

Ence (ENC), Marzo 2017

# ENCE (ENC)

## Actualización

Sector: Papeles y Ártes Gráficas (Bienes de Consumo)

## COMPRAR

RIESGO: ALTO

### Accionistas

 Juan Luis Arregui Ciarsolo: 27,1%  
 Alcor Holding: 9,9%  
 Víctor Urrutia: 6,2%  
 José Ignacio Comenge: 5,0%

 Precio acción (16/03/17): EUR 2,90  
**Precio objetivo (12 meses): EUR 3,51**  
 # de acciones (mill): EUR 250,27  
 Capitalización bursátil (mill): EUR 725,79  
 Máx/Mín 2017: EUR (2,90/2,42)  
 Máx/Mín (12 meses): EUR (3,09/1,81)  
 % Máx/Mín (12 meses): -6/60

### Analista: Paula Sampedro, CFA

 Tel: 34 - 91 - 573 3027  
 Fax: 34 - 91 - 504 4046

 PER 11: 9,8  
 PER 12: 12,4  
 PER 13: 153,4  
 PER 14: neg,  
 PER 15: 17,5  
 PER 16: 18,7  
 PER 17 E: 14,6  
 PER 18 E: 15,6  
 PER 19 E: 12,8

### Mesa de contratación

 Enrique Zamácola / Javier de Pedro  
 Tel: 34 - 91 - 573 3027  
 Fax: 34 - 91 - 504 4046

### Principales Ratios

	EV/Ebitda	Ebitda (*)	Bº Neto (*)	Cash-flow (*)	BPA	CF acción	Dividendo acción (**)	Pay-out (%)
2011	4,4	139,15	41,19	109,14	0,16	0,42	0,07	44
2012	6,0	139,31	43,03	120,84	0,17	0,48	0,07	41
2013	5,9	147,67	4,31	106,23	0,02	0,42	0,08	n.s.
2014	n.s.	1,69	(140,91)	30,69	(0,56)	0,12	0,10	n.s.
2015	5,8	191,79	49,86	124,03	0,20	0,50	0,14	72
2016	7,5	125,57	38,71	90,68	0,15	0,36	0,08	51
2017E	5,7	162,45	49,67	123,50	0,20	0,49	0,10	50
2018E	6,0	161,29	46,47	123,93	0,19	0,50	0,10	54
2019E	5,6	179,17	56,91	138,84	0,23	0,55	0,10	44

(\*) EUR millones

(\*\*) No incluye la distribución de acciones procedentes de la autocartera a los accionistas

Link Securities - Juan Esplandiú, 15 - planta baja - Madrid 28007 - España - Tel: 34 - 91 - 504 0612 - Fax: 34 - 91 - 504 4046

Ence (ENC), Marzo 2017

## Factores Claves de la Inversión

- **ENCE (ENC, la Compañía o el Grupo) es el principal productor europeo de celulosa blanqueada de eucalipto.** La Compañía cuenta con una capacidad de producción de casi 1 millón de Tm anuales repartida en dos plantas situadas en España.
- Además, **la Compañía es el principal productor de electricidad con biomasa de España**, con 112 MW de potencia instalados de forma integrada con el proceso productivo de la celulosa y otros 143 MW adicionales en cinco plantas independientes.
- Tras acometer una profunda reestructuración para hacer frente a la reforma energética, **ENC lanzó en 2015 un nuevo plan estratégico, enfocado en la eficiencia de los procesos productivos de la celulosa** y en las oportunidades de crecimiento en el negocio de la biomasa.
- Así, **el Grupo se quiere consolidar como el productor europeo de celulosa más eficiente en términos de costes de producción.** En este sentido, la nueva actualización de su plan estratégico prevé reducir los costes de producción desde EUR 357/Tm registrados en 2016 hasta EUR 325/Tm en 2020, con una inversión de EUR 221 millones entre 2017 y 2020.
- Además, **quiere invertir en nuevas plantas de biomasa**, principalmente y más a corto plazo en España, donde acaba de adquirir sendas plantas de 16 MW, y más a medio/largo plazo en el extranjero, donde ya tiene algunos proyectos en fase de estudio. Por el momento, tiene previsto desarrollar una nueva planta de 40 MW en Huelva, que entrará en funcionamiento en 2020.
- Para realizar estas inversiones, **la Compañía cuenta con su sólida solvencia financiera, tras cerrar 2016 con un ratio de deuda neta/EBITDA de 1,7 veces**, ratio que esperamos retroceda hasta 1,6 veces en 2019, a pesar de las inversiones previstas.
- **Esperamos que el sector de producción y venta de celulosa mantenga unas condiciones relativamente favorables a medio plazo** gracias al crecimiento de la demanda, que absorberá sin mayores tensiones la nueva capacidad de producción prevista, por lo que prevemos que los precios de la celulosa se mantengan en los actuales niveles.
- En este escenario, **prevedemos un crecimiento del beneficio neto de explotación (EBIT) del 10,2% tacc y del beneficio atribuible del 13,7% tacc hasta 2019**, alcanzando EUR 97,2 millones y EUR 56,9 millones, respectivamente.
- Hemos establecido un **precio objetivo para ENC de EUR 3,51 por acción**, por lo que a los precios actuales del valor éste ofrece un atractivo potencial de revaloración del 21%. Además, a los precios actuales las acciones de ENC presentan una atractiva rentabilidad por dividendo que hemos calculado en alrededor del 3,4% anual en los próximos años. Igualmente, valoramos muy positivamente la capacidad del Grupo de generar caja de forma más o menos recurrente y destacamos que a los actuales precios de la acción ENC cotiza a un nada exigente multiplicador Precio/Cash flow de 5,9 veces para el ejercicio 2017. Por ello, a pesar de que desde nuestro último informe del pasado mes de noviembre las acciones de ENC se han revalorizado alrededor de un 38%, mantenemos nuestra recomendación de **COMPRAR** para el valor. Recordamos que, tratándose de una empresa de *commodities* y con una alta sensibilidad a la cotización del dólar frente al euro, el riesgo de la inversión es **ALTO**.

**RECOMENDACIÓN: COMPRAR**

**RIESGO: ALTO**

Ence (ENC), Marzo 2017

## LOS RESULTADOS DE ENCE SUFRIERON EN 2016 EL DESCENSO DE LOS PRECIOS DE LA CELULOSA Y LA ENERGÍA

ENC obtuvo un beneficio neto de EUR 38,7 millones en el ejercicio 2016 frente a EUR 49,9 millones obtenidos en el ejercicio precedente, descenso que se debió al retroceso de los resultados en el negocio de la Celulosa como consecuencia principalmente de los precios de venta, y a pesar de la reducción de los gastos financieros incurridos por el Grupo. Los resultados de ENC del pasado ejercicio están muy en línea con las estimaciones que publicamos el pasado mes de noviembre a nivel operativo, si bien se quedan por debajo a partir del nivel de beneficio de explotación (EBIT) por diversos efectos no recurrentes así como por unos gastos financieros algo mayores de los por nosotros estimados, tal y como veremos a continuación.

El importe neto de la cifra de negocio retrocedió un 8,8% hasta EUR 605,4 millones, cifra similar a los EUR 601,4 millones que nosotros habíamos estimado. Por su lado, el cash flow de explotación (EBITDA) ajustado – que excluye el impacto de coberturas, indemnizaciones y provisiones– descendió un 30,8%, hasta EUR 138,0 millones, superando ligeramente los EUR 131,7 millones proyectados. Mientras, el beneficio de explotación (EBIT) retrocedió un 45,4%, hasta EUR 72,7 millones, quedándose por debajo de los EUR 77,4 millones proyectados.

Tal y como hemos adelantado antes, este recorte en los resultados de explotación fue compensado parcialmente por los menores costes financieros incurridos por ENC en 2016 (EUR 21,6 millones) respecto a 2015 (EUR 69,2 millones), algo superiores, no obstante, a los que nosotros habíamos proyectado (EUR 16,2 millones), tal y como veremos a continuación. Tras una tasa impositiva del 24,3% (25,7% en 2015; y 25,0% proyectada), el beneficio neto de ENC se situó en los EUR 38,7 millones que ya hemos señalado, quedándose sustancialmente por debajo de los EUR 46,0 millones que nosotros esperábamos.

