

Primeras impresiones

Ence 3T21: sin sorpresas con fuerte impacto de coberturas.

Miércoles, 27 de noviembre de 2021

Pablo Fernández de Mosteyrín – Equity Research Analyst

Ence ha presentado unos resultados correspondientes al 3T/9M2021 en línea con nuestras estimaciones y las del consenso, sin grandes sorpresas, con las ventas consolidadas creciendo un +31% i.a. en 3T y +12% i.a. en el acumulado del año, muy apoyadas por el crecimiento en celulosa, +66% i.a. en 3T21 gracias a los mayores precios de venta. A nivel EBITDA, el crecimiento es del +92% i.a. en 3T y del 75% i.a. en 9M21 por la baja base comparativa, aunque el impacto de las coberturas y las provisiones y deterioros derivados de la sentencia de la AN, impiden la vuelta a beneficios de la Compañía, que registra unas pérdidas de 4 mln eur en 3T21 y 192 en 9M21 vs -42 mln eur y -80 mln eur en 2020 respectivamente.

A nivel operativo, las ventas en el negocio de celulosa crecen +66% respecto al 3T2020 y un +25% i.a. en el acumulado del año gracias al impulso de las ventas de celulosa (+75% i.a.) y de energía ligada al proceso celulósico (+31% i.a.). Por su parte, el EBITDA del negocio se mantiene en línea con el 2T21 hasta los 30,5 mln eur vs -2 mln eur 3T20 y 71,4 mln eur en 9M21 vs 7 mln eur 9M20, impulsado por el mayor volumen de toneladas vendidas (+10%) y, especialmente, el mayor precio de venta (+60% i.a.) aunque sufriendo el fuerte impacto por las coberturas sobre el precio de la celulosa contratadas el año pasado, que se traducen en una liquidación negativa de 21,3 mln eur en 3T21 y 31,4 mln eur en 9M21, mientras las coberturas de tipo de cambio no tuvieron efecto en el 3T21 y alcanzan los +3 mln eur en el acumulado del año.

En cuanto al negocio de energía renovable, el volumen de energía vendida en 3T21 se redujo un 10% i.a. debido principalmente a la venta de la planta termosolar de Puertollano en diciembre de 2020, -3% i.a. en términos comparables, y a la menor contribución de la planta de Huelva 50MW que estuvo parada durante el 2T y 3T debido a una avería detectada en el generador tras su revisión anual, y que ha vuelto a arrancar satisfactoriamente durante el mes de octubre. Pese a las históricas subidas en el precio del pool, el EBITDA del 3T21 resulta en un saldo negativo de 3,6 mln eur vs +10 mln eur 3T20 y +14,4 mln eur vs +28,2 mln eur en 9M20 debido al impacto de las coberturas que tuvieron un impacto negativo de 15 mln eur en 3T y -20 en 9M21.

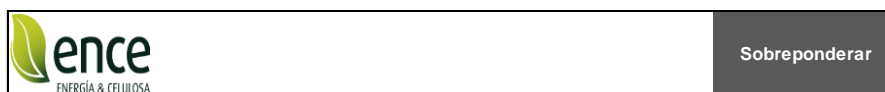
Ante la menor incertidumbre relacionada con la evolución del COVID-19 y tras la venta del 49% edel negocio renovable en diciembre de 2020, la compañía amortizó anticipadamente 115 mln eur de préstamos bilaterales y redujo la disposición de líneas de “factoring” en 13,4 mln eur en 9M21, con el objetivo de reducir el coste financiero. Además, se refinanció la línea de crédito (RCF) del negocio, incrementando su saldo disponible hasta los 130 mln eur así como prestamos bilaterales con un saldo conjunto de 80 mln eur, extendiendo sus vencimientos hasta 2026. De este modo, la deuda neta asciende a 151 mln eur, de los que 18 mln eur correspondían al negocio de Celulosa y 133 mln eur al de Energía Renovable.

La Compañía celebrará conferencia call con analistas e inversores hoy miércoles 27 a las 16.00, donde esperamos más detalles acerca del proceso de venta de su cartera de proyectos fotovoltaicos de 373 MW anunciado la semana pasada.

Además, recordamos que la Compañía ha recurrido ante el Tribunal Supremo las dos primeras sentencias dictadas por la Audiencia Nacional que anularon la prórroga de la concesión de los terrenos sobre los que se asienta la biofábrica de Pontevedra, y recurrirá la tercera sentencia hasta agotar todas las vías jurídicas en defensa de la legalidad de la prórroga de la concesión.

No esperamos impacto relevante en cotización.

Reiteramos recomendación de SOBREPONDERAR y P.O. 3,90 eur/acc.



(mln de euros)	3T20	3T21	Var 3T21/3T20	Var vs R4e	Var vs Consenso	2020	2021 R4e	Consenso
Ventas	165,0	216,1	31%	-7%	33%	707,0	795,5	826,0
Celulosa	111	184	66%	-2%	-2%	505	640	613
Energía	55	33	-40%	-14%	-17%	205	158	183
EBITDA	13,7	26,3	92%	-4%	-6%	72,8	189,9	146,3
Margen EBITDA	8%	12%	3,9pp	0,3pp	-5,1pp	10%	24%	18%
Beneficio neto	-16,6	-4,0	n.r.	-3%	704%	-27,2	-138,0	-99,0
BPA rec.	-0,07	-0,02	n.r.	-3%	n.r.	-0,11	-0,56	-0,40
Deuda Neta	556,3	151,2	-73%	-14%	-9%	177,7	179,3	190,8
DN/EBITDA (x)	11,3	1,4	-88%	-9%	-7%	2,4	0,9	1,3

Destacamos:

