

Sector: *Papel*

Recomendación: **Comprar**
 Precio Objetivo: **4,65€**
 Potencial: **+14,1%**
 Analista: **Pedro Echeguren**

Tras los resultados 2020 el foco está en el nuevo ciclo que renueva las perspectivas

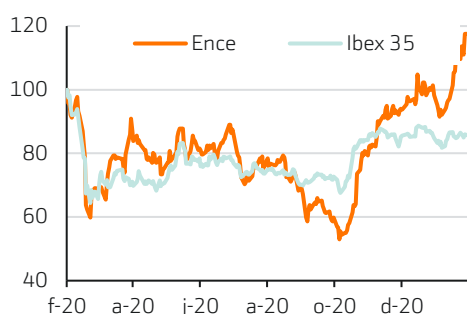
Ence

| Datos | |
|------------------------|----------------|
| Precio (€) | 4,08 |
| Nº acciones (M) | 246,3 |
| Capitalización (M€) | 1.004,8 |
| Máx/Mín (52 sem.)(€) | 4,15 / 1,87 |
| Comportamiento 2021 | 20,0% |
| Cód. Reuters/Bloomberg | ENC.MC / ENCSM |

| Mn€ | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e |
|------------------|--------|-------|-------|-------|
| BNA | -26 | 15 | 45 | 28 |
| % inc. | n.r. | n.r. | n.r. | -37,2 |
| EBITDA | 74 | 153 | 193 | 171 |
| % inc. | -42,0 | 107,3 | 26,4 | -11,2 |
| BPA (€) | -0,11 | 0,06 | 0,18 | 0,11 |
| % inc. | n.r. | n.r. | n.r. | -37,2 |
| DPA (€) | 0,00 | 0,00 | 0,09 | 0,06 |
| % inc. | -100,0 | 0,0% | n.r. | -37,2 |
| PER (x) | n.r. | 68,1 | 22,3 | 35,5 |
| VE/EBITDA (x) | 15,9 | 7,4 | 5,5 | 5,7 |
| Rentab. div. (%) | 0,0 | 0,0 | 2,2 | 1,4 |
| P/V (x) | 1,0 | 1,2 | 1,2 | 1,1 |

| Ratios | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e |
|----------------|------|-------|-------|-----------|
| DFN/EBITDA (x) | 2,3 | 0,9 | 0,3 | Caja |
| DFN/FF.PP. (x) | 0,2 | 0,2 | 0,1 | Caja neta |
| CF Op./DFN (%) | 55,0 | 61,0 | n.r. | n.r. |
| DFN/CE (x) | 0,2 | 0,1 | 0,0 | 0,0 |
| EBITDA/CE (x) | 0,1 | 0,1 | 0,2 | 0,2 |
| ROCE (%) | -2,6 | 3,4 | 6,6 | 5,2 |
| ROE (%) | -3,2 | 1,7 | 5,2 | 3,2 |

Evolución bursátil



| Comportamiento (%) | 1 m. | 3 m. | 12 m. |
|--------------------|------|------|-------|
| Absoluto | 21,4 | 40,7 | 15,6 |
| Relativo | 16,9 | 39,4 | 28,6 |

Accionariado

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

Fuentes: Bankinter Análisis y Mercados, Bloomberg, CNMV

Los resultados inician una recuperación en 4T20 tras aumentar la producción y recortar costes, ambos factores son un reflejo de las últimas inversiones. El negocio de biomasa también crece tras añadir nueva capacidad en 2020. Las desinversiones de una planta de energía y del 49% de la actividad de biomasa mejoran los resultados, permiten reducir sustancialmente el endeudamiento y reforzar la calidad del balance. En 2021 ha arrancado un nuevo ciclo de la celulosa, los precios ascienden con rapidez y en este escenario, las perspectivas mejoran. Queda atrás un 2020 marcado por la ciclicidad sectorial, las miras se enfocan en la rapidez del despegue del ciclo y en comprobar que los anuncios de subidas de precios se consolidan cada mes. Elevamos nuestro Precio Objetivo a 4,65 €/acción desde 4,00 €/acción para reflejar el nuevo escenario de precios y reiteramos nuestra recomendación de Comprar.