La evolución de los resultados de ENC por área de negocio fue la siguiente:

### - Negocio de Celulosa:

Los ingresos por venta de celulosa propiamente dichos (excluyendo las ventas de energía ligadas al proceso celulósico, que suponen una reducción de los costes de producción) retrocedieron un 11,2%, hasta EUR 428,8 millones (EUR 429,4 millones proyectados), fruto de:

- Un incremento de las ventas en toneladas del 4,3% gracias al aumento de la producción de celulosa derivado de las sucesivas ampliaciones de capacidad de la fábrica de Navia. Nuestras estimaciones apuntaban a un incremento del 4,6%.

- Un descenso de los precios medios de venta de la celulosa en euros del 14,9%, en línea con nuestras previsiones.

Por el contrario, el coste de producción por tonelada (*cash cost*) retrocedió un 0,6% respecto a 2015, hasta situarse en EUR 356,7/Tm, con un descenso progresivo trimestre a trimestre, y a pesar del descenso de los ingresos por venta de energía ligada al proceso celulósico. Así, en el primer trimestre de 2016 (1T2016) el *cash cost* registró una subida hasta EUR 375,4/Tm debido al impacto de la avería del rotor de la turbina de cogeneración de la planta de Pontevedra. Posteriormente, tras haber solucionado esta avería durante la parada de mantenimiento del mes de marzo, y gracias también a las inversiones en mejora de eficiencia y ampliación de capacidad llevadas a cabo en la planta de Navia y al menor coste del consumo de madera (ligado al precio de la celulosa), el *cash cost* registró un descenso progresivo hasta EUR 340,9/Tm en el 4T2016. Nosotros habíamos proyectado un *cash cost* de EUR 360/Tm para el conjunto del ejercicio.

**PRINCIPALES MAGNITUDES DE EXPLOTACIÓN DEL NEGOCIO DE LA CELULOSA (2016 vs 2015)**

	2016	2015	16/15 (%)
Ventas de celulosa (EUR millones)	428,8	483,1	(11,2)
Toneladas vendidas (000 Tm)	923,4	885,3	4,3
Precio medio (EUR/Tm)	464,4	545,7	(14,9)
Cash costs (EUR/Tm)	356,7	359,0	(0,6)
EBITDA ajustado	104,0	169,6	(38,7)

Fuente: Estados financieros ENCE.

Nota: El importe neto de la cifra de negocio que incluye tanto las ventas de energía ligadas al proceso celulósico como los ingresos forestales se situó en 2016 en EUR 514,3 millones, frente a EUR 569,8 millones en 2015.

Con esto, el cash flow de explotación (EBITDA) ajustado retrocedió un 38,7% en 2016, hasta EUR 104,0 millones (EUR 101,0 millones estimados), equivalente a un margen sobre la cifra de negocio de la división del 20% frente al 30% registrado en 2015. Tras incluir gastos no recurrentes, el EBITDA reportado se situó en EUR 95,4 millones en 2016 (EUR 93,4 millones estimados) frente a EUR 158,0 millones en 2015.

Por su lado, los gastos por amortización del inmovilizado aumentaron un 12%, hasta EUR 56,7 millones, tras haber recuperado EUR 14,1 millones de amortización de los activos del complejo industrial de Huelva reclasificados en el 3T2016 como inmovilizado material (antes inmovilizado mantenido para la venta). Por el contrario, esta mayor amortización se ha visto en parte compensada por una reversión de la provisión de dichos activos por importe de EUR 4,2 millones. Además, la Compañía ha contabilizado otros EUR 16,3 millones de plusvalías por la venta de fincas. Tras esto, y tras un cargo de EUR 6,0 millones por agotamiento forestal (EUR 5,6 millones en 2015), el beneficio de explotación (EBIT) de la división de Celulosa se situó en 2016 en EUR 52,9 millones, frente a EUR 107,7 millones en 2015 y a los EUR 58,6 millones que habíamos estimado.

El gasto financiero neto retrocedió un 64,4%, hasta EUR 14,4 millones, como consecuencia de la refinanciación del bono corporativo llevada a cabo en 2015 y que supuso cargos no recurrentes por importe de EUR 23,2 millones –en nuestras estimaciones habíamos calculado un coste financiero neto de EUR 13,5 millones en 2016. Además, ENC registró un cargo de EUR 1,6 millones como otros resultados financieros, partida que recoge diferencias de cambio y el efecto del *mark to market* del programa de coberturas sobre tipo de cambio implementado por la Compañía, que nosotros no contemplábamos.

**- Negocio de Energía:**

Los ingresos del negocio puramente eléctrico se redujeron un 1,1% en 2016 respecto al ejercicio anterior, hasta EUR 96,0 millones, fruto del menor precio medio de venta (-7,1%), que no pudo ser compensado por un incremento de la producción del 2,1%, ni por el incremento de la retribución media a la inversión, desde EUR 31,1 millones en 2015 hasta EUR 33,2 millones en 2016. Señalar que el incremento de la producción se produjo en el 2S2016 y en especial en el 4T2016, consecuencia de la recuperación de los precios del *pool*, que permitieron a ENC generar en el 4T2016 19.080 MWh, por encima del límite anual de 6.500 horas de operación marcado por la regulación. Además, en el 4T2016 ENC reconoció EUR 3,9 millones de ingresos correspondientes a la diferencia entre el precio del *pool* estimado por el regulador y el real en 2016, compensados por un efecto negativo de EUR 1,8 millones derivado de la reclasificación de la planta de Huelva de 41 MW como planta híbrida en el 2T2016. En nuestras estimaciones habíamos contemplado unas ventas de EUR 96,8 millones, con una producción un 0,5% inferior a la alcanzada y un ingreso medio un 1,3% superior.

**Ence (ENC), Marzo 2017**

---

Por el contrario, el EBITDA ajustado aumentó un 9,0%, hasta EUR 34,0 millones, lo que implica un margen sobre ventas del 35% (32% en 2015), gracias a los avances conseguidos en la diversificación del suministro de biomasa y a los ingresos no recurrentes antes señalados. En nuestras estimaciones no habíamos previsto esta mejoría del margen, habiendo proyectado un margen del 31,3% y un EBITDA ajustado de EUR 30,3 millones. Tras cargos no recurrentes el EBITDA alcanzó EUR 30,2 millones en 2016, lo que supone un descenso del 14,0% frente al alcanzado en el ejercicio precedente. En nuestras estimaciones no contemplábamos apuntes no recurrentes, por lo que el EBITDA alcanzado en el negocio de Energía no difiere significativamente de nuestras estimaciones. Por su parte, el EBIT retrocedió un 25,0%, hasta EUR 19,8 millones en 2016 (EUR 18,9 millones estimados).

Al igual que en el caso del negocio de la celulosa, el coste financiero neto retrocedió desde EUR 20,8 millones en 2015 hasta EUR 5,7 millones en 2016, también consecuencia de la refinanciación de la deuda llevada a cabo en el 3T2015 y que supuso unos cargos extraordinarios en dicho trimestre. En nuestras proyecciones habíamos calculado un gasto financiero de EUR 3,6 millones en 2016.

---

**RECIENTEMENTE LA COMPAÑÍA HA ACTUALIZADO SU PLAN DE INVERSIONES EN EL NEGOCIO DE LA CELULOSA PARA LOS PRÓXIMOS AÑOS**

---

ENC ha actualizado su plan de inversiones hasta 2020, actualización que supone una reducción de EUR 50 millones en las inversiones en el negocio de celulosa y una mejora en la evolución del *cash cost* previsto, que se traducirá en un EBITDA proyectado un 7% superior en 2020 (escenario conservador).

Así, ENC ha pospuesto el proyecto de la planta de biomasa de 25 MW que iba a desarrollar en sus instalaciones de Pontevedra, y que calculaba que le iban a suponer unos ahorros de EUR 16/tm en términos de *cash cost* y un incremento de EUR 7 millones en términos de EBITDA –en cambio la división de Energía desarrollará una planta independiente de 40 MW en Huelva. No obstante, a pesar de no llevar a cabo esta inversión dentro del horizonte de este plan estratégico, la Compañía espera conseguir reducir el *cash cost* de Pontevedra tal y como tenía previsto, así como reducir el de Navia por encima de su objetivo inicial, tal y como se explica más adelante. Además, indicar que las mayores desinversiones que contempla ahora el Grupo se traducen en una sustancial reducción del presupuesto neto de inversión, desde EUR 260 millones hasta EUR 117 millones en el periodo.

