

## Ence 3T22: generando caja pese a las adversidades para retribuir al accionista y aprovechar oportunidades.

Jueves, 27 de octubre de 2022

**Pablo Fernández de Mosteyrín – Equity Research Analyst**

*Ence ha presentado unos resultados correspondientes al 3T22 en línea con nuestras estimaciones, tanto en ventas como en EBITDA, continuando con la mejora operativa vista en el 1S22, reflejo de la fortaleza de los precios de la celulosa y de la energía y el favorable impacto del tipo de cambio, factores que mitigan parcialmente la parada de la planta de Pontevedra y la inflación en el coste de las materias primas.*

*Ence estima que la biofábrica de Pontevedra podrá iniciar el proceso de arranque en torno a la segunda semana de noviembre, una vez obtenidos los permisos necesarios y completados los trabajos de mantenimiento y reparación de la infraestructura de captación de agua, que ha sufrido una avería con un coste estimado de 0,5 mln eur. Esperamos que el proceso de arranque de la planta sea gradual y que alcance un ritmo de producción normalizado durante la segunda semana de diciembre, de forma que el impacto estimado inicialmente ligeramente por encima de los 40 mln eur (30,6 mln eur en 3T22) podría estar más bien por encima de los 60 mln eur, incluyendo el coste de adicional por utilizar la solución desarrollada por la Compañía en situaciones de sequía, que le permitirá regenerar el agua de su efluente y de la estación depuradora de aguas residuales colindante con la biofábrica (la EDAR de Placeres) para minimizar el consumo de agua del río en su proceso de producción de celulosa cuando baje su caudal.*

*En el negocio de celulosa, la producción cayó un 35% i.a. 3T22/3T21 y -16% i.a. 9M22/9M21 por el parón en Pontevedra (-80% i.a. 3T22/3T21 y -335 i.a. 9M22/9M21) mientras en Navía se mantuvo prácticamente constante. Pese a ello, la fortaleza de los precios de la celulosa y del tipo de cambio compensaron la caída de volúmenes, y los ingresos se mantienen constantes en el trimestre (+27% i.a. 9M22/9M21). El incremento del 50% i.a. 3T22/3T21 y +34% i.a. 9M22/9M21 en el cash cost debido al encarecimiento generalizado de las materias primas y el transporte, sumado al impacto de la suspensión de la actividad de Pontevedra (+55 eur/t), llevan a un crecimiento del EBITDA 36% i.a. 3T22/3T21 y 56% i.a. 9M22/9M21.*

*En el negocio renovable, el volumen de energía vendida en el 3T22 aumentó un 6% i.a. 3T22/3T21 y 19% i.a. 9M22/9M21 gracias a la baja base comparativa frente al 3T21, cuando la planta de Huelva 50 MW estuvo averiada, y pese al peor desempeño operativo en casi todas las plantas. El precio medio de venta se duplicó frente a 3T21, +56% i.a. 9M22/9M21, lo que lleva a un crecimiento en ingresos de 85% i.a. 3T22/3T21, +65% i.a. 9M22/9M21, y continuó impulsando el EBITDA hasta los 18 mln eur 3T22, 96 mln eur 9M22, frente al resultado negativo en 3T21.*

*A nivel consolidado el crecimiento de las ventas alcanza el 8% i.a. 3T22/3T21, 34% i.a. 9M22/9M21, con un EBITDA que más que duplica, +120% i.a. 3T22/3T21, +142% i.a. 9M22/9M21 y un resultado neto de 22 mln eur 3T22, 67 mln eur 9M22.*

*Con estas cifras, Ence logra una fuerte generación de caja libre que alcanza los 116 mln eur 3T22, 245 mln eur 9M22, lo que permite a la Compañía repartir un tercer dividendo a cuenta de 22 mln eur (0,09 eur/acc.), adicionales a los 13 mln eur y 32 mln eur repartidos en 1T22 y 2T22 respectivamente. Además, la caja neta continúa incrementándose desde los 10,2 mln eur en 1S22 hasta 72 mln eur en 9M22, por lo que la fortaleza del balance le aporta plena flexibilidad para aprovechar las oportunidades de crecimiento que puedan surgir en ambos negocios.*

*Respecto al proceso judicial de la planta de Pontevedra, el Tribunal Supremo notificó su decisión de aplazar la fecha para la votación y fallo del primer recurso para aunar los tres recursos existentes similares. Es previsible que la correspondiente sentencia se publique durante los próximos meses, aunque nuestro escenario base continúa siendo el cierre de la planta a final de 2023.*

La Compañía celebrará conferencia con analistas e inversores mañana viernes 28 a las 9.30, donde prestaremos especial atención a **1)** expectativas sobre el mercado de la celulosa, con los precios en máximos históricos y donde la debilidad de la economía china y la normalización en las cadenas de suministro y los precios de los fletes debería presionar a la baja hacia niveles más normalizados (1.075 usd/t '23 R4e); **2)** novedades sobre la situación de la planta de Pontevedra y condiciones de reapertura (¿reutilización de las aguas residuales de la depuradora de Praceres?); **3)** guía de cash cost por la prolongación de las tensiones inflacionistas, la escasez de madera y los problemas logísticos a nivel global; **4)** expectativas sobre la resolución del proceso judicial que afecta a la planta de Pontevedra y condiciona la evolución estratégica de la Compañía; **5)** actualización del proyecto para “reciclar” la central térmica de As Pontes en una bioplanta para la recuperación, desarrollo y producción de nuevos biomateriales; y **6)** evolución y novedades sobre la implementación de “Navia excelente” y oportunidades de crecimiento en renovables (almacenamiento, subastas, etc.).

