

Sector: *Papel*Recomendación: **Comprar**Precio Objetivo: **4,00€**Potencial: **+13,2%**Analista: **Pedro Echeguren***Arranca un nuevo ciclo para la celulosa, los precios empiezan a remontar desde mínimos*

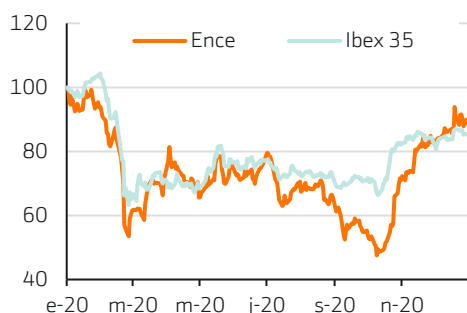
Ence

Datos Básicos	
Precio (€)	3,53
Nº acciones (M)	246,3
Capitalización (M€)	870,3
Máx/Mín (52 sem.)(€)	3,918 / 1,8745
Comportamiento 2021	+4,1%
Cód. Reuters/Bloomberg	ENC.MC / ENC SM

Mn€	2019	2020e	2021e	2022e
BNA	9	113	17	47
% inc.	n.r.	n.r.	n.r.	n.r.
EBITDA	127	56	150	190
% inc.	-56,3	-55,9	168,3	26,6
BPA (€)	0,04	0,46	0,07	0,19
% inc.	n.r.	n.r.	n.r.	n.r.
DPA (€)	0,05	0,00	0,00	0,10
% inc.	-80,6	-100,0	0,0	n.r.
PER (x)	n.r.	7,7	51,6	18,4
VE/EBITDA (x)	10,9	18,6	6,4	4,6
Rentab. div.	1,4	0,0	0,0	2,7
P/V (x)	1,4	1,2	1,3	1,2

Ratios	2019	2020e	2021e	2022e
DFN/EBITDA	4,0	3,1	0,6	0,1
DFN/FF.PP. (x)	0,8	0,2	0,1	0,0
CF Op./DFN	34,4	Negativo	131,2	1401,5
DFN/CE (x)	0,4	0,2	0,1	0,0
EBITDA/CE (x)	0,1	0,1	0,2	0,2
ROCE (%)	2,8	13,0	3,6	7,0
ROE (%)	1,4	16,9	2,5	6,6

Evolución bursátil



Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	8,7	67,0	-9,8
Relativo	3,5	48,7	4,9

Accionariado

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

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

Los últimos anuncios de subidas del precio de la celulosa y la confirmación que se trasladan a los consumidores es la señal que esperábamos para el inicio de un nuevo ciclo. En tres meses el precio en China ha subido a 530 \$/t y se ha anunciado 580 \$/t (+23%) desde febrero, por encima del -9% que se ha depreciado el USD vs EUR en 2020. El precio en China se aproxima al precio de venta de Ence. Hay subidas de precios en otros mercados. Esta situación apunta a resultados crecientes en 2021. Las cotizaciones de las empresas del sector han empezado a descontar una mejora del escenario pero Ence es el valor que se ha quedado rezagado. La reciente desinversión parcial de su negocio de energía ha reforzado su balance y mejorado el perfil de riesgo. Revisamos nuestro precio objetivo a 4,00 €/acción desde 3,42€/acción y subimos nuestra recomendación a Comprar desde Neutral.

Las subidas de precios señalan el inicio de un nuevo ciclo para la celulosa

Desde noviembre, Suzano ha subido dos veces (más una tercera anunciada para febrero) el precio de la celulosa en el mercado chino, desde 470 \$/ hasta 580 \$/t. Mientras que las dos primeras subidas se ajustaban a la depreciación del USD, la última subida propuesta aumenta el precio por encima del efecto divisa. Fabricantes como Klabin o Eldorado suelen subir sus precios con posterioridad a Suzano. La referencia del precio en el mercado chino es relevante al ser similar al precio neto de venta de Ence. Los 580 \$/t equivalen a 479 €/t, nuestra estimación de precio 2021e para Ence es 450 €/t. También ha habido subidas de precios en otros mercados.