En Pontevedra ENC va a invertir EUR 10 millones en incrementar la potencia de la turbina de cogeneración, lo que debería suponer un ahorro anual de EUR 5/Tm en términos de *cash cost*. Igualmente, invertirá EUR 12 millones adicionales en aumentar la capacidad de producción de celulosa en 40.000 Tm más, sobre las 30.000 Tm anuales inicialmente previstas, lo que debería traducirse en un ahorro anual de EUR 12/Tm en *cash cost* en total, en lugar de los EUR 4/Tm inicialmente previstos. Además, invertirá EUR 4 millones adicionales en medidas de mejora de eficiencia y reducción de costes tanto en la planta de Navia como de Pontevedra. En Navia invertirá también EUR 16 millones adicionales en mejoras medioambientales, mientras que ha revisado a la baja la expansión de la capacidad de producción de esta fábrica en 20.000 Tm anuales, hasta 80.000 Tm anuales, dejando de invertir EUR 18 millones. Además, la Compañía irá acompañando sus inversiones en función de la generación de caja del negocio, con el fin de no exceder un apalancamiento financiero de 2,5 veces deuda neta/EBITDA.

Ence (ENC), Marzo 2017

Cuadro n. 2

**REVISIÓN DEL PLAN ESTRATÉGICO DE LA COMPAÑÍA 2020**

<b>Plan de inversión original (2015-2020); EUR millones</b>	<b>338</b>
Traspaso proyecto biomasa a Huelva	(74)
Repotenciación turbina Pontevedra	10
Mayor expansión capacidad celulosa Pontevedra	12
Menor expansión capacidad celulosa Navia	(18)
Medidas de mejora de eficiencia adicionales	4
Mejoras medioambientales en Navia	16
<b>Nuevo presupuesto de inversión; EUR millones</b>	<b>288</b>
Desinversiones; EUR millones (antes EUR 78 millones)	(171)
<b>Presupuesto de inversión neto; EUR millones</b> (antes EUR 260 millones)	<b>117</b>

**Otros:**

Incremento de la capacidad hasta 1,12 M lugar de 1,09 M en 2020  
 Mejora del objetivo de *cash cost* hasta EUR 325/Tm frente a EUR 329/Tm  
 Incremento del EBITDA en EUR 9 millones  
 Se mantiene el objetivo de deuda neta/EBITDA < 2,5x

*Fuente: Presentaciones de la Compañía. Elaboración propia.*

Con todo, tal y como se muestra en el cuadro n. 3, ENC espera poder reducir los costes de producción en Pontevedra hasta EUR 355/Tm, como había planificado anteriormente, mientras que en la planta de Navia proyecta un mayor descenso, hasta EUR 301/Tm, frente a los 311/Tm inicialmente previstos, gracias a los mayores ahorros en eficiencia conseguidos.

Ence (ENC), Marzo 2017

Cuadro n. 3

**ACTUALIZACIÓN DEL PLAN MEJORA DE EFICIENCIA DE ENCE**

Pontevedra				Navia			
Plan original		Revisión		Plan original		Revisión	
<b>2015 cash cost</b>	<b>385</b>			<b>2015 cash cost</b>	<b>333</b>		
Eficiencia	(8)			Eficiencia	(11)		
Incremento capacidad	(1)			Incremento capacidad	(4)		
<b>2016 cash cost</b>	<b>376</b>	<b>391</b>	Eficiencia y rep. Turbina (*)	<b>2016 cash cost</b>	<b>318</b>	<b>329</b>	Incremento capacidad
Eficiencia	(2)	(12)		Incremento capacidad	(4)	(2)	Eficiencia
Incremento capacidad	(3)	(3)	Incremento capacidad			(18)	
<b>2017 cash cost</b>	<b>371</b>	<b>376</b>	Incremento capacidad	<b>2017 cash cost</b>	<b>314</b>	<b>309</b>	Eficiencia
		(3)	Eficiencia	Incremento capacidad	(2)	(1)	
		(2)					
<b>2018 cash cost</b>	<b>371</b>	<b>371</b>	Repotenciación turbina	<b>2018 cash cost</b>	<b>312</b>	<b>308</b>	Incremento capacidad
Biomasa	(16)	(5)	Mejora eficiencia	Incremento capacidad	(1)	(5)	
		(2)					
<b>2019 cash cost</b>	<b>355</b>	<b>364</b>	Incremento producción	<b>2019 cash cost</b>	<b>311</b>	<b>303</b>	Incremento capacidad
		(9)				(2)	
<b>2020 cash cost</b>	<b>355</b>	<b>355</b>		<b>2020 cash cost</b>	<b>311</b>	<b>301</b>	

Fuente: Presentaciones de la Compañía. Elaboración propia

(\*) En 2016 la Compañía sufrió una avería en la turbina de cogeneración de la planta de Pontevedra, que supuso un incremento no recurrente del cash cost en dicho ejercicio.

En lo que respecta al negocio de Energía, tal y como hemos señalado antes, ENCE desarrollará una planta de biomasa de 40 MW en Huelva, que supondrá una inversión de EUR 87 millones y con la que espera generar un EBITDA de 11 millones a partir de 2020, primer año de operación de la planta, gracias a las sinergias operativas con las otras plantas que tiene ENCE en la zona.

Además, recordamos que ENCE adquirió el pasado mes de diciembre sendas participaciones mayoritarias en dos plantas de 16 MW cada una en Ciudad Real (68,4% del capital) y Jaén (64,1% del capital) por un importe de EUR 22,5 millones. En este sentido, los gestores de la Compañía han expresado su vocación de seguir jugando un papel en la consolidación del sector de la biomasa en España, y serán este tipo de inversiones las prioritarias en su plan de expansión en dicho sector, manteniendo sus planes de inversiones en el exterior en un horizonte más a largo plazo.

## CON TODO ELLO, Y TENIENDO EN CUENTA LAS MEJORES PERSPECTIVAS DE LOS PRECIOS DE LA CELULOSA, HEMOS REVISADO AL ALZA NUESTRAS ESTIMACIONES DE RESULTADOS PARA EL GRUPO

Antes de comenzar a presentar nuestras estimaciones de resultados para los próximos años debemos recordar que no contemplamos inversiones por parte del Grupo en nuevas plantas independientes de generación de energía a partir de biomasa aparte de las ya anunciadas, ya que no podemos anticipar qué proyectos puede terminar llevando a cabo la Compañía. Además, presentamos por primera vez en este informe nuestras estimaciones para el ejercicio 2019.



**Ence (ENC), Marzo 2017**

En los últimos meses ENC ha subido en varias ocasiones los precios de lista de su celulosa. Así, en diciembre anunció una subida hasta \$ 675 /Tm; en enero hasta \$ 710/Tm; en febrero hasta \$ 740/Tm y en marzo hasta \$ 770/Tm, en todos los casos con efectos del mes siguiente. Estas subidas de precios se corresponden a la buena situación que vive el mercado, con un fuerte crecimiento de la demanda, que alcanzó el 7,7% en 2016 en el caso de la celulosa de eucalipto, mientras que los incrementos de oferta anunciados para este y los próximos ejercicios no parece que vayan a generar desequilibrios en el mercado. Con esto, y con la revisión del plan de inversiones anunciado por ENC hemos procedido a revisar nuestras estimaciones de resultados para los próximos años.

Así, tal y como recogemos en el cuadro n. 4, hemos revisado al alza los precios estimados para la celulosa, siguiendo las recientes subidas de precios antes señaladas y en sintonía con un entorno de oferta y demanda en equilibrio. Por el contrario, hemos sido un poco más conservadores a la hora de calcular los descuentos aplicados.

**Cuadro n. 4**
**REVISIÓN DE LOS PRECIOS DE LA CELULOSA PROYECTADOS (2016–2019E)**

<b>Marzo 2017</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
BHKP (\$/Tm)	696,8	705,0	705,0	715,0
Cambio euro/dólar	1,11	1,10	1,10	1,10
Descuento comercial	26%	27%	28%	29%
Precio efectivo	464,4	466,6	461,5	464,8
<b>Noviembre 2016</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	
BHKP (\$/Tm)	680,0	660,0	660,0	
Cambio euro/dólar	1,10	1,09	1,09	
Descuento comercial	25%	25%	25%	
Precio efectivo	463,6	452,9	451,7	
Revisión precio efectivo	0,16%	3,02%	2,16%	

Fuente: Estados financieros ENCE 2016. Estimaciones propias.

