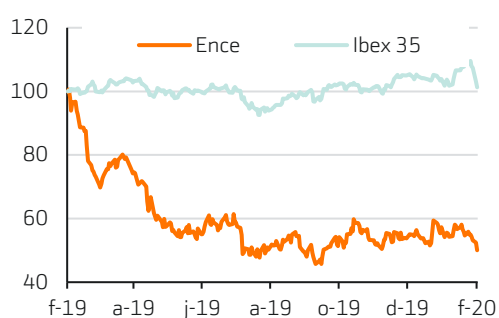


Sector: *Papel*Recomendación: **Neutral***Los resultados 2019 reflejan el momento bajista en el ciclo de la celulosa***Ence**Precio Objetivo: **4,05€**Analista: **Pedro Echeguren****Datos Básicos**

Precio (€)	3,37
Nº acciones (Mn)	246,3
Capitalización (Mn€)	830,4
Máx/Min (52 sem.)(€)	6,78 / 3,082
Cód. Reuters/Bloomberg	ENC.MC / ENC.SM

Mn€	2019	2020e	2021e	2022e
Bº neto grupo	9	27	58	63
% inc.	-92,9	190,3	118,4	8,0
EBITDA	127	170	213	220
% inc.	-56,3	33,7	25,4	3,6
BPA (€)	0,04	0,11	0,24	0,26
% inc.	-92,4	171,1	118,4	8,0
DPA (€)	0,05	0,05	0,12	0,13
% inc.	-80,6	6,3	118,4	8,0
PER (x)	84,3	31,1	14,2	13,2
VE/EBITDA (x)	10,8	8,1	6,0	5,4
Rentab. div. (%)	1,4	1,6	3,5	3,8
P/V (x)	1,3	1,2	1,1	1,1

Ratios	2019	2020e	2021e	2022e
DFN/EBITDA (x)	4,2	3,2	2,1	1,6
DFN/FF.PP. (x)	0,8	0,8	0,6	0,5
CF Op./DFN (%)	23,4	26,0	37,0	48,9
DFN/CE (x)	0,4	0,4	0,4	0,3
EBITDA/CE (x)	0,1	0,1	0,2	0,2
ROCE (%)	-1,5	3,8	6,5	7,3
ROE (%)	1,3	3,8	7,9	8,2

**Evolución bursátil**

Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	-7,6	-3,7	-50,3
Relativo	-7,1	-3,6	-51,2

**Accionariado**

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

Fuentes: *Bankinter Análisis y Mercados, Bloomberg, CNMV*

Ence ha registrado pérdidas en 4T19, reflejo del momento bajista en el ciclo de la celulosa y de la parada para añadir capacidad en la fábrica de Navia. El beneficio neto 2019 cae -91% debido a menores ventas de celulosa, menores precios y mayores coste de producción por tonelada. La división de biomasa crece en beneficios y amortigua la ciclicidad de la celulosa. Todo esto sucede durante un año de fuertes inversiones. Como consecuencia del *cash flow* libre negativo, la deuda neta se eleva a 4,0x EBITDA. La compañía ha anunciado que retrasa otras inversiones previstas en celulosa. Aunque esperamos una suave recuperación de resultados en 2020, mantenemos invariados nuestra recomendación en Neutral y precio objetivo de 4,05 €/acción. Vemos oportuno esperar hasta que el precio de la celulosa empiece su recuperación.

**2019 ha sido un año marcado por el ciclo bajista**

Las **ventas en 2019** caen a 735 Mn€ (-11,6%, consenso 746 Mn€), ventas **celulosa** 572 Mn€ (-17,9%), ventas **biomasa** 168 Mn€ (+21,0%). La división de celulosa está perjudicada por la caída en el precio de venta a 523 €/t (-32,9%) y un retroceso en toneladas vendidas a 910.499 t (-3,9%) a causa de una parada en 4T19 para ampliar capacidad en la fábrica de Navia. El **coste de producción de celulosa** aumenta a 397 €/t (+5,2%). Biomasa se beneficia de la incorporación de una central de concentración solar en Puertollano, la generación aumenta a 1.047 GWh (+13,3%). Las **principales cifras de 2019** son: **EBITDA** total 127 Mn€ (-56,3%, consenso 141 Mn€), **EBITDA** celulosa 75 Mn€ (-69,4%), **EBITDA** biomasa 52 Mn€ (+14,3%), **EBIT** 33 Mn€ (-84,5%), **BAI** 11 Mn€ (-91,3%), **beneficio neto** 9 Mn€ (-92,9%), **cash flow libre** 137 Mn€ (-33,2%), **cash flow** después de inversión de expansión -117 Mn€ (-45 Mn€ en 2018). **Inversiones** 284 Mn€ (-8,1%), dividido en expansión 255 Mn€ (-11%) y recurrente 30 Mn€ (+36,7%). La **deuda financiera neta** aumenta a 513 Mn€ (+68,2%) y el **ratio** DFN/EBITDA a 4,0x desde 2,5x en 3T19 (1,0x en 4T18). El **4T19 estanco** refleja la parada de Navia, mayores costes de producción por tonelada (+11,2%), mayor generación (+26,3%) y una caída del precio de la electricidad (-35,0%). Las **ventas** son 148 Mn€ (-30,2%), **EBITDA** 1 Mn€ (77 Mn€ en 4T18), **EBIT** -23 Mn€ (vs. 53 Mn€), **beneficio neto** -19 Mn€ (vs. 38 Mn€).

