

Sector: *Papel*

Recomendación: **Comprar**  
 Precio Objetivo: **4,75€**  
 Potencial: **+23,6%**  
 Analista: **Pedro Echeguren**

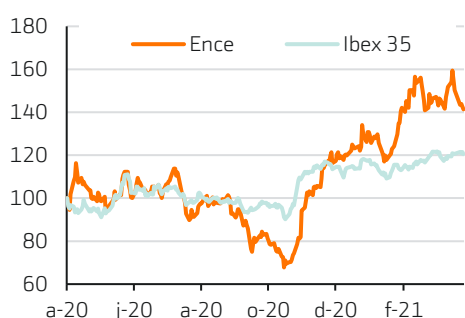
*Elevamos nuestro Precio Objetivo tras las subidas de precios en celulosa y energía*

## Ence

Datos Básicos				
Precio (€)				3,84
Nº acciones (M)				246,3
Capitalización (M€)				946,7
Máx/Mín (52 sem.)(€)				4,4 / 1,87
Comportamiento 2021				13,1%
Cód. Reuters/Bloomberg				ENC.MC / ENC SM
Mn€	2020	2021e	2022e	2023e
BNA	-26	35	51	11
% inc.	n.r.	n.r.	44,0	n.r.
EBITDA	74	174	194	147
% inc.	-42,0	n.r.	11,5	-24,4
BPA (€)	-0,11	0,14	0,21	0,05
% inc.	n.r.	n.r.	44,0	n.r.
DPA (€)	0,00	0,07	0,10	0,02
% inc.	-100,0	n.r.	44,0	-77,9
PER (x)	n.r.	26,9	18,7	84,4
VE/EBITDA (x)	15,3	6,4	5,1	6,1
Rentab. div.	0,0	1,9	2,7	0,6
P/V (x)	1,2	1,3	1,2	1,2

Ratios	2020	2021e	2022e	2023e
DFN/EBITDA	2,4	0,9	0,2	Caja neta
DFN/FF.PP (x)	0,2	0,2	0,1	Caja neta
CF Op./DFN	35,1	85,4	n.r.	Caja neta
DFN/CE (x)	0,2	0,1	0,0	Caja neta
EBITDA/CE (x)	0,1	0,2	0,2	0,2
ROCE (%)	-2,5	4,9	6,8	3,4
ROE (%)	-3,7	4,8	6,7	1,5

### Evolución bursátil



Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	-5,3	6,5	39,3
Relativo	-4,1	4,4	19,2

### Accionariado

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

Fuentes: Bankinter Análisis y Mercados, Bloomberg, CNMV

El precio de la celulosa BHKP aumenta a 925\$/t (+36% YTD) ó 778€/t (+40%). De consolidarse las subidas anunciadas para abril (1.010 \$/t, +49%) casi se alcanzarían los máximos históricos del año 2018. Nuestro escenario combina el atractivo de un ciclo alcista con menores costes de producción, pero nos sorprende positivamente la fortaleza de los precios y nos impulsa a revisar al alza nuestras estimaciones. Además, el precio promedio de la electricidad aumenta +45% a/a y mejora las perspectivas de la división de generación. Revisamos nuestras estimaciones al alza y elevamos nuestro Precio Objetivo a a 4,75 €/acción (celulosa 3,75€ + energía 1,00€) desde 4,00 €/acción. La cotización se ha visto afectada por declaraciones sobre el futuro de la fábrica de Pontevedra y tomas de beneficios en el sector y no ha recogido el efecto de las subidas de precios. Reiteramos nuestra recomendación de Comprar.

### El precio de la celulosa sube +36% YTD y podría llegar a +49% en 2T21

Desde diciembre, el **precio de referencia de la celulosa BHKP** (la fabricada por Ence) ha subido progresivamente **hasta 925\$/t (+36% YTD) ó 778€/t (+40%)**. Los principales productores mundiales han anunciado precios en el entorno de 1.010 \$/t (+49% YTD) en Europa a partir de abril, aunque las subidas de precios podrían tardar uno o dos meses en reflejarse en las encuestas. Estos precios son brutos, el descuento ha aumentado al 34% actual desde 15% en 2015. El precio en el mercado chino veces alcanza 779\$/t (+56%) ó 656€/t (+60%). **Revisamos al alza nuestras previsiones del precio medio de venta de Ence a 531 €/t (+32%, anterior 450 €/t) en 2021; 507 €/t (-5%, anterior 472 €/t) en 2022; 452 €/t (-11%) en 2023 y 2024 y 469 €/t (+4%) en 2025.**