Se inicia la recuperación en 4T20 con mayor producción y menores costes

En **4T20 estanco**, las ventas aumentan a 180,8M€ (+22% a/a), donde celulosa 125,9M€ (+14,5%), energía 55,4M€ (+41,0%) y eliminaciones -0,5M€, precio de venta celulosa 384,4€/t (-11,0%), unidades vendidas 264.860t (+25,7%), coste de producción 367€/t (-14,0%), EBITDA 24,2M€ (+0,5M€ en 4T19) se divide en celulosa 6,8M€ (-9,8M€ en 4T19) y energía 17,4M€ (+68,5%), EBIT -6,4M€ (-72,6%), BAI +18,1M€ (-28,1M€ en 4T19.), BNA +15,4M€ (-18,6M€ en 4T19), *cash flow* libre +53,1M€ (+4,3M€ en 4T19). Por tanto, **en 2020** las ventas son 707,7M€ (-3,8% a/a) donde celulosa 504,5M€ (-11,9%), energía 206,0M€ (+22,6%) y eliminaciones -2,7M€, precio de venta celulosa 401,2€/t (-23,2%), unidades vendidas 1.007.283t (+10,4%), coste de producción 374€/t (-5,7%), EBITDA 73,6M€ (-42,0%) que se divide entre celulosa 13,9M€ (-81,6%) y energía 59,7M€ (+15,2%), EBIT -40,1M€ (+32,5M€ en 2019), BAI -36,7M€ (+11,1M€ en 2019), BNA -26,4M€ (+9,2M€ en 2019), *cash flow* libre +24,6M€ (-108,8M€ en 2019), deuda financiera neta 177,8M€ (-65,3%), ratio DFN/EBITDA 2,4x (4,0x en 4T19, 11,1x en 9M20). [Link a los resultados.](#)

Arranca un nuevo ciclo que renueva las perspectivas

Los resultados inician en 4T20 una recuperación debido al aumento de la producción de celulosa y menores costes, ambos reflejan las últimas inversiones. Las desinversiones (CSP 50 MW y 49% del negocio de biomasa) por un valor de 380M€ se reflejan en beneficios positivos en 4T y en un recorte notable del endeudamiento. En 2021 se inicia un nuevo ciclo, el atractivo mejora a medida que se anuncian y consolidan cada mes nuevas subidas de precio en celulosa. En 2021 el precio de mercado aumenta +14,6% YTD. Arauco acaba de anunciar una nueva subida de precios para la celulosa BHKP (la misma que fabrica Ence) a 730\$/t, intenta subir +110\$/t (+15%) en marzo.

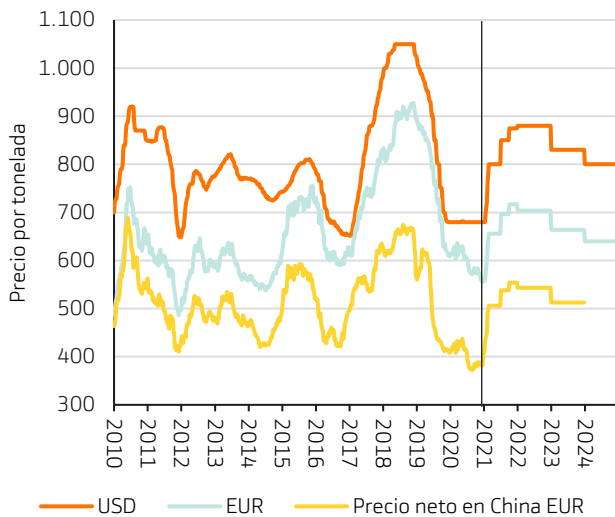
Recomendación: Comprar, elevamos nuestro Precio Objetivo a 4,65 €/acción

Ajustamos nuestra valoración para incorporar el efecto de un escenario de precios alcistas y elevamos nuestro Precio Objetivo a 4,65 €/acción (desde 4,00 €/acción) con un potencial de +14%, este objetivo se divide en celulosa 3,70 € + energía 0,95€. Reiteramos nuestra recomendación de Comprar.

