

Sector: *Papel**La venta del 49% de energía es un balón de oxígeno, revisamos nuestro precio objetivo*

Ence

Recomendación: **Neutral**
 Precio Objetivo: **3,22€**
 Potencial: **+23,6%**
 Analista: **Pedro Echeguren**

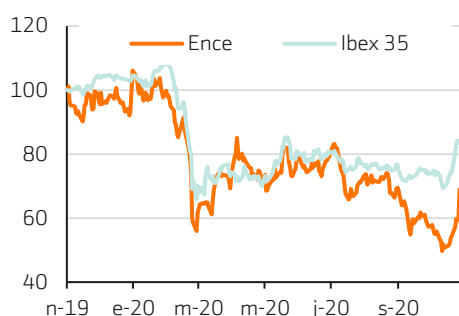
Datos Básicos

Precio (€)	2,60
Nº acciones (M)	246,3
Capitalización (M€)	641,0
Máx/Mín (52 sem.)(€)	4,004 / 1,8745
Comportamiento 2020	-29,1%
Cód. Reuters/Bloomberg	ENC.MC / ENC SM

Mn€	2019	2020e	2021e	2022e
BNA	9	88	-7	46
% inc.	-92,9	854,3	-107,6	-789,1
EBITDA	127	61	121	191
% inc.	-56,3	-52,3	99,8	57,4
BPA (€)	0,04	0,36	-0,03	0,19
% inc.	-92,9	854,3	-107,6	-789,1
DPA (€)	0,05	0,00	0,00	0,09
% inc.	-80,6	n.r.	n.r.	n.r.
PER (x)	69,6	7,3	-95,5	13,9
VE/EBITDA (x)	9,1	16,2	8,2	4,8
Rentab. div.	1,4	0,0	0,0	3,6
P/V (x)	1,4	0,9	0,9	0,8

Ratios	2019	2020e	2021e	2022e
DFN/EBITDA	4,0	5,6	2,9	1,4
DFN/FF.PP. (x)	0,8	0,5	0,5	0,4
CF Op./DFN (%)	34,4	-13,3	9,0	53,1
DFN/CE (x)	0,4	0,3	0,3	0,2
EBITDA/CE (x)	0,1	0,1	0,1	0,2
ROCE (%)	2,8	9,4	1,1	5,8
ROE (%)	1,4	11,8	-0,9	6,0

Evolución bursátil



Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	17,6	-3,1	-31,0
Relativo	5,0	-11,9	-15,1

Accionariado

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

Fuentes: Bankinter Análisis y Mercados, Bloomberg, CNMV

La venta del 49% del negocio de energía por 225 M€ supone un balón de oxígeno que amortigua las pérdidas del negocio de celulosa, facilita los pagos por las inversiones recientes y rebaja la ratio de endeudamiento a 5,6x EBITDA. Además, supone poner en valor el negocio de energía al haber un precio de referencia. Nosotros elevamos nuestra valoración de este negocio a 540 M€ desde 432 M€, un descuento del 11% sobre el precio del comprador que vemos razonable para un inversor minoritario. Como consecuencia de esta desinversión, subimos nuestro precio objetivo a 3,22 €/acción desde 2,95 €/acción. Las expectativas del negocio de celulosa continúan débiles y nos hacen ser cautos respecto a Ence. A pesar de la mejora del precio objetivo, no esperamos catalizadores en el corto plazo, nuestra recomendación es Neutral y vemos oportuno esperar hasta que el ciclo de la celulosa mejore.

Venta del 40% del negocio de energía por 225M€

Ence ha **vendido por 225 M€ un 49% de su negocio de energía** al fondo británico Ancala Partners. La plusvalía es de hasta 184 M€. No se incluye el 90% de la central CSP Puertollano 50 MW que se pone a la venta tras haberla adquirido en 4T18 por 146 M€. El perímetro de la venta son ocho plantas de generación renovable con biomasa que suman 266 MW. La venta incluye 154 M€ de deuda asociada a las plantas. La compañía espera cerrar la operación en diciembre, tras recibir la autorización de la próxima junta de accionistas. Además, **puede recibir otros 134 M€ por proyectos en desarrollo** dependiendo del desarrollo de su cartera de 405 MW en biomasa y solar fotovoltaica.

El precio de venta es superior a nuestra valoración, elevamos el precio objetivo

Nuestra valoración del capital del negocio de energía incluyendo CSP Puertollano 50 MW (usamos un modelo de descuento de dividendos) era 432 M€, ó 1,75 €/acción. La venta a Ancala Partners valora el capital de este negocio en 605 M€ ó 2,45€/acción. Ajustamos nuestra valoración con un descuento del -11% respecto al precio de venta que justificamos por la prima para un inversor minoritario. Nuestra nueva valoración para el 100% de la división de energía son 540 M€ ó 2,18 €/acción. **Por lo tanto, modificamos nuestro precio objetivo de Ence a 3,22 €/acción** (anterior 2,95 €/acción): celulosa 1,20 €/acc. (sin cambios) + 51% negocio energía 1,11 €/acc. + caja recibida 0,91 €/acc.

La entrada de fondos es un globo de oxígeno

La entrada de 225 M€ supone un balón de oxígeno en el actual momento bajista del ciclo de la celulosa. A 9M20, la división de celulosa pierde -41 M€ y tiene un *cash flow* libre negativo de -32 M€. Con esta inyección de caja, el ratio de endeudamiento del grupo debe mejorar desde el actual 11,1x EBITDA a 5,6x en 2020e.

