

Ence (ENC), Octubre 2017

# ENCE (ENC)

## Actualización

Sector: Papeles y Artes Gráficas (Bienes de Consumo)

### Accionistas

 Juan Luis Arregui Ciarsolo: 28,0%  
 Alcor Holding: 9,9%  
 Víctor Urrutia: 6,2%  
 José Ignacio Comenge: 5,6%

### Analista: Paula Sampedro, CFA

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

### Mesa de contratación

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

## MANTENER

RIESGO: ALTO

 Precio acción (20/10/17): EUR 4,73  
**Precio objetivo (12 meses): EUR 5,11**  
 # de acciones (mill): EUR 246,27  
 Capitalización bursátil (mill): EUR 1.164,87  
 Máx/Mín 2017: EUR (4,75/2,42)  
 Máx/Mín (12 meses): EUR (4,75/1,90)  
 % Máx/Mín (12 meses): 0/149

 PER 12: 12,4  
 PER 13: 153,4  
 PER 14: neg,  
 PER 15: 17,5  
 PER 16: 30,6  
 PER 17 E: 12,1  
 PER 18 E: 13,2  
 PER 19 E: 9,7  
 PER 20 E: 6,6

## Principales Ratios

	EV/Ebitda	Ebitda (*)	B° Neto (*)	Cash-flow (*)	BPA	CF acción	Dividendo acción (**)	Pay-out (%)
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	11,2	125,57	38,71	90,68	0,15	0,36	0,08	51
2017E	6,0	225,78	95,99	171,62	0,39	0,70	0,19	50
2018E	6,2	219,52	88,30	168,49	0,36	0,68	0,18	50
2019E	5,1	266,64	120,47	205,60	0,49	0,83	0,24	50
2020E	3,6	342,23	177,56	265,41	0,72	1,08	0,36	50

(\*) 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

## 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 170 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, 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 en el último año ha adquirido 3 plantas, que aportan un total de 59 MW a la potencia instalada de la Compañía. Además, está desarrollando 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.** Esperamos que, a pesar de las inversiones previstas, ENC sea capaz de generar caja suficiente para reducir dicho endeudamiento hasta 0,2 veces EBITDA en 2020.
- **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 esperamos que supere la nueva capacidad de producción prevista. Así, prevemos que los precios de la celulosa se mantengan alrededor de los actuales niveles, tras la fuerte subida registrada en 2017.
- En este escenario, **prevemos un crecimiento del beneficio neto de explotación (EBIT) y del beneficio atribuible hasta EUR 254,4 millones y EUR 177,6 millones**, respectivamente, en 2020, desde EUR 72,7 millones y EUR 38,7 millones alcanzados en 2016, respectivamente.
- No obstante, 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**.
- Hemos revisado al alza nuestro **precio objetivo** para ENC desde EUR 3,51 hasta **EUR 5,11 por acción**, lo que a los precios actuales de cotización del valor supone un potencial de revalorización del 8%. Además, a los precios actuales las acciones de ENC presentan una atractiva rentabilidad por dividendo que hemos calculado en alrededor del 4% anual en los próximos dos años y que esperamos aumente significativamente en los siguientes dos ejercicios. Igualmente, valoramos muy positivamente la capacidad del Grupo de generar caja de forma más o menos recurrente incluso en la parte baja del ciclo. Por todo ello, creemos que ENC sigue siendo un atractivo valor para **MANTENER** en cartera, a pesar de la fuerte revalorización de más del 60% que han experimentado sus acciones desde la publicación de nuestro último informe el pasado mes de marzo.

**RECOMENDACIÓN: MANTENER**  
**RIESGO: ALTO**

## LOS RESULTADOS DE ENCE EN EL 1S2017 HAN AUMENTADO CON FUERZA GRACIAS AL DESCENSO DE LOS COSTES DE PRODUCCIÓN DEL NEGOCIO DE CELULOSA PRINCIPALMENTE

ENC obtuvo un beneficio neto de EUR 31,5 millones en el primer semestre del año (1S2017) frente a EUR 9,2 millones en el mismo periodo del ejercicio anterior. Tanto el negocio de la Celulosa como el de la Energía registraron sólidos crecimiento de resultados, tal y como explicamos a continuación:

- **Negocio de Celulosa:**

El cash flow de explotación (EBITDA) se incrementó un 54,7% en tasa interanual, hasta EUR 69,2 millones en el 1S2017 gracias principalmente al incremento del volumen de celulosa vendido y especialmente a la reducción de los costes de producción por tonelada (*cash costs*), reflejando las medidas de incremento de la eficiencia que está adoptando el Grupo.

Así, las ventas de celulosa en toneladas aumentaron un 7,2%, fruto de un incremento de la producción del 2,9% y de un descenso de las existencias de celulosa. Por su lado, el precio de venta medio registró un incremento del 1,5% interanual, con lo que ya comienza a reflejar la recuperación de los precios de la celulosa que se viene produciendo desde diciembre de 2016, tras un ejercicio 2016 a la baja. En este sentido, destacar que el precio medio de venta en el 2T2017 frente al 2T2016 refleja un incremento del 13,2%.

Por su lado, los *cash costs* retrocedieron un 6,6%, hasta EUR 344,5 por tonelada, gracias principalmente al descenso de los costes de transformación y en menor medida a una mayor dilución de los gastos de estructura. Los costes de transformación, a su vez, se beneficiaron de unos mayores ingresos de venta de energía de las plantas ligadas al proceso de producción de celulosa (que resta en los *cash costs*), desde EUR 25,5 millones hasta EUR 36,2 millones, gracias tanto a las mayores ventas en MWh (el 1S2016 se vio afectado por una avería) como a los mayores precios de venta.

### Cuadro n. 1

#### EVOLUCIÓN DEL EBITDA DEL NEGOCIO DE LA CELULOSA –1S2017 vs 1S2016

	1S2017	1S2016	17/16 (%)
Ventas de celulosa (EUR millones)	236,8	217,6	8,8
Toneladas vendidas (000 Tm)	480,9	448,6	7,2
Precio medio (EUR/Tm)	492,5	485,1	1,5
<i>Cash costs</i> (EUR/Tm)	344,5	369,0	(6,6)
EBITDA	69,2	44,8	54,7

Fuente: Estados financieros de la Compañía.