**Mirando hacia 2020**

Tras el 4T19, Ence deberá restablecerá su producción de celulosa y mejorar el coste por tonelada. Está por ver cuándo cambiará la tendencia negativa del precio de la celulosa, en 1T20 se ha mantenido constante. Ence añade dos nuevas centrales de biomasa en 1T19 (+43% de capacidad), lo que contribuirá a reforzar sus resultados.

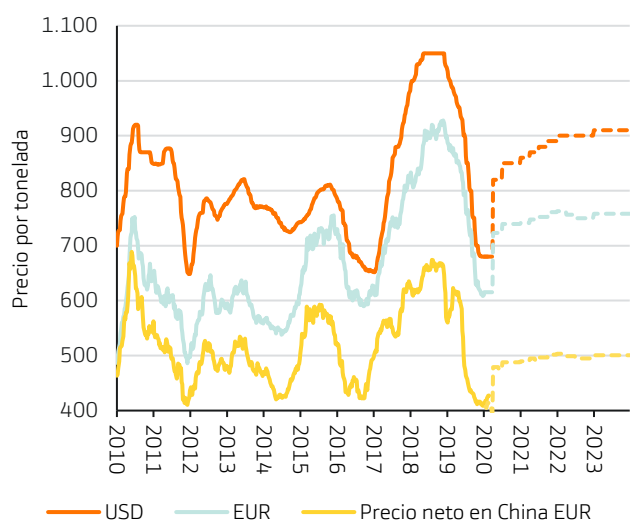
**Mantenemos nuestra recomendación en Neutral**

Creemos que los resultados impactarán en la cotización. **No modificamos nuestro precio objetivo para diciembre 2020e de 4,05 €/acción** ni nuestra recomendación **Neutral**. Aunque a precios actuales Ence puede sugerir valor, recomendamos esperar a que cambie la tendencia del precio de la celulosa.

## Cuatro indicadores a vigilar

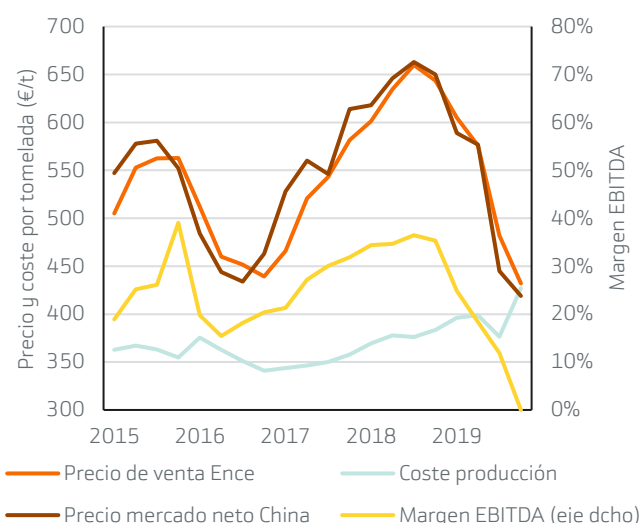
- El precio de venta de celulosa logrado por Ence cae -18%, por encima de la evolución del mercado (-13% en Euros). La cobertura de divisa a un cambio superior al tipo spot es un punto negativo. Los precios netos están en mínimos de los últimos nueve años. Tras mejorar el coste de producción por tonelada en 3T19, este se deteriora en 4T por el efecto adverso que supone la parada de la fábrica de Navia.
- 2019 ha sido nuevamente un año de fuertes inversiones, tanto en biomasa (construcción de dos centrales con una potencia conjunta de 100 MW, +43% de capacidad) como en celulosa, donde se añade capacidad en Pontevedra 81H19) y Navia (2H19). Ence ha anunciado que retrasa otras inversiones en celulosa previstas en el plan estratégico. En nuestra opinión, esta decisión está motivada a que el endeudamiento ha aumentado a 4,0x EBITDA).