### Revisamos nuestras estimaciones al alza y esperamos dividendos en 2021

Consecuentemente, **retocamos ligeramente al alza nuestras estimaciones de resultados para el negocio de celulosa de Ence** y ahora estimamos que el *cash flow* libre de este negocio aumentará +7% TAAC en 2019-2025e (+6% anterior). Esperamos que la **reducción del coste de producción** a 375 €/t y 370 €/t en 2021e y 2022e desde 374 €/t en 2020 suponga un **aumento del margen EBITDA** de celulosa al 19% en 2021e y 23% en 2022e (3% en 2020 año impactado por la ciclicidad de este negocio, el promedio 2016-2020 es 19,5%). La **subida de precios en el pool eléctrico** (el promedio enero-abril aumenta +45% a/a) nos hace ser algo más optimistas respecto a esta división. También estimamos que Ence **retome el pago de dividendos en 2021** y que bajo el pay-out objetivo del 50% la rentabilidad sea 1,8% en 2021e y 2,6% en 2022e.

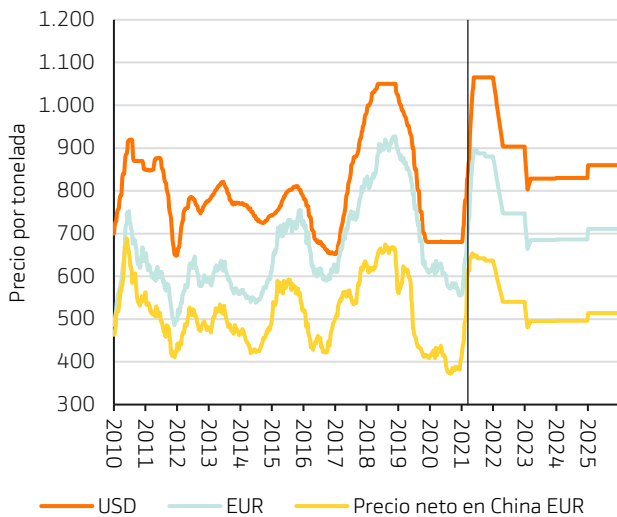
### Elevamos Precio Objetivo a 4,75 €/acc. (ant. 4,00 €/acc.) y reiteramos Comprar

**Revisamos nuestras estimaciones al alza** para reflejar las subidas de precios en celulosa y en energía y elevamos nuestro Precio Objetivo a a 4,75 €/acción (celulosa 3,75 €/acc. + energía 1,00 €/acc.) desde 4,00 €/acción (3,05 €/acc. celulosa + 0,95 €/acc. biomasa). Recientemente, el **comportamiento del valor se ha visto afectado por diversas declaraciones sobre el futuro de la fábrica de Pontevedra y por tomas de beneficios en el sector y no ha recogido el efecto favorable de las subidas de precios**. Esta situación aumenta el atractivo en el corto plazo. Reiteramos nuestra recomendación de **Comprar**.

## Cuatro indicadores a vigilar

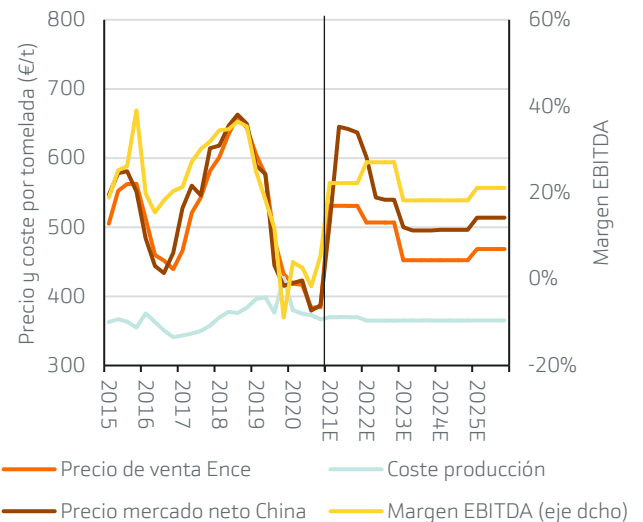
- El precio de referencia de la celulosa BHKP sube a 925\$/t, +36% desde el cierre de 2020, ó 778€/t (+40%) y el precio en China a 656€/t (+60%). Se confirma un nuevo ciclo alcista. Estimamos un precio de mercado promedio de 879 \$/t (+44%) en 2021; 930 \$/t en 2022 (-5%); 830 \$/t en 2023 (-11%) y en 2024 y 860 \$/t (+4%) en 2025, año en que arrancarían un nuevo ciclo tras absorber los incrementos de capacidad esperados para 2023 y 2023.
- Para Ence, revisamos al alza nuestras estimaciones del precio medio de venta a 531 €/t (+32%, anterior 450 €/t) en 2021; 507 €/t (-5%, anterior 472 €/t) en 2022; 452 €/t (-11%) en 2023 y 2024 y 469 €/t (+4%) en 2025. Estas subidas junto con los últimos recortes del coste de producción se deben reflejan en una subida del margen EBITDA.
- La tendencia en el precio del pool de electricidad es alcista y nos hace ser algo más optimistas respecto a esta división.

