

ANÁLISIS Y MERCADOS

Ence

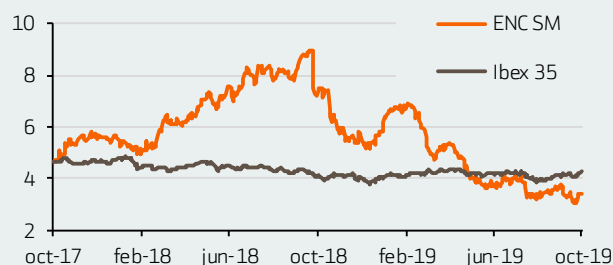
Neutral

Las malas noticias están descontadas, elevamos recomendación a Neutral (desde Vender)

Precios a 17 de octubre 2019, 17:35h

Precio (€)	3,45	Nº acciones (Mn)	246,3	
Precio objetivo (€)	4,05	Capitalización Mn€	849,6	
Potencial (%)	17,4	Vol. Diario (Mn€)	9,1	
Ticker Bloomberg	ENC SM	Free-float (%)	57,0	
(Mn€)	2018	2019e	2020e	2021e
Bº neto atribuible	129,1	17,6	39,4	55,9
% inc.	40,7	-86,3	123,5	41,8
EBITDA	290,9	147,1	191,9	215,1
% inc.	34,6	-49,4	30,5	12,1
BPA (€)	0,52	0,07	0,16	0,23
% inc.	40,7	-86,3	123,5	41,8
DPA (€)	0,26	0,05	0,08	0,11
% inc.	40,6	-80,6	57,0	41,8
PER (x)	4,8	48,2	21,5	15,2
VE/EBITDA	3,2	9,8	7,5	6,2
Rentab. divdo.	10,5	1,5	2,3	3,3
P/VC (x)	0,9	1,3	1,2	1,2

Evolución bursátil (€)



Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	-5,9	-11,7	-54,2
Relativo	-9,7	-13,5	-58,0

Fuente: Bloomberg y Bankinter Securities Research

Los puntos negativos ya están descontados

Nuestra valoración de Ence indica que las **noticias negativas que esperamos para 4T19 ya están descontadas** en la cotización. Revisamos nuestro **precio objetivo** a la baja a **4,05 €/acción** (celulosa 2,40 €/acción más biomasa 1,65 €/acción) desde 4,25€, ahora es para diciembre 2020e (anterior diciembre 2019e). Supone un potencial de +17,4% y **elevamos nuestra recomendación a Neutral** desde Vender. Creemos que el ciclo de la celulosa puede cambiar al alza en 2020e y que si se despeja esta incertidumbre, será un **catalizador** que nos impulsará a revisar nuevamente nuestra opinión.

El ciclo de la celulosa cambió a bajista en 2019

La **cotización de Ence ha perdido** en los últimos doce meses -54% absoluto y -58% en relativo al Ibex-35. Los principales factores que han motivado este comportamiento han sido el **cambio a negativo del ciclo de la celulosa**, cuyos precios han caído -32% en 2019 a 702 \$/t desde 1.026 \$/t a final de 2018, un **incremento de +6% en el coste de producción**, las **pérdidas por coberturas de tipo de cambio** y la **incertidumbre sobre la fábrica de Pontevedra** cuya concesión puede terminar anticipadamente en 2033. Esperamos que los **resultados 3T19e nuevamente reflejen el entorno desfavorable**. Prevemos que en 3T19 el EBITDA caerá a 33,5 Mn€ (-60%) y el beneficio neto a 2,7 Mn€ (-93%).

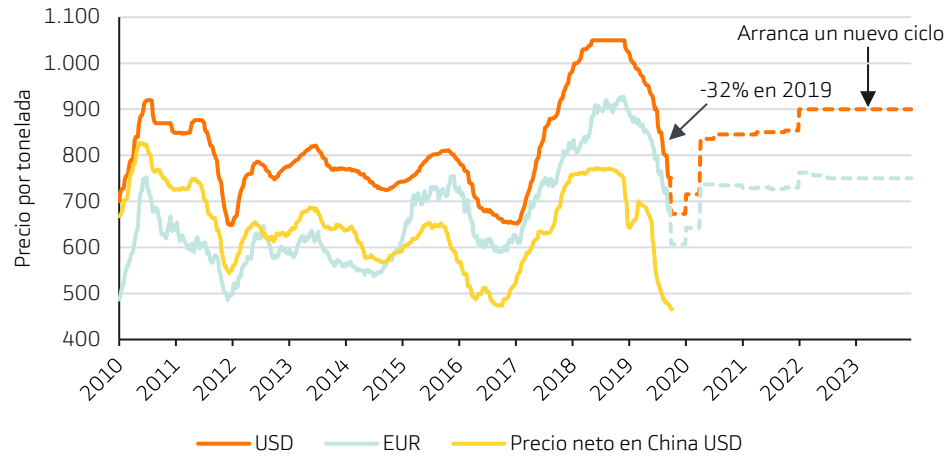
Esperamos más noticias negativas en 4T19

Tras el previsible **deterioro del beneficio neto** en 3T19e, esperamos que Ence tenga **pérdidas netas** de -9,6 Mn€ en 4T19e por una nueva caída de resultados en celulosa y por **no alcanzar su objetivo de EBITDA 2019 de €65-70 Mn€ en el negocio de biomasa** (nuestra estimación es 55 Mn€). Creemos que la compañía va a **posponer 525 Mn€ de inversiones en celulosa absorbente y viscosa** inicialmente previstas para iniciarse a finales de 2019 y así poder cumplir su objetivo de endeudamiento. Esperamos que **no pague el segundo y tercer dividendo 2019** a no ser que modifique su política de *pay-out*, actualmente fijada en el 50%. En base al criterio de capitalización el valor puede ser **excluido del índice Ibex-35** en la revisión de diciembre 2019.

