

## Primeras impresiones

### Ence 1H20: cierta mejora operativa tras hacer suelo en 4T a la espera de resultados visibles.

Martes, 28 de julio de 2020


Ence ha presentado resultados correspondientes a la 1H20, mejorando ligeramente nuestras estimaciones y las del consenso en ventas y EBITDA pero quedando por debajo en beneficio neto, presentando importantes caídas en todas las principales líneas de la cuenta de resultados en términos anuales, pero registrando cierta mejora frente al 1T20 en términos operativos gracias a una leve mejora en cash cost de celulosa y a la mayor producción energética por la incorporación de dos nuevas plantas, que continúan sosteniendo el negocio de Ence ante el pobre comportamiento del negocio papelerero.

Así, en el negocio de celulosa, pese al aplazamiento al 3T en las paradas técnicas de ambas plantas y a la declaración de actividad esencial, la producción cae un 1% vs 1T20 y crece un +14% i.a., en parte por la baja base comparativa, mientras el volumen de ventas cae un 10% vs 1T20 por la acumulación de inventarios para afrontar las paradas del mes de julio. La cifra de ventas 1H20 igualmente disminuye un 13% i.a. por el menor volumen vendido y la constante debilidad del mercado, que mantiene los precios de la celulosa en niveles bajos y el descuento comercial aplicado ligeramente por encima del 1T20. La leve mejora en cash cost hasta 375 eur/t no supone un gran apoyo en márgenes que continúan en niveles mínimos aunque al menos sostiene un EBITDA positivo de 3,5 mln eur, -87% i.a.

Por su parte, en el negocio de energía, los bajos precios del pool, -52% i.a., continúan penalizando la importante mejora registrada en la producción energética, +51% i.a., tras la incorporación de las nuevas plantas de Huelva y Ciudad Real, que habría sido sustancialmente mayor si no fuera por la avería en la planta de biomasa Huelva que debería volver a la actividad durante el mes de agosto. Así, el EBITDA registra una mejora del 25% i.a. y del 38% trimestral. En términos consolidados, la caída del EBITDA alcanza el 60% i.a. en la 1H20 aunque muestra cierta mejora vs 1T20 y 4T19. Ence registra un resultado negativo por tercer trimestre consecutivo, muy débil a nivel operativo en especialmente en el negocio papelerero, y creemos que seguirá mostrando debilidad mientras no se vea un rebote sostenido en los precios de la pulpa y del pool, sobre los que no existe certeza en el corto plazo, y la Compañía logre mejoras de eficiencia que apoyen sus márgenes.

Los resultados no sorprenden nuestras estimaciones ni las del consenso, pero la escasa visibilidad de mejora a nivel operativo y la debilidad de los mercados de pulpa y electricidad, nos llevan a ser cautos en el corto-medio plazo sobre el valor, que continuará mostrando volatilidad pese a que creemos que existe potencial.

Esperamos respuesta ligeramente negativa ante la lenta mejora en los márgenes y la escasa visibilidad de catalizadores a medio plazo. Ence ofrece conferencia con analistas a las 16.00. Sobreponderar y P.O. 4 eur/acc..

		Sobreponderar					
(mln de euros)	1H19	1H20	Var 1H20/1H19	Var vs R4e	2019	2020 R4e	Var 20 R4e/19
<b>Ventas</b>	387,7	363,8	-6%	11%	735,3	725,9	-1%
Celulosa	308	268	-13%	3%	572	539	-6%
Energía	81	96	19%	0%	168	192	14%
<b>EBITDA</b>	92,1	35,7	-61%	13%	127,0	103,9	-18%
Margen EBITDA	24%	10%	-13,9pp	0,2pp	17%	14%	-3,0pp
<b>EBIT</b>	46,8	-20,8	nr	1%	32,4	3,6	-89%
Margen EBIT	12%	-6%	-17,8pp	0,6pp	4%	0%	-3,9pp
<b>Beneficio neto</b>	25,2	-25,2	nr	-7%	9,2	-20,1	nr
<b>BPA</b>	0,10	-0,10	nr	-7%	0,04	-0,08	-318%
<b>Deuda Neta</b>	464,8	540,2	16%	-3%	512,7	583,4	14%
<b>DN/EBITDA (x)</b>	1,8	7,6	315%	-9%	4,0	5,6	39%