Recomendación: Neutral Precio Objetivo: 3,22/acción

Seguimos siendo cautos con las perspectivas del negocio de energía. La desinversión parcial del negocio de energía mejora la calidad del balance y pone en valor esta división. Elevamos **nuestro precio objetivo a 3,22 €/acción** desde el anterior 2,95€/acción por el efecto de la desinversión y mantenemos nuestra **recomendación en Neutral**.

Cuadro 1. Resumen de resultados y valoración

(M€)	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Cuenta de resultados						
Ventas	703,8	777,4	830,5	795,1	795,1	795,1
Beneficio bruto	372,1	438,1	497,3	475,2	483,4	490,5
EBITDA	60,6	121,2	190,7	163,9	167,2	169,4
Amortización del inmovilizado	80,8	-104,7	-106,3	-107,9	-109,3	-110,3
EBIT	141,5	16,4	84,4	56,0	57,9	59,1
Resultado financiero	-22,7	-21,9	-20,2	-18,5	-16,7	-14,8
Beneficio antes de impuestos	118,7	-5,5	64,2	37,5	41,2	44,2
Impuesto de sociedades	-28,6	1,1	-15,7	-9,3	-10,2	-10,9
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
Beneficio neto atribuible	87,9	-6,7	46,2	26,0	28,7	31,0
BPA (€)	0,36	-0,03	0,19	0,00	0,00	0,00
DPA (€)	0,00	0,00	0,09	0,00	0,00	0,00
Estado de flujo de caja						
Cash flow neto	9,3	100,3	154,8	136,1	140,3	143,6
Variaciones de NOF	-54,4	-68,7	-10,7	1,6	-2,6	-2,2
Inversión	218,6	-45,0	-45,0	-45,0	-40,0	-30,0
Cash flow libre	173,5	-13,4	99,2	92,7	97,8	111,4
Remuneración al accionista	0,0	0,0	-18,5	-15,0	-6,7	-5,6
Otras variaciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variación deuda financiera neta	-173,5	13,3	-80,7	-77,7	-91,1	-105,8
Balance						
Activo fijo neto	1.321,1	1.261,4	1.200,0	1.137,2	1.067,9	1.003,7
Inmovilizado financiero	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Necesidades operativas de fondos (NOF)	-78,0	-9,3	1,3	-0,3	2,3	4,5
Otros activos/(pasivos) neto	-97,9	-97,9	-97,9	-97,9	-97,9	-101,9
Capital empleado	1.145,2	1.154,1	1.103,4	1.039,0	972,2	906,3
Recursos propios	744,5	737,8	765,5	776,5	798,6	877,1
Minoritarios	61,5	63,8	66,1	68,4	70,7	32,0
Deuda financiera neta	339,1	352,5	271,8	194,1	103,0	-2,8
Valoración (Suma de partes)						
(M€)				Celulosa	Biomasa	Total
% ventas 2021e				72,2	27,8	
% EBITDA 2021e				37,6	62,4	
% EBIT 2021e				-120,7	220,7	
% Beneficio neto				342,3	-242,3	
Método valoración				Dto CF libre	Dto. Divs.	
WACC (%)				6,1		
Tasa descuento (%)					4,2	
Crecimiento perpetuo "g" (%)				0,0		
Valor empresa				765,5	537,4	1.302,9
Deuda neta				-215,7		-215,7
Provisiones				-27,4		-27,4
Factoring				0,0		0,0
Minoritarios y otros				-4,3		-4,3
Valor equity (Dic-2021e)				518,1	537,4	1.055,5
Precio objetivo (€ por acción)				2,10	1,11	3,22
Matriz de sensibilidad a valoración negocio celulosa (€ por acción)						
		Crecimiento perpetuo "q"				
		-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%
WACC	7,1%	2,72	2,77	2,82	2,89	2,97
	6,6%	2,87	2,94	3,01	3,09	3,18
	6,1%	3,05	3,13	3,22	3,32	3,44
	5,6%	3,26	3,35	3,46	3,60	3,76
	5,1%	3,50	3,62	3,76	3,93	4,14

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 6,0% 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 €2,95

- Valoración negocio celulosa: 2,11 €/acción.
- Valoración negocio energía: 1,11 €/acción.
- No incluimos 525 Mn€ de inversiones industriales pospuestas en celulosa viscosa y absorbente.

Positivo €5,12

- 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 €2,72

- 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

- Aumentos de precios recientemente anunciados por CMPC y Arauco en el mercado chino
- Mejora de márgenes con las inversiones en nueva capacidad.
- Posible sentencia judicial favorable para no revocar la concesión de la fábrica de Pontevedra.
- Venta de la central Puertollano CSP 50 MW.

Riesgos

- Ciclicidad del negocio de la celulosa.
- Endeudamiento elevado

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

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 & Hoteles
Pilar Aranda - Petróleo & Aerolíneas	Pedro Echeguren - Farma & Salud
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos & Media	Juan Tuesta - Construcción & Tecnología
Luis Piñas - Alimentación/Distribución	Ana de Castro - Analista
Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo y Telecom	Aránzazu Bueno - Eléctricas
Eduardo Cabero - Seguros	Susana André - Portugal, Assistant
Rafael Diogo - Portugal	

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