Cuadro 1. Precio de la celulosa



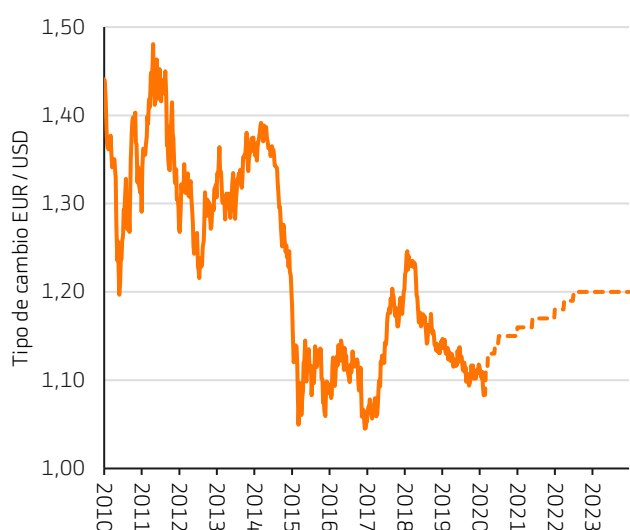
Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 2. Negocio celulosa: principales magnitudes



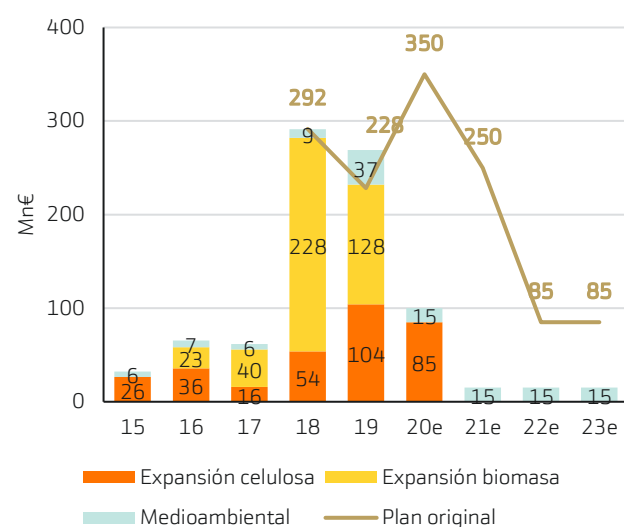
Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 3. Tipo de cambio EUR / USD



Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 4. Plan de inversiones de expansión



Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

## Biomasa suaviza el efecto durante el ciclo bajista de la celulosa

- El 4T19 estanco refleja la parada de Navia, mayores costes de producción por tonelada (+11,2%), mayor generación (+26,3%) y una caída del precio de la electricidad (-35,0%). Las ventas son 148 Mn€ (-30,2%), EBITDA 1 Mn€ (77 Mn€ en 4T18), EBIT -23 Mn€ (vs. 53 Mn€, beneficio neto -19 Mn€ (vs. 38 Mn€).
- Los resultados caen en el año 2019 debido a una combinación de menores ventas en toneladas, una caída del precio de venta y una subida en el coste de producción por tonelada. La división de biomasa crece en beneficios y amortigua la ciclicidad de la actividad de celulosa.
- Como consecuencia del *cash flow* libre negativo, la deuda neta se eleva a 4,0x EBITDA, Ence ha anunciado que aplaza el resto de las inversiones en celulosa previstas en su plan estratégico.

