

Sector: *Papel*

*Retrasamos la previsión de una recuperación cíclica en celulosa y recortamos nuestro precio objetivo*

## Ence

Recomendación: Neutral

Precio Objetivo: 3,35€

Analista: Pedro Echeguren

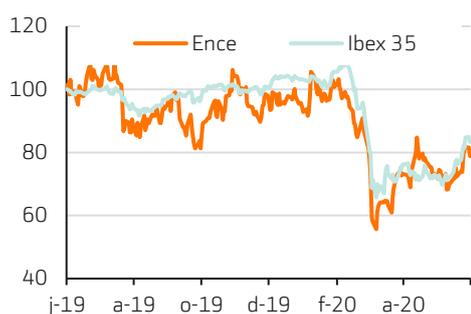
## Datos Básicos

Precio (€)	2,93
Nº acciones (Mn)	246,3
Capitalización (Mn€)	722,3
Máx/Mín (52 sem.) (€)	4,138 / 2,112
Cód. Reuters/Bloomberg	ENC.MC / ENC.SM

Mn€	2019	2020e	2021e	2022e
BNA	9	-21	8	33
% inc.	-92,9	-326,2	-139,9	294,1
EBITDA	127	104	144	177
% inc.	-56,3	-18,5	38,6	23,3
BPA (€)	0,04	-0,08	0,03	0,13
% inc.	-92,9	-326,2	-139,9	294,1
DPA (€)	0,05	0,00	0,00	0,07
% inc.	-80,6	-100,0	#iDIV/O!	#iDIV/O!
PER (x)	78,4	-34,7	86,8	22,0
VE/EBITDA (x)	9,7	12,7	8,7	6,6
Rentab. div. (%)	1,4	0,0	0,0	2,3
P/V (x)	1,4	1,1	1,1	1,1

Ratios	2019	2020e	2021e	2022e
DFN/EBITDA (x)	4,0	5,7	3,7	2,5
DFN/FF.PP. (x)	0,8	0,9	0,8	0,7
CF Op./DFN (%)	34,4	-7,8	20,5	32,4
DFN/CE (x)	0,4	0,5	0,4	0,4
EBITDA/CE (x)	0,1	0,1	0,1	0,2
ROCE (%)	2,8	0,1	2,4	4,7
ROE (%)	1,4	-3,3	1,3	4,9

## Evolución bursátil



Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	7,9	-0,4	-22,7
Relativo	-8,3	-4,3	-6,1

## Accionariado

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

Fuentes: Bankinter Análisis y Mercados, Bloomberg, CNMV

Las expectativas del negocio de celulosa empeoran. El sector no logra subir precios en China, el dólar se deprecia frente al euro y la demanda para papeles de impresión y escritura se resiente durante el confinamiento. Creemos que la recuperación cíclica que esperábamos para 2S20 se demorará a 1T21. Este retraso en las expectativas nos hace recortar nuestro precio objetivo de Ence a 3,35 €/acción (desde 3,60€/acción) al rebajar nuestra valoración del negocio de celulosa a 1,65€/acción desde 1,90 €/acción. Nuestra perspectiva y valoración de la división de energía no cambia y sigue siendo 1,70 €/acción. Ence se ha adaptado al ciclo con un plan para recortar los costes de producción, reducir inversiones y ajustar el dividendo con los beneficios a la vez que mantiene objetivos. Mantenemos nuestra recomendación en Neutral, vemos oportuno esperar hasta que el precio de la celulosa empiece su recuperación.

## Las perspectivas para celulosa se deterioran

Se juntan **tres factores adversos**. Los fabricantes no han logrado aumentar **precios** en China en los 30 \$/tonelada anunciados en abril, el precio de la celulosa BHKP sigue anclado en 465 \$/t en China y la cotización del mercado internacional en 680 \$/t desde finales de 2019 tras caer -34% en ese año. En mayo el **dólar** comienza a depreciarse frente al euro, esto es negativo al convertir el precio de la celulosa a euros. Por último, la **demandas de celulosa para papeles de impresión y escritura** (40% de las ventas) se ha resentido en el confinamiento por el COVID-19, oscila más que para el papel tisú (60% de las ventas). La **parte positiva** son las **expectativas de mejora en costes** tras las inversiones recientes que unidas a una **recuperación cíclica a partir de 1T21** deberían contribuir a **mejorar el margen EBITDA** de la división al 10%, 15% y 21% en 2021e, 2022e y 2023e respectivamente (4% en 1T20), pero lejos del 35% de 2018, año excepcional en que el precio de la celulosa alcanzó su máximo histórico de 1.050 \$/t. Recortamos nuestra valoración de esta división a 1,65 €/acción (anterior 1,90 €/acción).