Pedro Echeguren

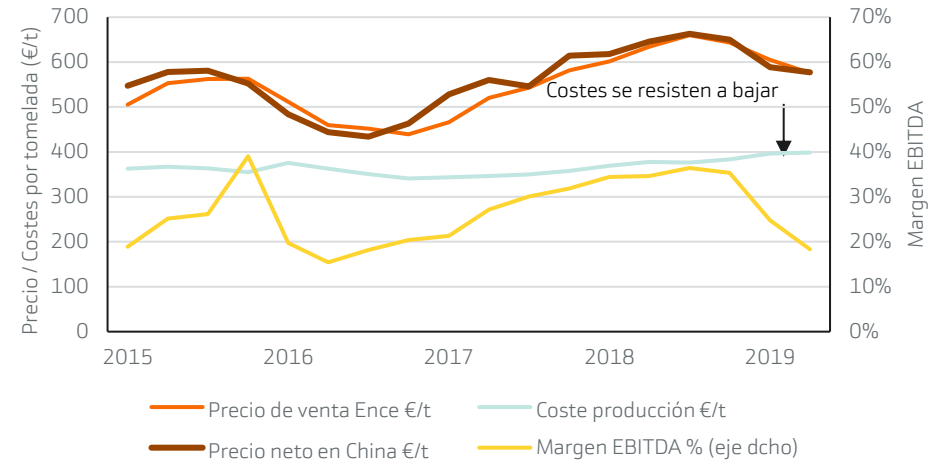
Cuatro indicadores a vigilar

Cuadro 1. Precio de la celulosa



Fuente: Bloomberg y Análisis y Mercados Bankinter

Cuadro 2. Celulosa: Principales magnitudes operativas



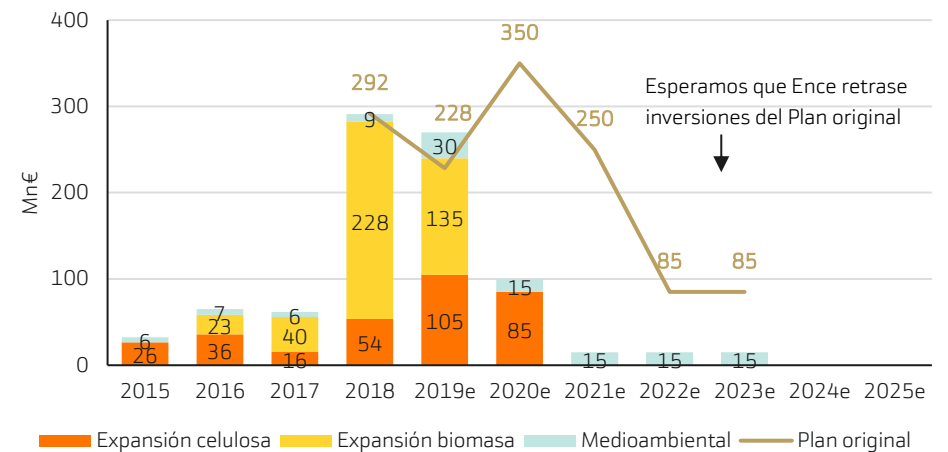
Fuente: Bloomberg, Compañía y Análisis y Mercados Bankinter