- ▶ **En el negocio de celulosa, la producción** aumentó un 19% i.a. en línea con nuestras estimaciones, mientras que las toneladas vendidas se incrementaron un +10% i.a., hasta las 259.230 t, acumulando unas 5.500 t en inventario, que se mantienen en línea con su media histórica.
- ▶ La recuperación del precio de la celulosa, tras un 2020 en mínimos históricos, llevó los precios de materia prima hasta una media de 1.136 USD/t, +67% i.a., lo que supone un **precio medio de venta de 613 eur/t** en 3T21, lo que impulsa **las ventas del trimestre un 66% i.a.**, en línea con nuestras estimaciones.
- ▶ El **cash cost queda por debajo de nuestras estimaciones 380 eur/t** vs 385 eur/t R4e, registrando un aumento del 2% i.a. por el incremento del coste de la madera, que aumentó +9,4% i.a. consecuencia del incremento de la prima vinculada al precio de la celulosa y el mayor coste de transporte de madera procedente del sur de España para paliar la menor capacidad temporal de corta en Galicia. Estos aumentos se vieron parcialmente compensado por menores costes de transformación y estructura, derivados de la dilución de costes fijos.
- ▶ Las **coberturas del tipo de cambio** no tuvieron impacto en 3T21, mientras que las **coberturas del precio de la celulosa** resultaron una liquidación negativa de 21 mln eur.
- ▶ De este modo, alcanza un **EBITDA 3T21 de 30,5 mln eur**, ligeramente por debajo de nuestras estimaciones, creciendo un +92% i.a. en 3T y 75% i.a. en 9M21 por la baja base comparativa.
- ▶ La compañía amortizó anticipadamente 115 mln eur de préstamos bilaterales y redujo la disposición de líneas de “factoring” en 13,4 mln eur en 9M21, con el objetivo de reducir el coste financiero. Además, se refinanció la línea de crédito (RCF) del negocio, incrementando su saldo disponible hasta los 130 mln eur así

Primeras impresiones

como prestamos bilaterales con un saldo conjunto de 80 mln eur, extendiendo sus vencimientos hasta 2026. La deuda bruta continúa reduciéndose hasta 328 mln eur (313 mln eur ex-arrendamientos) con más de 300 mln eur en caja, lo que resulta en un ratio DN/EBITDA de 0,2x.

- ▶ La cuenta de resultados recoge el **impacto de la sentencia de la AN registrando deterioros de activos y provisiones de gastos que no supondrán una salida de caja por importe neto de 148 mln eur**, junto con una **provisión de 42 mln eur** para hacer frente a los costes estimados **por el potencial desmantelamiento de la biofábrica** y una **provisión de 6 mln eur para hacer frente a los costes estimados por la potencial cancelación de contratos**. El coste de un procedimiento de reestructuración del excedente de mano de obra aún no ha sido provisionado, al no cumplirse los requisitos contemplados en la normativa contable para su reconocimiento.
- ▶ En **energía**, por su parte, el **volumen de energía vendida se redujo un 10% i.a.**, debido principalmente a la **venta de la planta termosolar de Puertollano** en diciembre de 2020 y la **nula contribución de la planta de Huelva 50MW**, que estuvo parada durante 2T y 3T21 debido a una avería detectada en el generador tras su revisión anual. y que ha vuelto a arrancar satisfactoriamente durante el mes de octubre.
- ▶ Pese a las históricas subidas en el precio del pool, el **precio medio de venta se redujo un 31% i.a. en 3T21 como consecuencia del efecto de las ventas contratadas a precio fijo**, unido al de los límites fijados por el regulador (collar regulatorio). Estas coberturas supusieron una liquidación negativa de 15mln eur en 3T21 (equivalente a 43,8 €/MWh) y de 19,7 mln eur en 9M21 (equivalente a 19,7 €/MWh) contabilizados como menor precio medio de venta. Mientras que **la avería de la planta Huelva 50MW supuso una reducción de la retribución a la inversión de 1,4 mln eur**. Con todo ello, los ingresos del negocio de Energía se redujeron un 40% i.a. en 3T21 y un 21 i.a. en 9M21.
- ▶ Así, **EBITDA del 3T21 resulta en un saldo negativo de 3,6 mln eur vs +10 mln eur 3T20 y +14,4 mln eur vs +28,2 mln eur en 9M20**. En el lado positivo, destaca la reducción del 12% en las amortizaciones y en los gastos financieros como consecuencia de la desconsolidación de la deuda de la planta termosolar.
- ▶ La **deuda bruta** alcanza los 207,6 mln eur, con un saldo de efectivo de 65 mln eur, lo que resulta en una deuda **financiera neta de 144 mln eur**.
- ▶ **De cara a la conference call** (miércoles 27 a las 16h) prestaremos especial atención a **i)** nuevos detalles acerca del proceso de **venta de su cartera de proyectos fotovoltaicos** de 373 MW anunciado la semana pasada, **ii) novedades** acerca de los recursos presentados ante el Tribunal Supremo o sobre la posibilidad de adscribir la biofábrica al puerto de Marín; y **iii)** perspectivas sobre sobre la evolución del **mercado de la celulosa y guía** de cara al resto del año y para 2022.

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 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 Inmobiliaria Colonial, Clínica Baviera, Castellana Properties (asesor registrado), Rovi, Millenium Hotels (asesor registrado), Gigas (asesor registrado), Almagro (asesor registrado) y Elecnor; asimismo, tiene un contrato de servicios bancarios, inversión y/o gestión con Grupo Ezentis, S.A., Atrys Health, Almagro y Renta Corporación Real Estate SA, y cobertura de Análisis en Clínica Baviera, 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: 63% Sobreponderar, 31% Mantener y 6% Infraponer.