## Sin cambios en energía, la banda regulatoria protege de la caída de precios

Mantenemos **invariada nuestra perspectiva y valoración (1,70 €/acción)** de la división de energía. A pesar de la caída de -40% en el precio de la energía en enero-diciembre 2019 y un -35% adicional (hasta 24 €/MWh) en enero-mayo 2020, el mecanismo de ajuste de las bandas regulatorias reduce notablemente este impacto adverso sobre los ingresos. Ence tiene un precio mínimo de 46 €/MWh en 2020 y un ingreso por operación promedio de 45 €/MWh. Hace un año el precio de la energía superaba el límite de la banda regulatoria y maximizaba los ingresos de Ence, en 2020 sucede lo contrario. Resaltamos como punto positivo la incorporación de 96 MW (+44%) de nuevas plantas de biomasa en 1T20 que deben elevar su rendimiento a la largo de 2020.

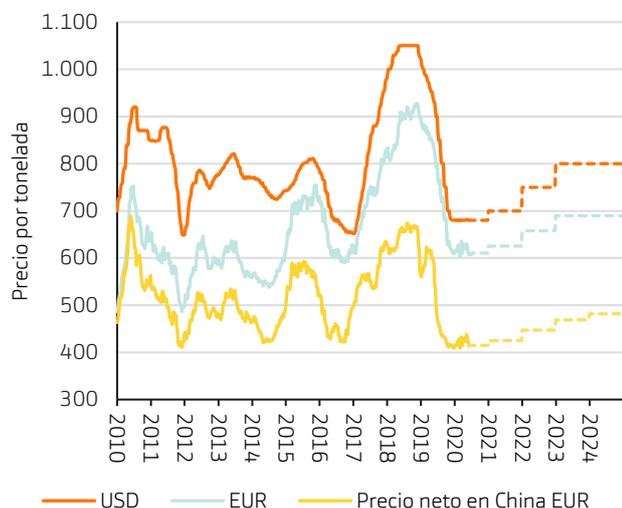
## Mantenemos nuestra recomendación en Neutral, recortamos precio objetivo

**Reducimos el precio objetivo a 3,35 €/acción** (1,65€ celulosa + 1,70€ energía) desde 3,60 €/acción (1,90€ celulosa + 1,70€ energía), nuestra recomendación se mantiene en **Neutral**. Vemos lógico esperar y mantener nuestra recomendación en Neutral hasta que el precio de la celulosa y el ciclo den señales de mejora. Ence podría abandonar el Ibex-35 en la próxima revisión de junio.

## Cuatro indicadores a vigilar

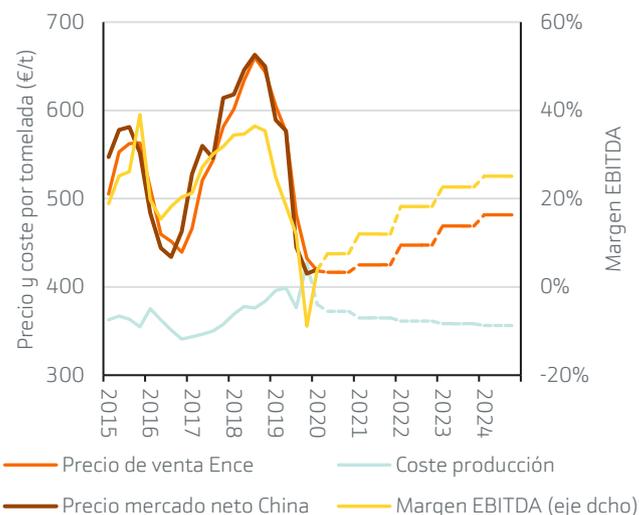
- Retrasamos nuestra previsión de una mejoría cíclica en el negocio de celulosa a 1T21 (anterior 2S20) y preveemos un nuevo ciclo en el que los precios de venta no rebasarán el promedio alcanzado en los últimos años.
- Una recuperación moderada en los precios de la celulosa unida a menores costes de producción (inversiones recientemente completadas y plan de ajuste de gastos) deben contribuir a que el margen EBITDA se recupere en los próximos años a niveles algo por encima del promedio de los ciclos anteriores.
- El dólar ha empezado a depreciarse frente al euro, esto es adverso para Ence, aunque las coberturas contratadas para los próximos trimestres mitigan el impacto inicial de la depreciación del dólar.
- Las bandas regulatorias protegen a Ence ante el entorno de precios de la electricidad anormalmente bajos, consecuencia de una menor demanda durante el confinamiento por el COVID-19.