El gasto por amortización de inmovilizado aumentó un 26,8%, hasta EUR 25,0 millones, como consecuencia principalmente de la reclasificación de los activos del complejo industrial de Huelva como inmovilizado material desde activos mantenidos para la venta en el 3T2016. Esta mayor amortización se compensó parcialmente por la reversión de la provisión de dichos activos. Con esto, el beneficio neto de explotación (EBIT) aumentó desde EUR 22,5 millones en el 1S2016 hasta EUR 45,9 millones en el 1S2017.

Ence (ENC), Octubre 2017

- **Negocio de Energía:**

El EBITDA aumentó desde EUR 8,4 millones en el 1S2016 hasta EUR 18,7 millones en el 1S2017 como consecuencia principalmente del incremento de las ventas de energía en MWh –gracias a la mayor producción de las plantas de Huelva 50 MW, Huelva 41 MW y Mérida 20 MW y a la incorporación de las plantas de Ciudad Real y Jaen, ambas de 16 MW, al perímetro de consolidación desde diciembre de 2016– así como del incremento del precio medio de venta de la energía. Destacar que el margen EBITDA sobre ventas mejoró desde el 22% hasta el 32%.

Por su lado, el coste por amortización aumentó un 23,8%, hasta EUR 7,6 millones. Tras esto y otros cargos de menor relevancia, el EBIT del negocio de Energía se situó en el 1S2017 en EUR 10,8 millones frente a EUR 1,3 millones en el 1S2016.

Con todo, el Grupo consolidado alcanzó en el 1S2017 un EBITDA de EUR 87,9 millones, sustancialmente superior a los EUR 53,2 millones alcanzados en el 1S2016. Igualmente, a nivel de EBIT el resultado mejoró desde EUR 23,7 millones hasta EUR 56,7 millones.

Los gastos financieros netos se situaron en EUR 13,5 millones (EUR 11,1 millones en el 1S2016), mientras que la tasa impositiva se redujo ligeramente hasta el 25% en el 1S2017 desde el 27% en el 1S2016. Tras esto, y unos minoritarios de EUR 0,8 millones, el beneficio neto atribuible de ENC se situó en EUR 31,5 millones, tal y como hemos señalado anteriormente.

## HEMOS REVISADO AL ALZA NUESTRAS ESTIMACIONES DE RESULTADOS COMO CONSECUENCIA DE LA FORTALEZA QUE ESTÁN REGISTRANDO LOS PRECIOS DE LA CELULOSA

Antes de comenzar a detallar nuestras previsiones de resultados para los próximos ejercicios debemos recordar que ENC se encuentra inmersa en un plan de mejora de la eficiencia, con el que prevé reducir sustancialmente sus costes de producción (*cash costs*), cuyas inversiones incluimos en el cuadro a continuación:

**Cuadro n. 2**
**INVERSIONES PLAN ESTRATÉGICO 2016–2020 (2017E-2020E)**

EUR millones	2017E	2018E	2019E	2020E
<b>CELULOSA</b>	<b>41</b>	<b>71</b>	<b>82</b>	<b>27</b>
Mejoras de eficiencia	16	3	-	--
Expansión capacidad	13	48	64	--
Repowering	--	5	5	--
Medioambientales	12	15	13	27
<b>ENERGIA</b>	<b>38</b>	<b>35</b>	<b>30</b>	<b>10</b>
Expansión	38	35	30	10