Revisamos nuestras estimaciones al alza

Nuestro nuevo escenario de precios es más favorable para Ence y considera que aumentará el precio de la celulosa a 450 €/t (+13%) en 2021e; 472 €/t en 2022e ante la recuperación de la demanda en un nuevo ciclo y que retrocederá a 445 €/t en 2023e por la entrada en servicio de nueva capacidad. Consecuentemente, revisamos al alza nuestras previsiones de resultados para el negocio de celulosa y estimamos que el cash flow libre de este negocio aumentará +8% TAAC en 2019-2025e (+6% anterior). La desinversión de la central CSP Puertollano 50 MW y del 49% del negocio de generación con biomasa en 4T20 ha supuesto una entrada de fondos por 387 M€, refuerza la estructura financiera y recorta el ratio EBITDA/DFN 2020e a 2,7x (11,1x a 3T20).

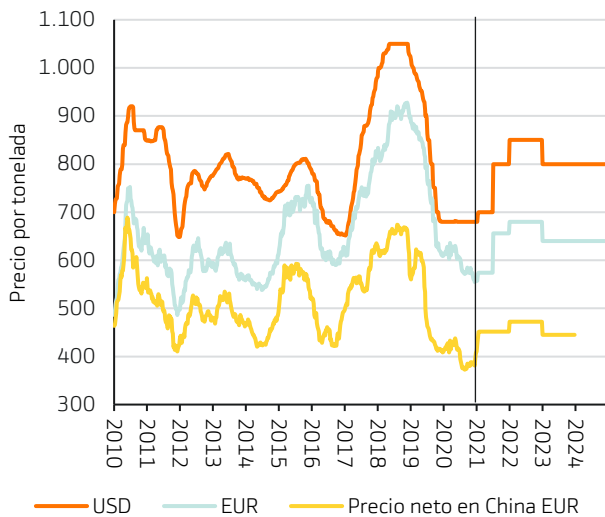
Recomendación: Comprar Precio Objetivo: 4,00 €/acción

El valor ha tenido una buena evolución al anunciarse las desinversiones en generación. Las subidas de precios en el negocio de celulosa iniciadas por Suzano señalan el inicio de un nuevo ciclo, mejoran las perspectivas y deben actuar como catalizador. Revisamos nuestro precio objetivo a 4,00 €/acción (3,05€ celulosa + 0,95€ biomasa) desde 3,42€/acción y elevamos nuestra recomendación a Comprar desde Neutral. En los últimos seis meses, la acción de Ence ha tenido un comportamiento relativo peor que sus comparables (Ence +13%, Suzano +53%, Klabin +29%, StoraEnso +46%, todos en euros) y esperamos que este comportamiento mejore en los próximos meses.

Cuatro indicadores a vigilar

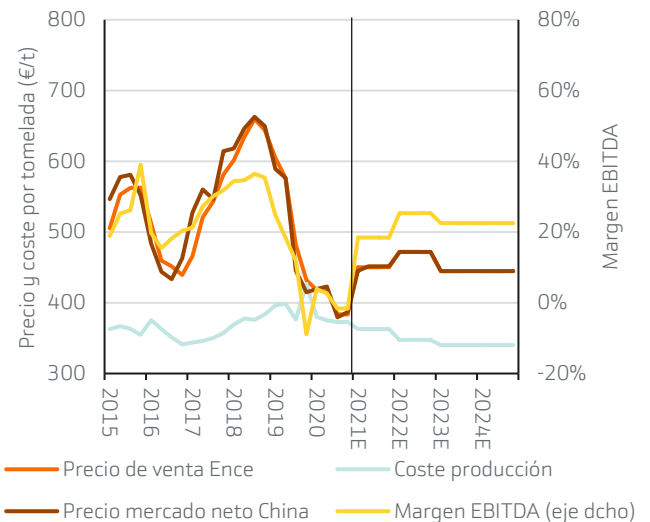
- El precio de venta de la celulosa en China en euros sube a 580 \$/t ó 475 €/t en febrero 2021, +16,4% desde el cierre de 2020 y +18,2% frente al precio promedio de 2020. Estamos ante el inicio de un nuevo ciclo y elevamos nuestras estimaciones de precios para Ence a 472 €/t en 2022e ante la recuperación de la demanda en un nuevo ciclo y esperamos un retroceso a 445 €/t en 2023e por la entrada en servicio de nueva capacidad.
- Estas subidas más que compensan la depreciación esperada para el tipo de cambio EUR USD.
- Estimamos que el margen EBITDA en el negocio de celulosa se recuperará al 21% en 2022e desde 1% en 2020 y 13% en 2019. No preveemos que se alcance el 35% de 2018 dado que el escenario de los precios es inferior.
- El precio del *pool* de electricidad se recupera en 2H20 pero el promedio 2020 es -30% inferior al de 2019. Aunque la generación renovable tiene un mecanismo que compensa parte de esta caída, no se ajusta al 100%.

