

Ence 2022: ¡de vuelta en el negocio!

Miércoles, 1 de marzo de 2023

Tras presentar sus resultados correspondientes al 4T22/2022, muy en línea con las expectativas del mercado y sorprendiendo con un dividendo extraordinario de 70 mln eur (RPD 8%), el management de Ence ofreció una conferencia para explicar los resultados y su visión del negocio.

Aunque el 4T22 ha mostrado debilidad en volúmenes debido a la parada de Pontevedra durante buena parte del 2S22 y a la escasez de orujillo para la producción de energía con biomasa, así como cierto deterioro de la demanda por la desaceleración cíclica y el exceso de inventarios, la Compañía se mostró confiada en una mejora de las condiciones para el 2S2023. Así, ofrecieron una guía de producción para 2023 por encima del millón de toneladas (vs 967.500 t 2023R4e), con unos precios de pulpa que, con toda probabilidad, serán menores. Además, por el lado de los costes, una avería en una turbina y costes relacionados con la solución implementada en la planta de Pontevedra hará que el cash cost continúe en niveles elevados durante 2023 (~640 eur/t 1Q23, ~605 eur/t 2Q23 y ~535 eur/t 2S23 vs 485 eur/t 2023R4e),, mientras que para 2024 los elevados precios de la madera y los químicos continuarán elevando el cash cost hacia los 460 eur/t (vs 425 eur/t R4e), y no es esperada una normalización hasta 2025 (~390 eur/t vs 392 R4e). Por el contrario, la diversificación hacia productos de mayor valor añadido, como powercell y naturcell (18% ventas), debería continuar apoyando los márgenes.

Por su parte en energía, la parada en la planta de Huelva 41MW durante el 1Q23 debería verse compensada por unos precios de venta que continuarán en niveles elevados (~207 eur/MWh), con la diferencia entre el precio regulado y el de mercado generando derechos de cobro a partir de 2026. Además, la venta de 5 proyectos fotovoltaicos (373 MW) acordada en 2021 por 62 mln eur, se cerrará en 2023-24 generando un EBITDA extraordinario 25 mln eur en cada uno de los dos ejercicios.

Por último, destacar la abundancia de proyectos de crecimiento que maneja la Compañía: i) Navia Excelente, con una inversión de 105 mln eur; ii) el proyecto de As Pontes, que continúa avanzando tras la firma en enero de la opción de compra sobre los terrenos y que se espera podría estar operativa en 2027 con una inversión estimada de 125 mln eur; iii) nuevos desarrollos en renovables en biomasa (140 MW), fotovoltaicos (373MW ya vendidos y 300ME en fases tempranas de desarrollo); y iv) Ence Biogás, nueva filial creada para el desarrollo y explotación de plantas de biometano (9 proyectos en cartera con 560 GWh/año).

Valoramos positivamente el pipeline de proyectos, aunque por el momento no los incluimos en nuestra valoración, mientras esperamos que el elevado cash cost a m/p podría verse parcialmente compensado por las favorables perspectivas en renovables.

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
Ventas	231,3	217,6	-6%	0%	2%	819,7	1.003,5	22%	0%	0%
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%
EBITDA	21,2	40,1	89%	18%	-3%	106,8	247,6	132%	2%	-1%
Margen EBITDA	9%	18%	9,2pp	2,7pp	-1,0pp	13%	25%	11,6pp	0,4pp	-0,3pp
Beneficio neto	2,0	180,8	n.r.	n.r.	n.r.	-190,4	247,2	n.r.	n.r.	n.r.
BPA rec.	0,01	0,73	n.r.	n.r.	n.r.	-0,77	1,00	n.r.	n.r.	n.r.
Deuda Neta (+)/Caja Neta (-)	101,7	-29,9	n.r.	n.r.	n.r.	101,7	-29,9	n.r.	n.r.	n.r.
DN/EBITDA (x)	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.

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 Opdenergy.

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

Del total de recomendaciones elaboradas por el Departamento de Análisis de Renta 4 Banco: 62% Sobreponderar, 34% Mantener y 4% Infraponderar.