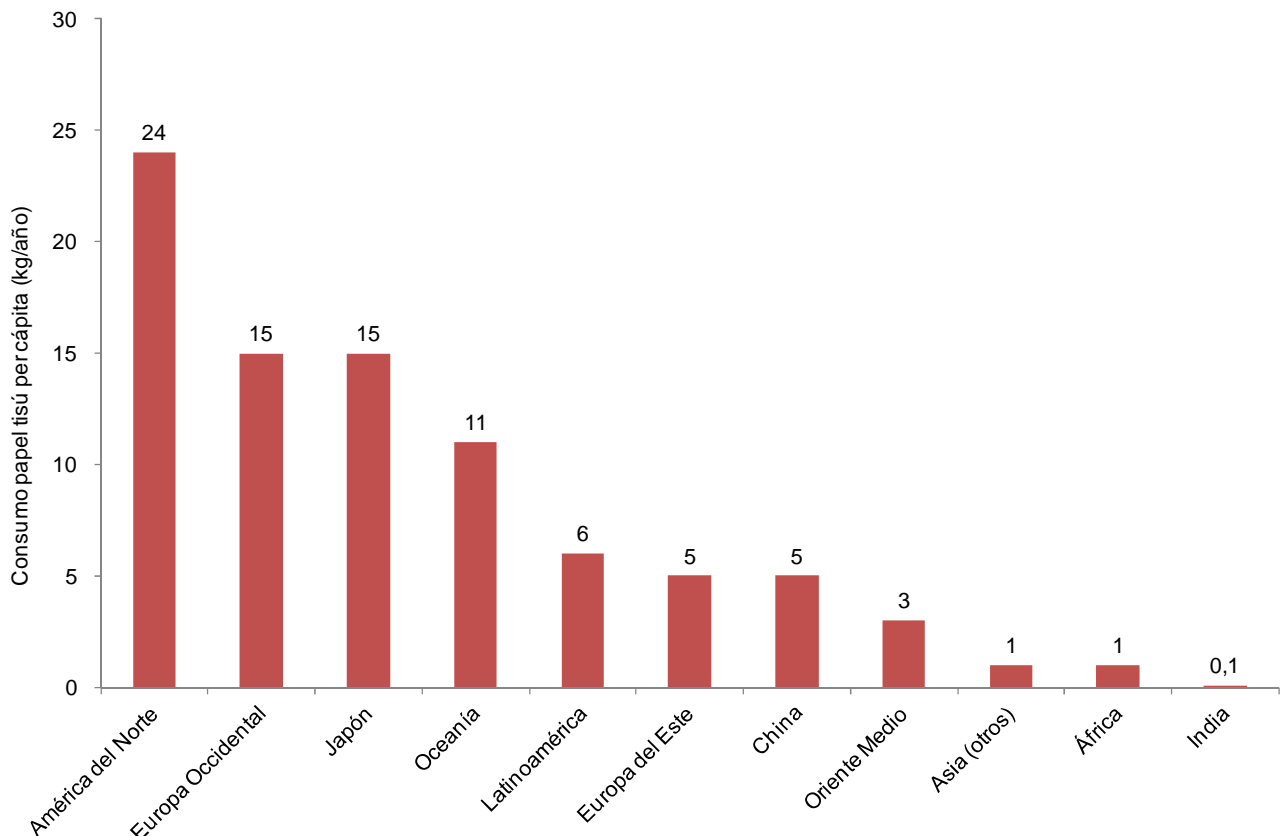
Fuente: Presentaciones de la Compañía

Dicho plan incluye también desinversiones por algo más de EUR 100 millones en el periodo 2017–2020, que nosotros no hemos incluido en nuestras proyecciones, al considerar que el momento y precio al que dichas desinversiones se puedan realizar es más incierto.

**Ence (ENC), Octubre 2017**

Con este plan, ENC prevé reducir sus costes de producción hasta EUR 325/Tm en 2020, desde EUR 357/Tm en 2016, y que el negocio de Celulosa genere un EBITDA de EUR 139 millones en 2020 en un escenario conservador (basado en un precio de la celulosa de EUR 449/Tm) y de EUR 235 millones en un escenario a precios del 29 de agosto de 2017 (EUR 535/Tm).

Mientras, la fortaleza de la demanda y el retraso de la entrada en operación de algunos proyectos han disparado el precio de la celulosa durante todo el ejercicio 2017. En esta línea, ENC ha ido subiendo los precios de venta de su celulosa desde \$ 675/Tm en diciembre de 2016 hasta \$ 970/Tm en la última subida que entrará en efecto el próximo 1 de noviembre. En este contexto, esperamos que los precios de la celulosa se mantengan elevados en los próximos meses, apoyándose en un incremento de la demanda superior al crecimiento proyectado de oferta. Este crecimiento de la demanda está principalmente sustentado en el incremento de la producción de tisú –utilizado para la producción de productos de higiene y segmento al que ENC destina más de la mitad de su producción – a medida que el consumo de estos productos se incrementa en los países en vías de desarrollo, así como en una mayor demanda de celulosa virgen por parte de China.

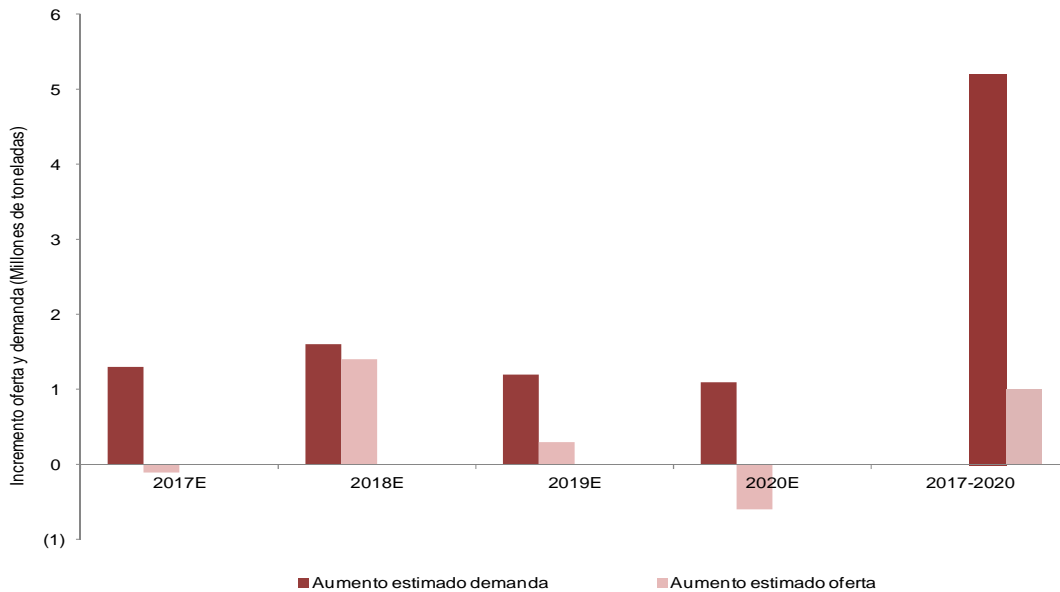
**Gráfico n. 1**
**CONSUMO DE PAPEL TISÚ PER CÁPITA**


Fuente: RISI; presentaciones de la Compañía.

Mientras, el crecimiento de la oferta se mantendrá contenido, según los anuncios de aumento y cierre de capacidad de los principales productores para los próximos años, tal y como se muestra en el gráfico adjunto.

Ence (ENC), Octubre 2017

Gráfico n. 2

**ESTIMACIONES VARIACIÓN OFERTA Y DEMANDA FIBRA CORTA (2017–2020)**


Fuente: Ence

Con el fin de reflejar esta coyuntura del mercado, hemos revisado sustancialmente al alza los precios de la celulosa que contemplamos en nuestras proyecciones de resultados, y que se habían quedado claramente desfasados, tal y como se muestra a continuación:

Cuadro n. 3

**REVISIÓN DE PROYECCIONES PRECIO DE LA CELULOSA – 2017E-2020E**

Octubre 2017	2017E	2018E	2019E	2020E
BHKP (\$/Tm)	830,0	815,0	900,0	975,0
Cambio euro/dólar	1,13	1,15	1,20	1,20
Descuento comercial	27%	27%	27%	27%
<b>Precio efectivo (EUR/Tm)</b>	<b>536,2</b>	<b>517,3</b>	<b>547,5</b>	<b>593,1</b>
Marzo 2017	2017E	2018E	2019E	
BHKP (\$/Tm)	705,0	705,0	715,0	
Cambio euro/dólar	1,10	1,10	1,10	
Descuento comercial	27%	28%	29%	
<b>Precio efectivo (EUR/Tm)</b>	<b>466,6</b>	<b>461,5</b>	<b>464,8</b>	

Fuente: Estimaciones propias.

