

Sector: *Papel*

Recomendación: **Comprar**  
 Precio Objetivo: **4,75€**  
 Potencial: **+16,8%**  
 Analista: **Pedro Echeguren**

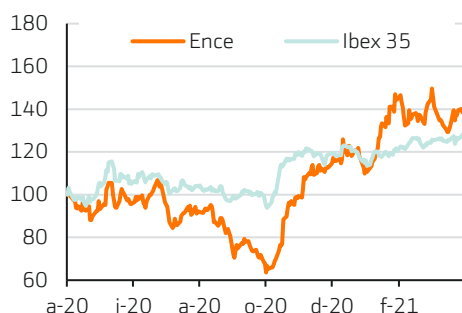
*Los resultados 1T21 generan confusión, el ciclo mejora y nuestra valoración es positiva*

## Ence

Datos Básicos				
Precio (€)				4,07
Nº acciones (M)				246,3
Capitalización (M€)				1.001,8
Máx/Mín (52 sem.)(€)				4,4 / 1,87
Comportamiento 2021				19,7%
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.	28,4	19,8	89,3
VE/EBITDA (x)	15,3	6,7	5,4	6,5
Rentab. div.	0,0	1,8	2,5	0,6
P/V (x)	1,2	1,4	1,3	1,3

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	-4,2	23,0	38,4
Relativo	-7,4	12,6	10,3

### 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

La comparativa de los resultados 1T20 está distorsionada por el cambio en la parada anual de las fábricas a 1T desde 3T en 2020 y por las desinversiones en energía de 4T20. Esto supone una reducción en el tonelaje vendido y mayores costes de producción, algo que se invertirá en los próximos trimestres, además de menor generación. En 2021 ha arrancado un nuevo ciclo de la celulosa BHKP, los precios aumentan +60% en 2021 al incluir la subida anunciada para mayo y que marca un nuevo máximo histórico de precios. Nuestro escenario combina el atractivo de un ciclo alcista con menores costes de producción. Los resultados van a generar confusión ante la dificultad de la comparativa y pueden ser interpretados negativamente. Recomendamos aprovechar cualquier debilidad en la cotización para tomar posiciones y reiteramos nuestra recomendación de comprar y Precio Objetivo de 4,75 €/acción.

### Los resultados caen ligeramente frente al año anterior

En 1T21, las ventas retroceden a 167,0M€ (-9,0% a/a), se dividen entre ventas de celulosa 123,8M€ (-11,0%), ventas energía 43,9M€ (-2,9%) y eliminaciones -0,6M€, celulosa vendida 246.157t (-9,9%), precio de venta celulosa 403,7€/t (-3,5%), coste de producción 386€/t (+1,6%), EBITDA 16,8M€ (-0,1%) que se divide entre EBITDA celulosa 8,2M€ (+51,2%) y EBITDA energía 8,5M€ (-24,8%), EBIT -10,3M€ (-2,8%), BAI -14,0M€ (-10,6M€ en 1T20.), BNA -9,6M€ (-18,4%), *cash flow* libre -20,7€ (+15,7M€ en 1T20), deuda financiera neta 227,4€ (+27,9% desde 4T20), ratio DFN/EBITDA 3,1x (2,4x en 4T20). [Link a los resultados.](#)

### La parada de mantenimiento y desinversiones distorsionan la comparativa

Las **paradas anuales de mantenimiento** se han hecho en 1T21, mientras que el año pasado se hicieron en 3T20. Esto supone una reducción de -10% en el volumen de ventas y un incremento de +2% en el coste unitario de producción, algo que se invertirá en los próximos trimestres. La **venta en 4T20 de la central de energía Puertollano 560MW CSP en 4T20 más un 40% de la división de energía** también en 4T20 también **distorsionan la comparativa**. Valoramos positivamente estos resultados que reflejan la **mejoría cíclica de la celulosa** y un **nuevo ciclo que arranca con fuerza** en 2021.

### En 2021 ha arrancado un nuevo ciclo con fortaleza en precios

Suzano, el mayor productor de celulosa BEK, **sube de nuevo precios en mayo** para Europa y a 1.090 \$/t (+8%) y 1.320 \$/t en América del Norte. Con esta subida, el precio de la celulosa aumenta en Europa +60% YTD y supera el máximo histórico del año 2018. Nuestro escenario aún un **ciclo alcista con menores costes de producción**.