Igualmente, hemos ajustado las ventas en toneladas siguiendo la revisión del plan de inversiones que ha anunciado la Compañía, incrementando en algo más de un 2% las toneladas vendidas en 2017 y 2018 respecto a nuestras estimaciones anteriores lo que, unido a los mayores precios que ahora proyectamos, da como resultado una revisión al alza de las ventas de celulosa en euros del 4-5% en 2017 y 2018. Con todo, esperamos un crecimiento de las ventas de celulosa del 3,7% en tasa anual compuesta (tacc), hasta EUR 478,5 millones en 2019.



Ence (ENC), Marzo 2017

Cuadro n. 5

**REVISIÓN DE LAS ESTIMACIONES DE VENTAS DE CELULOSA (2016–2019E)**

<b>Marzo 2017</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>Tasa (19/16)</b>
Ventas de celulosa (EUR millones)	428,8	449,0	452,7	478,5	3,7%
Toneladas vendidas (000 TM)	923,4	962,3	981,1	1.029,6	3,7%
<b>Noviembre 2016</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>		
Ventas de celulosa (EUR millones)	429,4	426,1	434,1		
Toneladas vendidas (000 TM)	926,1	940,8	960,9		
Revisión ventas de celulosa	-0,1%	5,4%	4,3%		
Revisión toneladas vendidas	-0,3%	2,3%	2,1%		

Fuente: Estados financieros ENCE 2016. Estimaciones propias.

De la misma forma, siguiendo la actualización del plan de inversiones anunciada por la Compañía, hemos revisado los costes de producción proyectados. Así, prevemos un descenso progresivo de los mismos hasta EUR 331/Tm en 2019, como consecuencia del plan de eficiencia y reducción de costes que el Grupo está llevando a cabo, así como por el incremento de las ventas de energía de las plantas integradas en el proceso de producción de celulosa—recordamos que la venta de energía de estas plantas resta como un menor coste de producción (*cash cost*), aunque en la cuenta de pérdidas y ganancias se incluye en la cifra de ventas. Este descenso de los costes será más rápido del que contemplábamos en nuestras estimaciones anteriores, gracias a las mejoras de eficiencia conseguidas en la planta de Navia respecto al plan anterior.

Con esto, calculamos que el EBITDA ajustado del negocio de Celulosa de ENC aumentará a una tasa del 11,6% tacc hasta 2019, alcanzando entonces EUR hasta EUR 144,4 millones. Tras cierto incremento de los costes de amortización derivado de las inversiones que el Grupo está llevando a cabo, proyectamos un incremento del EBIT de esta área de negocio del 9,2% tacc, hasta EUR 68,9 millones en 2019. Tal y como se refleja en el cuadro n. 6 nuestras estimaciones de EBITDA ajustado y EBIT son sustancialmente más altas que las que calculamos en nuestro anterior informe del pasado mes de noviembre.

Ence (ENC), Marzo 2017

Cuadro n. 6

**REVISIÓN DE ESTIMACIONES DE RESULTADOS DE EXPLOTACIÓN CELULOSA  
(2016–2019E)**

<b>Marzo 2017</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>Tasa (19/16)</b>
VENTAS DE CELULOSA (EUR millones)	428,80	448,98	452,73	478,51	3,7%
CIFRA DE NEGOCIO DIVSIÓN (EUR millones)*	514,30	534,86	538,98	569,19	3,4%
CASH-COSTS	356,7	341,0	339,0	331,0	-2,5%
EBITDA ajustado	104,0	127,1	126,5	144,4	11,6%
Margen sobre cifra de negocio (%)	20,2%	23,8%	23,5%	25,4%	
EBIT	52,9	57,2	54,1	68,9	9,2%
Margen sobre cifra de negocio (%)	10,3%	10,7%	10,0%	12,1%	
<b>Noviembre 2016</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>		
VENTAS DE CELULOSA (EUR millones)	429,37	426,10	434,06		
CIFRA DE NEGOCIO DIVSIÓN (EUR millones)*	507,1	519,5	528,5		
CASH-COSTS	360,0	352,0	346,0		
EBITDA ajustado	101,0	100,5	107,2		
Margen sobre ventas (%)	19,9%	19,4%	20,3%		
EBIT	58,6	42,8	45,3		
Margen sobre ventas (%)	11,6%	8,2%	8,6%		
Revisión EBITDA ajustado	3,0%	26,4%	18,0%		
Revisión EBIT	-9,7%	33,5%	19,4%		

Fuente: Estados financieros ENCE 2016. Estimaciones propias.  
 (\*) Incluye ventas de energía y ventas forestales.

Respecto al negocio de energía, hemos incluido en nuestras estimaciones las dos plantas de biomasa que adquirió ENC en diciembre de 2016. Además, hemos incrementado nuestras estimaciones de rentabilidad de las plantas que ya estaban en el Grupo reflejando las mejoras logradas por éste en el suministro de materia prima. Finalmente, señalar que la planta de 40 MW que el Grupo va a desarrollar en Huelva no entrará en operación hasta 2020, por lo que no se refleja en las proyecciones de ventas y EBITDA aquí presentadas. En concreto, contemplamos un incremento de la cifra de negocio de la división del 8,1% tacc hasta EUR 121,1 millones, gracias al incremento de las ventas en MW tras la adquisición de las plantas mencionadas y un incremento del EBITDA ajustado del 7,6% tacc hasta EUR 42,4 millones, manteniéndose este margen sobre ventas alrededor del 35% alcanzado en 2016.

Ence (ENC), Marzo 2017

Cuadro n. 7

**REVISIÓN ESTIMACIONES RESULTADOS EXPLOTACIÓN ENERGÍA (2016–2019E)**

<b>Marzo 2017</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>Tasa (19/16)</b>
VENTAS DE ENERGÍA (MWh)	628,4	822,9	822,9	822,9	9,4%
CIFRA DE VENTAS (EUR millones)	96,0	122,8	121,1	121,1	8,1%
EBITDA ajustado	34,0	43,0	42,4	42,4	7,6%
Margen sobre ventas (%)	35,4%	35,0%	35,0%	35,0%	
<b>Noviembre 2016</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>		
VENTAS DE ENERGÍA (MWh)	625,4	625,4	625,4		
CIFRA DE VENTAS (EUR millones)	96,8	97,4	97,4		
EBITDA ajustado	30,3	30,8	30,8		
Margen sobre ventas (%)	31,3%	31,6%	31,6%		
Revisión cifra de ventas	-0,9%	26,1%	24,4%		
Revisión EBITDA ajustado	12,3%	39,6%	37,7%		

Fuente: Estados financieros ENCE 2016. Estimaciones propias.

Con todo ello, esperamos que la cifra de negocio del Grupo aumente a una tasa tacc del 4,3% tacc hasta 2019, alcanzando EUR 687,4 millones, y que el EBITDA ajustado lo haga a una tasa del 10,6%, hasta EUR 186,8 millones. Por su lado, la tasa de crecimiento del EBIT será del 10,2%, como consecuencia de las mayores amortizaciones fruto de las fuertes inversiones que el Grupo va a realizar en los próximos años.