Cuadro 1. Celulosa: esperamos un nuevo ciclo en 2021



Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 2. Posible mejoría pero lejos de los máximos históricos



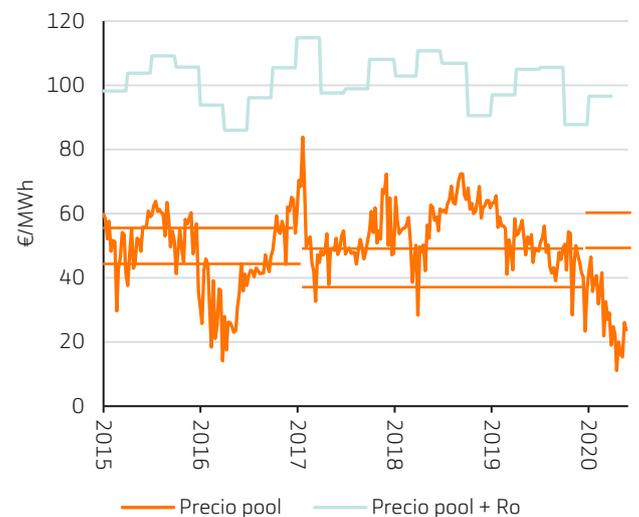
Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 3. Tipo de cambio EUR / USD: cambia a desfavorable



Fuente: Bankinter Análisis y Mercados, Bloomberg

Cuadro 4. Ingresos energía protegidos por la banda regulatoria



Fuente: Bankinter Análisis y Mercados, Bloomberg

Cuadro 5. Resumen de resultados y valoración

(Mn€)	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
<b>Cuenta de resultados</b>						
Ventas	735,4	740,7	782,6	807,0	830,5	844,3
Beneficio bruto	430,8	406,6	442,1	475,2	506,8	527,6
EBITDA	127,0	103,5	143,5	176,9	203,8	219,7
Amortización del inmovilizado	-94,5	-102,7	-104,2	-105,8	-107,4	-108,8
EBIT	32,5	0,9	39,3	71,1	96,5	110,9
Resultado financiero	-21,4	-25,0	-24,9	-24,5	-24,1	-23,4
<b>Beneficio antes de impuestos</b>	<b>11,1</b>	<b>-24,2</b>	<b>14,4</b>	<b>46,6</b>	<b>72,4</b>	<b>87,5</b>
Impuesto de sociedades	0,4	5,6	-3,8	-11,5	-17,7	-21,3
Operaciones discontinuadas y Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Minoritarios	-2,3	-2,3	-2,3	-2,3	-2,3	-2,3
<b>Beneficio neto atribuible</b>	<b>9,2</b>	<b>-20,8</b>	<b>8,3</b>	<b>32,8</b>	<b>52,4</b>	<b>63,9</b>
BPA (€)	0,04	-0,08	0,03	0,13	0,00	0,00
DPA (€)	0,05	0,00	0,00	0,07	0,00	0,00
<b>Estado de flujo de caja</b>						
Cash flow neto	111,0	84,1	114,9	140,9	162,0	174,9
Variaciones de NOF	65,5	-130,1	-7,2	1,9	1,8	1,2
Inversión	-293,9	-30,0	-45,0	-45,0	-45,0	-40,0
<b>Cash flow libre</b>	<b>-117,3</b>	<b>-75,9</b>	<b>62,6</b>	<b>97,8</b>	<b>118,9</b>	<b>136,1</b>
Remuneración al accionista	-27,6	0,0	0,0	-13,1	-24,2	-21,2
Otras variaciones	-62,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Variación deuda financiera neta</b>	<b>207,8</b>	<b>75,9</b>	<b>-62,6</b>	<b>-84,7</b>	<b>-94,6</b>	<b>-114,8</b>
<b>Balance</b>						
Activo fijo neto	1.379,3	1.306,6	1.247,4	1.186,5	1.124,2	1.055,4
Inmovilizado financiero	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Necesidades operativas de fondos (NOF)	-132,4	-2,4	4,8	3,0	1,1	0,0
Otros activos/(pasivos) neto	-59,3	-59,3	-59,3	-59,3	-59,3	-59,3
<b>Capital empleado</b>	<b>1.187,6</b>	<b>1.244,9</b>	<b>1.192,9</b>	<b>1.130,2</b>	<b>1.066,0</b>	<b>996,1</b>
Recursos propios	656,6	635,8	644,1	663,8	691,9	734,6
Minoritarios	18,3	20,5	22,8	25,1	27,4	29,7
Deuda financiera neta	512,7	588,6	526,0	441,3	346,7	231,8
<b>Valoración (Suma de partes)</b>						
(Mn€)				Celulosa	Biomasa	Total
% ventas 2020e				73,3	26,7	
% EBITDA 2020e				32,4	67,6	
% EBIT 2020e				-3.480,6	3.580,6	
% Beneficio neto				153,9	-53,9	
WACC (%)				7,5	6,6	
Crecimiento perpetuo "g" (%)				0,0	0,0	
<b>Valor empresa</b>				<b>917,1</b>	<b>679,9</b>	<b>1.597,0</b>
Deuda neta				-379,5	-209,1	-588,6
Provisiones				-27,4	-11,1	-38,5
Factoring				-100,7	0,0	-100,7
Minoritarios y otros				-4,3	-41,1	-45,4
<b>Valor equity (Dic-2020e)</b>				<b>405,2</b>	<b>418,7</b>	<b>823,9</b>
<b>Precio objetivo (€ por acción)</b>				<b>1,65</b>	<b>1,70</b>	<b>3,35</b>
<b>Matriz de sensibilidad a valoración negocio celulosa (€ por acción)</b>						
		Crecimiento perpetuo "q"				
		-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%
WACC	8,5%	2,82	2,86	2,91	2,97	3,03
	8,0%	3,00	3,06	3,12	3,18	3,26
	7,5%	3,21	3,27	<b>3,35</b>	3,43	3,52
	7,0%	3,44	3,52	3,61	3,71	3,83
	6,5%	3,70	3,79	3,90	4,03	4,19

