](http://www.ieaf.es).

IEAF Servicios de Análisis está remunerado por Bolsas y Mercados Españoles, S.A. para la redacción de este informe. Este informe debe considerarse solo un elemento más en la toma de decisiones de inversión.

### Un informe emitido por IEAF Servicios de Análisis S.L.U.

Todos los derechos reservados. Queda prohibido su uso o distribución no autorizados. Este documento ha sido elaborado y distribuido, según lo establecido en la MiFID II, por IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Su actividad empresarial está regulada por la CNMV. La información y las opiniones expresadas en este documento no constituyen ni pretenden constituir una oferta o la solicitud de una oferta para la compra o la venta de los valores referidos (es decir, los valores mencionados en el presente y los warrants, opciones, derechos o intereses relacionados con estos). La información y las opiniones contenidas en este documento están basadas en informaciones de carácter público y en fuentes consideradas fiables por IEAF Servicios de Análisis S.L.U., pero no se ofrece ninguna garantía en cuanto a su precisión o integridad. Todos los comentarios y las estimaciones facilitadas reflejan únicamente la opinión de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. y no ofrecen ninguna garantía implícita o explícita. Todas las opiniones expresadas están sujetas a cambio sin previo aviso. En el presente documento no se tienen en cuenta los objetivos de inversión concretos, el estado financiero, la actitud frente al riesgo ni otras cuestiones específicas de la persona que reciba este documento, de modo que ésta deberá aplicar su juicio al respecto. Ni el Instituto Español de Analistas Financieros ni su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., asumen responsabilidad alguna por las pérdidas directas o indirectas derivadas del uso de los análisis publicados, salvo en caso de conducta negligente por parte de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. La

información contenida en este informe se aprueba para su distribución a clientes profesionales, contrapartes elegibles y asesores profesionales, no a clientes particulares o minoristas. Se prohíbe su reproducción, distribución o publicación para cualquier fin sin la autorización por escrito de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. El Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) y/o su filial IEAF Servicios de Análisis S.L.U., sus empleados y directivos, pueden tener una posición (larga o corta) en una inversión sabiendo que ese emisor será objeto de análisis y que ese análisis se distribuirá a inversores institucionales. Cualquier información adicional sobre el contenido de este informe se remitirá previa solicitud. IEAF Servicios de Análisis tiene como objetivo la publicación de (al menos) un informe o nota trimestral de actualización de la compañía analizada.

**Estados Unidos.** IEAF Servicios de Análisis S.L.U. no está inscrito en Estados Unidos y, por lo tanto, no está sujeto a la normativa de dicho país sobre la elaboración de análisis y la independencia de los analistas. Este informe se distribuirá únicamente a los principales inversores institucionales de EE.UU., con arreglo a la exención de inscripción estipulada por la Normativa 15a-6 de la Ley del Mercados de Valores de Estados Unidos de 1934, en su versión enmendada (la "Exchange Act") y en las interpretaciones de ésta realizadas por la Comisión de Valores de EE.UU. ("SEC").

**Principales inversores institucionales de EE.UU.** Este informe se distribuirá a los "Principales inversores institucionales de EE.UU." según la definición de la Normativa 15a-6 de la Comisión del Mercado de Valores de Estados Unidos y de la Ley del Mercado de Valores de EE.UU. de 1934.

#### Histórico de notas e informes

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
13-Oct-2020	n.a.	2,09	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones	David López Sánchez
24-Sep-2020	n.a.	1,73	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2020	David López Sánchez
14-May-2020	n.a.	1,95	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2020	David López Sánchez
28-Feb-2020	n.a.	2,44	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2019	David López Sánchez
14-Nov-2019	n.a.	2,13	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2019	David López Sánchez
24-Sep-2019	n.a.	1,70	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	David López Sánchez