Cuadro n. 8

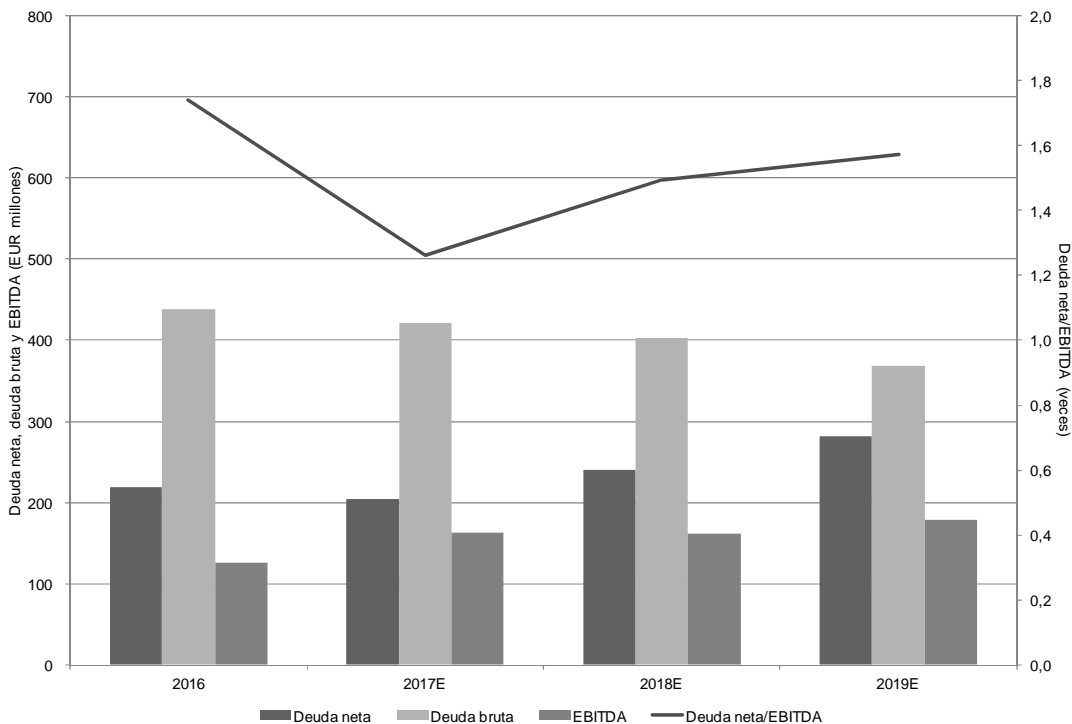
**REVISIÓN RESULTADOS EXPLOTACIÓN GRUPO CONSOLIDADO**

<b>Marzo 2017</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>Tasa (19/16)</b>
CIFRA DE NEGOCIO	605,4	654,8	657,2	687,4	4,3%
EBITDA ajustado	138,0	170,0	168,9	186,8	10,6%
Margen sobre cifra de negocio	22,8%	26,0%	25,7%	27,2%	
EBITDA	125,6	162,4	161,3	179,2	12,6%
Margen sobre cifra de negocio	20,7%	24,8%	24,5%	26,1%	
EBIT	72,7	88,6	83,8	97,2	10,2%
Margen sobre cifra de negocio	12,0%	13,5%	12,8%	14,1%	
<b>Noviembre 2016</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>		
CIFRA DE NEGOCIO	601,0	614,1	623,1		
EBITDA ajustado	131,3	131,3	138,0		
Margen sobre cifra de negocio	21,8%	21,4%	22,1%		
EBITDA	123,7	123,7	130,4		
Margen sobre cifra de negocio	20,6%	20,1%	20,9%		
EBIT	77,4	62,4	64,9		

Fuente: Estados financieros ENCE 2016. Estimaciones propias.

**Ence (ENC), Marzo 2017**

Esperamos que el coste financiero neto retroceda ligeramente, desde EUR 21,6 millones en 2016 hasta EUR 18,9 millones en 2019 –estimaciones que no difieren significativamente de las que calculamos el pasado mes de noviembre. Hemos calculado una progresiva reducción de la deuda bruta del Grupo, ya que calculamos que los picos de inversión podrán ser cubiertos con la liquidez que mantiene actualmente ENCE en Tesorería. En cualquier caso, no esperamos que el Grupo supere un ratio de deuda neta sobre EBITDA de 2,0 veces en todo el periodo proyectado, tal y como mostramos en el gráfico a continuación.

**Gráfico n. 1**
**EVOLUCIÓN DEL ENDEUDAMIENTO FINANCIERO DEL GRUPO (2016–2019E)**


Fuente: Estados financieros ENCE 2016. Estimaciones propias.

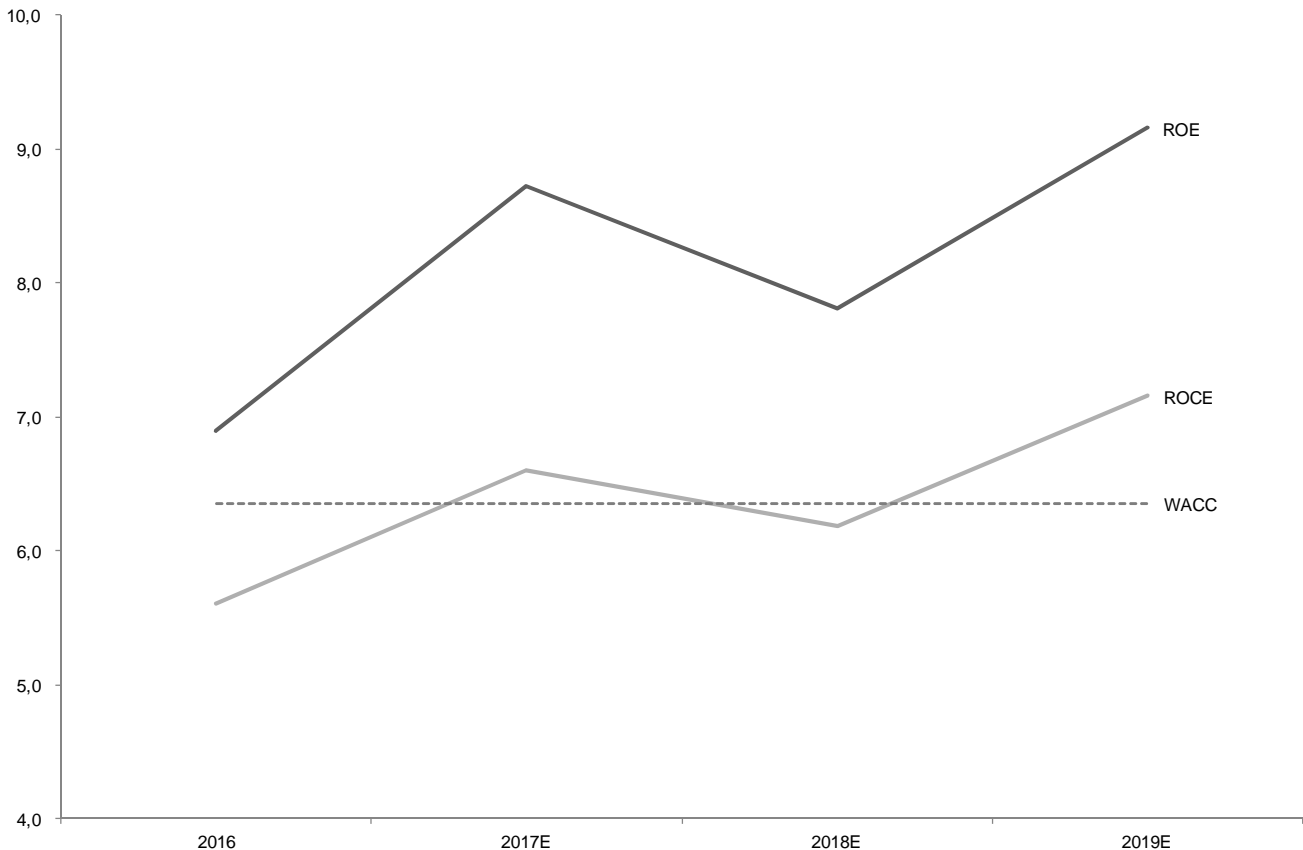
Mantenemos nuestra estimación de una tasa impositiva del 25% a lo largo del periodo proyectado, similar a la del 24,2% registrada en 2016, aunque la salida de caja efectiva se verá reducida por la aplicación de bases imponibles negativas.

Con todo ello, esperamos que ENCE registre un beneficio neto de EUR 49,7 millones en 2017 (EUR 34,3 millones; estimación anterior); EUR 46,5 millones en 2018 (EUR 36,3 millones; estimación anterior); y EUR 56,9 millones en 2019.