Aunque los resultados están en línea con nuestras estimaciones y las del consenso, creemos que la fuerte generación de caja y la solidez del balance colocan a la Compañía en buena posición para afrontar el cambio de ciclo esperado en los precios de la celulosa, y el potencial de crecimiento en energía otorga un plus al atractivo de Ence. Reiteramos recomendación de SOBREPONDERAR, P.O. 4,20 eur/acc.

										Sobreponderar			
(mln de euros)	3T21	3T22	Var 3T22/3T21	Var vs R4e	Var vs Consenso	9M21	9M22	Var 9M22/9M21	Var vs R4e	2021	2022 R4e	2022e Consenso	Var 22/21 R4e
<b>Ventas</b>	<b>216,1</b>	<b>233,4</b>	<b>8%</b>	<b>5%</b>	<b>-2%</b>	<b>588,4</b>	<b>787,1</b>	<b>34%</b>	<b>1%</b>	<b>819,7</b>	<b>1.045,5</b>	<b>1.092,0</b>	<b>28%</b>
Celulosa	184	174	-5%	6%	2%	472	554	17%	2%	668	754	801	13%
Energía	33	61	85%	4%	-11%	119	236	99%	1%	155	292	243	88%
<b>EBITDA</b>	<b>26,8</b>	<b>59,1</b>	<b>120%</b>	<b>16%</b>	<b>23%</b>	<b>85,6</b>	<b>207,5</b>	<b>142%</b>	<b>4%</b>	<b>106,8</b>	<b>253,6</b>	<b>277,0</b>	<b>137%</b>
Margen EBITDA	12%	25%	12,9pp	2,4pp	5,2pp	15%	26%	11,8pp	0,6pp	13%	24%	25%	11,2pp
<b>Beneficio neto</b>	<b>2,4</b>	<b>22,3</b>	<b>828%</b>	<b>30%</b>	<b>49%</b>	<b>-192,3</b>	<b>67,0</b>	<b>n.r.</b>	<b>7%</b>	<b>-190,4</b>	<b>69,3</b>	<b>107,0</b>	<b>n.r.</b>
<b>BPA rec.</b>										-0,77	0,28	0,42	n.r.
<b>Deuda Neta (+)/Caja Neta (-)</b>										101,7	-80,0	-18,0	n.r.
<b>DNE/EBITDA (x)</b>										1,0x	-0,3x	-0,1x	n.r.

## DISCLAIMER

El presente informe no presta asesoramiento financiero personalizado. Ha sido elaborado con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. El inversor que tenga acceso al presente informe debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que éstos no han sido tomados en cuenta para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario.

El contenido del presente documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Grupo Renta 4, con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y está sujeto a cambios sin previo aviso. Este documento está basado en informaciones de carácter público y en fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por Grupo Renta 4 por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Grupo Renta 4 no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento. Ni el presente documento ni su contenido constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni puede servir de base a ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo. Grupo Renta 4 no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor tiene que tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

Recientemente se ha producido una reorganización en el equipo de analistas de Renta 4 Banco. Como consecuencia de ello, una parte de las sociedades emisoras sobre las que se efectúan informes se han asignado a nuevos analistas. Dado que las recomendaciones de los valores publicadas son opiniones de los analistas acerca de las perspectivas de negocio de cada uno de los emisores, la reasignación a otro miembro del equipo puede conllevar criterios diferentes a los publicados con anterioridad sobre este emisor.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes de los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

Cualquier Entidad integrante del Grupo Renta 4 o cualquiera de las IICs o FP gestionados por sus Gestoras, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable. El Grupo Renta 4 tiene implementadas barreras de información y cuenta con un Reglamento Interno de Conducta de obligado cumplimiento para todos sus empleados y consejeros para evitar o gestionar cualquier conflicto de interés que pueda aflorar en el desarrollo de sus actividades.

Grupo Renta 4 puede mantener posiciones o actuar como creador de mercado en los instrumentos financieros de cualquiera de los emisores aquí mencionados o actuar como asegurador, agente de colocación, asesor o prestamista de dichos emisores, liquidando honorarios por estos servicios.

Los empleados de Grupo Renta 4 pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opciones contrarias a las expresadas en el presente documento.

Renta 4 Banco tiene contratos de liquidez con Clínica Baviera, Castellana Properties (asesor registrado), Millenium Hotels (asesor registrado), Gigas (asesor registrado), Making Science (asesor registrado) e Inversa Prime Socimi (asesor registrado). Asimismo, tiene un contrato de servicios bancarios, inversión y/o gestión con Grupo Ezentis, S.A., Atrys Health, Repsol, Making Science, Inversa Prime Socimi y Enerside, y cobertura de Análisis en Azkoyen e Inmobiliaria del Sur, servicios por los que cobra honorarios, a la vez que presta servicios de inversión y colocación a Grupo Ecoener, S.A. y/o accionistas o consejeros, y a Opdenenergy.

Ninguna parte de este documento puede ser: (1) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (2) redistribuida o (3) citada, sin permiso previo por escrito de Grupo Renta 4. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

El sistema retributivo del autor/es del presente informe no está basado en el resultado de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

Grupo Renta 4 es una entidad regulada y supervisada por la CNMV.

Renta 4 Banco. Paseo de la Habana, 74, 28036 Madrid

Departamento de Análisis

Tel: 91 398 48 05 Fax 91 384 85 07. e-mail: [online@renta4.es](mailto:online@renta4.es)

Del total de recomendaciones elaboradas por el Departamento de Análisis de Renta 4 Banco: 74% Sobreponderar, 19% Mantener y 7% Infraponderar.