

## Primeras impresiones

### Ence 2020: mejoras operativas y extraordinarios sirven de apoyo en un contexto de precios más favorable.

Miércoles, 23 de febrero de 2021

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

Ence ha presentado resultados correspondientes a 4T20/2020 mejorando tanto nuestras estimaciones como las del consenso, con unas ventas que crecen +21% i.a. en el 4T (+6% vs R4e) y caen un -4% i.a. en el acumulado del año (+2% vs R4e), sorprendiendo positivamente con unos márgenes mayores de lo esperado en celulosa, que impulsan el EBITDA consolidado en el 4T hasta 23 mln eur, aun así, registrando una caída del -40% i.a. en 2020 y superando nuestras expectativas y las del mercado +8%-9%. El EBITDA del negocio de Celulosa alcanzó 6,8 mln eur en 4T y los 13,9 mln eur en el conjunto del año, lo que supone un -82% vs 2019, consecuencia de la caída del 23% en el precio medio de venta. Por su parte, el negocio de Energía Renovable alcanzó un EBITDA de 17,4 mln eur en el 4T, y hasta los 59,7 mln eur en 2020, +15% i.a., gracias a la contribución de las nuevas plantas de biomasa en Huelva y Ciudad Real, que entraron en operación a finales del 1T.

A nivel de resultado neto, la plusvalía de 32 mln eur procedente de la venta de la planta de Termollano lleva un beneficio en 4T de 17 mln eur que serían -15 mln eur sin dicho extraordinario, mientras en el acumulado del año la pérdida es de -26 mln eur y -58 mln eur recurrentes, en línea con nuestra estimación de un BPA de -0,11 eur/acc.


Ence culminó en diciembre la venta del 49%, de Ence Energía por un importe de hasta 357 mln eur, de los cuales 223 mln eur se cobraron al cierre de la transacción y hasta 134 mln eur están vinculados a objetivos. Asimismo, se cerró la venta de su planta termosolar de Puertollano por un importe de 82 mln eur y desconsolidó una deuda neta de 75 mln eur. Con estas operaciones, la deuda financiera neta se redujo en 378 mln eur, hasta los 178 mln eur (2,4x DN/EBITDA vs 4x 2019), 43 mln eur de Celulosa y 135 mln eur des Renovable.

La sorpresa de estos resultados viene por el lado de unos mejores márgenes en celulosa, explicados por la reducción en cash cost, que mejora un 14% vs 4T19, 1,6% 4T/3T y 5,7% en el conjunto del año, gracias a una mayor dilución de costes fijos.

Esperamos impacto positivo en cotización, donde la mejora en cash cost unida al fuerte repunte de los precios de la celulosa (+15% i.a.) subraya el riesgo al alza en nuestras estimaciones.

Ence ofrece conferencia con analistas a las 16.00.

Sobreponderar y P.O. 4,2 eur/acc.

						Sobreponderar				
(mln de euros)	4T19	4T20	Var 4T20/4T19	Var vs R4e	Var vs Consenso	2019	2020	Var 20/19	Var vs R4e	Var vs Consenso
<b>Ventas</b>	<b>148,3</b>	<b>180,0</b>	21%	6%	2%	<b>735,3</b>	<b>705,6</b>	-4%	2%	1%
Celulosa	110	126	14%	4%	8%	572	505	-12%	1%	
Energía	39	55	41%	9%	-7%	168	206	23%	2%	
<b>EBITDA</b>	<b>0,4</b>	<b>22,9</b>	<b>5481%</b>	<b>27%</b>	<b>27%</b>	<b>127,0</b>	<b>73,7</b>	<b>-42%</b>	<b>8%</b>	<b>9%</b>
Margen EBITDA	0%	13%	12,4pp	2,1pp	2,5pp	17%	10%	-6,8pp	0,7pp	0,8pp
<b>Beneficio neto</b>	<b>-18,8</b>	<b>17,1</b>	<b>-191%</b>	<b>1%</b>	<b>-4%</b>	<b>9,2</b>	<b>-26,4</b>	<b>-386%</b>	<b>-3%</b>	<b>-8%</b>
<b>BPA rec.</b>						0,04	-0,11	n.r.	-3%	-11%
<b>Deuda Neta</b>						512,7	177,7	-65%	25%	-23%
<b>DN/EBITDA (x)</b>						4,0	2,4	-40%	15%	-29%

