

Ence 1T22: vientos de cola para impulsar la generación de caja, sin impacto regulatorio.

Miércoles, 27 de abril de 2022

Pablo Fernández de Mosteyrín – Equity Research Analyst

Ence ha presentado unos resultados correspondientes al 1T22 en línea con nuestras estimaciones y las del consenso en ventas y mejorando ligeramente a nivel EBITDA, registrando una mejora en el resultado operativo del 180% i.a. hasta 46 mln eur, reflejando la fortaleza de los precios de la celulosa y de la energía, incluyendo el cambio de los parámetros retributivos aplicados a las renovables en 2022, que no tendrá impacto en las previsiones utilizadas por la Compañía en el Capital Markets Day del pasado marzo.

En el negocio de celulosa, como consecuencia del menor suministro de madera derivado de la huelga nacional de transporte durante el mes de marzo, la producción se redujo un 11% i.a. y el volumen de toneladas de celulosa vendidas cayó un 19% i.a., aunque gracias al incremento del 51% i.a. en el precio medio de la celulosa, las ventas crecen un +28% i.a., y alcanza un EBITDA de 20,8 mln eur, más que duplicando la cifra de 1T21.

En energía, el volumen de energía vendida en el 1T22 aumentó un 35% i.a. gracias a la mejora operativa lograda prácticamente en todas las plantas, lo que, con un precio medio de venta que mejoró un 45% i.a., resultan en un incremento de los ingresos del 73% i.a. y del 201% en EBITDA.

Con estas cifras, logra una fuerte generación de caja que alcanza los 58 mln eur, que resulta en una reducción de deuda hasta los 46,5 mln eur, de los cuales 60,8 mln eur corresponden al negocio de Energía Renovable y una posición neta de caja de 14,3 mln eur al negocio de Celulosa.

El Consejo ha acordado el pago de un primer dividendo a cuenta del ejercicio 2022 el próximo 11 de mayo por importe de 0,054 eur/acc., en línea con nuestra estimación, y se prevén otros dos dividendos a cuenta acordados a cierre del segundo trimestre, en julio y a cierre del tercer trimestre, en octubre.

Esperamos impacto ligeramente positivo en cotización derivado del buen comportamiento operativo de la Compañía, especialmente en energía, con una elevada generación de caja y un balance sin deuda, y donde esperamos que el entorno siga siendo favorable durante el resto del año.

La Compañía celebrará conferencia con analistas e inversores hoy miércoles 27 a las 16.00 y reiteramos recomendación de SOBREPONDERAR, P.O. En Revisión (anterior 3,90 eur/acc.).



Sobreponderar

(mln de euros)	1T21	1T22	1T22 R4e	Consenso	Var 1T22/1T21	Var vs R4e	Var vs Consenso	2021	2022 R4e	Consenso	Var 22/21	Var vs Consenso
Ventas	166,9	234,1	239,2	244,0	40%	-2%	-4%	819,7	1.031,8	1.038,5	26%	-1%
Celulosa	124	159	164	174	28%	-3%	-9%	668	790	716	18%	10%
Energía	44	76	75	70	75%	1%	9%	155	242	211	56%	14%
EBITDA	16,6	46,5	41,8	40,0	179%	11%	16%	106,8	241,8	197,2	126%	23%
Margen EBITDA	10%	20%	17%	16%	9,9pp	2,4pp	3,5pp	13%	23%	19%	10,4pp	4,4pp
Beneficio neto	-9,7	13,1	13,0	7,0	n.r.	n.r.	87%	-190,4	101,9	61,5	n.r.	66%
BPA rec.								-0,77	0,41	0,24		
Deuda Neta								101,7	-23,3	19,0		
DNE/EBITDA (x)								1,0	-0,1	0,1		

Principales cifras:

- ▶ En el **negocio de celulosa**, en un trimestre en el que se han llevado a cabo las paradas técnicas de mantenimiento en ambas biofábricas, la **producción se redujo un 11% i.a.** como consecuencia del menor suministro de madera derivado de la **huelga nacional de transporte** durante el mes de marzo. Igualmente, y por el mismo motivo, el volumen de toneladas de **celulosa vendidas cayó un 19% i.a.**, en línea con nuestras estimaciones. El restablecimiento de los servicios de transporte desde el inicio de abril permitirá recuperar una parte del volumen no vendido, sin suponer un impacto relevante en los resultados a final de año.
- ▶ Así, gracias al **incremento del 51% i.a. en el precio medio de la celulosa**, hasta 1.150 usd/t, que se traslada a unos **precios medios de venta de 650,6 eur/t, +61% i.a.**, resultan unas **ventas de 158,5 mln eur, +28% i.a.**, en línea con nuestras estimaciones y ligeramente por debajo del consenso. Igualmente, la menor dilución de costes fijos por la caída de producción resulta en un **cash cost** de 483,8 eur/t, +25% i.a., agravado por el encarecimiento de las materias primas y los costes de transporte. Además, el cambio en los parámetros retributivos a las renovables para 2022 suponen unos 30 eur/t adicionales hasta 513,8 eur/t, en línea con los 515 eur/t R4e.
- ▶ Los **productos diferenciados** de Ence, como Naturcelll o Powercell, más sostenibles y mejor adaptados para sustituir a la fibra larga, representaron un 18% de las ventas en el 1T22 vs 12% en 1T21.
- ▶ Todo ello resulta en un **EBITDA de 20,8 mln eur, más que duplicando la cifra de 1T21** y alineado con nuestra estimación de 19 mln eur, registrando un impacto por coberturas de divisa de -3,7 mln eur. Sin sorpresas en la parte baja de la cuenta y con solo 1 mln eur de gastos financieros por la reducción de deuda, el **resultado neto alcanza los 8,4 mln eur.**
- ▶ En **energía**, por su parte, el **volumen de energía vendida en el 1T22 aumentó un 35% i.a.** gracias a la mejora operativa lograda prácticamente en todas las plantas. Además, el **precio medio de venta mejoró un 45% i.a. hasta los 149 eur/MWh**, como consecuencia de la actualización de los parámetros retributivos aplicables en 2022 así como por la mejora del precio del *pool* sobre las plantas que no están sujetas al máximo del collar regulatorio. De este modo, **los ingresos del negocio renovable crecen un 73% i.a.** hasta los 76,2 mln eur, en línea con nuestras estimaciones y ligeramente mejor que el consenso de analistas.
- ▶ Tanto la mejora de eficiencia lograda como los elevados precios de venta suponen un **crecimiento del EBITDA del 201% i.a. hasta los 25,6 mln eur**, en línea con nuestra estimación de 23 mln eur, y donde el incremento en gastos financieros como consecuencia de la actualización del collar regulatorio

registrado en 2021 hasta 4,5 mln eur deja el **resultado neto en 8,4 mln eur** frente a las pérdidas de 3,7 en 1T21.

- ▶ A nivel consolidado, el **EBITDA prácticamente se triplica** hasta los 46,5 mln eur, mejorando ligeramente nuestras estimaciones y las del consenso, logrando una **fuerte generación de caja que alcanza los 58 mln eur**, lo que resulta en una reducción de deuda hasta los 46,5 mln eur, de los cuales 60,8 mln eur corresponden al negocio de Energía Renovable y una posición neta de caja de 14,3 mln eur al negocio de Celulosa.
- ▶ Respecto a la **política de retribución al accionista**, el Consejo ha acordado el pago de un **primer dividendo a cuenta del ejercicio 2022 el próximo 11 de mayo por importe de 0,054 eur/acc.**, en línea con nuestra estimación, y se prevén otros dos dividendos a cuenta acordados a cierre del segundo trimestre, en julio y a cierre del tercer trimestre, en octubre.
- ▶ En la **conferencia de resultados (miércoles 27 de abril a las 16h.)** prestaremos especial atención a **1) expectativas sobre el mercado de la celulosa** tras las fuertes subidas que hemos visto en China durante los últimos meses; **2) guía de cash cost** por la prolongación de las tensiones inflacionistas y los problemas logísticos a nivel global; **3) detalles y repercusiones sobre la modificación de los parámetros retributivos** a futuro; **4) guía de dividendo para el resto del año**; y **5) novedades sobre la implementación del nuevo plan estratégico presentado el pasado 18 de marzo** y del proceso legal que afecta a la biofábrica de Pontevedra.

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), Enerside (asesor registrado), Making Science (asesor registrado) y Almagro (asesor registrado); asimismo, tiene un contrato de servicios bancarios, inversión y/o gestión con Grupo Ezentis, S.A., Atrys Health, Making Science y Almagro, y cobertura de Análisis en Deoleo y Azkoyen, servicios por los que cobra honorarios.

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: 70% Sobreponderar, 23% Mantener y 7% Infraponderar.