Cuadro 3. Tipo de cambio EUR USD



Fuente: Bloomberg y Análisis y Mercados Bankinter

Cuadro 4. Plan de inversiones

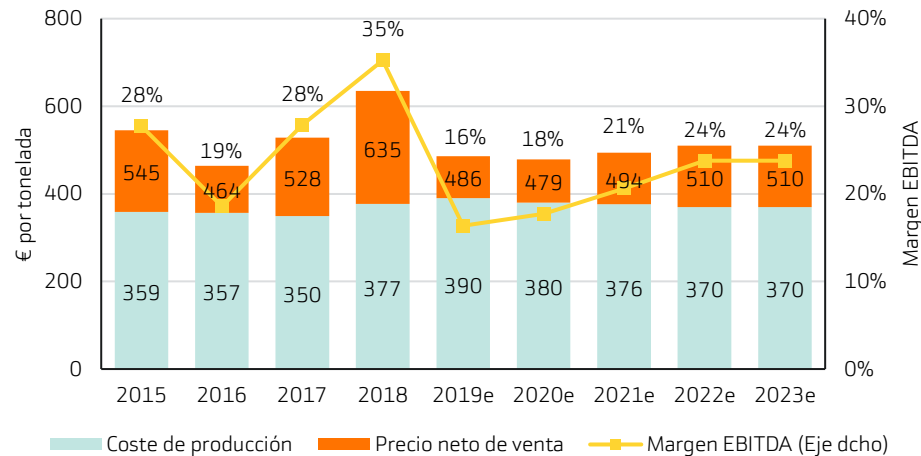


Fuente: Compañía y Análisis y Mercados Bankinter

Celulosa: La caída de los precios y otros factores han influido negativamente

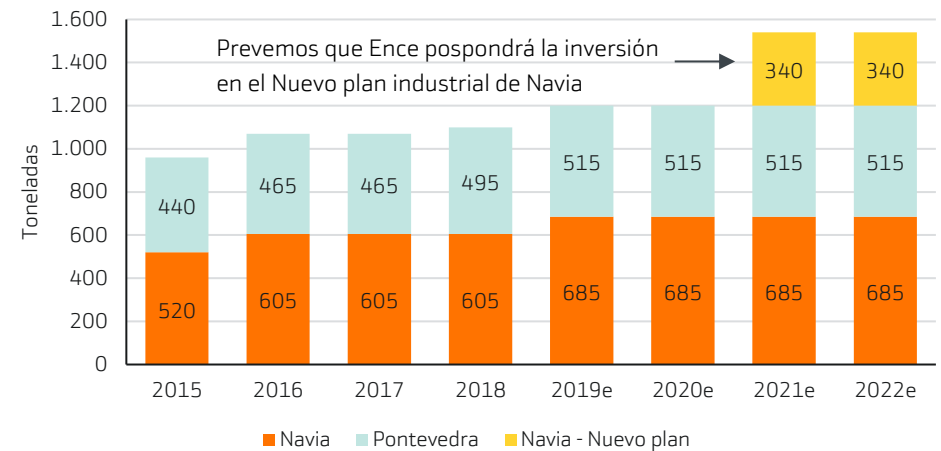
Los resultados de esta división se deterioran por la evolución adversa de varios factores clave a lo largo de 2019, el beneficio neto en 1S19 se redujo a €23,8 Mn€ (-56,7%). Los **precios de la celulosa BHKP** cayeron en 1S19 -12% más un -22% adicional entre julio y octubre hasta 702 \$/t. Además, su precio neto de venta disminuyó más que el precio de mercado tras incrementar el **descuento comercial** en 1S19 al 31% desde 28% en 2018. La evolución favorable del **EUR USD** en 1S19 (-6,7%) mitigó parcialmente estos dos efectos pero las **coberturas de tipo de cambio** generaron pérdidas de -14,7 Mn€ en 1S19 frente a +7,3 Mn€ en 1S18. Además, el **coste por tonelada vendida** en vez de disminuir siguiendo al precio de la celulosa, aumentó en 1S19 a 396 €/t, +5,9% debido a mayores costes por nuevas contrataciones, compras de madera y otros costes de transformación. Como consecuencia, el **EBITDA 1S19** de esta división cayó a 66,6 Mn€ (-42,1%) y el **margen EBITDA** trimestral al 24% (y 18% en 2T19) desde el 34% en 1S18. **Estimamos** que los **resultados 2S19** reflejarán este escenario y que el EBITDA caerá a €25,5 Mn€ (-80,5%). Esperamos un **nuevo ciclo en 2020e** y que el precio de la celulosa se recupere hasta 900 \$/t en 2022e. Creemos que la mejora de los precios y un plan de ajuste de costes contribuirán a una suave recuperación de resultados desde 2020e. Aunque lo tratamos con más detalle en otra sección, opinamos que Ence **retrasará las inversiones en celulosa absorbente y viscosa** previstas para iniciarse a finales de 2019 y así poder cumplir el objetivo de endeudamiento de esta división, DFN/EBITDA < 2,5x.