**Ence (ENC), Octubre 2017**

Como consecuencia del incremento de los precios de la celulosa, esperamos un incremento de los precios de suministro de madera, por lo que hemos revisado al alza los costes de producción que contemplamos en nuestras proyecciones, tal y como recogemos en el cuadro n. 4 –recordamos que los *cash costs* contemplados por el Grupo en su plan estratégico están calculados con un precio de la celulosa de EUR 449/Tm.

**Cuadro n. 4**
**REVISIÓN ESTIMACIONES EBITDA –2017E–2020E**

<b>Octubre 2017</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
Cash costs (EUR/Tm)	348,2	345,1	337,9	336,6
EBITDA (EUR millones)	179,5	167,7	214,9	284,0
<b>Marzo 2017</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	
Cash costs (EUR/Tm)	341,0	339,0	331,0	
EBITDA (EUR millones)	119,5	118,9	136,8	

Fuente: Estimaciones propias.

Con esto, esperamos que el negocio de Celulosa de ENC alcance un EBITDA de EUR 284,0 millones en 2020, cifra sustancialmente superior a los EUR 95 millones generados en el ejercicio 2016 y los EUR 235 millones contemplados en su “escenario actual”, dado que el precio que nosotros proyectamos para dicho ejercicio (EUR 606/Tm) es superior a los EUR 535/Tm que se han tomado como referencia para dicho escenario.

Por su lado, en el negocio de la Energía hemos incorporado en nuestras estimaciones la nueva planta de biomasa de Córdoba de 27 MW adquirida el pasado mes de agosto, lo que ha supuesto un notable impulso a nuestras estimaciones de resultados para este negocio, tal y como se muestra en el cuadro n. 5.

**Cuadro n. 5**
**REVISIÓN DE ESTIMACIONES DE EBITDA DEL NEGOCIO DE ENERGÍA (2017E–2020E)**

<b>Octubre 2017</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
Producción (MWh)	881,4	998,4	998,4	1.206,4
EBITDA (EUR millones)	46,3	51,8	51,8	58,3
<b>Marzo 2017</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	
Producción (MWh)	822,9	822,9	822,9	
EBITDA (EUR millones)	43,0	42,4	42,4	

Fuente: Estimaciones propias.

Con todo, esperamos que ENC alcance un EBITDA de EUR 342,2 millones en 2020, lo que supone casi triplicar los EUR 125,6 millones alcanzados en 2016. Por su lado, esperamos un incremento de las amortizaciones del Grupo desde 76,9 millones en 2016 hasta EUR 87,9 millones en 2020, reflejo de las importantes inversiones que el Grupo está llevando a cabo. Así, esperamos que el EBIT de ENC aumente desde EUR 72,7 millones en 2016 hasta EUR 254,4 millones en 2020. Respecto a nuestras estimaciones del pasado mes de marzo, estas cifras suponen significativas revisiones al alza, tal y como mostramos en el cuadro n. 6.

Ence (ENC), Octubre 2017

Cuadro n. 6

**REVISIÓN DE ESTIMACIONES DE EBITDA Y EBIT DEL GRUPO**

<b>Octubre 2017</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
EBITDA (EUR millones)	225,8	219,5	266,6	342,2
Margen sobre ventas (%)	31%	30%	33%	37%
EBIT (EUR millones)	150,1	139,3	181,5	254,4
Margen sobre ventas (%)	21%	19%	23%	28%
<b>Marzo 2017</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	
EBITDA (EUR millones)	162,4	161,3	179,2	
Margen sobre ventas (%)	25%	25%	25%	
EBIT (EUR millones)	88,6	83,8	97,2	
Margen sobre ventas (%)	14%	13%	14%	

Fuente: Estimaciones propias.

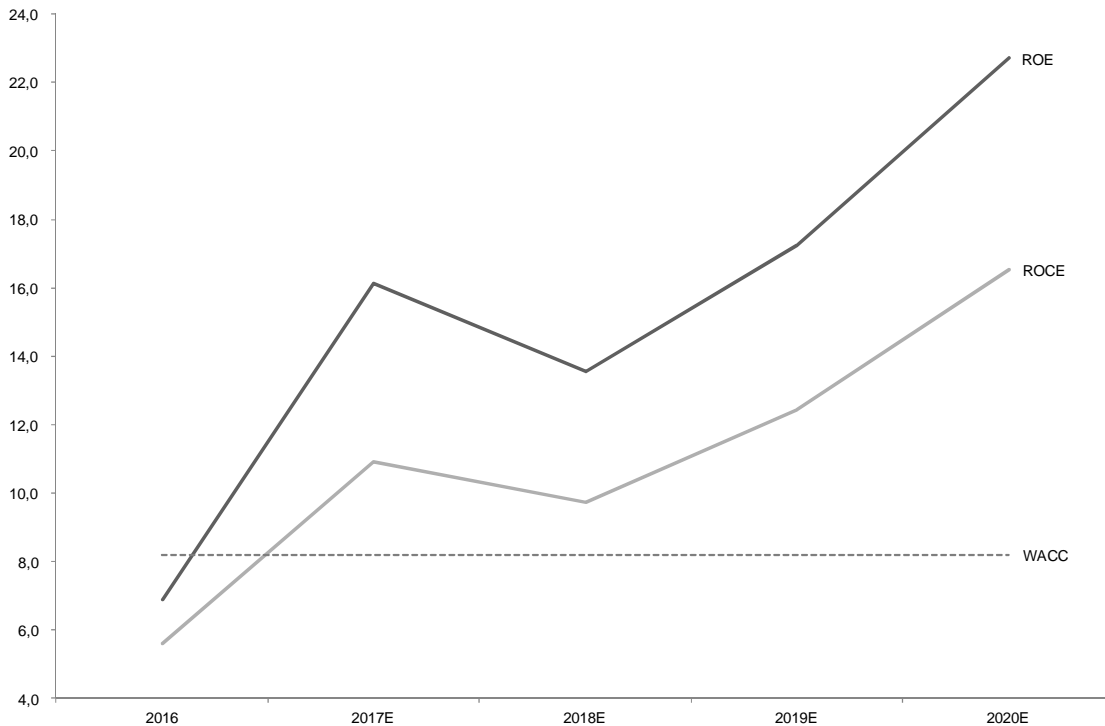
No hemos variado significativamente nuestras estimaciones de costes financieros netos, ya que la mayor caja que esperamos genere el Grupo se destine a: i) una mayor distribución de dividendos. En concreto, calculamos la distribución de cerca de EUR 220 millones en dividendos en el periodo proyectado (EUR 95 millones estimados previamente); y ii) una mayor acumulación de tesorería, en lugar de una reducción de la deuda bruta –en términos de deuda neta esperamos que ENC cierre el ejercicio 2020 con una deuda neta de EUR 62 millones. En este sentido, indicar que no hemos contemplado inversiones adicionales en la adquisición de plantas de biomasa por parte del Grupo, aunque no descartamos que éstas se produzcan. Con esto, esperamos que los gastos financieros netos de ENC se reduzcan ligeramente desde EUR 21,6 millones en 2016 hasta EUR 15,4 millones en 2020.