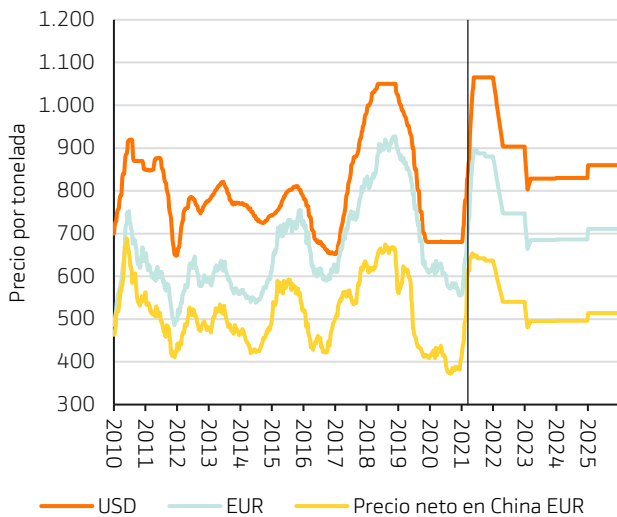
### Reiteramos nuestra recomendación de Comprar

Los resultados van a generar **confusión** ante la dificultad de la comparativa frente a un trimestre con una dinámica diferente y pueden ser interpretados negativamente. **Recomendamos aprovechar cualquier debilidad** en la cotización para tomar posiciones. Recientemente elevamos nuestro **Precio Objetivo a 4,75 €/acción** (celulosa 3,75€ + energía 1,00€), que reiteramos al igual que nuestra **recomendación de Comprar**.

## Cuatro indicadores a vigilar

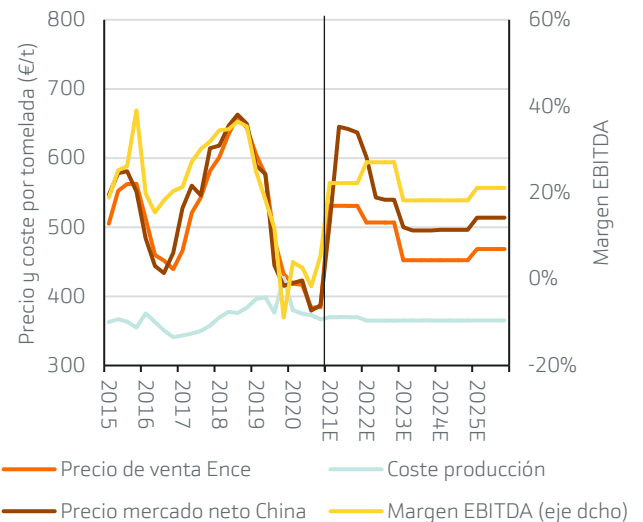
- El precio de referencia de la celulosa BHKP sube a 936\$/t, +38% desde el cierre de 2020, ó 787€/t (+42%) y el precio en China a 778\$/t (+56%). Se confirma un nuevo ciclo alcista. Estimamos un precio de mercado promedio de 879 \$/t (+44%) en 2021; 930 \$/t en 2022 (-5%); 830 \$/t en 2023 (-11%) y en 2024 y 860 \$/t (+4%) en 2025, año en que arrancararía un nuevo ciclo tras absorber los incrementos de capacidad esperados para 2023 y 2023.
- Para Ence, nuestras estimaciones del precio medio de venta son 531 €/t en 2021; 507 €/t en 2022; en 2023 y 2024 y 469 €/t 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



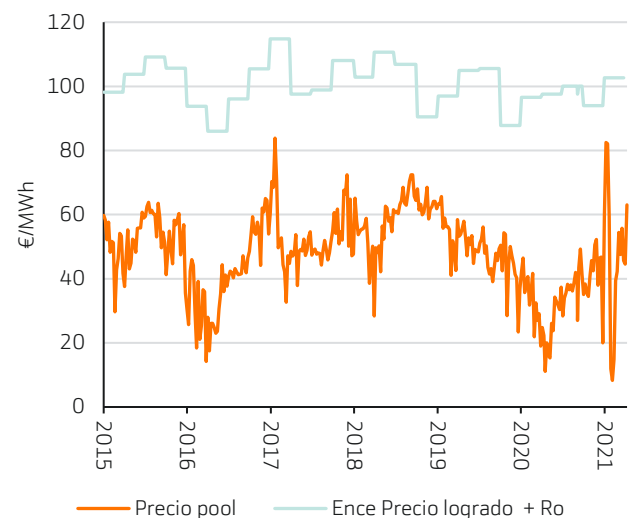
Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

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

## Mejoran los resultados en celulosa y empeoran en generación

- Celulosa. Ventas en unidades caen en 1T21 por el efecto de la **parada técnica anual** que se hizo en 3T20 el año anterior. Los ingresos en 1T retroceden -11,0% a/a por efecto volumen (-9,9%) y efecto precio (-1,1%). El coste de producción aumenta +1,5% por efecto de la parada técnica. El EBITDA aumenta a +8,2M€ (+51,9%).
- Energía. La generación aumenta +26,1% a/a y las ventas -2,9% por una disminución en incentivos derivada de la **venta de una planta** de 50MW en 4T20. Los precios en el pool aumentan +34% y nos hace ser optimistas para los próximos trimestres. El EBITDA retrocede -24,8%.
- El cash-flow libre es negativo, los pagos por inversiones de 2020 aumentan el consumo de caja. Como consecuencia, la deuda financiera neta aumenta a 227,4M€ desde 177,87Me en 4T20. El ratio DFN/EBITDA es 3,1x (2,4x en 4T20 y 5,8x en 1T20).