Cuatro indicadores a vigilar

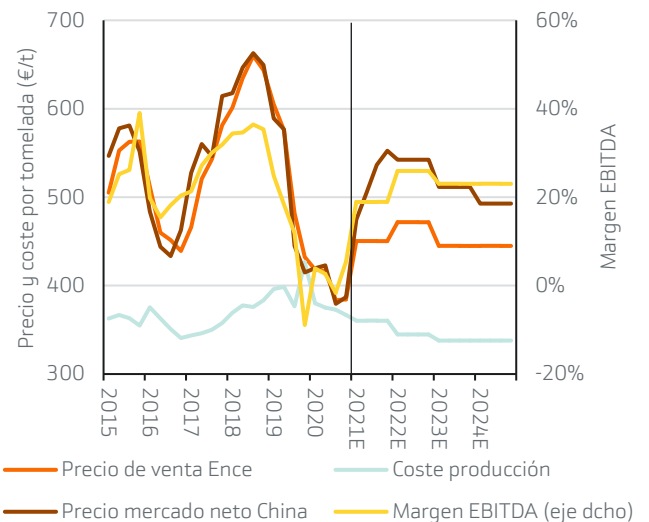
- El precio de venta de la celulosa en China en euros sube a 600 \$/t ó 496 €/t en febrero 2021, +21% desde el cierre de 2020. Estamos ante el inicio de un nuevo ciclo y elevamos nuestras estimaciones de precios para Ence a 450 €/t en 2021e y 472€/t en 2022e ante la recuperación de la demanda en un nuevo 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 16% en 2021e y 22% en 2022e desde 3% en 2020 y 13% en 2019. No preveemos que se alcance el 35% de 2018, el escenario de los precios es inferior.
- El precio del *pool* de electricidad se recupera a partir de 2021. La generación renovable tiene un mecanismo que compensa parte de estas oscilaciones, pero no se ajusta al 100%.

Cuadro 1. Precio de la celulosa: Ha empezado un nuevo ciclo



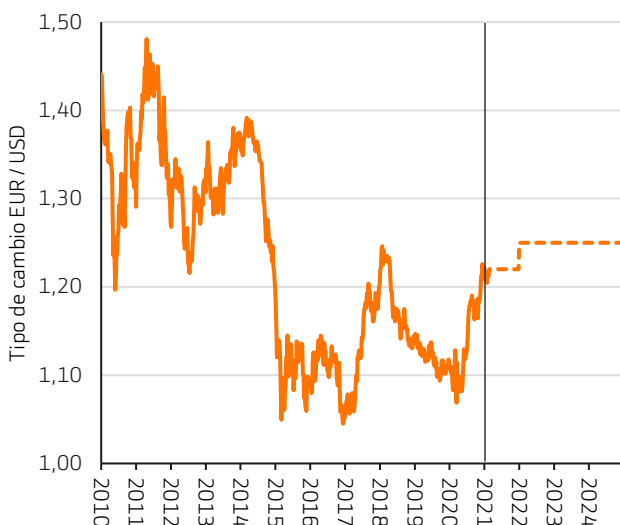
Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 2. Las perspectivas de celulosa mejoran con el ciclo



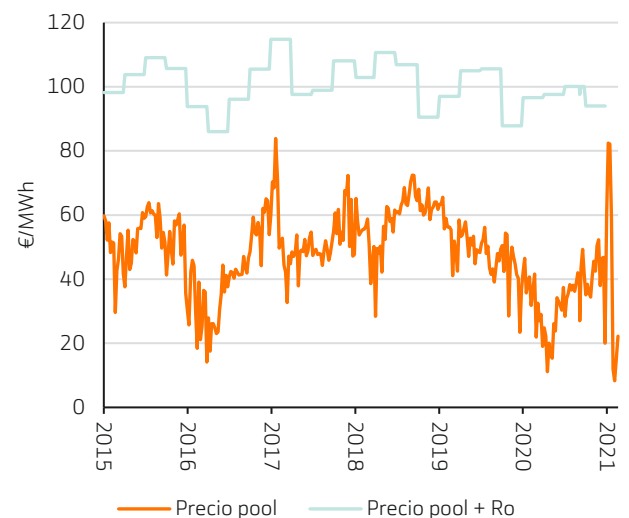
Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

