

Sector: *Papel**Los resultados 9M20 impactados por el ciclo de la celulosa y la depreciación del USD*

Ence

Recomendación: **Neutral**
 Precio Objetivo: **2,95€**
 Potencial: **+47,8%**
 Analista: **Pedro Echeguren**

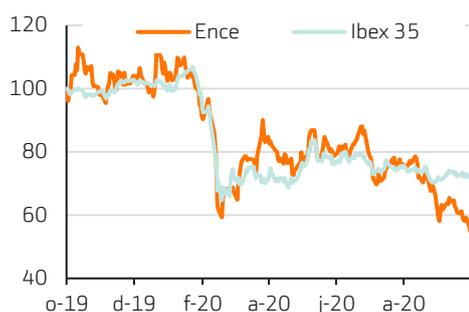
Datos Básicos

Precio (€)	2,00
Nº acciones (M)	246,3
Capitalización (M€)	492,2
Máx/Mín (52 sem.)(€)	4,028 / 1,9985
Comportamiento 2020	-45,5%
Cód. Reuters/Bloomberg	ENC.MC / ENC SM

Mn€	2019	2020e	2021e	2022e
BNA	9	-54	-8	45
% inc.	-92,9	-682,5	-84,3	-630,0
EBITDA	127	61	121	191
% inc.	-56,3	-52,3	99,8	57,4
BPA (€)	0,04	-0,22	-0,03	0,18
% inc.	-92,9	-682,5	-84,3	-630,0
DPA (€)	0,05	0,00	0,00	0,09
% inc.	-80,6	n.r.	n.r.	n.r.
PER (x)	53,4	-9,2	-58,6	11,0
VE/EBITDA (x)	7,9	17,4	8,8	5,2
Rentab. div.	1,4	0,0	0,0	4,5
P/V (x)	1,4	0,8	0,8	0,8

Ratios	2019	2020e	2021e	2022e
DFN/EBITDA	4,0	9,2	4,7	2,6
DFN/FF.PP. (x)	0,8	0,9	1,0	0,8
CF Op./DFN (%)	34,4	-0,5	5,2	28,7
DFN/CE (x)	0,4	0,5	0,5	0,4
EBITDA/CE (x)	0,1	0,1	0,1	0,2
ROCE (%)	2,8	-2,7	1,1	5,6
ROE (%)	1,4	-8,9	-1,4	7,2

Evolución bursátil



Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	-5,5	-28,6	-43,9
Relativo	-3,4	-20,4	-14,4

Accionariado

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

Fuentes: Bankinter Análisis y Mercados, Bloomberg, CNMV

El momento negativo en el ciclo de la celulosa y la debilidad en el precio de la energía se reflejan en pérdidas en 3T20 y 9M20. Las expectativas del negocio de celulosa continúan débiles, los precios no remontan, el dólar se deprecia frente al euro y está por ver si los clientes aceptan las subidas de precios anunciadas recientemente por CMPC y Arauco en el mercado chino. El negocio de energía se resiente con precios deprimidos, aunque la entrada en explotación de nuevas plantas de biomasa (potencia instalada +44%) refuerza el posicionamiento. El endeudamiento sube a 11,2x EBITDA. Rebajamos nuestro precio a 2,95 €/acción desde 3,10 €/acción, nuestro objetivo es ahora para diciembre de 2021. Valoramos el negocio de celulosa a 1,20 €/acción y energía a 1,75 €/acción. Mantenemos nuestra recomendación en Neutral y vemos oportuno esperar hasta que el precio de la celulosa mejore.

El ciclo bajista y la evolución del USD son desfavorables para los resultados

Las **principales cifras de 9M20** son: ventas 526,9 M€ (-10,3% a/a) donde celulosa 378,5M€ (-18,1%), energía 150,6M€ (+17,0%) y eliminaciones -2,3M€. Celulosa vendida 756.258 t (+7,4%), precio de venta 406,9€/t (-25,9%), coste de producción 376,2 €/t (-3,3%). Energía vendida 997.115 MWh (+27,3%), Precio de venta + retribución a la operación 98,3 €/MWh (-4,3%). EBITDA 49,4M€ (-60,9%) donde celulosa 7,1M€ (-91,7%) y energía 42,92M€ (+2,0%), EBIT -33,7M€ (+55,9M€ en 9M19.), BAI -54,7M€ (+39,2M€ ant.), BNA -41,8M€ (+27,8 M€ ant.), *cash flow* libre -28,5M€ (-74,8%), deuda financiera neta 556,2M€ (+8,5% desde 4T19), *ratio* DFN/EBITDA año móvil 11,2x (4,0x en 4T19, 7,7x en 1T20). En el **3T20 estanco**, las ventas son 164,9M€ (-17,9 a/a), donde celulosa 110,7M€ (-28,3%) y energía 54,6M€ (+14,1%), EBITDA 13,7M€ (-59,9%) donde celulosa -1,8M€ (vs +18,3M€ en 3T19) y energía 15,5M€ (-2,2%), EBIT -12,9M€ (+8,9M€ ant.), BAI -21,4M€ (+4,7M€ ant.), BNA -16,5M€ (+2,9M€ ant.), *cash flow* libre -7,7M€ (-57,2%). [Link a los resultados.](#)