Cuadro 1. Precio de la celulosa: Empieza un nuevo ciclo



Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 2. Las perspectivas de celulosa mejoran con el ciclo



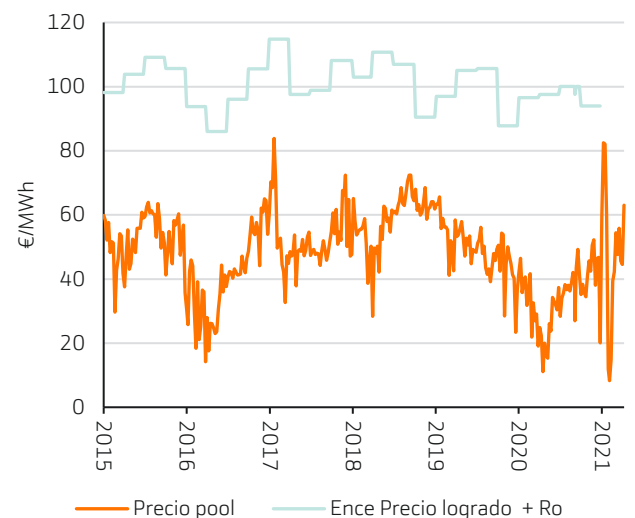
Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 3. Los precios compensan el tipo de cambio adverso



Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 4. Precio mercado electricidad: desfavorable



Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 5. Resumen de resultados y valoración