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

Los resultados 4T20 están reforzados por las últimas inversiones

- Celulosa. Ventas en unidades aumentan en 4T20 tras la parada técnica anual y la nueva capacidad en servicio. Los ingresos en 4T aumentan +14,5% por efecto volumen (+26%) y compensa el efecto precio (-11%). El coste de producción retrocede -14%. El EBITDA es +6,8M€ (vs. -9,8M€ en 4T19).
- Energía. El incremento de la capacidad instalada (+44%) se refleja en un aumento de la generación (+60,9% en 4T20). Los precios bajos en el pool perjudican la evolución de los ingresos que aumentan a un ritmo inferior al de la generación. Las ventas en 4T20 aumentan +41,0% y el EBITDA +69,6%.
- El cash-flow libre es positivo, las desinversiones refuerzan este cash flow y posibilitan reducir la deuda financiera neta a 177,9M€ (-65,3%). El ratio DFN/EBITDA cae a 2,4x (11,1x en 3T20 y 4,0x en 4T19).

Cuadro 5. Resumen de resultados

| M€ | 4T19 | 1T20 | 2T20 | 3T20 | 4T20 | Var. a/a | 2019 | 2020 | Var. a/a |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Ventas celulosa (t) | 206.193 | 273.236 | 246.584 | 236.438 | 259.224 | 25,7 | 910.499 | 1.015.48 | 11,5 |
| Precio celulosa BHKP (US\$/t) | 697 | 680 | 680 | 680 | 680 | -2,4 | 860 | 680 | -20,9 |
| Precio celulosa BHKP (€/t) | 630 | 617 | 620 | 584 | 572 | -9,2 | 767 | 606 | -20,9 |
| Descuento promedio % | -31% | -32% | -33% | -34% | -33% | 4,4 | -32% | -34% | 6,3 |
| Precio Ence venta celulosa (€/t) | 432 | 418 | 417 | 384 | 384 | -11,1 | 523 | 401 | -23,3 |
| Coste producción (€/t) | 426,6 | 380,1 | 375,1 | 372,8 | 366,8 | -14,0 | 396,6 | 374,0 | -5,7 |
| Generación eléctrica (GWh) | 263.750 | 258.436 | 354.508 | 384.170 | 424.339 | 60,9 | 1047163 | 1421246 | 35,7 |
| Ventas celulosa | 110,0 | 139,1 | 128,8 | 110,6 | 126,0 | 14,5 | 572,4 | 504,5 | -11,9 |
| Ventas energía | 39,3 | 45,2 | 50,8 | 54,6 | 55,4 | 41,0 | 168,0 | 206,0 | 22,6 |