Finalmente, hemos mantenido la tasa impositiva proyectada en el 25% durante todo el periodo proyectado –sin variación respecto a nuestras estimaciones previas.

Con todo, esperamos que ENC alcance un beneficio neto atribuible de EUR 96,0 millones en 2017 (EUR 49,7 millones; estimaciones anteriores), EUR 88,3 millones en 2018 (EUR 46,5 millones; estimaciones anteriores), EUR 120,5 millones en 2019 (EUR 56,9 millones; estimaciones anteriores) y EUR 177,6 millones en 2020.

Con estos resultados, tanto la rentabilidad del capital invertido medio (ROCE) como la rentabilidad de los fondos propios medios (ROE) aumentarán significativamente en los próximos años, tal y como se muestra en el gráfico n. 3. En todo momento el ROE se situará por encima del ROCE por lo que podemos concluir que la estructura financiera es eficiente desde el punto de vista de la rentabilidad alcanzable por el accionista, a pesar de que la falta de apalancamiento pesará sobre el ROE, por lo que de no llevarse a cabo inversiones adicionales creemos que la Compañía debería plantearse incrementar la remuneración al accionista. Igualmente, el ROCE se situará por encima del coste medio de capital ponderado (WACC), por lo que la Compañía creará valor en términos de *Economic Value Added (EVA)*.



**EVOLUCIÓN ESPERADA DEL ROE Y ROCE vs WACC**


Fuente: Estimaciones propias.

**CON ESTO REVISAMOS AL ALZA NUESTRO PRECIO OBJETIVO DESDE EUR 3,51 HASTA EUR 5,11 POR ACCIÓN**

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 1.611,77 millones (EUR 1.139,99 millones; valoración anterior), lo que supone un precio por acción de EUR 6,54 (EUR 4,63; valoración anterior).

Como siempre, a este valor hemos decidido aplicarle un descuento del 20% debido a: i) la no pertenencia de la Compañía al Ibex-35, lo que reduce el número de casas de análisis que cubren el valor e impide a algunas instituciones tomar posiciones en el mismo; y ii) la relativamente pequeña capitalización de ENC, y la liquidez bursátil del valor, baja en términos relativos a los principales valores del mercado bursátil español. Una vez aplicado el descuento obtenemos un valor de EUR 5,24 por acción (EUR 3,70; valoración anterior), lo que supone un potencial de revalorización del 11%.

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 2017–2020. Señalar que el flujo de caja descontado a perpetuidad ha sido calculado utilizando un precio de la celulosa de \$ 812/Tm y un tipo de cambio de \$1,15/euro.

**Ence (ENC), Octubre 2017**

El coste medio ponderado del capital del Grupo (WACC), tasa a la que descontamos los flujos de caja estimados, es del 8,20% y su cálculo se recoge en el anexo n. 3.

Asimismo, hemos valorado ENC en función de los multiplicadores bursátiles a los que cotizan sus principales competidores, según las estimaciones del consenso de analistas *FactSet* para el ejercicio 2018, distinguiendo entre el negocio de Celulosa y el de Energía. Aplicando este método, tal y como se muestra en el cuadro adjunto, hemos alcanzado un precio para las acciones de ENC de EUR 4,99 por acción, lo que supone valorar el Grupo en EUR 1.229,92 millones, y un potencial de revalorización del 5,5%. En nuestra valoración de noviembre siguiendo esta metodología habíamos obtenido un precio de EUR 3,32 por acción.

**Cuadro n. 7**
**VALORACIÓN DE ENCE POR MULTIPLICADORES DE REFERENCIA – 20/10/2017**

	PER 2018E	P/CFA 2018E	EV/EBITDA 2018E
Grupo de referencia: CELULOSA	7,3 x	13,5 x	7,0 x
Valoración Celulosa (EUR/acción)	4,32	3,54	3,71
<b>Valoración Media (EUR/acción)</b>			<b>3,85</b>
Grupo de referencia: ENERGÍA	8,2 x	14,9 x	2,6 x
Valoración Energía (EUR/acción)	1,55	1,46	0,42
<b>Valoración Media (EUR/acción)</b>			<b>1,14</b>
<b>Valoración media ENC (EUR/acción)</b>			<b>4,99</b>

Fuente: *FactSet*; elaboración propia.