## Primeras impresiones

### Destacamos:

- ▶ Ence ha presentado resultados correspondientes a 4T20/2020 mejorando tanto nuestras estimaciones como las del consenso, con unas **ventas que crecen +21% i.a. en el 4T** (+6% vs R4e) y caen un **-4% i.a. en el acumulado del año** (+2% vs R4e), sorprendiendo positivamente con unos márgenes mayores de lo esperado en celulosa, que impulsan el **EBITDA consolidado en el 4T hasta 23 mln eur**, aun así, registrando una caída del **-40% i.a. en 2020** y superando nuestras expectativas y las del mercado +8%-9%.
- ▶ En el **negocio de celulosa**, la **producción de pulpa en 4T20 aumentó un +43% i.a. y un +10% en 2020**, hasta un nuevo máximo anual de 1.007.283 t, impulsada por la ampliación de capacidad de 80.000 toneladas efectuada en de Navia durante el 4T19. Así, el **volumen de toneladas vendidas aumentó un +25,7% i.a. en el 4T**, hasta las 259.224 toneladas y un **+11,5% i.a. en 2020** hasta 1.015.482 toneladas, incrementando el volumen de inventarios en 5.300 t en 4T20 hasta alcanzar las 46.200 t, d cara a las paradas de mantenimiento anuales que se realizarán durante el 1T21. Por su parte, el coste de producción por tonelada (*cash cost*) mejoró nuestras estimaciones, mejorando un 14% vs 4T19, 1,6% 4T/3T y 5,7% 2020, apoyado por la dilución de costes fijos derivados de la mayor producción. Todo ello, se traduce en un **EBITDA que alcanzó los 6,8 mln eur en 4T8** y 13,9 mln eur en 2020, lo que supone **una caída del 81,6%**, lastrado por la caída del 23,3% en el precio medio de venta.
- ▶ Por su parte, en el **negocio energético**, el **volumen de energía vendida crece un +61% i.a. en 4T**, apoyado por la contribución de las dos nuevas plantas de biomasa de 46 MW en Huelva y de 50 MW en Ciudad Real, incorporadas el 31 de enero y el 31 de marzo respectivamente, mientras **en el acumulado del año lo hace un +35,7% i.a.** Además, el **precio medio de venta crece un +7,1% en el 4T** y mientras **en el conjunto del año se reduce un 2%**. De este modo, las **ventas del negocio renovable aumentaron un +41% i.a. en 4T y un +22,6% i.a. en 2020**. Con todo, el **EBITDA crece un +68,5% i.a. en 4T**, incorporando el cobro de una indemnización de 1,5 mln eur por el siniestro de la turbina de Huelva 41 mientras **en el conjunto del año crece un +15,2% i.a.**
- ▶ A nivel de **resultado neto**, la plusvalía de 32 mln eur procedente de la venta de la planta de Termollano lleva un **beneficio en 4T de 17 mln eur** que serían -15 mln eur sin dicho extraordinario, mientras **en el acumulado del año la pérdida es de -26 mln eur** y -58 mln eur recurrentes, en línea con nuestra estimación de un BPA de -0,11 eur/acc.
- ▶ Ence culminó en diciembre **la venta del 49%, de Ence Energía por un importe de hasta 357 mln eur**, de los cuales 223 mln eur se cobraron al cierre de la transacción y hasta 134 mln eur están vinculados a objetivos. Asimismo, se cerró **la venta de su planta termosolar de Puertollano por un importe de 82 mln eur** y desconsolidó una deuda neta de 75 mln eur. Con estas operaciones, la

## Primeras impresiones

**deuda financiera neta se redujo en 378 mln eur, hasta los 178 mln eur** (2,4x DN/EBITDA vs 4x 2019), 43 mln eur de Celulosa y 135 mln eur des Renovable.

- ▶ De cara a 2021, la Compañía ha asegurado un precio 773 \$/t para la venta de 247.000 toneladas de celulosa, 93 \$/t por encima del precio medio de referencia en Europa en 2020. Además, continúa defendiendo en la Audiencia Nacional la legalidad de la extensión de su concesión en Pontevedra, otorgada hasta 2073, donde esperamos una primera resolución durante los próximos meses, aunque creemos que será un largo proceso judicial.
- ▶ De cara a la **conferencia de resultados** (miércoles 24 de febrero a las 16.00h.) prestaremos especial atención a **1) expectativas sobre el mercado de la celulosa** tras un 2020 débil y con precios comenzando un esperado rebote; **2) evolución y perspectivas del cash cost** de la Compañía, como *driver* fundamental del negocio de la celulosa, y guía para 2021, **3) situación del proceso judicial** acerca de la concesión de la fábrica de Pontevedra; y **4) actualización del Plan Estratégico y expectativas sobre inversiones en ambos negocios.**
- ▶ Reiteramos nuestra recomendación de **sobreponderar con P.O. 4,20 eur/acc.**

## DISCLAIMER

## Primeras impresiones

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 publicados 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.

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.

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

Pablo Fernández de Mosteyrín

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: 55% Sobreponderar, 35% Mantener y 10% Infraponderar.