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



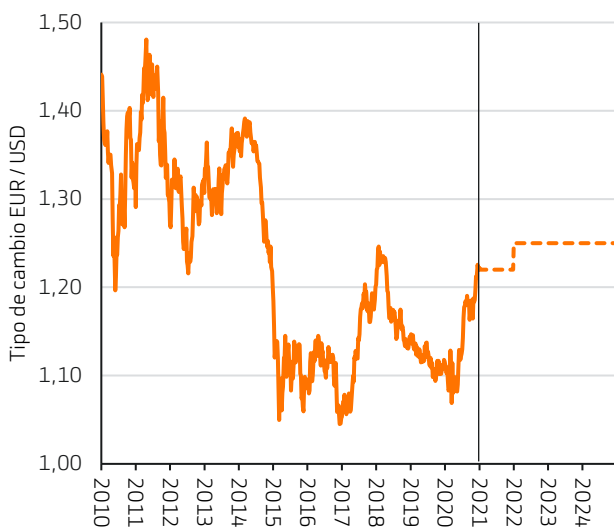
Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 2. Las perspectivas de celulosa mejoran con el ciclo



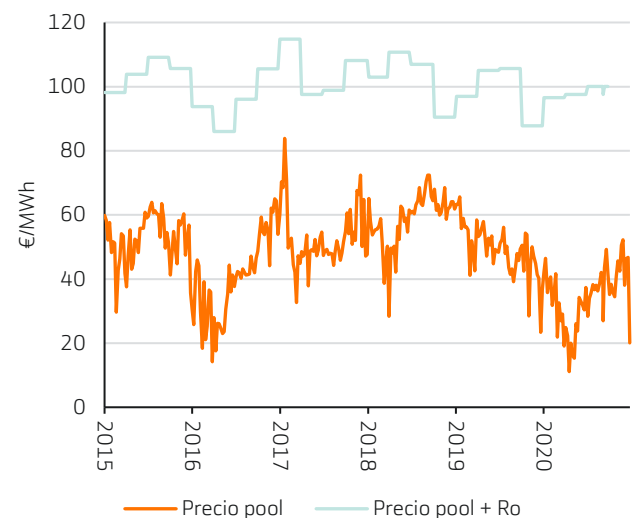
Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