Ciclo bajista en celulosa y el precio de la energía está por debajo de los de 2019

Cuarto trimestre consecutivo de pérdidas, el ciclo de la celulosa está en mínimos con el precio estancado en 680 \$/t. La depreciación del USD vs EUR (-4,3% en 3T20) es desfavorable. El **negocio de energía** está **afectado por los precios bajos**, el precio logrado cae -4,3%. Este año han entrado en servicio nuevas plantas (+44% a 316 MW). Las **inversiones se reducen casi al mínimo**. El *cash flow* libre es negativo pero llega a +50,3M€ (-39,5%) excluyendo el pago por las inversiones de 2019. El **endeudamiento neto** crece +8,5% desde 4T19 y el *ratio* DFN/EBITDA año móvil empeora a 11,2x. No hay vencimientos de deuda relevantes hasta 2023.

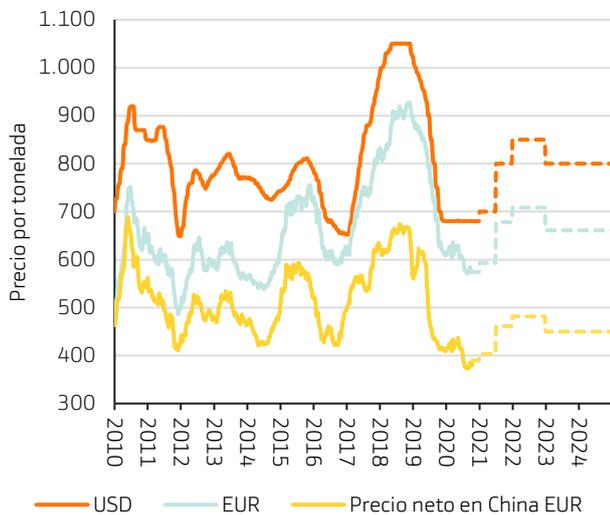
Recomendación: Neutral Precio Objetivo: 2,95/acción

El escenario empeora por el efecto del tipo de cambio y el mayor endeudamiento. Rebajamos **nuestro precio objetivo a 2,95 €/acción** (celulosa 1,20€/acc. + energía 1,75 €/acc.), desde el anterior 3,10 €/acción. Nuestra **recomendación es Neutral**. Conviene esperar hasta que el precio de la celulosa mejore, nosotros esperamos que la empiece un nuevo ciclo en 2021, más moderado que el ciclo anterior.

Cuatro indicadores a vigilar

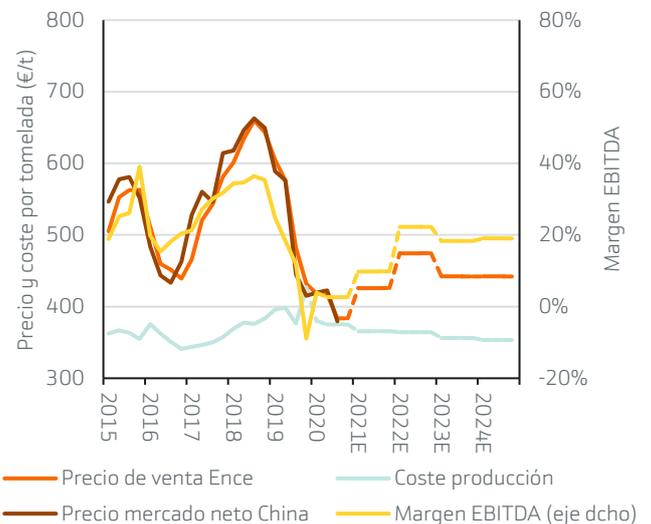
- El precio de venta de celulosa logrado por Ence en 3T cae -20,4% a/a en línea con el precio medio de mercado. Esperamos que se mantenga el entorno de precios bajos durante 4T20 y que empiece un nuevo ciclo en 2021.
- La evolución del tipo de cambio ha sido desfavorable en 3T20 (USD EUR -4,3%).
- Un reto es seguir reduciendo el coste de producción por tonelada y amortiguar el efecto de la caída en el precio.
- El precio del *pool* de electricidad se recupera en 3T20 pero es -18,7% inferior al de 3T19. Aunque la generación renovable tiene un mecanismo que compensa parte de esta caída, no se ajusta al 100%. Este entorno de precios es perjudicial para Ence.
- En 1T20 entraron en servicio dos centrales de energía de biomasa (Huelva y Puertollano) que suman 96 MW (+44%).