Cuadro 5. Resumen de resultados

Mn€	4T18	4T19	Var. (%)	2018	2019	Var. (%)	Consenso
Ventas celulosa (t)	246.729	206.193	-16,4	947.466	912.028	-3,7	
Precio celulosa BHKP (US\$/t)	1.046	697	-33,4	1.037	860	-17,1	
Precio celulosa BHKP (€/t)	914	630	-31,0	879	767	-12,7	
Descuento promedio %	-30%	-31%	4,8	-28%	-32%	15,5	
<b>Precio Ence venta celulosa (€/t)</b>	<b>644</b>	<b>432</b>	<b>-32,8</b>	<b>635</b>	<b>523</b>	<b>-17,7</b>	
Coste producción (€/t)	383,5	426,6	11,2	376,9	396,6	5,2	
Ventas celulosa	182,5	182,5	0,0	697,0	572,4	-17,9	
Ventas energía	31,0	31,0	0,0	138,9	168,0	21,0	
Ajustes	-1,2	-1,2		-3,9	-5,0		
<b>Ventas</b>	<b>212,3</b>	<b>148,3</b>	<b>-30,1</b>	<b>832,0</b>	<b>735,4</b>	<b>-11,6</b>	<b>745,8</b>
EBITDA celulosa	64,5	-9,8	-115,2	245,6	75,2	-69,4	
EBITDA energía	12,8	10,3	-19,5	45,3	51,8	14,3	
<b>EBITDA</b>	<b>77,3</b>	<b>0,5</b>	<b>-99,4</b>	<b>290,9</b>	<b>127,0</b>	<b>-56,3</b>	<b>141,9</b>
<i>Margen (%)</i>	<i>36,4</i>	<i>0,3</i>		<i>35,0</i>	<i>17,3</i>		
Amortizaciones	-19,5	-22,9		-75,6	-92,3		
Deterioros	-11,1	-1,1		-5,7	-2,2		
<b>EBIT</b>	<b>52,8</b>	<b>-23,4</b>	<b>-144,3</b>	<b>209,6</b>	<b>32,5</b>	<b>-84,5</b>	<b>52,7</b>
Resultado financiero	-5,1	-4,8		-36,3	-21,4		
<b>BAI</b>	<b>47,5</b>	<b>-28,1</b>	<b>-159,2</b>	<b>173,2</b>	<b>11,1</b>	<b>-93,6</b>	<b>22,4</b>
Impuestos	-9,4	9,5		-41,6	0,4		
Minoritarios	-0,7	0,0		-2,5	-2,3		
<b>Beneficio neto grupo</b>	<b>37,4</b>	<b>-18,6</b>	<b>-149,7</b>	<b>129,1</b>	<b>11,5</b>	<b>-91,1</b>	<b>17,6</b>
Cash flow de explotación	58,7	62,3	6,1	227,3	167,0	-26,5	
Inversión recurrente	-7,0	-8,2	17,1	-21,8	-29,8	36,7	
<b>Cash flow libre</b>	<b>51,7</b>	<b>54,1</b>	<b>4,6</b>	<b>205,5</b>	<b>137,2</b>	<b>-33,2</b>	
Inversión de expansión	-164,3	-55,4		-287,3	-254,6		
<b>Cash flow después de inversiones</b>	<b>-112,6</b>	<b>-1,3</b>	<b>-98,8</b>	<b>-81,8</b>	<b>-117,4</b>	<b>43,5</b>	
Dividendos	-28,2	-1,4	-95,0	-69,9	-25,6	-63,4	
Otros	-7,3	8,5		0,0	-64,9		
<b>Variación deuda financiera neta</b>	<b>148,1</b>	<b>-5,8</b>		<b>151,7</b>	<b>207,9</b>		
<b>Deuda financiera neta</b>	<b>304,8</b>	<b>512,7</b>	<b>68,2</b>	<b>304,8</b>	<b>512,7</b>	<b>68,2</b>	<b>538,8</b>
DFN/EBITDA año móvil (x)	1,0	4,0		1,0	4,0		