Finalmente, señalar que en términos de *Economic Value Added* (EVA) la rentabilidad del capital invertido (ROCE) se situará en los próximos años alrededor del nivel del coste medio ponderado del capital (WACC), lastrada por las fuertes inversiones que el Grupo está llevando a cabo, con lo que la creación de valor será intermitente. Además, debemos puntualizar que en nuestro cálculo del ROCE, éste es penalizado por la elevada Tesorería que mantiene actualmente la Compañía (unos EUR 200 millones) con vistas a financiar dichas inversiones. En cualquier caso, dicha situación esperamos que sea transitoria hasta que las inversiones

**Ence (ENC), Marzo 2017**

comiencen a dar sus frutos, tal y como se muestra en el gráfico a continuación. Por su parte, la rentabilidad de los fondos propios (ROE) superará al ROCE durante todo el periodo proyectado, por lo que podemos concluir que la estructura financiera será eficiente desde el punto de vista de la rentabilidad alcanzable por el accionista.

**Gráfico n. 2**
**EVOLUCIÓN ESPERADA DE ROE Y ROCE vs WACC (2016-2019E)**


Fuente: Estados financieros de Ence 2016: Elaboración y estimaciones propias.

**HEMOS REVISADO AL ALZA NUESTRO PRECIO OBJETIVO PARA ENCE DESDE EUR 3,06 HASTA EUR 3,51 POR ACCIÓN, POR LO QUE A LOS PRECIOS ACTUALES SUS ACCIONES PRESENTAN UN POTENCIAL DE REVALORIZACIÓN DEL 21%**

Hemos valorado ENC utilizando un modelo de descuento de flujos de caja del inversor ajustado a impuestos con el que hemos obtenido un valor para la Compañía de EUR 1.139,99 millones (EUR 1.161,33 millones; valoración anterior), lo que supone un precio por acción de EUR 4,63 (EUR 4,64 valoración; anterior). Señalar que para calcular el valor por acción hemos descontado del número de acciones los 4 millones de acciones propias que el Grupo tiene en autocartera y que prevé amortizar próximamente.

A este valor hemos decidido aplicarle un descuento del 20% debido a la reducida capitalización de ENC, que limita la liquidez del valor en Bolsa, por un lado, y hace que éste pase más desapercibido para los inversores

**Ence (ENC), Marzo 2017**

internacionales al restar seguimiento por parte de los analistas, por el otro. Una vez aplicado el descuento obtenemos un valor de EUR 3,70 (EUR 3,71: valoración anterior), lo que supone un potencial de revalorización del 27,6% respecto a la actual cotización de la acción.

Las principales hipótesis incluidas en nuestro modelo de valoración se detallan en la exposición que hemos realizado de nuestras estimaciones de resultados para el periodo 2017–2019. El coste medio ponderado del capital del Grupo (WACC), tasa a la que descontamos los flujos de caja estimados, es del 6,36% (similar a la valoración anterior) y su cálculo se recoge en el anexo n. 3.

La valoración ahora obtenida es similar a la que calculamos el pasado mes de noviembre, a pesar de la revisión al alza de nuestras estimaciones por dos motivos principales: i) un incremento de las inversiones que calculamos como recurrentes; y, en menor medida ii) que hemos descontado del capital los 4 millones de acciones que ENCE ha señalado que va a amortizar, mientras que en noviembre descontamos los 7 millones que tenía en autocartera.

Asimismo, hemos valorado ENCE en función de los multiplicadores bursátiles a los que cotizan sus principales competidores, según las estimaciones del consenso de analistas *FactSet* para el ejercicio 2017. Aplicando este método, tal y como se muestra en el cuadro adjunto, hemos alcanzado un precio para las acciones de ENCE de EUR 3,32 por acción, lo que supone valorar el Grupo en EUR 829,83 millones, y un potencial de revalorización del 14,3%. En nuestra valoración de noviembre siguiendo esta metodología habíamos obtenido un precio de EUR 2,42 por acción, diferencia que procede casi en su totalidad de la revisión al alza de nuestras estimaciones.

**Cuadro n. 9**
**VALORACIÓN DE ENCE POR MULTIPLICADORES BURSÁTILES – 16 marzo 2017**

	PER 2017E	P/CFA 2017E	EV/EBITDA 2017E
Grupo de referencia: multiplicador mediano	7,0 x	15,7 x	6,0 x
Valoración ENCE (EUR/acción)	3,79	3,17	2,99
<b>Valoración Media (EUR/acción)</b>			<b>3,32</b>

Fuente: *FactSet*; estimaciones propias.

Grupo de referencia: *Altri, Fibria Celulose, Mercer International, Suzano Papel e Celulose.*

Nota: La valoración se ha ajustado teniendo en cuenta los 4 millones de acciones en autocartera que el Grupo pretende amortizar.

Combinando ambos métodos de valoración obtenemos un valor para ENCE de EUR 878,32 millones y un precio objetivo para sus acciones de EUR 3,51, frente al precio objetivo de EUR 3,06 que establecimos en noviembre. A los precios actuales las acciones de ENCE presentan un potencial de revalorización del 21% frente a nuestro precio objetivo.

**A PESAR DE LA RECIENTE FUERTE REVALORIZACIÓN DE LOS TÍTULOS DE ENCE MANTENEMOS NUESTRA RECOMENDACIÓN PARA EL VALOR DE COMPRAR, SI BIEN RECORDAMOS QUE EL RIESGO DE LA INVERSIÓN ES ALTO**

ENCE es el principal productor europeo de celulosa blanqueada de eucalipto, con una capacidad de producción de casi 1 millón de toneladas anuales repartida en dos plantas situadas en España. Integrada en su ciclo de producción de celulosa, la Compañía cuenta con una capacidad de producción de energía renovable a partir de biomasa de 112 MW. También cuenta con varias plantas independientes de generación de energía con

**Ence (ENC), Marzo 2017**

biomasa, con una potencia total de 143 MW, lo que le convierte en el principal productor de este tipo de energía en España. Además, tiene previsto desarrollar una nueva planta de 40 MW que entrará en operación en 2020.

**Gráfico n. 3**
**EVOLUCIÓN DE LA COTIZACIÓN DE ENCE VS IBEX-35 – 12 MESES**


Fuente: FactSet. Estimaciones propias.

Tras haber realizado una profunda reestructuración con el fin de hacer frente a la reforma energética llevada a cabo en España, ENC lanzó en 2015 un nuevo plan estratégico, enfocado en la eficiencia en la producción de celulosa y en las oportunidades de crecimiento en el negocio de la biomasa.

Así, el Grupo se quiere consolidar como el productor europeo de celulosa más eficiente en términos de costes de producción y para ello va a llevar a cabo importantes inversiones en mejorar la eficiencia de sus plantas de producción, planes que acaba de revisar con unos objetivos más ambiciosos en el descenso de los costes de producción (*cash costs*) esperados. Así, ENC espera reducir sus costes de producción hasta EUR 325/Tm en 2020, desde los EUR 357/Tm registrados en 2016 y frente al objetivo de EUR 329/Tm contemplados inicialmente, con una inversión de EUR 221 millones entre 2017 y 2020.

Además, y por el lado de la demanda, este negocio presenta unas condiciones relativamente favorables a medio plazo gracias a la fortaleza de la demanda de celulosa, que contrarrestará en parte los incrementos de oferta que se esperan en el sector. A medio/largo plazo creemos que el crecimiento de los países en vías de desarrollo resultará en un incremento sólido de la demanda de celulosa, que permitirá que los precios de la celulosa se mantengan a los actuales niveles.



**Ence (ENC), Marzo 2017**

---

Igualmente, ENCE espera poder invertir en nuevas plantas de biomasa, tanto en España, donde acaba de adquirir sendas plantas de 16 MW cada una y espera poder seguir participando en la consolidación del sector, como en el extranjero, donde ya tiene algunos proyectos en fase de estudio, si bien éstos todavía están por concretar.

Para llevar a cabo su plan estratégico, la Compañía cuenta con una sólida solvencia financiera, habiendo cerrado el ejercicio 2016 con un ratio de deuda neta/EBITDA de 1,7 veces y con una tesorería de alrededor de EUR 200 millones. Todo ello esperamos que se traduzca en un crecimiento del beneficio de explotación (EBIT) del 10,2% tacc y del beneficio neto del 13,7% hasta 2019, alcanzando EUR 97,2 millones y EUR 56,9 millones, respectivamente.