Cuadro 5. Resumen de resultados

M€	1T20	2T20	3T20	4T20	2020	1T21	Var. a/a (%)
Ventas celulosa (t)	273.236	246.584	236.438	259.224	1.015.482	246.157	-9,9
Precio celulosa BHKP (US\$/t)	680	680	680	680	680	760	11,8
Precio celulosa BHKP (€/t)	617	620	584	572	606	629	1,9
Descuento promedio %	-32%	-33%	-34%	-33%	-34%	36%	-211,1
<b>Precio Ence venta celulosa (€/t)</b>	<b>418</b>	<b>417</b>	<b>384</b>	<b>384</b>	<b>401</b>	<b>404</b>	<b>-3,5</b>
Coste producción (€/t)	380,1	375,1	372,8	366,8	374,0	385,8	1,5
Generación eléctrica (GWh)	258.436	354.508	384.170	424.339	1.421.246	325.795	26,1
Ventas celulosa	139,1	128,8	110,6	126,0	504,5	123,8	-11,0
Ventas energía	45,2	50,8	54,6	55,4	206,0	43,9	-2,9
Ajustes	-0,7	-1,1	-0,5	-0,4	-2,7	-0,6	
<b>Ventas</b>	<b>183,5</b>	<b>178,4</b>	<b>165,0</b>	<b>180,8</b>	<b>707,7</b>	<b>167,0</b>	<b>-9,0</b>
EBITDA celulosa	5,4	3,4	-1,7	6,8	13,9	8,2	51,9
EBITDA energía	11,3	15,5	15,6	17,3	59,7	8,5	-24,8
<b>EBITDA</b>	<b>16,8</b>	<b>19,0</b>	<b>13,6</b>	<b>24,2</b>	<b>73,6</b>	<b>16,8</b>	<b>0,0</b>
<i>Margen (%)</i>	<i>9,2</i>	<i>10,7</i>	<i>8,2</i>	<i>13,4</i>	<i>10,4</i>	<i>10,1</i>	
Amortizaciones	-26,5	-27,9	-25,6	-27,2	-107,2	-26,6	
Deterioros	-0,8	-1,3	-1,2	-3,3	-6,6	-0,5	
<b>EBIT</b>	<b>-10,6</b>	<b>-10,3</b>	<b>-12,8</b>	<b>-6,4</b>	<b>-40,1</b>	<b>-10,3</b>	<b>-2,8</b>
Resultado financiero	-5,1	-7,4	-8,5	24,5	3,5	-3,8	
<b>BAI</b>	<b>-15,7</b>	<b>-17,6</b>	<b>-21,4</b>	<b>18,0</b>	<b>-36,7</b>	<b>-14,0</b>	<b>-10,8</b>
Impuestos	4,1	4,6	5,5	-2,3	11,9	3,4	
Minoritarios	-0,2	-0,5	-0,6	-0,4	-1,7	1,0	
<b>Beneficio neto atribuible</b>	<b>-11,8</b>	<b>-13,6</b>	<b>-16,4</b>	<b>15,4</b>	<b>-26,4</b>	<b>-9,6</b>	<b>-18,6</b>
Cash flow de explotación	21,2	8,1	16,9	16,2	62,4	-16,9	-179,7
Inversión recurrente	-5,2	-3,9	-4,2	-3,0	-16,2	-3,8	-26,9
<b>Cash flow libre</b>	<b>16,0</b>	<b>4,2</b>	<b>12,7</b>	<b>13,2</b>	<b>46,2</b>	<b>-20,7</b>	<b>-229,4</b>
Inversión de expansión	-31,1	-9,9	-20,4	39,9	-21,6	-28,4	
<b>Cash flow después de inversiones</b>	<b>-15,1</b>	<b>-5,7</b>	<b>-7,7</b>	<b>53,1</b>	<b>24,6</b>	<b>-49,1</b>	
Dividendos	0,0	0,0	-1,2	-0,2	-1,4	0,0	
Otros	-6,1	-0,4	-7,3	325,5	311,7	-0,5	
<b>Variación deuda financiera neta</b>	<b>21,2</b>	<b>6,1</b>	<b>16,2</b>	<b>-378,4</b>	<b>-334,9</b>	<b>49,6</b>	
<b>Deuda financiera neta</b>	<b>533,9</b>	<b>540,0</b>	<b>556,2</b>	<b>177,8</b>	<b>177,8</b>	<b>227,4</b>	<b>-57,4</b>
DFN/EBITDA año móvil (x)	5,8	7,7	11,1	2,4	2,4	3,1	

Fuente: Compañía y Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 6. 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 "g"				
		-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