

Primeras impresiones

Ence 9M20: la debilidad en precios lastra márgenes y resultados.

Miércoles, 28 de octubre de 2020

Ence ha presentado resultados correspondientes a 9M20, en línea con nuestras estimaciones y mejorando ligeramente las del consenso en ventas y EBITDA, presentando caídas del 10% en ventas a nivel consolidado en el acumulado del año, con los ingresos por ventas de celulosa cayendo -18% i.a. 9M20, pese al crecimiento en el volumen vendido, y +17% i.a. en energía 9M20, gracias a la aportación de las nuevas plantas de biomasa de Huelva y Ciudad Real, operativas desde febrero y marzo respectivamente.

En términos consolidados, la caída del EBITDA alcanza el 60% i.a. tanto en el 3T20 como en el acumulado del año, en línea con el 2T20 y mejorando residualmente vs 1T20, con unos márgenes muy penalizados por los bajos precios tanto de la celulosa como del pool energético.

En la parte baja de la cuenta, las mayores amortizaciones en el negocio de energía por la incorporación de las nuevas plantas superan nuestras estimaciones. Con los gastos financieros creciendo un 9% i.a. 9M20 por el incremento de la deuda y el acceso a las líneas de financiación, el EBIT ahonda su caída hasta -33,7 mln eur 9M20 y -13 mln eur 3T20. Igualmente, el resultado neto registra pérdidas por tercer trimestre consecutivo, esperamos tocando suelo.

Los resultados no sorprenden nuestras estimaciones ni las del consenso, en un contexto de elevada debilidad en los precios de la pulpa, que llevan un año estancados en mínimos de 2017, y donde los precios del pool, pese a su recuperación durante el 3T20, tampoco ayudan.

No esperamos un gran impacto en cotización por lo descontado de los malos resultados, a la espera de encontrar catalizadores en forma de mayores precios de la materia prima y/o mejoras de eficiencia por parte de la Compañía.

Ence ofrece conferencia con analistas a las 16.00.

Sobreponderar y P.O. en revisión.

ence ENERGÍA & CELULOSA										Sobreponderar	
(min de euros)	3T19	3T20	Var		9M19	9M20	Var		2019	2020 R4e	Var 20
			3T20/3T19	Var vs R4e			9M20/9M19	Var vs R4e			R4e/19
Ventas	201,1	165,1	-18%	5%	586,9	526,9	-10%	1%	735,3	699,3	-5%
Celulosa	154	111	-28%	2%	462	379	-18%	0%	572	504	-12%
Energía	48	55	14%	11%	128	151	17%	4%	168	201	19%
EBITDA	34,5	13,8	-60%	-1%	126,6	49,5	-61%	0%	127,0	71,8	-43%
Margen EBITDA	17%	8%	-8,8pp	0,4pp	22%	9%	-12,2pp	0,2pp	17%	10%	-7,0pp
EBIT	9,2	-12,9	nr	115%	56,0	-33,8	nr	26%	32,4	-26,6	nr
Margen EBIT	5%	-8%	-12,4pp	4,0pp	10%	-6%	-16,0pp	1,2pp	4%	-4%	-8,2pp
Beneficio neto	2,7	-16,6	nr	100%	27,9	-41,9	nr	25%	9,2	-38,0	nr
BPA					0,11	-0,17	nr	25%	0,04	-0,15	nr
Deuda Neta					518,6	556,3	7%	3%	512,7	634,4	24%
DN/EBITDA (x)					2,5	11,1	339%	3%	4,0	8,8	119%

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 16,6 mln eur en el 3T20 y 42 mln eur 9M20.**

Primeras impresiones

- ▶ En el **negocio de celulosa**, las ventas crecen un 7,4% i.a. en el 9M20, reflejando a las ampliaciones de capacidad llevadas a cabo en 2019, que aportan un crecimiento de producción del 2,2% i.a. 9M20. En el 3T20 las ventas caen un 11% i.a., tras las paradas técnicas llevadas a cabo en julio y pese a la caída en inventarios de 14.600 t. El precio medio de venta se reduce un 26% i.a., en línea con la caída de los precios de la pulpa que continúan en niveles bajos. Por su parte, el coste de producción por tonelada (*cash cost*) mejoró nuestras estimaciones, cayendo un 3,3% i.a. hasta los 372,8 eur/t, lo que resulta en un **EBITDA negativo de -1,8 mln eur**, con un importante deterioro en márgenes. Un mayor gasto financiero deja el **resultado neto en una pérdida de 16,8 mln eur** por quinto trimestre consecutivo que esperamos suponga un punto de inflexión en el negocio.
- ▶ Por su parte, en el **negocio energético**, el volumen de energía vendida crece un 27% i.a., apoyado en la plena incorporación de las nuevas plantas de biomasa en Huelva y Ciudad Real. El precio medio de venta se redujo un 11% i.a., consecuencia de los bajos precios del *pool*, -20% i.a., lo que deja un crecimiento en **ventas y EBITDA en 9M20 del 17% i.a. y 2% i.a. respectivamente**, ligeramente por encima de nuestras estimaciones, con los márgenes cayendo ligeramente. En la parte baja de la cuenta, unas mayores amortizaciones debido a las nuevas plantas y unos gastos financieros estables dejan, el **resultado neto del negocio de Energía Renovable en una pérdida de 0,7 mln eur**.
- ▶ La deuda crece hasta los 556 mln eur, de los cuales 350 mln eur corresponden al negocio de celulosa y 205 mln eur a energía, **lo que se traduce en un ratio DNEBITDA de 11x** (vs 2,5x 3T19). De acuerdo su compromiso de mantener un nivel de endeudamiento <2,5x, la Compañía suspendió en febrero 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. Adicionalmente, con el objetivo de maximizar la liquidez, Ence ha ampliado sus líneas de financiación en 172 mln eur, ha negociado el aplazamiento a 2021 de pagos por inversiones por importe de 51 mln eur y ha aumentado el uso de las líneas de “factoring” y “confirming” disponibles, mejorando un 59% la caja disponible, hasta los 360 mln eur a 30 de septiembre, de los cuales 237 mln eur correspondían al negocio de Celulosa y 122 mln eur al de Energía Renovable.
- ▶ De cara a la **conferencia de resultados** (miércoles 28 de octubre a las 16.00h.) prestaremos especial atención a **1) expectativas sobre el mercado de la celulosa** tras un 2020 débil y con precios estancados; **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) expectativas sobre el negocio energético** y la posible entrada de un socio financiero que permita acelerar las inversiones en dicho segmento. Reiteramos nuestra recomendación de sobreponderar con P.O. en revisión

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 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

Del total de recomendaciones elaboradas por el Departamento de Análisis de Renta 4 Banco: 55% Sobreponderar, 33% Mantener y 12% Infraponderar.