

Ence 2T22: la sequía estropea unos buenos resultados.

Miércoles, 27 12 de julio de 2022

Pablo Fernández de Mosteyrín – Equity Research Analyst

Ence ha presentado unos resultados correspondientes al 2T22 en línea con nuestras tanto en ventas como en EBITDA, continuando con la mejora operativa vista en el 1T22, reflejo de la fortaleza de los precios de la celulosa y de la energía. Además, se revisa el valor recuperable de aquellas plantas de generación de energía renovable que se estima no recibirán retribución a la inversión desde el 1 de enero de 2023 o bien esta será poco significativa, al recuperarse en su mayor parte su valor neto regulatorio a través de los precios actuales y estimados del mercado eléctrico mayorista en 2022, lo que resulta en una reversión de 39,6 mln eur en el collar regulatorio provisionado compensada por un deterioro de 35,5 mln eur el valor contable de las plantas, sin efecto en caja.

En el negocio de celulosa, la producción se mantuvo en línea con 2T21 mientras el volumen de toneladas vendidas crece un 14% i.a., lo que unido al incremento del 38% i.a. en el precio de venta, lleva a un incremento de los ingresos del +35% i.a., y del 50% i.a. en EBITDA.

En energía, el volumen de energía vendida en el 2T22 aumentó un 15% i.a. gracias a la mejora operativa lograda prácticamente en todas las plantas y la baja base comparativa, lo que, con un precio medio de venta que mejoró un 34% i.a., resultan en un incremento de los ingresos del 41% i.a. y del 40% en EBITDA comparable (ex reversión del collar).

Con estas cifras, logra una fuerte generación de caja que alcanza los 71 mln eur, mejorando nuestras estimaciones de 40 mln eur, lo que resulta en una posición neta de caja de 10 mln eur (vs -30 mln eur R4e y -102 mln eur 2021), donde el negocio de celulosa registra una caja neta de 22 mln eur y el negocio de Energía Renovable una deuda de 12 mln eur.

Además, de acuerdo con la nueva política de dividendos, el Consejo ha acordado distribuir un segundo dividendo a cuenta por importe de 32 mln eur, equivalentes a 0,13 euros brutos por acción (~4% RPD), que se abonará el próximo 12 de agosto y que se suma a los 13 mln eur ya distribuidos en mayo.

Aunque sin duda la evolución operativa de la Compañía es positiva gracias al indudable apoyo de los elevados precios de venta, la suspensión temporal de la actividad en la biofábrica de Pontevedra siembra dudas sobre la evolución operativa 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)	2T21	2T22	2T22 R4e	Var 2T22/2T21	Var vs R4e	2021	2022 R4e	2022e Consenso	Var 22/21 R4e	Var vs Consenso
Ventas	205,4	279,9	281,9	37%	-1%	819,7	1.112,8	1.084,0	36%	3%
Celulosa	164	222	225	37%	-2%	668	871	785	30%	11%
Energía	42	59	57	35%	4%	155	242	245	56%	-1%
EBITDA	42,2	62,7	61,3	45%	2%	106,8	275,8	247,0	158%	12%
Margen EBITDA	21%	22%	22%	1,2pp	0,7pp	13%	25%	23%	11,7pp	2,0pp
Beneficio neto	-185,0	31,4	28,7	n.r.	10%	-190,4	117,2	110,0	n.r.	7%
BPA rec.						-0,77	0,48	0,42	n.r.	13%
Deuda Neta (+)/Caja Neta (-)						101,7	-128,1	-18,0	n.r.	n.r.
DN/EBITDA (x)						1,0	-0,5	-0,1	n.r.	n.r.