Hemos establecido un **precio objetivo** para ENCE de **EUR 3,51 por acción**, por lo que a los precios actuales del valor éste ofrece un atractivo potencial de revaloración del 21%. Además, a los precios actuales las acciones de ENCE presentan una atractiva rentabilidad por dividendo que hemos calculado en alrededor del 3,4% anual en los próximos años. Igualmente, valoramos muy positivamente la capacidad del Grupo de generar caja de forma más o menos recurrente y destacamos que a los actuales precios de la acción ENCE cotiza a un nada exigente multiplicador Precio/Cash flow de 5,9 veces para el ejercicio 2017. Por ello, a pesar de que desde nuestro último informe el pasado mes de noviembre las acciones de ENCE se han revalorizado alrededor de un 38%, mantenemos nuestra recomendación de **COMPRAR** para el valor. Recordamos que, tratándose de una empresa de *commodities* y con una alta sensibilidad a la cotización del dólar frente al euro, el riesgo de la inversión es **ALTO**.

**Ence (ENC), Marzo 2017**
**ANEXO n. 1**
**PRINCIPALES RATIOS ECONÓMICO-FINANCIEROS**  
*(Evolución 2011/2016; Proyecciones 2017/2019)*

	2019E	2018E	2017E	2016	2015	2014	2013	2012	2011
<b>RATIOS DE LIQUIDEZ A CORTO PLAZO</b>									
. Ratio de solvencia (acir/pcir)	1,14	1,39	1,76	1,77	1,98	1,52	1,58	1,48	1,35
. Activo disponible (ef+real)/pcirc	0,39	0,70	1,01	1,06	0,85	0,39	0,68	0,19	0,35
. Fondo de maniobra operativo (Euro. mill.)	-12,87	-11,22	-10,85	-20,07	10,11	3,71	14,97	53,91	66,29
<b>ESTRUCTURA DE CAPITAL/SOLVENCIA A LARGO PLAZO</b>									
. F.Propios+Int.Mn./pasivo total	0,51	0,49	0,47	0,46	0,47	0,47	0,52	0,53	0,53
. F.Propios+Int.Mn./pasivo l/p	0,61	0,59	0,57	0,55	0,56	0,58	0,63	0,64	0,65
. F.Propios+Int.Mn./activo fijo	0,63	0,65	0,67	0,65	0,70	0,65	0,72	0,72	0,71
. Fondos accionista/activo fijo	0,63	0,65	0,67	0,65	0,71	0,67	0,74	0,74	0,74
. Recursos permanentes/activo fijo	1,03	1,10	1,18	1,18	1,24	1,13	1,14	1,12	1,09
. Recursos ajenos/activo total	0,32	0,34	0,36	0,38	0,36	0,34	0,29	0,28	0,26
. Deuda neta/fondos accionista	0,44	0,39	0,35	0,39	0,42	0,51	0,28	0,40	0,28
. EBIT/gastos financieros brutos	-5,16	-4,34	-4,48	-3,62	-2,49	6,25	-1,11	-3,48	-3,00
. Gastos financieros netos/ventas n.	-2,7%	-2,9%	-3,0%	-3,3%	-8,1%	-3,9%	-3,4%	-2,9%	-3,2%
. CF explot./gtos.financieros netos	(9,50)	(8,34)	(8,21)	(6,25)	(3,58)	(0,06)	(5,14)	(5,90)	(5,21)
. Deuda neta	281,74	240,70	204,77	218,32	241,23	284,38	203,10	296,81	209,94
<b>RENDIMIENTO INVERSIÓN</b>									
. ROA (**)	4,6%	3,8%	4,1%	3,2%	4,2%	neg.	0,3%	3,2%	3,1%
. ROE (**)	9,2%	7,8%	8,7%	6,9%	9,0%	neg.	0,6%	6,0%	5,5%
. ROCE	7,2%	6,2%	6,6%	5,6%	10,8%	neg.	2,2%	5,2%	5,5%
. BAIfondos accionista (A)	12,5%	10,7%	12,0%	9,0%	11,8%	neg.	0,8%	8,5%	7,4%
. BAII/recursos permanentes (A1)	9,3%	8,0%	8,6%	7,1%	13,6%	neg.	2,8%	7,4%	7,2%
. A/A1	1,35	1,33	1,40	1,26	0,87	--	0,27	1,15	1,03
<b>RESULTADOS EXPLOTACIÓN</b>									
. Margen bruto	56,4%	56,4%	56,4%	56,0%	59,4%	43,3%	51,5%	47,5%	51,2%
. Ebitda/ventas	26,1%	24,5%	24,8%	20,7%	28,9%	0,2%	17,3%	16,8%	16,9%
. Margen explotación	14,1%	12,8%	13,5%	12,0%	20,1%	-24,5%	3,7%	9,9%	9,7%
. BA/ventas	11,4%	9,8%	10,5%	8,4%	10,1%	-28,4%	0,7%	7,6%	6,9%
. BºNeto/ventas	8,3%	7,1%	7,6%	6,4%	7,5%	-20,5%	0,5%	5,2%	5,0%
<b>UTILIZACIÓN DEL ACTIVO</b>									
. Ventas/tesorería	5,99	3,66	3,15	3,28	5,70	7,78	11,88	14,80	11,58
. Ventas/cuentas a cobrar	7,03	6,85	7,43	5,99	5,97	6,40	6,75	6,33	6,28
. Ventas/existencias	15,26	14,94	14,96	14,45	16,99	12,63	10,76	8,27	7,56
. Ventas/activo total	0,54	0,52	0,53	0,50	0,56	0,55	0,62	0,60	0,61
<b>DATOS POR ACCIÓN</b>									
. Beneficio neto por acción (Euro)	0,23	0,19	0,20	0,15	0,20	(0,56)	0,02	0,17	0,16
. Dividendo por acción (Euro) (***)	0,10	0,10	0,10	0,08	0,14	0,10	0,08	0,07	0,07
. Cash-flow por acción (Euro)	0,55	0,50	0,49	0,36	0,50	0,12	0,42	0,48	0,42
. Valor contable por acción (Euro)	2,60	2,46	2,37	2,24	2,27	2,17	2,84	2,90	2,79
. Precio/valor contable (*)	1,12	1,18	1,22	1,29	1,54	0,95	0,93	0,74	0,56
<b>RATIOS BURSÁTILES</b>									
. Precio 31.12 (Euro) (*)	2,90	2,90	2,90	2,90	3,50	2,07	2,64	2,13	1,57
. PER (veces)	12,8	15,6	14,6	18,7	17,5	neg.	153,4	12,4	9,8
. Precio/Cash-flow	5,2	5,9	5,9	8,0	7,1	16,9	6,2	4,4	3,7
. Rentabilidad por dividendo (***)	3,4%	3,4%	3,4%	2,7%	4,1%	4,8%	3,0%	3,3%	4,5%
. Pay-out	44%	54%	50%	51%	72%	n.s.	n.s.	41%	44%

(\*) La cotización utilizada para los ejercicios 2016-2019 es la actual.

(\*\*) Ajustados descontando resultados extraordinarios

(\*\*\*) No incluye la distribución de acciones en autocartera en la proporción de 1X26 y 1X37 en 2012, 1X25 en 2013 y 1X32 en 2014.

Fuente: Memorias anuales de la Compañía. Estimaciones propias.

Ence (ENC), Marzo 2017

## ANEXO n. 2

### CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS - Grupo Consolidado (Evolución 2011/2016; Proyecciones 2017/2019)