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€)	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Cuenta de resultados						
Ventas	691,8	775,5	798,8	769,6	769,6	769,6
Beneficio bruto	363,7	429,3	471,3	452,4	454,6	456,8
EBITDA	56,0	150,3	190,2	169,1	169,1	169,1
Amortización del inmovilizado	120,6	-104,0	-105,2	-106,2	-107,1	-107,8
EBIT	176,6	46,3	85,0	62,8	62,0	61,2
Resultado financiero	-24,7	-16,5	-14,7	-12,9	-10,9	-9,0
Beneficio antes de impuestos	151,9	29,7	70,3	49,9	51,0	52,2
Impuesto de sociedades	-36,5	-7,3	-17,0	-12,2	-12,4	-12,7
Operaciones discontinuadas y Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Minoritarios	-2,3	-5,6	-6,1	-6,6	-7,1	-7,7
Beneficio neto atribuible	113,1	16,9	47,2	31,1	31,5	31,8
BPA (€)	0,46	0,07	0,19	0,13	0,13	0,13
DPA (€)	0,00	0,00	0,10	0,06	0,06	0,06
Estado de flujo de caja						
Cash flow neto	-5,1	126,5	158,5	144,0	145,7	147,3
Variaciones de NOF	-13,5	-2,6	-10,7	-4,1	1,0	3,0
Inversión	349,1	-45,0	-45,0	-45,0	-40,0	-30,0
Cash flow libre	330,4	78,8	102,7	94,9	106,6	120,4
Remuneración al accionista	0,0	0,0	-18,9	-17,2	-12,7	-11,9
Otras variaciones	9,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variación deuda financiera neta	-339,4	-78,8	-83,9	-77,7	-93,9	-108,4
Balance						
Activo fijo neto	1.206,8	1.147,8	1.087,6	1.026,4	959,3	881,5
Inmovilizado financiero	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Necesidades operativas de fondos (NOF)	-118,9	-116,3	-105,5	-101,4	-102,4	-105,4
Otros activos/(pasivos) neto	-59,3	-59,3	-59,3	-59,3	-59,3	-59,3
Capital empleado	1.028,6	972,3	922,8	865,7	797,6	716,7
Recursos propios	793,9	810,7	839,0	853,0	871,7	891,6
Minoritarios	61,5	67,1	73,2	79,9	87,0	94,6
Deuda financiera neta	173,2	94,4	10,5	-67,2	-161,1	-269,5
Valoración (Suma de partes)						
(M€)				Celulosa	Biomasa	Total
% ventas 2021e				75,8	24,2	
% EBITDA 2021e				60,1	39,9	
% EBIT 2021e				49,1	50,9	
% Beneficio neto				65,5	34,5	
Método valoración				Dto CF libre	Dto. Divs.	
WACC (%)				7,3		
Tasa descuento (%)					4,3	
Crecimiento perpetuo "g" (%)				0,0		
Valor empresa				777,4	459,5	1.236,8
Deuda neta				5,5		5,5
Provisiones				-27,4		-27,4
Factoring				0,0		0,0
Minoritarios y otros				-4,3		-4,3
Valor equity (Dic-2021e)				751,1	459,5	1.210,6
Precio objetivo (€ por acción)				3,05	0,95	4,00
Matriz de sensibilidad a valoración negocio celulosa (€ por acción)						
		Crecimiento perpetuo "q"				
		-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%
WACC	8,3%	3,58	3,62	3,66	3,71	3,77
	7,8%	3,72	3,77	3,82	3,88	3,95
	7,3%	3,88	3,94	4,00	4,08	4,16
	6,8%	4,06	4,13	4,21	4,30	4,40
	6,3%	4,26	4,34	4,44	4,56	4,69

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 7,3% para el negocio de celulosa y 4,3% para los dividendos de energía. Nuestro precio objetivo es para diciembre de 2021.

Escenarios de precio objetivo

Base €4,00

- Valoración negocio celulosa: 3,05 €/acción.
- Valoración negocio biomasa: 0,95 €/acción.
- No incluimos 525 Mn€ de inversiones industriales pospuestas en celulosa viscosa y absorbente.

Positivo €5,70

- Mejora 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.

Negativo €2,30

- 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.

Catalizadores

- Aumentos de precios recientemente anunciados por productores líderes en el mercado chino
- Mejora de márgenes tras añadir nueva capacidad.
- Posible sentencia judicial favorable para no revocar la concesión de la fábrica de Pontevedra.
- Posibles ingresos adicionales de hasta 138 M€ si logra nuevas conexiones eléctricas.

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

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

Rafael Diogo - Portugal

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

Susana André - Portugal, Assistant

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