Cuadro 1. Precio de la celulosa: El ciclo está en mínimos



Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 2. Las magnitudes de celulosa reflejan el ciclo



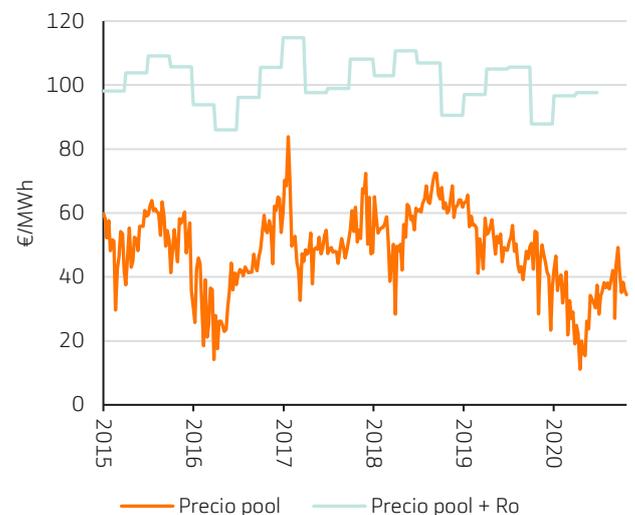
Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 3. El tipo de cambio EUR / USD es desfavorable



Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 4. Precio mercado electricidad: desfavorable



Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

El momento del ciclo de la celulosa empaña los resultados

- Celulosa. Ventas en unidades caen en 3T20 por la parada técnica anual que se retrasó desde 1S20. Los ingresos en 3T caen -28,3% por efecto volumen (-11,2%) y precio (-20,4%). El coste de producción retrocede -1,0%. El EBITDA es -1,7M€ (vs. +18,4M€ en 3T19).
- Energía. El incremento de la capacidad instalada (+44%) se refleja en un aumento de la generación (+27,7% en 3T20). Los precios bajos en el pool perjudican la evolución de los ingresos. Las ventas en 3T20 aumentan +14,0% y el EBITDA +1,9%.
- Las inversiones se han reducido al mínimo imprescindible y a pagos por las acometidas en 2019. El endeudamiento aumenta, +43,5M€ en 9M20 hasta 556,2M€. El ratio DFN/EBITDA se eleva a 11,1x por el efecto del menor EBITDA.

Cuadro 5. Resumen de resultados

M€	3T19	4T19	1T20	2T20	3T20	Var. a/a	9M19	9M20	Var. a/a
Ventas celulosa (t)	266.356	206.193	273.236	246.584	236.438	-11,2	704.306	756.258	7,4
Precio celulosa BHKP (US\$/t)	817	697	680	680	680	-16,7	916	680	-25,8
Precio celulosa BHKP (€/t)	732	630	617	620	584	-20,2	813	606	-25,4
Descuento promedio %	-34%	-31%	-32%	-33%	-34%	0,5	-32%	-33%	1,5
Precio Ence venta celulosa (€/t)	482	432	418	417	384	-20,4	549	407	-25,9
Coste producción (€/t)	376,4	426,6	380,1	375,1	372,8	-1,0	389,0	376,2	-3,3
Ventas celulosa	154,3	110,0	139,1	128,8	110,6	-28,3	462,4	378,5	-18,1
Ventas energía	47,9	39,3	45,2	50,8	54,6	14,0	128,7	150,6	17,0
Ajustes	-2,1	-1,0	-0,7	-1,1	-0,5		-4,0	-2,3	
Ventas	200,9	148,3	183,5	178,4	165,0	-17,9	587,1	526,9	-10,3
EBITDA celulosa	18,4	-9,8	5,4	3,4	-1,7	-109,2	85,0	7,1	-91,6
EBITDA energía	15,9	10,2	11,3	15,5	15,6	-1,9	41,6	42,4	1,9
EBITDA	34,2	0,5	16,8	19	13,6	-60,2	126,5	49,4	-60,9
<i>Margen (%)</i>	<i>17,0</i>	<i>0,3</i>	<i>9,2</i>	<i>10,7</i>	<i>8,2</i>		<i>21,5</i>	<i>9,4</i>	
Amortizaciones	-24,6	-22,9	-26,5	-27,9	-25,6		-69,4	-80,0	
Deterioros	-2,8	-1,0	-0,8	-1,3	-1,2		-1,2	-3,3	
EBIT	8,9	-23,4	-10,6	-10,3	-12,8	-243,8	55,9	-33,7	-160,3
Resultado financiero	-4,3	-4,7	-5,1	-7,4	-8,5		-16,7	-21,0	
BAI	4,6	-28,1	-15,7	-17,6	-21,4	-565,2	39,2	-54,7	-239,5
Impuestos	-1,0	9,5	4,1	4,6	5,5		-9,1	14,2	
Minoritarios	-0,9	0,0	-0,2	-0,5	-0,6		-2,3	-1,3	
Beneficio neto atribuible	2,8	-18,6	-11,8	-13,6	-16,4	-685,7	27,8	-41,8	-250,4
Cash flow de explotación	32,9	61,9	21,2	8,1	16,9	-48,6	114,6	46,2	-59,7
Inversión recurrente	-9,3	-8,2	-5,2	-3,9	-4,2	-54,8	-21,9	-13,3	-39,3
Cash flow libre	23,6	53,7	16,0	4,2	12,7	-46,2	92,7	32,9	-64,5
Inversión de expansión	-55,9	-55,0	-31,1	-9,9	-20,4		-208,7	-61,4	
Cash flow después de inversiones	-32,3	-1,3	-15,1	-5,7	-7,7		-116,0	-28,5	
Dividendos	-11,7	-1,8	0,0	0,0	-1,2		-25,8	-1,2	
Otros	-9,7	8,9	-6,1	-0,4	-7,3		-71,9	-13,8	
Variación deuda financiera neta	53,7	-5,8	21,2	6,1	16,2		213,7	43,5	
Deuda financiera neta	518,5	512,7	533,9	540,0	556,2	7,3	518,5	556,2	7,3
DFN/EBITDA año móvil (x)	2,5	4,0	5,8	7,7	11,1		2,5	11,1	