Principales cifras:

- ▶ En el **negocio de celulosa**, la **producción durante el 2T22** alcanzó las 266.954 t, prácticamente **en línea con 2T21 (-0,9% i.a.) y con nuestras estimaciones**, aunque en el conjunto del semestre la producción se redujo un 5,7% i.a., hasta las 465.888, como consecuencia de la huelga nacional de transporte que tuvo lugar durante 20 días en marzo. Así mismo, el **volumen de toneladas vendidas en 2T22 aumentó un 14,3% i.a.**, hasta las 287.600 t., mejorando ligeramente nuestras estimaciones y recuperando una parte del volumen de celulosa no vendido durante la huelga de transporte, y 487.600 en el acumulado del año, -2% i.a. Esto supone una reducción de inventarios de cerca de 21.000 t hasta las 38.000 t, en línea con su media histórica.
- ▶ Así, gracias al **incremento del 24% i.a. en el precio medio de la celulosa**, hasta 1.241 usd/t, que se traslada a unos **precios medios de venta de 723,9 eur/t, +38% i.a.**, unido a las ventas de energía y madera, resultan unos **ingresos de 221,5 mln eur, +35% i.a. en 2T22**, prácticamente en línea con nuestras estimaciones (vs 221 mln eur R4e).
- ▶ Respecto al **cash cost**, la esperada dilución de costes fijos por el incremento de la producción lleva a una **mejora del 5% t/t hasta los 489,5 eur/t** (vs 495 eur/t R4e), aunque se incrementa un **+33% i.a. por el encarecimiento generalizado de las materias primas y el transporte**, así como por el cambio de los parámetros retributivos aplicables a las renovables en 2022, que supone un incremento estimado de 36 eur/t en el **cash cost** del semestre por la minoración de la retribución a la operación.
- ▶ Los **productos diferenciados** de Ence, como Naturcelll o Powercell, más sostenibles y mejor adaptados para sustituir a la fibra larga, siguen creciendo, representando un 19% en la primera mitad del año (18% en 1T22), frente a un 14% en el mismo periodo de 2021.
- ▶ Todo ello resulta en un **EBITDA de 49 mln eur, +49,7% i.a.**, mejorando ligeramente nuestra estimación (vs 46 mln eur R4e), y registrando un **impacto por coberturas de divisa** de -7,6 mln eur. En la parte baja de la cuenta el **gasto por amortización** se redujo un 24,6% i.a. en 1S22 debido principalmente al deterioro de los activos vinculados a la biofábrica de Pontevedra, mientras que el **gasto financiero** se redujo un 3,2%, por lo que el **resultado neto alcanza los 32 mln eur** (vs -185.5 2T21).
- ▶ En **energía**, por su parte, el **volumen de energía vendida aumentó un 15% i.a. en el 2T22 y +25% i.a. en el acumulado del año** gracias a la mejora operativa lograda prácticamente en todas las plantas y a la baja base comparativa de 2T21 cuando la planta de Huelva 50MW estuvo averiada sin producción, en línea con nuestras estimaciones. Además, el **precio medio de venta mejoró un 34% i.a. en 2T22 y un 41% i.a. en 1S22**, hasta los 128,3 eur/MWh y los 139,4 eur/MWh respectivamente, 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 41% i.a.** hasta los 59,4 mln eur, en línea con nuestras estimaciones (vs 57 mln eur R4e).