Grupo de referencia: Celulosa: *Altri, Fibria, Mercer, Navigator y Suzano*; Energía: *Albioma y Saeta Yiled (SAY)*

Combinando ambos métodos de valoración obtenemos un valor para ENC de EUR 1.259,67 millones y un precio objetivo para sus acciones de EUR 5,11 por acción, frente al precio objetivo de EUR 3,51 por acción que establecimos en marzo. A los precios actuales las acciones de ENC presentan un potencial de revalorización del 8% frente a nuestro precio objetivo.

**A LOS PRECIOS ACTUALES LAS ACCIONES DE ENCE PRESENTAN UN POTENCIAL DE REVALORIZACIÓN DEL 8% Y UNA RENTABILIDAD POR DIVIDENDO DEL 4%, POR LO QUE CONSIDERAMOS QUE SIGUE SIENDO UN VALOR ATRACTIVO PARA MANTENER EN CARTERA A PESAR DE LA FUERTE REVALORIZACIÓN QUE HAN EXPERIMENTADO RECIENTEMENTE**

ENC 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), Octubre 2017**

biomasa, con una potencia total de 170 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.

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, con unos ambiciosos objetivos 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, con una inversión de EUR 221 millones entre 2017 y 2020.

Además, y por el lado de la demanda, este negocio presenta unas condiciones favorables a medio plazo gracias a la fortaleza de la demanda de celulosa, cuyo crecimiento en los próximos años se prevé que supere los incrementos de oferta que se esperan en el sector. Esta coyuntura creemos que permitirá que los precios de la celulosa se mantengan alrededor de los actuales niveles alcanzados tras la fuerte subida que ya han experimentado en 2017.

Igualmente, ENC espera poder invertir en nuevas plantas de biomasa, principalmente en España, donde en el último año ha adquirido tres plantas por un total de 59 MW. Además, recordamos que está desarrollando una nueva planta de 40 MW en Huelva.

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. Esperamos que, a pesar de las inversiones previstas, ENC sea capaz de generar caja suficiente para reducir hasta su endeudamiento hasta 0,2 veces EBITDA en 2020.

En este escenario, prevemos un crecimiento del beneficio neto de explotación (EBIT) y del beneficio atribuible hasta EUR 254,4 millones y EUR 177,6 millones, respectivamente, en 2020, desde los EUR 72,7 millones y EUR 38,7 millones alcanzados en 2016, respectivamente.

No obstante, 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**.

Hemos revisado al alza nuestro **precio objetivo** para ENC desde EUR 3,51 hasta **EUR 5,11 por acción**, lo que a los precios actuales de cotización del valor supone un potencial de revalorización del 8%. Además, a los precios actuales las acciones de ENC presentan una atractiva rentabilidad por dividendo que hemos calculado en alrededor del 4% anual en los próximos dos años y que esperamos aumente significativamente en los siguientes dos ejercicios. Igualmente, valoramos muy positivamente la capacidad del Grupo de generar caja de forma más o menos recurrente incluso en la parte baja del ciclo. Por todo ello, creemos que ENC sigue siendo un atractivo valor para **MANTENER** en cartera, a pesar de la fuerte revalorización de más del 60% que han experimentado sus acciones desde la publicación de nuestro último informe el pasado mes de marzo.

**Ence (ENC), Octubre 2017**
**ANEXO n. 1**
**PRINCIPALES RATIOS ECONÓMICO-FINANCIEROS**  
*(Evolución 2012/2016; Proyecciones 2017/2020)*