## Primeras impresiones

### Destacamos:

- ▶ Ence ha presentado unos resultados, ligeramente por encima nuestras estimaciones y las del consenso, registrando importantes caídas en todas las partidas de la cuenta de resultados en términos interanuales pero mostrando cierta mejora vs 1T20. **En términos anuales ha registrado una caída en ventas -14%, con EBITDA cayendo -61% y el resultado neto registrando unas pérdidas de 13,5 mln eur, que llegan a los 25,2 mln eur sumando las del 1T20.**
- ▶ En el **negocio de celulosa**, el volumen de toneladas vendidas crece un 13% i.a. en el 2T20, reflejando a las ampliaciones de capacidad llevadas a cabo en 2019 aunque caen un 10% vs 1T20 por la acumulación de inventarios (+12.200 t) llevada a cabo para afrontar las paradas técnicas durante el 3T. El precio medio de venta se reduce un 28% i.a., en línea con la caída de los precios de la pulpa que continúan en niveles bajos, lo que resulta en una **caída en ventas del 14% i.a.** Por su parte, el coste de producción por tonelada (*cash cost*) cayó un 6% i.a. hasta los 375 eur/t gracias a la dilución de costes fijos por una mayor producción, lo que resulta en un **EBITDA 3,5 mln eur, -87% i.a.**, con una **caída similar en el margen**. Una mayor amortización y agotamiento forestal, así como mayores gastos financieros dejan el **resultado neto en una pérdida de 13,9 mln eur.**
- ▶ Por su parte, en el **negocio energético**, el volumen de energía vendida crece un 51% i.a., apoyado en la plena incorporación de las nuevas plantas de biomasa en Huelva y Ciudad Real, aunque habría sido sustancialmente mayor si no fuera por la avería que continúa dejando inactiva la planta de biomasa de Huelva. El ingreso medio se redujo un 18% i.a., consecuencia de los bajos precios de la electricidad, -52% i.a., lo que deja un crecimiento en **ventas y EBITDA del 25% i.a.**, en línea con nuestras estimaciones. En la parte baja de la cuenta destaca el **incremento del 48% de la amortización** debido a las nuevas planta. Con todo, el **resultado neto del negocio de Energía Renovable registra una pérdida de 0,5 mln eur.**
- ▶ Con estos resultados, la deuda continúa creciendo hasta los 540 mln eur, de los cuales 322 mln eur corresponden al negocio de celulosa y 218 mln eur a energía, **lo que se traduce en un ratio DN/EBITDA de 7,6x** (vs 1,8x 2T19), con el negocio de celulosa 18,5x y el de renovable 4,1x. **De acuerdo al compromiso de la Compañía de mantener un nivel de endeudamiento <2,5x, la Compañía suspendió sus planes expansión recogidos en el plan estratégico de la Compañía y creemos que no se retomarán al menos hasta 2022**, cuando se debería estabilizar el ratio de deuda a medida que se recuperen los precios de la pulpa de celulosa.

## Primeras impresiones

- ▶ De cara a la **conferencia de resultados** (miércoles 29 de julio las 16.00h.) prestaremos especial atención a **1) expectativas sobre el mercado de la celulosa** e impacto del **coronavirus** así como **del negocio energético de cara a las futuras subastas de capacidad; 2) perspectivas sobre el cash cost** de la Compañía y señales del impacto del programa de optimización de costes lanzado en el 2019, aunque a c/p no somos optimistas; **3) novedades acerca del proceso legal que afecta a la planta de Pontevedra; y 4) perspectivas sobre la incorporación de un socio financiero en el negocio energético** ante la debilidad del mercado y el crecimiento en los ratios de deuda.

## Primeras impresiones

### 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 Renta 4 Banco, 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 Renta 4 Banco por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Renta 4 Banco 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.

Renta 4 Banco 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.

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 de Renta 4 Banco 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. Renta 4 Banco 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.

Renta 4 Banco 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 Renta 4 Banco 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.

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 Renta 4 Banco. 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.

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

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

D. Pablo Fernández de Mosteyrín Guerreo

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: 46% Sobreponderar, 44% Mantener y 10% Infraponderar.