Cuadro 5. Celulosa: Precios de venta, coste y margen EBITDA



Fuente: Compañía y Análisis y Mercados Bankinter

Cuadro 6. Ampliaciones de la capacidad de producción

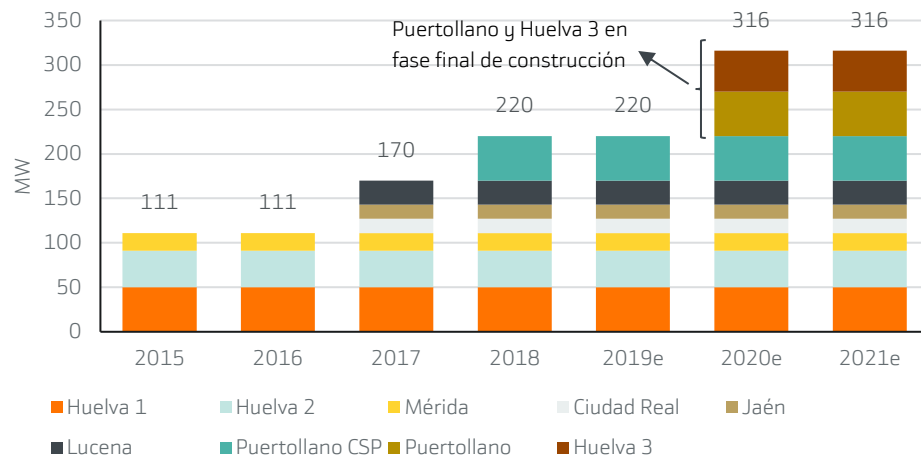


Fuente: Compañía y Análisis y Mercados Bankinter

Biomasa: Termina el ciclo inversor, no esperamos nuevas inversiones

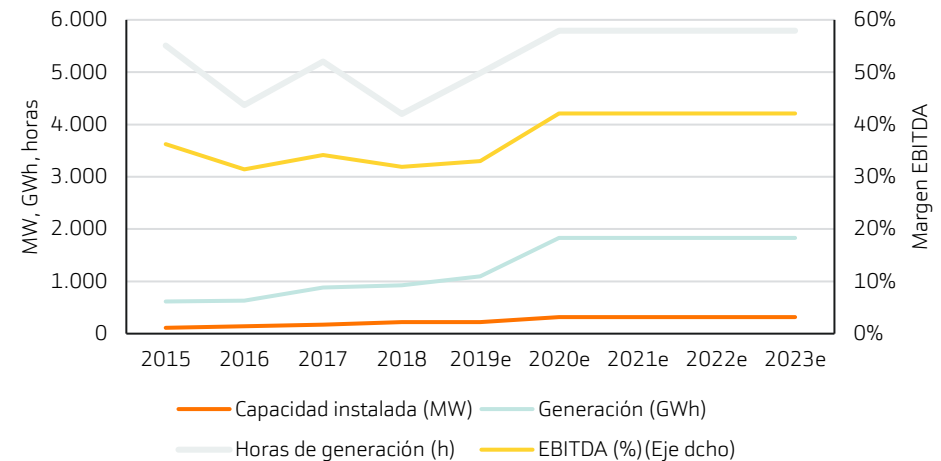
En los últimos tres años, Ence ha reforzado su actividad de generación de electricidad con biomasa (esta es independiente del proceso de fabricación de celulosa) con la adquisición de tres plantas y una central termosolar de concentración "CSP". Además, está terminando la construcción de dos plantas de biomasa que estimamos entrarán en producción en enero 2020. Con estos movimientos, casi se **triplicará la capacidad de generación** hasta 316 MW tras **invertir** unos 435 Mn€. La compañía prevé nuevas inversiones, pero nuestras estimaciones sólo consideran las nueve plantas en explotación y fase final de construcción. Esperamos que con las dos **nuevas plantas, más modernas, se aumente el promedio de horas de funcionamiento +14%** en 2020e frente al periodo 2015-2019e y que **el margen EBITDA mejore al 42%** frente al 33% de promedio en 2015-2019e. **La compañía prevé un EBITDA 2019 de 65-70 Mn€, nuestra estimación es 55 Mn€ (+21%)**. En 1S19 el EBITDA fue 25,6 Mn€, para alcanzar la previsión de Ence, el EBITDA debería aumentar +56% en 2S19. Esto sólo se produciría si la radiación solar mejorase notablemente en 2S (suele ser ligeramente superior a 1S) o las horas de funcionamiento de las plantas se elevasen muy por encima de nuestra hipótesis de +16%. Otra posibilidad sería adelantar la puesta en servicio de las plantas en construcción a 4T19 que estimamos incrementarán en 2020e el EBITDA en 30 Mn€ (nuestra estimación coincide con la empresa) y que en años sucesivos el EBITDA se mantenga sin cambios.

Cuadro 7. Biomasa: Evolución de la capacidad instalada



Fuente: Compañía y Análisis y Mercados Bankinter

Cuadro 8. Capacidad instalada, generación, EBITDA



Fuente: Compañía y Análisis y Mercados Bankinter

Esperamos que se retrasen las inversiones para fabricar nuevos productos de celulosa

El plan estratégico 2019–2023 presentado en 4T18 consideraba invertir 1.240–1.340 Mn€ en expansión entre 2019 y 2023. La inversión en la **división de celulosa** sería 625–725 Mn€ a distribuir entre nueva capacidad (105 Mn€), iniciar la fabricación de celulosa viscosa -se utiliza para confeccionar género textil- y celulosa absorbente -pañales e higiene- más capacidad adicional en las plantas de celulosa para abastecer a estos dos nuevos productos (395 Mn€) y actuaciones medioambientales (125-225 Mn€). La inversión prevista en la **división de biomasa** era 615 Mn€ para adquirir Puertollano CSP, terminar las dos plantas actualmente en construcción, adquirir o construir más centrales de biomasa y entrar en otras fuentes de energía. La inversión anual en mantenimiento es 30 Mn€.

Desde entonces, el **plan de inversiones se ha modificado**. Con la indefinición sobre la continuidad de la fábrica de Pontevedra a partir de 2033, Ence ha eliminado las actuaciones medioambientales previstas en dicha fábrica y las demás inversiones se trasladan a la fábrica de Navia.

El Plan estratégico se elaboró en un entorno de mercado más favorable que el actual. Para cumplir los objetivos de endeudamiento y pay-out, Ence veía factible acometer invertir en nuevos tipos de celulosa si su precio se mantenía por encima de 850 \$/t. Como hemos comentado, el precio actual es 702 \$/t y los márgenes han disminuido desde que se anunció el plan. **Creemos que la compañía retrasará las nuevas inversiones industriales en celulosa viscosa y absorbente** previstas para 2019–2021. Así asegurará el cumplimiento de sus objetivos de endeudamiento y la política de dividendos. **Nuestra estimación de inversión en expansión 2019e-2023e es 643 Mn€, la mitad de lo previsto en el plan estratégico.**

Cuadro 9. Inversiones en expansión

Mn€	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	Estimación BKT	Plan estratégico
Nueva capacidad		105	85	-	-	-	190	105
Medioambiental		30	15	15	15	15	90	125-225
Plan industrial: viscosa y absorbentes		-	-	-	-	-	0	395
Celulosa	-	135	100	15	15	15	280	625-725
Compra planta CSP y construcción 2 plantas biomasa	228	135	-	-	-	-	363	615
Biomasa	228	135	-	-	-	-	363	615
Inversión en expansión	228	270	100	15	15	15	643	1.240-1.340
% de ventas	27,4	37,0	12,4	1,8	1,8	1,8	13,1	25,3-27,3

Fuente: Compañía y Análisis y Mercados Bankinter

Los resultados 3T19 reflejarán el entorno

Ence anunciará los **resultados a septiembre 2019** el 29 de octubre tras el cierre del mercado. El día 30 habrá un *conference call*. Esperamos que los resultados reflejen las dificultades del entorno.