EUR millones	2019E	2018E	2017E	2016	2015	2014	2013	2012	2011
Total Ventas	687,44	657,23	654,75	605,45	663,91	687,55	853,14	827,58	825,45
Rdo. Op. Cobertura	0,00	0,00	0,00	0,97	(1,63)	0,04	12,10	(27,57)	(10,43)
Variación de existencias	0,00	0,00	0,00	1,11	4,80	(10,15)	2,12	0,83	(1,69)
Coste de Ventas	(299,84)	(286,67)	(285,59)	(268,25)	(272,98)	(379,45)	(427,84)	(408,05)	(390,76)
<b>MARGEN BRUTO</b>	<b>387,60</b>	<b>370,56</b>	<b>369,17</b>	<b>339,28</b>	<b>394,10</b>	<b>297,99</b>	<b>439,52</b>	<b>392,79</b>	<b>422,57</b>
Gastos Explotación	(228,46)	(228,92)	(225,98)	(227,90)	(220,44)	(314,63)	(320,47)	(284,22)	(323,26)
Otros ingresos explotación	20,04	19,64	19,26	14,19	18,13	18,33	28,62	30,73	39,84
<b>CASH-FLOW DE EXPLOTACIÓN (EBITDA)</b>	<b>179,17</b>	<b>161,29</b>	<b>162,45</b>	<b>125,57</b>	<b>191,79</b>	<b>1,69</b>	<b>147,67</b>	<b>139,31</b>	<b>139,15</b>
Amortización inmovilizado	(81,94)	(77,46)	(73,83)	(76,88)	(67,16)	(69,14)	(78,34)	(63,37)	(63,46)
Provisiones	0,00	0,00	0,00	24,03	8,61	(101,18)	(37,52)	6,33	4,39
<b>BENEFICIO EXPLOTACIÓN</b>	<b>97,23</b>	<b>83,83</b>	<b>88,61</b>	<b>72,72</b>	<b>133,24</b>	<b>(168,62)</b>	<b>31,82</b>	<b>82,27</b>	<b>80,08</b>
Rdos. financieros netos	(18,86)	(19,34)	(19,79)	(21,63)	(66,20)	(26,68)	(26,25)	(18,63)	(23,07)
Rdo. Enajenación inmovilizado	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	(0,66)	0,00
<b>BENEFICIO ANTES IMPUESTOS</b>	<b>78,37</b>	<b>64,49</b>	<b>68,82</b>	<b>51,10</b>	<b>67,04</b>	<b>(195,30)</b>	<b>5,57</b>	<b>62,98</b>	<b>57,01</b>
Impuesto de sociedades	(19,59)	(16,12)	(17,20)	(12,39)	(17,18)	54,40	(1,26)	(19,95)	(15,82)
<b>RESULTADO OPERACIONES CONTINUADAS</b>	<b>58,78</b>	<b>48,37</b>	<b>51,61</b>	<b>38,71</b>	<b>49,86</b>	<b>(140,91)</b>	<b>4,31</b>	<b>43,03</b>	<b>41,19</b>
Rdos. Operaciones descontinuadas	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>BENEFICIO NETO</b>	<b>58,78</b>	<b>48,37</b>	<b>51,61</b>	<b>38,71</b>	<b>49,86</b>	<b>(140,91)</b>	<b>4,31</b>	<b>43,03</b>	<b>41,19</b>
Minoritarios	(1,87)	(1,90)	(1,95)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>BENEFICIO ATRIBUIBLE Grupo</b>	<b>56,91</b>	<b>46,47</b>	<b>49,67</b>	<b>38,71</b>	<b>49,86</b>	<b>(140,91)</b>	<b>4,31</b>	<b>43,03</b>	<b>41,19</b>
<i>EBITDA</i>	<i>179,17</i>	<i>161,29</i>	<i>162,45</i>	<i>125,57</i>	<i>191,79</i>	<i>1,69</i>	<i>147,67</i>	<i>139,31</i>	<i>139,15</i>
<i>EBIT</i>	<i>97,23</i>	<i>83,83</i>	<i>88,61</i>	<i>72,72</i>	<i>133,24</i>	<i>(168,62)</i>	<i>31,82</i>	<i>82,27</i>	<i>80,08</i>
<i>Cash-flow ejercicio</i>	<i>138,84</i>	<i>123,93</i>	<i>123,50</i>	<i>90,68</i>	<i>124,03</i>	<i>30,69</i>	<i>106,23</i>	<i>120,84</i>	<i>109,14</i>

### BALANCE DE SITUACIÓN - Grupo Consolidado (Evolución 2011/2016; Proyección 2017)

EUR millones	2017E	2016	2015	2014	2013	2012	2011
<b>ACTIVOS NO CORRIENTES</b>	<b>882,13</b>	<b>867,74</b>	<b>816,29</b>	<b>832,49</b>	<b>989,89</b>	<b>1.003,50</b>	<b>1.007,76</b>
<b>ACTIVOS CORRIENTES</b>	<b>377,32</b>	<b>364,00</b>	<b>391,50</b>	<b>321,67</b>	<b>372,37</b>	<b>374,55</b>	<b>361,03</b>
<b>OPERACIONES DISCONTINUADAS</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>1.259,45</b>	<b>1.231,73</b>	<b>1.207,79</b>	<b>1.154,16</b>	<b>1.362,26</b>	<b>1.378,05</b>	<b>1.368,79</b>
<b>PATRIMONIO NETO</b>	<b>593,33</b>	<b>561,57</b>	<b>568,22</b>	<b>542,93</b>	<b>710,30</b>	<b>724,72</b>	<b>720,16</b>
<b>PASIVOS NO CORRIENTES</b>	<b>451,76</b>	<b>464,08</b>	<b>442,04</b>	<b>399,77</b>	<b>416,22</b>	<b>400,63</b>	<b>380,55</b>
<b>PASIVOS CORRIENTES</b>	<b>214,36</b>	<b>206,09</b>	<b>197,53</b>	<b>211,46</b>	<b>235,74</b>	<b>252,70</b>	<b>268,08</b>
<b>OPERACIONES DISCONTINUADAS</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>1.259,45</b>	<b>1.231,73</b>	<b>1.207,79</b>	<b>1.154,16</b>	<b>1.362,26</b>	<b>1.378,05</b>	<b>1.368,79</b>
Número acciones (millones)	250,27	250,27	250,27	250,27	250,27	250,27	258,01

Fuente: Memorias anuales de la Compañía. Estimaciones propias.

Ence (ENC), Marzo 2017

**ANEXO n. 3**
**CÁLCULO DE LA TASA DE DESCUENTO APLICADA AL MODELO**

<b>WACC</b> (Weighted average cost of capital)	recursos empleados	proporción recursos empleados	coste (*) oportunidad	tasa impositiva normalizada	coste después tasa imp.	contribución sa actualización
Fondos Propios 31/12/16	554,33	72%	7,27%	--	7,27%	5,22%
Deuda neta 31/12/16 (Euro mill.)	218,32	28%	5,38%	25,0%	4,03%	1,14%
<b>Total</b>	<b>772,65</b>	<b>100%</b>				<b>6,36%</b>

(\*) Coste oportunidad: i) FPPP: Tir bono 10 años + prima riesgo.; ii) Deuda neta: coste deuda + prima riesgo

**VALORACIÓN DE LA COMPAÑÍA - PRINCIPALES PARÁMETROS APLICADOS**

		Deuda neta	Valor compañía
DCF ajustado (Euro mill.)	(6,49)		
Valor residual	1.263,80		
<b>Total</b>	<b>1.257,30</b>	<b>101,00</b>	<b>(218,32)</b>
<b>Valoración por acción - Euro</b>			<b>4,63</b>
<b>Valoración tras descuento (20%) por acción - Euro</b>			<b>3,70</b>

Tir bono 10 años:	1,88%
g (crecimiento perpétuo):	1,00%
Prima mercado:	6,13%
Beta:	0,88
Prima de riesgo	5,39%
PER Residual:	18,7

**CÁLCULO DEL CASH-FLOW DE EXPLOTACIÓN AJUSTADO A IMPUESTOS**

(Evolución 2011/2016; Proyecciones 2017/2019)

EUR millones	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Beneficio explotación (EBIT)	80,08	82,27	31,82	(168,62)	133,24	72,72	88,61	83,83	97,23
Impuestos imputables al EBIT	(23,23)	(27,43)	(7,73)	46,88	(30,92)	(17,25)	(22,15)	(20,96)	(24,31)
<b>EBIT ajustado (NOPLAT)</b>	<b>56,85</b>	<b>54,84</b>	<b>24,09</b>	<b>(121,74)</b>	<b>102,32</b>	<b>55,47</b>	<b>66,46</b>	<b>62,87</b>	<b>72,92</b>
Amortización	63,46	63,37	78,34	69,14	67,16	76,88	73,83	77,46	81,94
Otros cargos	(4,39)	(6,33)	37,52	101,18	(8,61)	(24,03)	0,00	0,00	0,00
<b>Cash-flow explotación ajustado</b>	<b>115,91</b>	<b>111,88</b>	<b>139,94</b>	<b>48,57</b>	<b>160,87</b>	<b>108,31</b>	<b>140,29</b>	<b>140,33</b>	<b>154,86</b>



Javier de Pedro  
Enrique Zamácola  
Enrique Ramos  
Tel Directo: 915 733 027  
Fax: 915 044 046

Ence (ENC), Marzo 2017

---