| Ajustes | -1,0 | -0,7 | -1,1 | -0,5 | -0,4 | | -5,0 | -2,7 | |
| Ventas | 148,3 | 183,5 | 178,4 | 165,0 | 180,8 | 21,9 | 735,4 | 707,7 | -3,8 |
| EBITDA celulosa | -9,8 | 5,4 | 3,4 | -1,7 | 6,8 | -169,4 | 75,2 | 13,9 | -81,5 |
| EBITDA energía | 10,2 | 11,3 | 15,5 | 15,6 | 17,3 | 69,6 | 51,8 | 59,7 | 15,3 |
| EBITDA | 0,5 | 16,8 | 19 | 13,6 | 24,2 | 4740,0 | 127,0 | 73,6 | -42,0 |
| <i>Margen (%)</i> | <i>0,3</i> | <i>9,2</i> | <i>10,7</i> | <i>8,2</i> | <i>13,4</i> | | <i>17,3</i> | <i>10,4</i> | |
| Amortizaciones | -22,9 | -26,5 | -27,9 | -25,6 | -27,2 | | -92,3 | -107,2 | |
| Deterioros | -1,0 | -0,8 | -1,3 | -1,2 | -3,3 | | -2,2 | -6,6 | |
| EBIT | -23,4 | -10,6 | -10,3 | -12,8 | -6,4 | -72,6 | 32,5 | -40,1 | -223,4 |
| Resultado financiero | -4,7 | -5,1 | -7,4 | -8,5 | 24,5 | | -21,4 | 3,5 | |
| BAI | -28,1 | -15,7 | -17,6 | -21,4 | 18,0 | -164,1 | 11,1 | -36,7 | -430,6 |
| Impuestos | 9,5 | 4,1 | 4,6 | 5,5 | -2,3 | | 0,4 | 11,9 | |
| Minoritarios | 0,0 | -0,2 | -0,5 | -0,6 | -0,4 | | -2,3 | -1,7 | |
| Beneficio neto atribuible | -18,6 | -11,8 | -13,6 | -16,4 | 15,4 | -182,8 | 9,2 | -26,4 | -387,0 |
| Cash flow de explotación | 61,9 | 21,2 | 8,1 | 16,9 | 16,2 | -73,8 | 176,5 | 62,4 | -64,6 |
| Inversión recurrente | -8,2 | -5,2 | -3,9 | -4,2 | -3,0 | -63,4 | -29,8 | -16,2 | -45,6 |
| Cash flow libre | 53,7 | 16,0 | 4,2 | 12,7 | 13,2 | -75,4 | 146,7 | 46,2 | -68,5 |
| Inversión de expansión | -55,0 | -31,1 | -9,9 | -20,4 | 39,9 | | -264,0 | -21,6 | |
| Cash flow después de inversiones | -1,3 | -15,1 | -5,7 | -7,7 | 53,1 | | -117,3 | 24,6 | |
| Dividendos | -1,8 | 0,0 | 0,0 | -1,2 | -0,2 | | -27,6 | -1,4 | |
| Otros | 8,9 | -6,1 | -0,4 | -7,3 | 325,5 | | -63,0 | 311,7 | |
| Variación deuda financiera neta | -5,8 | 21,2 | 6,1 | 16,2 | -378,4 | | 207,9 | -334,9 | |
| Deuda financiera neta | 512,7 | 533,9 | 540,0 | 556,2 | 177,8 | -65,3 | 512,7 | 177,8 | -65,3 |
| DFN/EBITDA año móvil (x) | 4,0 | 5,8 | 7,7 | 11,1 | 2,4 | | 4,0 | 2,4 | |