- ▶ A cierre del semestre **se revisó el valor recuperable de aquellas plantas de generación de energía renovable que se estima no recibirán retribución a la inversión desde el 1 de enero de 2023** o bien esta será poco significativa, al recuperarse en su mayor parte su valor neto regulatorio a través de los precios actuales y estimados del mercado eléctrico mayorista en 2022. Esto resulta en una **reversión de 39,6 mln eur en el collar regulatorio provisionado compensada por un deterioro de 35,5 mln eur el valor contable de las plantas**, sin efecto en caja. De este modo, las plantas de biomasa de Huelva 41MW, Jaén 16MW, Ciudad Real 16MW y Córdoba 14MW, si se cumplen las estimaciones del precio de la electricidad de la compañía a futuro, prácticamente dejan de estar limitadas por el techo del collar regulatorio, manteniendo el suelo y, por tanto, su rentabilidad mínima garantizada del 7,4%.
- ▶ De este modo, el **EBITDA del negocio renovable se multiplica hasta los 52,9 mln eur en 2T22** (vs 9,4 1T21 y 57 mln eur R4e) y hasta los 78,6 mln eur en 1S22, aunque **en términos comparables**, excluyendo el efecto de la reversión del collar regulatorio, **ascendió a 13,3 mln eur en 2T21 y 38,9 mln eur en 1S22, +40% i.a. y +117% i.a. respectivamente**, totalmente en línea con nuestras estimaciones. La mejora en el precio medio de venta se vio parcialmente compensada por un mayor coste de la biomasa y del gas, así como por el efecto de las paradas anuales de mantenimiento concentradas en el 2T22.
- ▶ En la parte baja de la cuenta, destaca el mencionado **deterioro contable** de las plantas de generación de energía renovable y el **incremento en el gasto financiero**, +86% i.a., provocado por la actualización financiera del collar regulatorio registrado hasta la fecha que también registra un **relevante impacto fiscal**. Con todo, el **resultado neto** arroja una pérdida de 2,1 mln eur en 2T22 y un beneficio de 6,4 mln eur en 1S22 (vs 0,6 mln eur y 9,1 mln eur R4e respectivamente).
- ▶ Con estas cifras, logra una **fuerte generación de caja que alcanza los 71 mln eur**, mejorando nuestras estimaciones de 40 mln eur, lo que resulta en una **posición neta de caja de 10 mln eur** (vs -30 mln eur R4e y -102 mln eur 2021), donde el negocio de celulosa registra una caja neta de 22 mln eur y el negocio de Energía Renovable una deuda de 12 mln eur.
- ▶ Además, de acuerdo con la nueva política de dividendos, el Consejo ha acordado **distribuir un segundo dividendo a cuenta por importe de 32 mln eur, equivalentes a 0,13 euros brutos por acción (~4% RPD)**, que se abonará el próximo 12 de agosto y que se suma a los 13 mln eur ya distribuidos en mayo.
- ▶ **El Tribunal Supremo ha notificado que en el mes de octubre resolverá el primer recurso de casación presentado en contra de las sentencias de la Audiencia Nacional que anulan la prórroga de la concesión de Pontevedra hasta**

2073. Es previsible que la sentencia se publique durante el último trimestre del ejercicio.

- ▶ A la vista de los datos del caudal ecológico del río Lézé, el pasado miércoles 20 de julio, la Sociedad decidió **iniciar la suspensión temporal de la actividad de la biofábrica de Pontevedra**. Aunque a día de hoy es imposible determinar la duración de la parada y su efecto sobre la producción, Ence estima que la situación tendría que prolongarse durante más de un mes para que pudiera llegar a tener un impacto material en los resultados del ejercicio.
- ▶ En la **conferencia de resultados (miércoles 27 de julio a las 16h.)** prestaremos especial atención a **1) expectativas sobre el mercado de la celulosa** tras las fuertes subidas experimentadas los últimos meses; **2) guía de cash cost** por la prolongación de las tensiones inflacionistas y los problemas logísticos a nivel global; **3) expectativas sobre la resolución del proceso judicial** que afecta a la planta de Pontevedra y condiciona la evolución estratégica de la Compañía; **4) detalle sobre el anuncio de “reciclar” la central térmica de As Pontes** en una bioplanta para la recuperación, desarrollo y producción de nuevos biomateriales; **5) evolución y novedades** sobre la implementación de “Navia excelente” y oportunidades de crecimiento en renovables (almacenamiento, subastas, etc.); y **6) detalles sobre la suspensión de la actividad en 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) y Almagro (asesor registrado). Asimismo, tiene un contrato de servicios bancarios, inversión y/o gestión con Grupo Ezentis, S.A., Atrys Health, Making Science, Almagro y 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: 79% Sobreponderar, 14% Mantener y 7% Infraponderar