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

## Metodología de valoración

### Método de valoración

Valoramos por separado los negocios de celulosa y energía mediante descuentos de flujos de caja, diferenciando las tasas de descuento y estructuras de capital. Estimamos los flujos del negocio de celulosa hasta el posible cierre de Pontevedra en 2034 y asumimos que solamente Navia continuará en explotación. Para energía, estimamos los flujos hasta el final de las concesiones. Hemos asumido que el bono convertible (160 Mn€) no se convertirá a su vencimiento.

### Hipótesis principales

Utilizamos una tasa de descuento del 7,5% para el negocio de celulosa (antes 8,8% bajo una hipótesis de menor endeudamiento) y 6,6% para el de energía. Nuestro precio objetivo es para diciembre de 2020.

### Escenarios de precio objetivo

#### Base €3,35

- Valoración negocio celulosa: 1,65 €/acción.
- Valoración negocio energía: 1,70 €/acción.
- No incluimos 525 Mn€ de inversiones industriales pospuestas en celulosa viscosa y absorbente.

#### Positivo €4,95

- Mejora de +10% sobre nuestra estimación de los precios promedio de la celulosa para 2021e y años sucesivos.
- Estimaciones energía igual que en el caso base.

#### Negativo €2,55

- Retroceso de -5% sobre nuestra estimación de los precios promedio de la celulosa para 2021e y años sucesivos.
- Estimaciones energía igual que en el caso base.

### Principales vectores

- Precio de la celulosa.
- Costes de producción.

### Catalizadores

- Mejora de márgenes con las inversiones en nueva capacidad.
- Posible sentencia judicial favorable para no revocar la concesión de la fábrica de Pontevedra.
- Apetito de los inversores por los activos de generación renovable.

### Riesgos

- Ciclicidad del negocio de la celulosa.
- Endeudamiento elevado (5,7x EBITDA en 2020e).
- Candidato a abandonar el Inex-35 en la próxima revisión del mes de junio.

### 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	Aránzazu Cortina - Industriales
Rafael Alonso - Bancos	Juan Moreno - Inmobiliarias
Pilar Aranda - Petróleo	Pedro Echeguren - Farma & Salud
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos	Juan Tuesta - Construcción & Tecnología
Luis Piñas - Consumo	Ana de Castro - Seguros
Elena Fernández-Trapiella - Consumo	Aránzazu Bueno - Eléctricas
Eduardo Cabero - Seguros	Joao Pisco - Portugal
Rafael Diogo - Portugal	Susana André - Portugal, Assistant
Andrea Cardalliaguet - Analista	Ignacio Montes - Analista

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