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados, Bloomberg

### Cuadro 6. Resumen de resultados y valoración

(Mn€)	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Cuenta de resultados</b>						
Ventas	740,3	832,0	735,4	778,9	830,2	831,7
Beneficio bruto	449,6	539,1	430,9	434,9	483,6	495,8
EBITDA	216,0	290,9	127,0	169,8	212,9	220,5
Amortización del inmovilizado	-66,4	-81,3	-94,5	-106,1	-107,6	-109,2
EBIT	149,6	209,6	32,5	63,7	105,3	111,3
Resultado financiero	-29,8	-36,3	-21,4	-23,5	-23,4	-23,3
<b>Beneficio antes de impuestos</b>	<b>119,9</b>	<b>173,2</b>	<b>11,1</b>	<b>40,3</b>	<b>81,9</b>	<b>88,0</b>
Impuesto de sociedades	-26,2	-41,6	0,4	-10,0	-20,0	-21,5
Operaciones discontinuadas y Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Minoritarios	-1,9	-2,5	-2,3	-3,5	-3,5	-3,5
<b>Beneficio neto atribuible</b>	<b>91,8</b>	<b>129,1</b>	<b>9,2</b>	<b>26,7</b>	<b>58,3</b>	<b>63,0</b>
BPA (€)	0,37	0,52	0,04	0,11	0,24	0,26
DPA (€)	0,19	0,26	0,05	0,05	0,12	0,13
<b>Estado de flujo de caja</b>						
Cash flow neto	183,0	237,4	101,6	136,3	169,5	175,7
Variaciones de NOF	-6,7	-10,1	65,5	3,4	-5,2	-4,9
Inversión	-70,3	-309,1	-284,5	-130,0	-45,0	-45,0
<b>Cash flow libre</b>	<b>106,0</b>	<b>-81,8</b>	<b>-117,4</b>	<b>9,7</b>	<b>119,3</b>	<b>125,9</b>
Remuneración al accionista	-39,8	-69,9	-25,6	-10,7	-26,0	-31,0
Otras variaciones	-1,0	0,0	-64,9	-30,6	6,6	0,0
<b>Variación deuda financiera neta</b>	<b>-65,2</b>	<b>151,7</b>	<b>207,9</b>	<b>31,6</b>	<b>-99,9</b>	<b>-94,8</b>
<b>Balance</b>						
Activo fijo neto	790,3	1.129,8	1.442,2	1.409,8	1.347,2	1.283,0
Inmovilizado financiero	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Necesidades operativas de fondos (NOF)	-27,4	-76,9	-161,5	-74,6	-69,4	-64,6
Otros activos/(pasivos) neto	32,5	-44,2	-93,1	-60,0	-60,0	-60,0
<b>Capital empleado</b>	<b>795,4</b>	<b>1.008,7</b>	<b>1.187,6</b>	<b>1.275,2</b>	<b>1.217,8</b>	<b>1.158,5</b>
Recursos propios	633,1	685,6	654,3	704,3	743,2	775,1
Minoritarios	9,1	18,3	20,6	25,4	28,9	32,4
Deuda financiera neta	153,2	304,8	512,7	544,3	444,4	349,6
<b>Valoración (Suma de partes)</b>						
(Mn€)				Celulosa	Biomasa	Total
% ventas 2020e				74,8	25,2	
% EBITDA 2020e				49,9	50,1	
% EBIT 2020e				25,7	74,3	
% Beneficio neto				16,6	83,4	
WACC (%)				8,3	6,6	
Crecimiento perpetuo "g" (%)				0,0	0,0	
<b>Valor empresa</b>				<b>1.033,3</b>	<b>699,6</b>	<b>1.732,8</b>
Deuda neta				-312,6	-231,7	-544,3
Provisiones				-24,6	-10,1	-34,6
Factoring				-95,0	0,0	-95,0
Minoritarios y otros				-10,4	-50,7	-61,1
<b>Valor equity (Dic-2020e)</b>				<b>590,7</b>	<b>407,1</b>	<b>997,8</b>
<b>Precio objetivo (€ por acción)</b>				<b>2,40</b>	<b>1,65</b>	<b>4,05</b>
<b>Matriz de sensibilidad (€ por acción)</b>						
		<b>Crecimiento perpetuo "q"</b>				
		-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%
WACC	9,3%	3,55	3,59	3,63	3,68	3,73
	8,8%	3,74	3,78	3,83	3,89	3,95
	8,3%	3,94	3,99	<b>4,05</b>	4,12	4,20
	7,8%	4,16	4,22	4,30	4,38	4,48
	7,3%	4,41	4,49	4,58	4,68	4,80

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

## 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
- No incluimos 525 Mn€ de inversiones industriales en celulosa viscosa y absorbente que opinamos se retrasarán.

#### Positivo €5,15

- Mejora de +10% sobre nuestra estimación de los precios promedio de la celulosa para 2021e y años sucesivos.

#### Negativo €3,20

- Retroceso de -5% sobre nuestra estimación de los precios promedio de la celulosa para 2021e y años sucesivos.

#### 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.
- Endeudamiento cercano al techo de disciplina financiera.

### 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 y PER Teórico

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/codigos\\_internos](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos)

### NOTAS DE COMPAÑÍAS

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

### EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada - Director

Rafael Alonso - Bancos

Pilar Aranda - Petróleo

Esther Gutiérrez de la Torre - Autos

Luis Piñas - Consumo

Elena Fernández-Trapiella - Consumo

Aránzazu Cortina - Industriales

Juan Moreno - Inmobiliarias

Pedro Echeguren - Farma & Salud

Juan Tuesta - Construcción & Tecnología

Ana de Castro - Seguros

Aránzazu Bueno - Eléctricas

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