Fuente: Compañía y Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 6. 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	-103,2	-104,7	-106,3	-107,9	-109,3	-110,3
EBIT	-42,5	16,4	84,4	56,0	57,9	59,1
Resultado financiero	-25,0	-24,2	-22,4	-20,8	-19,0	-17,1
Beneficio antes de impuestos	-67,5	-7,7	62,0	35,3	38,9	42,0
Impuesto de sociedades	16,1	1,6	-15,1	-8,7	-9,6	-10,4
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	-53,6	-8,4	44,5	24,3	27,0	29,3
BPA (€)	-0,22	-0,03	0,18	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	51,8	98,6	153,1	134,4	138,6	141,9
Variaciones de NOF	-54,4	-68,7	-10,7	1,6	-2,6	-2,2
Inversión	-45,0	-45,0	-45,0	-45,0	-40,0	-30,0
Cash flow libre	-47,6	-15,1	97,5	91,0	96,0	109,6
Remuneración al accionista	0,0	0,0	-17,8	-14,2	-5,8	-4,7
Otras variaciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variación deuda financiera neta	47,6	15,1	-79,7	-76,9	-90,2	-104,9
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	-59,3	-59,3	-59,3	-59,3	-59,3	-63,3
Capital empleado	1.183,8	1.192,7	1.142,1	1.077,6	1.010,9	944,9
Recursos propios	603,0	594,6	621,3	631,4	652,6	689,3
Minoritarios	20,5	22,8	25,1	27,4	29,7	32,0
Deuda financiera neta	560,2	575,3	495,6	418,8	328,5	223,6
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				293,5	-193,5	
Método valoración				Dto CF libre	Dto. Divs.	
WACC (%)				6,1		
Tasa descuento (%)					6,0	
Crecimiento perpetuo "g" (%)				0,0		
Valor empresa				765,9	431,7	1.197,6
Deuda neta				-438,5		-438,5
Provisiones				-27,4		-27,4
Factoring				0,0		0,0
Minoritarios y otros				-4,3		-4,3
Valor equity (Dic-2021e)				295,7	431,7	727,4
Precio objetivo (€ por acción)				1,20	1,75	2,95
Matriz de sensibilidad a valoración negocio celulosa (€ por acción)						
		Crecimiento perpetuo "g"				
		-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%
WACC	7,1%	2,45	2,50	2,56	2,63	2,70
	6,6%	2,61	2,67	2,74	2,82	2,92
	6,1%	2,79	2,87	2,95	3,06	3,18
	5,6%	3,00	3,09	3,20	3,33	3,49
	5,1%	3,24	3,35	3,50	3,67	3,88

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 (antes 7,5% bajo una hipótesis de menor endeudamiento) y 6,0% para el de energía. Nuestro precio objetivo es para diciembre de 2021 (anterior dic. 2020).

Escenarios de precio objetivo

Base €2,95

- Valoración negocio celulosa: 1,20 €/acción.
- Valoración negocio energía: 1,75 €/acción.
- No incluimos 525 Mn€ de inversiones industriales pospuestas en celulosa viscosa y absorbente.

Positivo €4,85

- 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 €2,45

- 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.

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