Fuente: Compañía y Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 6. Resumen de resultados y valoración

| (M€) | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e |
|--|----------------|--------------------------|--------------|--------------|--------------|----------------|
| Cuenta de resultados | | | | | | |
| Ventas | 707,8 | 772,9 | 796,2 | 767,0 | 767,0 | 767,0 |
| Beneficio bruto | 365,1 | 408,7 | 451,1 | 431,5 | 433,5 | 435,6 |
| EBITDA | 73,7 | 152,8 | 193,1 | 171,4 | 171,4 | 171,4 |
| Amortización del inmovilizado | -113,8 | -105,7 | -106,8 | -107,9 | -108,7 | -109,5 |
| EBIT | -40,1 | 47,1 | 86,3 | 63,5 | 62,7 | 61,9 |
| Resultado financiero | 3,5 | -20,9 | -19,5 | -18,1 | -16,7 | -15,3 |
| Beneficio antes de impuestos | -36,6 | 26,2 | 66,8 | 45,4 | 46,0 | 46,7 |
| Impuesto de sociedades | 11,9 | -6,4 | -16,2 | -11,1 | -11,2 | -11,4 |
| Operaciones discontinuadas y Otros | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Minoritarios | -1,7 | -5,0 | -5,5 | -6,1 | -6,6 | -7,1 |
| Beneficio neto atribuible | -26,4 | 14,7 | 45,1 | 28,3 | 28,2 | 28,2 |
| BPA (€) | -0,11 | 0,06 | 0,18 | 0,11 | 0,11 | 0,11 |
| DPA (€) | 0,00 | 0,00 | 0,09 | 0,06 | 0,06 | 0,06 |
| Estado de flujo de caja | | | | | | |
| Cash flow neto | 50,2 | 125,4 | 157,4 | 142,3 | 143,5 | 144,8 |
| Variaciones de NOF | 42,5 | -44,6 | -11,1 | -3,4 | 2,7 | 3,4 |
| Inversión | 19,5 | -45,0 | -45,0 | -45,0 | -40,0 | -30,0 |
| Cash flow libre | 112,2 | 35,8 | 101,4 | 93,9 | 106,2 | 118,1 |
| Remuneración al accionista | -1,4 | 0,0 | -18,0 | -15,8 | -11,4 | -10,5 |
| Otras variaciones | 233,3 | 0,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Variación deuda financiera neta | -344,1 | -36,1 | -83,3 | -78,1 | -94,9 | -107,7 |
| Balance | | | | | | |
| Activo fijo neto | 1.205,9 | 1.145,2 | 1.083,4 | 1.020,5 | 951,8 | 872,3 |
| Inmovilizado financiero | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Necesidades operativas de fondos (NOF) | -169,4 | -118,0 | -107,0 | -103,5 | -106,2 | -109,6 |
| Otros activos/(pasivos) neto | 18,9 | 12,1 | 12,1 | 12,1 | 12,1 | 12,1 |
| Capital empleado | 1.055,4 | 1.039,3 | 988,5 | 929,1 | 857,6 | 774,8 |
| Recursos propios | 867,0 | 881,7 | 908,8 | 921,3 | 938,1 | 955,8 |
| Minoritarios | 20,0 | 25,0 | 30,5 | 36,6 | 43,2 | 50,3 |
| Deuda financiera neta | 168,6 | 132,5 | 49,2 | -28,9 | -123,8 | -231,5 |
| Valoración (DCF) | | | | | | |
| (M€) | | | | Celulosa | Biomasa | Total |
| NOPLAT | | | | 75,8 | 24,2 | |
| Amortización | | | | 60,8 | 39,2 | |
| NOF | | | | 52,3 | 47,7 | |
| Inversión | | | | 64,5 | 35,5 | |
| Cash flow libre | | | | Dto CF libre | Dto. Divs. | |
| Valor terminal | | | | 6,2 | | |
| Flujo a descontar | | | | | 4,0 | |
| Factor descuento | | | | 0,0 | | |
| VAN del flujo | | | | 922,2 | 460,2 | 1.382,5 |
| Valor empresa | | | | | | |
| Inversiones financieras | | | | 9,2 | | 9,2 |
| Deuda neta | | | | -31,1 | | -31,1 |
| Provisiones | | | | 0,0 | | 0,0 |
| Minoritarios y otros | | | | 11,1 | | 11,1 |
| Valor equity (Dic-2021e) | | | | 911,4 | 460,2 | 1.371,6 |
| Precio objetivo (€ por acción) | | | | 3,70 | 0,95 | 4,65 |
| Matriz de sensibilidad (€ por acción) | | | | | | |
| | | Crecimiento perpetuo "q" | | | | |
| | | -1,0% | -0,5% | 0,0% | 0,5% | 1,0% |
| WACC | 7,2% | 4,06 | 4,12 | 4,19 | 4,27 | 4,36 |
| | 6,7% | 4,25 | 4,32 | 4,41 | 4,50 | 4,62 |
| | 6,2% | 4,46 | 4,55 | 4,65 | 4,78 | 4,92 |
| | 5,7% | 4,70 | 4,81 | 4,94 | 5,10 | 5,28 |
| | 5,2% | 4,98 | 5,12 | 5,29 | 5,49 | 5,73 |

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 6,25% para el negocio de celulosa y 4,3% para los dividendos de energía. Nuestra valoración del negocio de energía coincide con el precio de la reciente venta del 49% a un inversor.

Escenarios de precio objetivo

Base €4,65

- Valoración negocio celulosa: 3,70 €/acción.
- Valoración negocio biomasa: 0,95 €/acción.
- No incluimos 525 Mn€ de inversiones industriales pospuestas en celulosa viscosa y absorbente.

Positivo €6,40

- 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 €2,90

- Retroceso 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.

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.
- Ingresos adicionales de hasta 138 M€ si logra nuevas conexiones eléctricas.

Riesgos

- Carácter cíclico 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