(M€)	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Cuenta de resultados</b>						
Ventas	707,7	834,1	808,8	751,6	751,6	768,7
Beneficio bruto	365,0	478,4	460,5	405,3	407,3	426,6
EBITDA	73,7	173,9	193,9	146,6	146,6	163,8
Amortización del inmovilizado	-113,8	-105,0	-105,7	-106,3	-106,8	-107,3
EBIT	-40,1	68,9	88,2	40,3	39,8	56,5
Resultado financiero	3,5	-20,8	-19,2	-17,8	-16,4	-15,0
<b>Beneficio antes de impuestos</b>	<b>-36,7</b>	<b>48,1</b>	<b>69,0</b>	<b>22,5</b>	<b>23,4</b>	<b>41,5</b>
Impuesto de sociedades	11,9	-11,6	-16,6	-5,6	-5,8	-10,1
Operaciones discontinuadas y Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Minoritarios	-1,7	-1,3	-1,7	-5,7	-6,1	-6,5
<b>Beneficio neto atribuible</b>	<b>-26,4</b>	<b>35,2</b>	<b>50,7</b>	<b>11,2</b>	<b>11,5</b>	<b>24,9</b>
BPA (€)	-0,11	0,14	0,21	0,05	0,05	0,10
DPA (€)	0,00	0,07	0,10	0,02	0,02	0,05
<b>Estado de flujo de caja</b>						
Cash flow neto	19,9	141,5	158,1	123,2	124,4	138,7
Variaciones de NOF	42,5	-6,7	0,4	6,3	0,0	-2,1
Inversión	-37,8	-100,7	-25,0	-25,0	-25,0	-25,0
<b>Cash flow libre</b>	<b>24,6</b>	<b>34,1</b>	<b>133,5</b>	<b>104,5</b>	<b>99,4</b>	<b>111,6</b>
Remuneración al accionista	-1,4	-14,1	-23,8	-9,6	-3,2	-7,8
Otras variaciones	311,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Variación deuda financiera neta</b>	<b>-334,9</b>	<b>-20,0</b>	<b>-109,6</b>	<b>-95,0</b>	<b>-96,3</b>	<b>-103,8</b>
<b>Balance</b>						
Activo fijo neto	1.206,0	1.126,1	1.045,4	964,1	882,3	800,0
Inmovilizado financiero	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Necesidades operativas de fondos (NOF)	-149,2	-66,8	-67,2	-73,5	-73,5	-71,4
Otros activos/(pasivos) neto	7,9	7,9	7,9	7,9	7,9	7,9
<b>Capital empleado</b>	<b>1.064,7</b>	<b>1.067,2</b>	<b>986,1</b>	<b>898,5</b>	<b>816,7</b>	<b>736,5</b>
Recursos propios	777,6	798,8	825,7	827,3	835,7	852,8
Minoritarios	136,7	138,0	139,7	145,5	151,6	158,1
Deuda financiera neta	177,8	157,7	48,1	-46,9	-143,2	-247,0
<b>Valoración (Suma de partes)</b>						
(M€)				Celulosa	Biomasa	Total
% ventas 2021e				78,3	21,7	
% EBITDA 2021e				71,2	28,8	
% EBIT 2021e				81,5	18,5	
% Beneficio neto				96,1	3,9	
Método valoración				Dto CF libre	Dto. Divs.	
WACC (%)				6,2		
Tasa descuento (%)					4,2	
Crecimiento perpetuo "g" (%)				0,0		
<b>Valor empresa</b>				<b>1.047,2</b>	<b>481,7</b>	<b>1.528,9</b>
Deuda neta				-44,9		-44,9
Provisiones				-31,1		-31,1
Factoring				-66,1		-66,1
Minoritarios y otros				19,3		19,3
<b>Valor equity (Dic-2021e)</b>				<b>924,5</b>	<b>481,7</b>	<b>1.406,1</b>
<b>Precio objetivo (€ por acción)</b>				<b>3,75</b>	<b>1,00</b>	<b>4,75</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	7,2%	4,08	4,15	4,22	4,31	4,42
	6,7%	4,29	4,37	4,47	4,58	4,71
	6,2%	4,53	4,63	4,75	4,89	5,05
	5,7%	4,81	4,93	5,08	5,26	5,47
	5,2%	5,13	5,29	5,48	5,70	5,98

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 (celulosa) y dividendos (energía). 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 disponibles para dividendos y un valor residual al finalizar las concesiones. Asumimos que el bono convertible (160 Mn€) no se convertirá a su vencimiento.

### Hipótesis principales

Utilizamos una tasa de descuento del 6,2% para el negocio de celulosa y 4,2% para los dividendos de energía. Nuestro precio objetivo es para diciembre de 2021.

### Escenarios de precio objetivo

#### Base €4,75

- Valoración negocio celulosa: 3,75 €/acción.
- Valoración negocio biomasa: 1,00 €/acción.
- No incluimos 525 Mn€ de inversiones industriales postpuestas en celulosa viscosa y absorbente.

#### Positivo €6,50

- Mejora de +10% sobre nuestra estimación de los precios promedio de la celulosa para 2022e y años sucesivos.
- Estimaciones y valoración de biomasa igual que en el caso base.

#### Negativo €3,00

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

### Principales vectores

- Precio de la celulosa.
- Costes de producción.
- *Earn-out* potencial de hasta 138 M€ en función de precios logrados en futuras subastas de biomasa (no incluido en nuestras estimaciones).

### Catalizadores

- Aumentos de precios recientemente anunciados por productores líderes.
- Mejora de márgenes tras añadir nueva capacidad.
- Posible sentencia judicial favorable para no revocar la concesión de la fábrica de Pontevedra.

### Riesgos

- Ciclicidad del negocio de la celulosa.
- Menores ingresos recurrentes tras las desinversiones en energía y biomasa.

### 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 & Aerolíneas

Esther Gutiérrez de la Torre - Autos & Media

Luis Piñas - Alimentación/Distribución

Aránzazu Bueno - Eléctricas

Susana André - Portugal, Assistant

Aránzazu Cortina - Industriales

Juan Moreno - Inmobiliarias & Hoteles

Pedro Echeguren - Farma & Salud

Juan Tuesta - Construcción & Tecnología

Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo y Telecom

Eduardo Cabero - Seguros

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