Cuadro 10. Resultados trimestrales

Mn€	1T18	2T18	3T18	9M18	1T19	2T19	3T19e	9M19e	3T/3T (%)	9M/9M (%)
Ventas celulosa (t)	232.735	230.386	239.034	702.155	219.104	218.846	240.300	678.250	0,5	-3,4
Precio celulosa BHKP (US\$/t)	1.008	1.044	1.050		995	939	815		-22,4	
Precio celulosa BHKP (€/t)	823	872	904		875	836	734		-18,7	
Descuento promedio %	-27%	-27%	-27%		-31%	-31%	-32%		18,7	
Precio promedio celulosa (€/t)	601	635	660		605	576	499		-24,3	
Coste producción (€/t)	369,3	377,8	376,0		396,1	398,7	390,0		3,7	
Ventas celulosa	163,1	170,3	181,1	514,5	156,7	151,4	143,1	451,2	-21,0	-12,3
Venta biomasa	34,0	34,9	39,0	107,9	40,0	40,8	47,1	127,9	20,7	18,5
Ajustes	-0,9	-1,0	-0,8	-2,7	-1,1	-0,8	0,0	-1,9		
Ventas	196,3	204,0	219,4	619,7	195,6	190,6	190,2	576,4	-13,3	-7,0
EBITDA celulosa	54,1	57	70	181,1	38,9	27,7	16,5	83,1	-76,4	-54,1
EBITDA Biomasa	8,8	10,9	12,8	32,5	13,1	12,6	17,0	42,7	32,4	31,2
EBITDA	62,9	67,9	82,8	213,6	52,0	40,3	33,5	125,8	-59,6	-41,1
<i>Margen (%)</i>	<i>32,0</i>	<i>33,3</i>	<i>37,7</i>	<i>34,5</i>	<i>26,6</i>	<i>21,1</i>	<i>17,6</i>	<i>21,8</i>		
Amortizaciones	-19,2	-18,6	-18,3	-56,1	-22,4	-22,4	-22,0	-66,8		
Deterioros	2,3	1,7	1,4	5,4	-0,5	2,1	0,0	1,6		
EBIT	46,0	50,9	59,9	156,8	29,2	17,8	11,5	58,5	-80,9	-62,7
Financieros	-5,8	-21,9	-3,5	-31,2	-5,4	-7,0	-6,5	-18,9		
BAI	40,1	29,1	56,5	125,7	23,7	10,9	5,0	39,6	-91,2	-68,5
Impuestos	-10,3	-7,6	-14,3	-32,2	-5,6	-2,5	-1,2	-9,3		
Minoritarios	-0,3	-0,7	-0,8	-1,8	-0,8	-0,6	-1,0	-2,4		
Beneficio neto	29,5	20,8	41,4	91,7	17,3	7,7	2,7	27,7	-93,4	-69,8
Cash flow de explotación	37,7	57,2	73,7	168,6	53,3	28,4	29,9	111,6	-59,5	-33,8
Inversiones	-18,7	-65,8	-53,3	-137,8	-91,7	-73,7	-85,0	-250,4	59,5	81,7
Cash flow libre	19,0	-8,6	20,4	30,8	-38,4	-45,3	-55,1	-138,8	-370,3	-550,8
Dividendos	0,0	-16,2	-25,5	-41,7	0,0	-14,1	-12,4	-26,5	-51,4	-36,5
Otros	14,8	-0,1	-0,1	14,6	-0,2	-10,4	0,0	-10,6		
Variación deuda financiera neta	-33,8	24,9	5,2	-3,7	38,6	69,8	67,5	175,9		
Deuda financiera neta	125,6	152,3	156,8	156,8	400,1	464,8	532,3	532,3	239,5	239,5
DFN/EBITDA año móvil (x)	0,5	0,6	0,6	0,6	1,4	1,8	2,6	2,6		

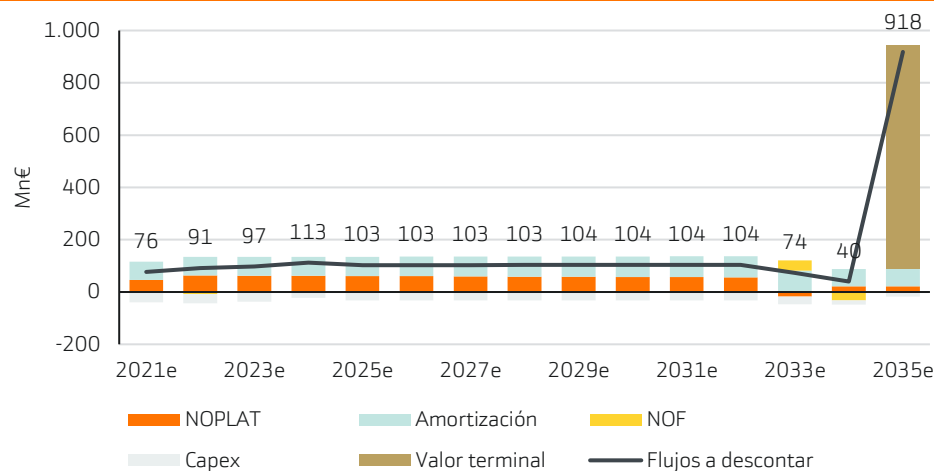
Fuente: Compañía y Análisis y Mercados Bankinter