	2020E	2019E	2018E	2017E	2016	2015	2014	2013	2012
<b>RATIOS DE LIQUIDEZ A CORTO PLAZO</b>									
. Ratio de solvencia (acir/pcir)	1,89	1,56	1,55	1,84	1,77	1,98	1,52	1,58	1,48
. Activo disponible (ef+real)/pcirc	1,06	0,75	0,80	1,03	1,06	0,85	0,39	0,68	0,19
. Fondo de maniobra operativo (Euro. mill.)	3,16	-1,39	0,27	2,45	-20,07	10,11	3,71	14,97	53,91
<b>ESTRUCTURA DE CAPITAL/SOLVENCIA A LARGO PLAZO</b>									
. F.Propios+Int.Min./pasivo total	0,57	0,54	0,51	0,49	0,46	0,47	0,47	0,52	0,53
. F.Propios+Int.Min./pasivo l/p	0,69	0,65	0,62	0,60	0,55	0,56	0,58	0,63	0,64
. F.Propios+Int.Min./activo fijo	0,86	0,74	0,71	0,72	0,65	0,70	0,65	0,72	0,72
. Fondos accionista/activo fijo	0,85	0,74	0,71	0,72	0,65	0,71	0,67	0,74	0,74
. Recursos permanentes/activo fijo	1,25	1,14	1,14	1,21	1,18	1,24	1,13	1,14	1,12
. Recursos ajenos/activo total	0,26	0,29	0,31	0,34	0,38	0,36	0,34	0,29	0,28
. Deuda neta/fondos accionista	0,07	0,25	0,31	0,30	0,39	0,42	0,51	0,28	0,40
. EBIT/gastos financieros brutos	-16,51	-9,79	-7,25	-7,60	-3,62	-2,49	6,25	-1,11	-3,48
. Gastos financieros netos/ventas n.	-1,7%	-2,3%	-2,6%	-2,7%	-3,3%	-8,1%	-3,9%	-3,4%	-2,9%
. CF explot./gtos.financieros netos	(22,22)	(14,39)	(11,42)	(11,43)	(6,25)	(3,58)	(0,06)	(5,14)	(5,90)
. Deuda neta	62,02	185,79	205,86	190,98	218,32	241,23	284,38	203,10	296,81
<b>RENDIMIENTO INVERSIÓN</b>									
. ROA (**)	12,5%	9,0%	6,8%	7,7%	3,2%	4,2%	neg.	0,3%	3,2%
. ROE (**)	22,7%	17,2%	13,6%	16,1%	6,9%	9,0%	neg.	0,6%	6,0%
. ROCE	16,5%	12,4%	9,7%	10,9%	5,6%	10,8%	neg.	2,2%	5,2%
. BAII/fondos accionista (A)	30,3%	23,1%	18,3%	21,7%	9,0%	11,8%	neg.	0,8%	8,5%
. BAII/recursos permanentes (A1)	21,5%	16,3%	12,8%	14,2%	7,1%	13,6%	neg.	2,8%	7,4%
. A/A1	1,41	1,42	1,42	1,52	1,26	0,87	--	0,27	1,15
<b>RESULTADOS EXPLOTACIÓN</b>									
. Margen bruto	56,4%	56,4%	56,4%	56,4%	56,0%	59,4%	43,3%	51,5%	47,5%
. Ebitda/ventas	37,3%	33,4%	29,7%	30,9%	20,7%	28,9%	0,2%	17,3%	16,8%
. Margen explotación	27,7%	22,7%	18,9%	20,5%	12,0%	20,1%	-24,5%	3,7%	9,9%
. BAII/ventas	26,1%	20,4%	16,3%	17,8%	8,4%	10,1%	-28,4%	0,7%	7,6%
. Bº Neto/ventas	19,4%	15,1%	12,0%	13,1%	6,4%	7,5%	-20,5%	0,5%	5,2%
<b>UTILIZACIÓN DEL ACTIVO</b>									
. Ventas/tesorería	4,08	4,44	3,62	3,40	3,28	5,70	7,78	11,88	14,80
. Ventas/cuentas a cobrar	6,95	6,73	6,52	7,59	5,99	5,97	6,40	6,75	6,33
. Ventas/existencias	15,95	15,50	14,99	15,79	14,45	16,99	12,63	10,76	8,27
. Ventas/activo total	0,64	0,59	0,56	0,58	0,50	0,56	0,55	0,62	0,60
<b>DATOS POR ACCIÓN</b>									
. Beneficio neto por acción (Euro)	0,72	0,49	0,36	0,39	0,15	0,20	(0,56)	0,02	0,17
. Dividendo por acción (Euro) (***)	0,36	0,24	0,18	0,19	0,08	0,14	0,10	0,08	0,07
. Cash-flow por acción (Euro)	1,08	0,83	0,68	0,70	0,36	0,50	0,12	0,42	0,48
. Valor contable por acción (Euro)	3,44	3,02	2,75	2,62	2,24	2,27	2,17	2,84	2,90
. Precio/valor contable (*)	1,38	1,56	1,72	1,80	2,11	1,54	0,95	0,93	0,74
<b>RATIOS BURSÁTILES</b>									
. Precio 31.12 (Euro) (*)	4,73	4,73	4,73	4,73	4,73	3,50	2,07	2,64	2,13
. PER (veces)	6,6	9,7	13,2	12,1	30,6	17,5	neg.	153,4	12,4
. Precio/Cash-flow	4,4	5,7	6,9	6,8	13,1	7,1	16,9	6,2	4,4
. Rentabilidad por dividendo (***)	7,6%	5,2%	3,8%	4,1%	1,7%	4,1%	4,8%	3,0%	3,3%
. Pay-out	50%	50%	50%	50%	51%	72%	n.s.	n.s.	41%

(\*) La cotización utilizada para los ejercicios 2016-2020 es la actual.

(\*\*) Ajustados descontando resultados extraordinarios

(\*\*\*) No incluye la distribución de acciones en autocartera en la proporción de 1X26 y 1X 37 en 2012, 1X25 en 2013 y 1X32 en 2014.

Fuente: Memorias anuales de la Compañía. Estimaciones propias.

Ence (ENC), Octubre 2017

**ANEXO n. 2**
**CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS - Grupo Consolidado**  
 (Evolución 2012/2016; Proyecciones 2017/2020)

EUR millones	2020E	2019E	2018E	2017E	2016	2015	2014	2013	2012
Total Ventas	916,92	799,46	738,89	731,18	605,45	663,91	687,55	853,14	827,58
Rdo. Op. Cobertura	0,00	0,00	0,00	0,00	0,97	(1,63)	0,04	12,10	(27,57)
Variación de existencias	0,00	0,00	0,00	0,00	1,11	4,80	(10,15)	2,12	0,83
Coste de Ventas	(399,94)	(348,71)	(322,28)	(318,92)	(268,25)	(272,98)	(379,45)	(427,84)	(408,05)
<b>MARGEN BRUTO</b>	<b>516,98</b>	<b>450,76</b>	<b>416,60</b>	<b>412,26</b>	<b>339,28</b>	<b>394,10</b>	<b>297,99</b>	<b>439,52</b>	<b>392,79</b>
Gastos Explotación	(195,19)	(204,15)	(216,72)	(205,74)	(227,90)	(220,44)	(314,63)	(320,47)	(284,22)
Otros ingresos explotación	20,44	20,04	19,64	19,26	14,19	18,13	18,33	28,62	30,73
<b>CASH-FLOW DE EXPLOTACIÓN (EBITDA)</b>	<b>342,23</b>	<b>266,64</b>	<b>219,52</b>	<b>225,78</b>	<b>125,57</b>	<b>191,79</b>	<b>1,69</b>	<b>147,67</b>	<b>139,31</b>
Amortización inmovilizado	(87,85)	(85,14)	(80,19)	(75,63)	(76,88)	(67,16)	(69,14)	(78,34)	(63,37)
Provisiones	0,00	0,00	0,00	0,00	24,03	8,61	(101,18)	(37,52)	6,33
<b>BENEFICIO EXPLOTACIÓN</b>	<b>254,38</b>	<b>181,51</b>	<b>139,33</b>	<b>150,14</b>	<b>72,72</b>	<b>133,24</b>	<b>(168,62)</b>	<b>31,82</b>	<b>82,27</b>
Rdos. financieros netos	(15,40)	(18,53)	(19,22)	(19,76)	(21,63)	(66,20)	(26,68)	(26,25)	(18,63)
Rdo. Enajenación inmovilizado	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	(0,66)
<b>BENEFICIO ANTES IMPUESTOS</b>	<b>238,98</b>	<b>162,97</b>	<b>120,12</b>	<b>130,38</b>	<b>51,10</b>	<b>67,04</b>	<b>(195,30)</b>	<b>5,57</b>	<b>62,98</b>
Impuesto de sociedades	(59,74)	(40,74)	(30,03)	(32,60)	(12,39)	(17,18)	54,40	(1,26)	(19,95)
<b>RESULTADO OPERACIONES CONTINUADAS</b>	<b>179,23</b>	<b>122,23</b>	<b>90,09</b>	<b>97,79</b>	<b>38,71</b>	<b>49,86</b>	<b>(140,91)</b>	<b>4,31</b>	<b>43,03</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>179,23</b>	<b>122,23</b>	<b>90,09</b>	<b>97,79</b>	<b>38,71</b>	<b>49,86</b>	<b>(140,91)</b>	<b>4,31</b>	<b>43,03</b>
Minoritarios	(1,67)	(1,76)	(1,79)	(1,80)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>BENEFICIO ATRIBUIBLE Grupo</b>	<b>177,56</b>	<b>120,47</b>	<b>88,30</b>	<b>95,99</b>	<b>38,71</b>	<b>49,86</b>	<b>(140,91)</b>	<b>4,31</b>	<b>43,03</b>
<i>EBITDA</i>	<i>342,23</i>	<i>266,64</i>	<i>219,52</i>	<i>225,78</i>	<i>125,57</i>	<i>191,79</i>	<i>1,69</i>	<i>147,67</i>	<i>139,31</i>
<i>EBIT</i>	<i>254,38</i>	<i>181,51</i>	<i>139,33</i>	<i>150,14</i>	<i>72,72</i>	<i>133,24</i>	<i>(168,62)</i>	<i>31,82</i>	<i>82,27</i>
<i>Cash-flow ejercicio</i>	<i>265,41</i>	<i>205,60</i>	<i>168,49</i>	<i>171,62</i>	<i>90,68</i>	<i>124,03</i>	<i>30,69</i>	<i>106,23</i>	<i>120,84</i>

