

## Ence 4T22: pese a los flojos volúmenes, los altos precios de venta permiten un dividendo extraordinario.

Miércoles, 28 de febrero de 2023

Ence ha publicado sus resultados correspondientes al 4T22/2022, cerrando un ejercicio muy favorable con respecto a la evolución de los precios de venta, pero donde la parada de la biofábrica de Pontevedra durante buena parte del 2S22 y la escasez de orujillo han perjudicado los volúmenes.

De este modo, las ventas caen un -6% i.a. en 4T22 y +22% i.a. en el acumulado del año, totalmente en línea con nuestras estimaciones y las del consenso, mientras que a nivel EBITDA el crecimiento es del 89% i.a. en 4T22 y +132% i.a. en 2022, mejorando nuestras estimaciones de margen en el 4T22, y manteniéndose en línea en el acumulado del año. A nivel de beneficio neto, la reversión del deterioro del activo y las provisiones registrados tras la sentencia de la AN por un total de 169 mln eur elevan el resultado de la Compañía hasta 180 mln eur 4T22 y 247 mln eur 2022, totalmente en línea con nuestras estimaciones excluyendo el mencionado efecto de la sentencia.

En el negocio de celulosa, los elevados precios de venta y la mejora del tipo de cambio impulsaron el margen operativo, mitigando la parada de la fábrica de Pontevedra y compensando la inflación en el coste de las materias primas. Así, el EBITDA creció un 50% i.a. en 4T22 y +55% i.a. en 2022.

En cuanto al negocio de energía, igualmente, la mejora del precio medio de venta continuó impulsando el EBITDA que más que se triplica en 4T22 y se multiplica por 6 en el acumulado del año hasta 110 mln eur.

El flujo de caja libre generado ascendió hasta los 250 mln eur, lo que permite a la Compañía cerrar el ejercicio con una caja neta de 30 mln eur y anunciar un dividendo extraordinario a cuenta de los resultados de 2022 por importe de 70 mln eur, equivalente a 0,29 eur/acc., (RPD 8%), pagaderos el próximo 16 de marzo, que se suman a los 67 mln eur distribuidos durante el ejercicio (pay-out 55%).

La compañía celebrará conference call el miércoles 1 de marzo a las 16:00.

Recomendación SOBREPONDERAR, P.O. 5,35 eur/acc.

		Sobreponderar									
(mln de euros)		4T21	4T22	Var 4T22/4T21 R4e	Var vs R4e	Var vs Consenso	2021	2022	Var 22/21 R4e	Var vs R4e	Var vs Consenso
<b>Ventas</b>		<b>231,3</b>	<b>217,6</b>	<b>-6%</b>	<b>0%</b>	<b>2%</b>	<b>819,7</b>	<b>1.003,5</b>	<b>22%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>
Celulosa		195,8	159,1	-19%	-8%	0%	668	713	7%	-2%	-1%
Energía		36,2	58,5	62%	35%	19%	155	294	90%	5%	11%
<b>EBITDA</b>		<b>21,2</b>	<b>40,1</b>	<b>89%</b>	<b>18%</b>	<b>-3%</b>	<b>106,8</b>	<b>247,6</b>	<b>132%</b>	<b>2%</b>	<b>-1%</b>
Margen EBITDA		9%	18%	9,2pp	2,7pp	-1,0pp	13%	25%	11,6pp	0,4pp	-0,3pp
<b>Beneficio neto</b>		<b>2,0</b>	<b>180,8</b>	<b>n.r.</b>	<b>n.r.</b>	<b>n.r.</b>	<b>-190,4</b>	<b>247,2</b>	<b>n.r.</b>	<b>n.r.</b>	<b>n.r.</b>
<b>BPA rec.</b>		0,01	0,73	n.r.	n.r.	n.r.	-0,77	1,00	n.r.	n.r.	n.r.
<b>Deuda Neta (+)/Caja Neta (-)</b>		101,7	-29,9	n.r.	n.r.	n.r.	101,7	-29,9	n.r.	n.r.	n.r.
<b>DN/EBITDA (x)</b>		1,0x	-0,1x	n.r.	n.r.	n.r.	1,0x	-0,1x	n.r.	n.r.	n.r.