Modelo de valoración

Celulosa

- Producción. Incluimos la capacidad actual, el incremento en curso en Navia, las inversiones reseñadas en el cuadro 9 y mantenimiento.
- Precios. Estimamos que la celulosa tocará suelo en 4T19e, que habrá una suave recuperación a partir de 2020e, que no se alcanzarán los precios máximos de 4T18 y se mantendrá el descuento comercial de -32%. Utilizamos la estimación EUR USD de Bloomberg (cuadro 3).
- Fábricas. Asumimos que la fábrica de Pontevedra cesará su actividad en 2033 y que será desmantelada con un coste monetario de 100 Mn€, mientras que la fábrica de Navia se mantendrá en operación y que las inversiones previstas para Pontevedra se trasladarán a Navia.
- Sistema de valoración. Utilizamos un modelo de descuento de flujos de caja. Estimamos los flujos de Pontevedra hasta 2033 y 2035 para Navia. En ese año calculamos un valor terminal basado en un multiplicador sobre el flujo de caja libre de Navia. Utilizamos una tasa de descuento *WACC* de 8,3% y una tasa de crecimiento terminal "g" de 0%.
- Eliminamos el endeudamiento neto previsto para 2020e, las provisiones y el *factoring*. No consideramos dilución por el bono convertible ya que asumimos que a la cotización actual y precio objetivo los bonistas no acudirán a la conversión (precio de conversión 7,26€/acción).
- Nuestra valoración del negocio de celulosa son 591 Mn€ que equivale a un precio objetivo para diciembre 2020 de 2,40 €/acción. Nuestro precio objetivo anterior era 2,60 €/acción para diciembre 2019.

Cuadro 11. Descuento de flujos de caja



Fuente: Análisis y Mercados Bankinter

Cuadro 12. Valoración

	Mn€	€/acción
Celulosa		
WACC	8,3%	
g	0,0%	
VAN de los flujos a descontar = Valor Empresa	1.056	4,28
Capacidad (Mn toneladas)	1,2	
VE (Mn€ por tonelada)	880	
Menos Deuda financiera neta Dic. 2020e	-335	-1,36
Menos Provisión Dic. 2020e	-25	-0,10
Menos Otros Dic. 2020e	-10	-0,04
Menos Factoring	-95	-0,39
Menos Valor Minoritarios Dic 2020e	-	-
Acciones emitidas (Mn)	246,3	
Valoración del capital - Precio objetivo diciembre 2020	591	2,40

Fuente: Análisis y Mercados Bankinter

Biomasa

- Capacidad. Incluimos 220 MW operativos más 96 MW de biomasa en Puertollano y Huelva 3 en fase final de construcción.
- Generación. Hemos modelizado un promedio de 5.792 horas anuales una vez conectados las dos nuevas plantas, lo que supone una generación anual de 1.830 GWh.
- Precios. Estimamos un precio en el pool eléctrico de 48 €/MWh. El promedio 2015-2018 fue 49,8 €/GWh.
- Márgenes. Modelizamos un margen EBITDA del 42% en 2020e y años sucesivos bajo la hipótesis que las plantas de biomasa prácticamente alcanzarán el máximo de horas de funcionamiento sujetas a la percepción del incentivo Ro, que las dos nuevas plantas serán más eficientes que las actuales y que la rentabilidad garantizada por el regulador apenas disminuirá en la revisión para el periodo que se iniciará en 2020.
- Sistema de valoración. Utilizamos un modelo de descuento de flujos de caja con un WACC de 6,6%. Para el cálculo del flujo terminal, estimamos el valor fijado por el regulador a los activos que perciben Ri y Ro y el valor neto contable las dos plantas nuevas.
- Eliminamos el endeudamiento neto previsto para 2020e, las provisiones y nuestra estimación del valor de las participaciones minoritarias.
- Nuestra valoración del negocio de biomasa son 370 Mn€ que equivale a un precio objetivo para diciembre 2020 de 1,60 €/acción, sin cambios respecto a nuestro precio objetivo anterior.

Cuadro 13. Descuento de flujos de caja

Mn€	2021e	2022e	2023e	2024e
EBIT	42	41	41	40
Tipo impositivo	-25%	-25%	-25%	-25%
NOPLAT	31	31	31	30
Amortización	44	44	44	45
Variación NOF	0	0	0	0
Inversión	-10	-10	-10	-10
Cash flow libre	65	65	65	65
Valor terminal				614
VE/EBITDA implícito				7,2
Flujos a descontar	65	65	65	679
Factor de descuento (x)	0,94	0,88	0,82	0,77
VAN de los flujos a descontar	61	57	54	525
Suma de VAN = VE	696			

Fuente: Análisis y Mercados Bankinter

Cuadro 14. Valoración

Biomasa	Mn€	€/acción
WACC	6,6%	
g	n.a.	
VAN de los flujos a descontar = Valor Empresa	696	2,83
Capacidad (MW)	316	
VE (€ por MW)	2,2	
Menos Deuda financiera neta Dic. 2020e	-230	-0,93
Menos Provisión Dic. 2020e	-10	-0,04
Menos Otros Dic. 2020e	-	-
Menos Factoring	-	-
Menos Valor Minoritarios Dic 2020e	-51	-0,21
Acciones emitidas (Mn)	246,3	
Valoración del capital - Precio objetivo diciembre 2020	406	1,65

Fuente: Análisis y Mercados Bankinter

Valoración por suma de partes

- Como mostramos en las dos páginas anteriores, valoramos separadamente los negocios de celulosa y biomasa y utilizamos estructuras de capital y tasas de descuento "WACC" distintas para cada negocio.
- Nuestra valoración por suma de partes indica un valor empresa de 1.752 Mn€ y una valoración del capital de 997 Mn€.
- Opinamos que el bono convertible en circulación no se convertirá (la conversión es a 7,26 €/acción) y no consideramos dilución.
- Nuestro precio objetivo para diciembre de 2020e es 4,05 €/acción.