**BALANCE DE SITUACIÓN - Grupo Consolidado**  
 (Evolución 2012/2016; Proyecciones 2017/2018)

EUR millones	2018E	2017E	2016	2015	2014	2013	2012
<b>ACTIVOS NO CORRIENTES</b>	<b>949,91</b>	<b>897,10</b>	<b>867,74</b>	<b>816,29</b>	<b>832,49</b>	<b>989,89</b>	<b>1.003,50</b>
<b>ACTIVOS CORRIENTES</b>	<b>381,35</b>	<b>411,19</b>	<b>364,00</b>	<b>391,50</b>	<b>321,67</b>	<b>372,37</b>	<b>374,55</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>1.331,27</b>	<b>1.308,29</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>

EUR millones	2018E	2017E	2016	2015	2014	2013	2012
<b>PATRIMONIO NETO</b>	<b>676,04</b>	<b>645,41</b>	<b>561,57</b>	<b>568,22</b>	<b>542,93</b>	<b>710,30</b>	<b>724,72</b>
<b>PASIVOS NO CORRIENTES</b>	<b>409,06</b>	<b>439,02</b>	<b>464,08</b>	<b>442,04</b>	<b>399,77</b>	<b>416,22</b>	<b>400,63</b>
<b>PASIVOS CORRIENTES</b>	<b>246,17</b>	<b>223,85</b>	<b>206,09</b>	<b>197,53</b>	<b>211,46</b>	<b>235,74</b>	<b>252,70</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>1.331,27</b>	<b>1.308,29</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>

Número acciones (millones)	246,27	246,27	250,27	250,27	250,27	250,27	250,27
----------------------------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

Fuente: Memorias anuales de la Compañía. Estimaciones propias.

Ence (ENC), Octubre 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 31/12/17E	636,38	77%	9,45%	--	9,45%	7,27%
Deuda neta 31/12/17E (Euro mill.)	190,98	23%	5,38%	25,0%	4,03%	0,93%
<b>Total</b>	<b>827,36</b>	<b>100%</b>				<b>8,20%</b>

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

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

	Otros	Deuda neta	Valor compañía
DCF ajustado (Euro mill.)	284,09		
Valor residual	1.445,00		
<b>Total</b>	<b>1.729,09</b>	<b>101,00</b>	<b>(218,32)</b>
<b>Valoración por acción - Euro</b>			<b>6,54</b>
<b>Valoración tras descuento (20%) por acción - Euro</b>			<b>5,24</b>

Tir bono 10 años:	1,66%
g (crecimiento perpetuo):	1,50%
Prima mercado:	7,42%
Beta:	1,05
Prima de riesgo	7,79%
PER Residual:	14,9

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

(Evolución 2012/2016; Proyecciones 2017/2020)

EUR millones	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
Beneficio explotación (EBIT)	82,27	31,82	(168,62)	133,24	72,72	150,14	139,33	181,51	254,38
Impuestos imputables al EBIT	(27,43)	(7,73)	46,88	(30,92)	(17,25)	(37,54)	(34,83)	(45,38)	(63,60)
<b>EBIT ajustado (NOPLAT)</b>	<b>54,84</b>	<b>24,09</b>	<b>(121,74)</b>	<b>102,32</b>	<b>55,47</b>	<b>112,61</b>	<b>104,50</b>	<b>136,13</b>	<b>190,79</b>
Amortización	63,37	78,34	69,14	67,16	76,88	75,63	80,19	85,14	87,85
Otros cargos	(6,33)	37,52	101,18	(8,61)	(24,03)	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Cash-flow explotación ajustado</b>	<b>111,88</b>	<b>139,94</b>	<b>48,57</b>	<b>160,87</b>	<b>108,31</b>	<b>188,24</b>	<b>184,69</b>	<b>221,27</b>	<b>278,64</b>



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

Ence (ENC), Octubre 2017

---