**Principales cifras:**

- ▶ **Tal y como esperábamos, las cifras de Ence mostraron un fuerte crecimiento en todas sus líneas en 2022, apoyadas por los elevados precios de venta tanto en celulosa como en energía, aunque en el 4T22 los bajos volúmenes producidos y vendidos ensombrecieron un ejercicio histórico para la Compañía.**
- ▶ **A nivel de ventas consolidadas, se cerró el año con una facturación histórica, 1.003 mln eur +22% i.a. aunque en 4T22 -6% i.a., en línea con nuestras estimaciones y las del consenso, impulsadas, sin duda, por unos precios de venta en máximos históricos tanto en pulpa como en energía. La parada de la biofábrica de Pontevedra durante buena parte del 2S22 y la escasez de orujillo para producir energía lastraron los volúmenes producidos y vendidos en ambos negocios durante el último trimestre.**
- ▶ De este modo, **el resultado operativo crece un +89 i.a. en 4T22 y +132% en 2022**, aunque cae un -30% y un -60% vs 3T22 y 2T22 respectivamente, mejorando nuestras estimaciones en el 4T22 aunque en línea con el consenso de Factset.
- ▶ Recordamos que el pasado 7 de febrero el Tribunal Supremo confirmó la validez de la prórroga de la concesión de la biofábrica de Pontevedra hasta el año 2073 (esperamos conocer el contenido íntegro de las sentencias en los próximos días). Este hecho tiene su reflejo en el **beneficio neto**, donde la **reversión del deterioro del activo y las provisiones registrados tras la sentencia de la AN por un total de 169 mln eur elevan el resultado de la Compañía hasta 180 mln eur 4T22 y 247 mln eur 2022**, totalmente en línea con nuestras estimaciones excluyendo el mencionado efecto de la sentencia.
- ▶ El flujo de caja libre generado ascendió hasta los 250 mln eur, lo que permite a la Compañía cerrar el ejercicio con una caja neta de 30 mln eur y anunciar un dividendo extraordinario a cuenta de los resultados de 2022 por importe de 70 mln eur, equivalente a 0,29 eur/acc., (RPD 8%), pagaderos el próximo 16 de marzo, que se suman a los 67 mln eur distribuidos durante el ejercicio (pay-out 55%).
- ▶ **En el negocio de celulosa, la producción en 4T22 cayó -28% i.a. y -19,1% i.a. en el acumulado del año como consecuencia de la suspensión temporal de la actividad de la biofábrica de Pontevedra, donde la sequía provocó la parada de la planta desde mitad de julio hasta mitad de noviembre y la rotura de la tubería de abastecimiento dificultó el reinicio de la misma. Así, igualmente, el volumen de celulosa vendida en 4T22 se redujo -37% i.a. y -17% i.a. en 2022. Por su parte, el precio medio de venta en 4T22 mejoró un +34% i.a. y +38,4% i.a. en 2022.**

- ▶ La combinación de ambos factores resultó en unos **ingresos por ventas cayendo un -16% i.a. en 4T22 y +15% i.a. en el acumulado del año**, con los productos diferenciados de Ence, como Naturcell o Powercell, representando un 18% en 2022, frente a un 16% en 2021.
- ▶ El **cash cost aumentó un 55% i.a. en 4T22** debido principalmente al impacto de la suspensión de la actividad de Pontevedra y a los costes asociados a la nueva solución para la recuperación de agua, factores que, junto con la inflación generalizada en las materias primas y el transporte, supusieron un incremento del 41% del *cash cost* medio de 2022.
- ▶ De este modo, el **EBITDA del negocio de Celulosa crece +51% en 4T22 y +55% i.a. en 2022**, apoyado por una baja base comparativa en 2021 e impulsado por la mejora del precio de la celulosa y del tipo de cambio, que mitigaron el efecto de la suspensión temporal de la actividad en Pontevedra y la inflación en el coste de las materias primas. Igualmente, el resultado neto alcanza los 179,5 mln eur en 4T22 y 243,5 mln eur en 2022, tras incluir la reversión de los deterioros de activos y provisiones de gastos registrados en 2021 como consecuencia de las sentencias de la Audiencia Nacional (169 mln eur).
- ▶ Igualmente, en el **negocio energético**, el **volumen de energía vendida se redujo un 32% i.a. en el 4T22** por la escasez de orujillo a raíz del efecto del incremento del precio del gas en las cogeneraciones que lo producen. **En el conjunto del año**, la menor disponibilidad de orujillo se vio compensada por la baja base comparativa de 2021, cuando se produjo la avería de la planta de 50 MW en Huelva, resultando en un **incremento del volumen de energía vendida del 4% i.a.** Por su parte, el **precio medio de venta** alcanzó los 165 eur/MWh en 4T22, +159% i.a., y los 171 eur/MWh en el conjunto del año, +110% i.a., impulsado por la mejora del precio del pool sobre las plantas que no están sujetas al límite superior del collar regulatorio. Así, los **ingresos por ventas de energía, crecen +62% i.a. en 4T22 y +90% en 2022.**
- ▶ Por todo ello, el **resultado operativo del negocio de energía** más que se triplica en 4T22 y se multiplica por 6 en el acumulado del año hasta 110 mln eur.
- ▶ De cara a la **conferencia de resultados (1 de marzo a las 16.00 h.)** 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, los precios de los fletes y la entrada de nueva capacidad en el mercado debería presionar a la baja los precios; **2) guía de cash cost** por la prolongación de las tensiones inflacionistas, la escasez de madera y la avería en la tubería de Pontevedra; **3) actualización de los proyectos de As Pontes y Ence biogás**; y **4) evolución y novedades** sobre la implementación de “Navia excelente” y oportunidades de crecimiento en renovables (almacenamiento, subastas, etc.).

## 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 e 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: 61% Sobreponderar, 35% Mantener y 4% Infraponderar.