Análisis de sensibilidad

- Consideramos dos variables susceptibles de modificar nuestra valoración del negocio de celulosa. Fijamos la valoración del negocio de biomasa en 1,65 €/acción.
- Precio promedio de la celulosa en \$/t. Estimamos (en \$/t) 810 en 2020e, 850 en 2021e y 900 en 2022e y años sucesivos. Consideramos un rango de variación del -10% a +10%.
- El WACC que asumimos para el negocio de biomasa es 8,3%. Consideramos un rango con saltos de +/- 0,5%.

Cuadro 15. Valoración por suma de partes

(Mn€)	Celulosa	Biomasa	Total
WACC	8,3%	6,6%	
Valor Empresa	1.056	696	1.752
Deuda financiera neta Dic. 2020e	-335	-230	-565
Provisión Dic. 2020e	-25	-10	-35
Factoring, Otros Dic. 2020e	-105	-	-105
Minoritarios 2020e	-	-51	-51
Valor Capital	591	406	997
Acciones en circulación (Mn)	246,3	246,3	246,3
Precio objetivo (€/acción)	2,40	1,65	4,05
Cotización (€)			3,45
Potencial			+17,4%

Fuente: Análisis y Mercados Bankinter

Cuadro 16: Análisis de sensibilidad

Variación precio celulosa	Precio objetivo (€)	WACC negocio celulosa				
		7,3%	7,8%	8,3%	8,8%	9,3%
+10%	7,27	6,73	6,25	5,82	5,44	
+ 5%	6,05	5,57	5,15	4,78	4,45	
Escenario base	4,82	4,41	4,05	3,73	3,45	
-5%	3,60	3,25	2,95	2,68	2,45	
-10%	2,37	2,10	1,85	1,64	1,45	

Metodología de valoración

Método de valoración

Valoramos por separado los negocios de celulosa y biomasa, diferenciando las tasas de descuento y estructura de capital. Hemos asumido que el bono convertible (160 Mn€) no se convertirá a su vencimiento al estar la acción por debajo del precio de conversión lo consideramos como deuda.

Hipótesis principales

Utilizamos una tasa de descuento del 8,3% para el negocio de celulosa y 6,6% para el de biomasa.

Escenarios de precio objetivo

Base €4,05

- Valoración negocio celulosa: 2,40 €/acción
- Valoración negocio biomasa: 1,65 €/acción

Positivo €6,25

- Mejora de +10% en los precios promedio de la celulosa para 2020e-2022e
- Rentabilidad garantizada en la revisión para el año 2020

Negativo €2,95

- Retroceso de -5% en los precios promedio de la celulosa para 2020e-2022e

Principales vectores

- Precio de la celulosa
- Costes de producción

Catalizadores

- Mejora de márgenes con las inversiones en nueva capacidad
- Apetito de los inversores por los activos de generación renovable

Riesgos

- Ciclicidad del negocio de la celulosa
- Revisión de las rentabilidades garantizadas para la generación con biomasa a partir de 2020

Cuadro 17. Cuenta de resultados

(Mn€)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Cuenta de resultados						
Ventas	605,4	740,3	832,0	729,6	805,4	833,3
% inc.	-8,8	22,3	12,4	-12,3	10,4	3,5
Coste de las mercancías vendidas	-267,1	-290,7	-292,9	-304,5	-344,8	-345,0
Margen bruto	338,3	449,6	539,1	425,0	460,7	488,3
Costes de explotación	-212,7	-233,6	-248,2	-278,0	-268,7	-273,2
EBITDA	125,6	216,0	290,9	147,1	191,9	215,1
% inc.	-34,5	72,0	34,6	-49,4	30,5	12,1
Amortización del inmovilizado	-52,8	-66,4	-81,3	-92,9	-111,5	-113,1
EBIT	72,7	149,6	209,6	54,2	80,4	102,0
% inc.	-45,4	105,8	40,0	-74,1	48,3	26,8
Resultado financiero	-21,9	-29,8	-36,3	-26,2	-23,5	-23,4
Puesta en equivalencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros resultados	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Beneficio antes de impuestos	50,8	119,9	173,2	28,0	56,9	78,6
Impuesto de sociedades	-12,3	-26,2	-41,6	-6,8	-13,9	-19,1
Operaciones discontinuadas	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Minoritarios	0,0	-1,9	-2,5	-3,5	-3,5	-3,5
Beneficio neto atribuible	38,5	91,8	129,1	17,6	39,4	55,9
% inc.	-22,6	138,6	40,7	-86,3	123,5	41,8
BPA (€)	0,15	0,37	0,52	0,07	0,16	0,23
% inc.	-22,6	142,4	40,7	-86,3	123,5	41,8
DPA (€)	0,08	0,19	0,26	0,05	0,08	0,11
% inc.	-44,9	135,8	40,6	-80,6	57,0	41,8
Estado de flujo de caja						
Cash flow neto	91,3	158,2	210,4	110,5	150,9	169,0
% inc.	-15,7	73,2	33,1	-47,5	36,6	12,0
Variaciones de NOF	81,6	-12,3	49,5	-15,7	-2,3	-4,3
Capex	-58,9	-70,3	-309,1	-331,4	-130,0	-45,0
Cash flow libre	114,0	75,5	-49,2	-236,6	18,6	119,7
Remuneración al accionista	-32,7	-39,8	-69,9	-25,7	-15,8	-26,3
Otras variaciones	-58,4	29,5	-32,6	3,0	3,6	3,6
Variación de caja	22,9	65,2	-151,7	-259,2	6,4	96,9

Fuente: Compañía y Análisis Bankinter

Cuadro 18. Balance y márgenes

(Mn€)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Balance						
Activo fijo neto	787,6	790,3	1.129,8	1.385,9	1.404,4	1.336,3
Inmovilizado financiero	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Necesidades operativas de fondos (NOF)	-39,8	-27,4	-76,9	-61,2	-58,9	-54,6
Otros activos/(pasivos) neto	32,0	32,5	-44,2	-61,3	-61,3	-61,3
Capital empleado	779,9	795,4	1.008,7	1.263,4	1.284,2	1.220,4
Recursos propios	554,3	633,1	685,6	677,5	701,2	730,8
Minoritarios	7,2	9,1	18,3	21,8	25,4	28,9
Deuda financiera neta	218,3	153,2	304,8	564,0	557,6	460,7
Márgenes (%)						
Margen bruto/Ventas	55,9	60,7	64,8	58,3	57,2	58,6
EBITDA/Ventas	20,7	29,2	35,0	20,2	23,8	25,8
EBIT/Ventas	12,0	20,2	25,2	7,4	10,0	12,2
Ventas/Capital empleado	77,6	93,1	82,5	57,7	62,7	68,3
EBITDA/Capital empleado	16,1	27,2	28,8	11,6	14,9	17,6
ROCE	9,3	18,8	20,8	4,3	6,3	8,4
ROE	6,9	14,5	18,8	2,6	5,6	7,7
Endeudamiento (x)						
Deuda financiera neta/Capital empleado	0,3	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4
Deuda financiera neta/EBITDA	1,7	0,7	1,0	3,8	2,9	2,1
EBIT/Resultado financiero	3,3	5,0	5,8	2,1	3,4	4,4

Fuente: Compañía y Análisis Bankinter

Cuadro 19. Accionistas principales

Juan Luis Arregui:	29,4%
Víctor Urrutia:	6,2%
José Ignacio Comenge:	5,7%
Invesco:	1,1%
Autocartera:	1,3%

Fuente: Compañía y Análisis Bankinter

Cuadro 20. Información de la compañía

Dirección:	C/ Beatriz de Bobadilla, 14 - 4ª planta 28040 Madrid España
Página Web:	www.ence.es
Presidente y Consejero delegado:	Ignacio de Colmenares
Director financiero:	Alfredo Avello
IR:	Alberto Valdés (Tel.: +34 913 420 980)

Fuente: Compañía y Análisis Bankinter

Cuadro 21. Ratios de mercado

(€)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
BPA (€)	0,15	0,37	0,52	0,07	0,16	0,23
% inc.	-22,6	142,4	40,7	-86,3	123,5	41,8
CFPA (€)	0,36	0,64	0,85	0,45	0,61	0,69
% inc.	-15,7	76,0	33,1	-47,5	36,6	12,0
DPA (€)	0,08	0,19	0,26	0,05	0,08	0,11
% inc.	-44,9	135,8	40,6	-80,6	57,0	41,8
VC/acción (€)	2,21	2,57	2,78	2,75	2,85	2,97
% inc.	-2,4	16,1	8,3	-1,2	3,5	4,2
ROE (%)	6,9	14,5	18,8	2,6	5,6	7,7
Precio (€)						
Máximo	3,32	5,85	9,05	n.a.	-	-
Mínimo	1,81	2,42	4,80	n.a.	-	-
Último	2,51	5,50	5,49	3,45	3,45	3,45
PER (x)						
Máximo	21,6	15,7	17,3	-	-	-
Mínimo	11,8	6,5	9,2	-	-	-
Último	16,3	14,8	10,5	48,2	21,5	15,2
Relativo	0,5	0,5	0,3	1,6	0,7	0,5
P/CF (x)						
Máximo	9,1	9,1	10,6	-	-	-
Mínimo	5,0	3,8	5,6	-	-	-
Último	6,9	8,6	6,4	7,7	5,6	5,0
Relativo	0,8	1,0	0,8	0,9	0,7	0,6
Rent. Dividendo (%)						
Máxima	4,4	7,7	5,5	-	-	-
Mínima	2,4	3,2	2,9	-	-	-
Última	3,2	3,4	4,8	1,5	2,3	3,3
Relativo	0,6	0,7	0,9	0,3	0,4	0,6
P/VC (x)						
Máximo	1,5	2,3	3,3	-	-	-
Mínimo	0,8	0,9	1,7	-	-	-
Último	1,1	2,1	2,0	1,3	1,2	1,2
Relativo	0,9	1,6	1,5	1,0	0,9	0,9

Fuente: Compañía y Análisis Bankinter

INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website: <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>
- Las metodologías de valoración más frecuentes aplicadas en nuestro análisis de compañías son las siguientes (lista no exhaustiva): VAN, FCF, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, ratios comparables, Valor Neto Liquidativo, Warranted Equity Value, PER Teórico

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos

NOTAS DE COMPAÑÍAS RECIENTEMENTE PUBLICADAS.-

Todas nuestras notas de compañías se encuentran disponibles en: [Link a los informes de compañías](#)

EQUIPO DE ANÁLISIS

Ramón Forcada - Director

Rafael Alonso - Bancos

Pedro Echeguren - Farma & Salud

Juan Moreno - Inmobiliarias

Ana de Castro - Seguros

Aránzazu Bueno - Eléctricas

Luis Piñas - Consumo

Juan Tuesta - Construcción & Tecnología

Pilar Aranda - Petróleo

Aránzazu Cortina - Industriales

Esther Gutiérrez de la Torre - Autos

Elena Fernández-Trapiella - Consumo

Tel.: 912759421

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por todo el Equipo:

- Macroeconomía
- Estrategia de Inversión
- Bonos
- Divisas
- Fondos de Inversión
- ETFs
- Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable