


Ence (ENC), Mayo 2018

ENCE (ENC)

Actualización

Sector: Papeles y Artes Gráficas (Bienes de Consumo)


ACUMULAR
 RIESGO: ALTO

Accionistas

 Juan Luis Arregui Ciarsolo: 29,3%
 Víctor Urrutia: 6,2%
 José Ignacio Comenge: 5,7%

 Precio acción (04/05/18): EUR 6,80
Precio objetivo (12 meses): EUR 7,83
 # de acciones (mill): EUR 246,27
 Capitalización bursátil (mill): EUR 1.674,65
 Máx/Mín 2018: EUR (6,80/4,91)
 Máx/Mín (12 meses): EUR (6,80/3,27)
 % Máx/Mín (12 meses): 0/108

Analista: Paula Sampedro, CFA

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

 PER 12: 12,4
 PER 13: 153,4
 PER 14: neg,
 PER 15: 17,5
 PER 16: 16,3
 PER 17: 18,2
 PER 18 E: 11,0
 PER 19 E: 8,8
 PER 20 E: 6,1

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 (%)
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	6,7	125,57	38,48	90,76	0,15	0,36	0,08	52
2017	8,5	216,03	91,79	160,37	0,37	0,65	0,19	51
2018E	5,9	316,81	152,09	231,02	0,62	0,94	0,31	50
2019E	5,1	351,31	190,46	274,77	0,77	1,12	0,39	50
2020E	3,5	462,56	273,77	361,22	1,11	1,47	0,56	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

Ence (ENC), Mayo 2018

Factores Claves de la Inversión

- **ENCE (ENC, la Compañía o el Grupo) es el principal productor europeo de celulosa blanqueada de eucalipto**, al contar 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, a los que sumará al menos 90 MW más con dos nuevas plantas que entrarán en funcionamiento en 2019 y 2020.
- **ENC está implementando un nuevo plan estratégico, enfocado en la eficiencia de los procesos productivos de la celulosa**, con el fin de consolidarse como el productor europeo de celulosa más eficiente en términos de costes de producción, **y en las oportunidades de crecimiento en el negocio de la biomasa**.
- **La Compañía cuenta con una sólida solvencia financiera, tras cerrar 2017 con un ratio de deuda neta/EBITDA de 0,7 veces**. En todo caso, esperamos que la fuerte generación de caja le permita mantener una atractiva remuneración al accionista (*payout* del 50%) y alcanzar una situación de tesorería neta en 2020, a pesar de las inversiones previstas (EUR 378 millones netos de desinversiones en el periodo 2018–2020).
- **Esperamos que el sector de producción y venta de celulosa mantenga unas condiciones muy favorables a medio plazo** gracias al crecimiento de la demanda, que esperamos que supere la nueva capacidad de producción prevista. Así, las previsiones del sector apuntan a un aumento constante de los precios de la celulosa en los próximos años, hasta \$ 1.195/Tm en 2020.
- En este escenario, **prevemos un crecimiento del beneficio neto de explotación (EBIT) y del beneficio atribuible hasta EUR 375,1 millones y EUR 273,8 millones**, respectivamente, en 2020, desde EUR 149,6 millones y EUR 91,8 millones alcanzados en 2017, 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 5,11 hasta **EUR 7,83 por acción**, lo que a los precios actuales de cotización del valor supone un potencial de revalorización del 15%. Además, a los precios actuales las acciones de ENC presentan una atractiva rentabilidad por dividendo estimada superior al 4% anual en los próximos años. No obstante, las acciones de ENC en el último año casi han doblado su precio, por lo que creemos que el valor es vulnerable a la toma de beneficios. Por ello, recomendamos tomar posiciones en el valor con cautela. Aprovecharíamos posibles recortes en el valor para ello. Modificamos nuestra recomendación desde MANTENER hasta **ACUMULAR**.

RECOMENDACIÓN: ACUMULAR
RIESGO: ALTO

Ence (ENC), Mayo 2018

LOS RESULTADOS DE ENCE EN EL 1T2018 CRECIERON CON FUERZA GRACIAS A LA FORTALEZA DEL PRECIO DE LA CELULOSA

El beneficio neto de ENCE se incrementó un 115% en el primer trimestre del año (1T2018) respecto al mismo trimestre del año precedente, hasta situarse en EUR 29,5 millones, gracias a la fortaleza del precio de la celulosa.

- Negocio de Celulosa:

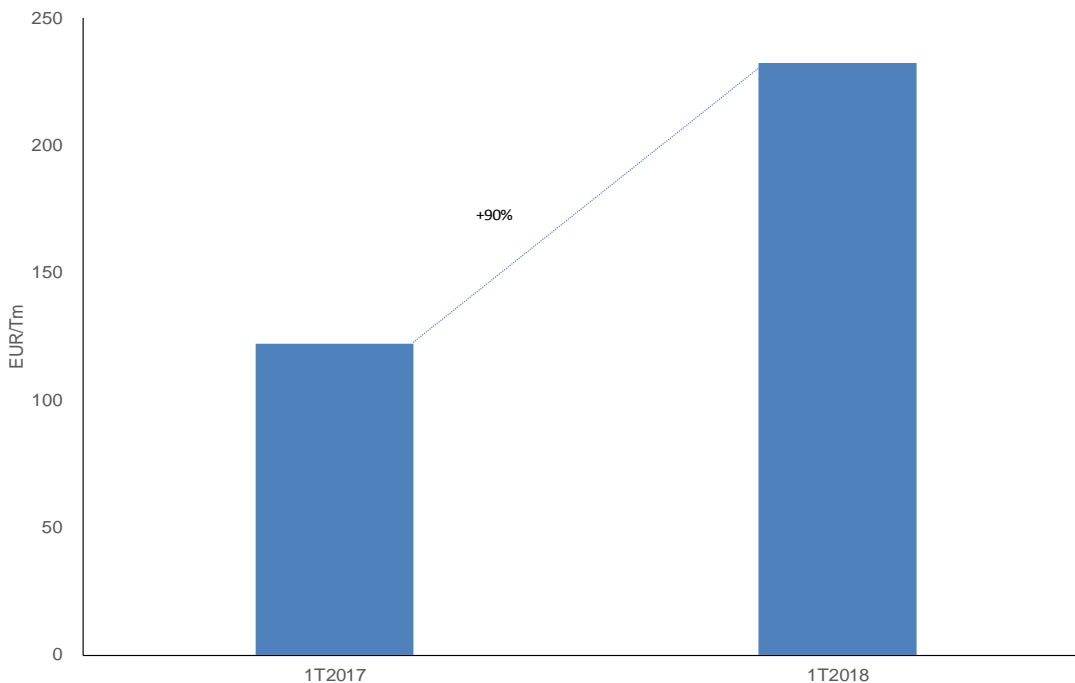
Así, el precio medio de venta en euros de la celulosa aumentó un 29,2% en tasa interanual, fruto de una subida del 48,4% del precio de la celulosa en dólares, compensada parcialmente por una revalorización del euro frente al dólar del 15,4%.

Por su lado, el coste de producción por tonelada (*cash cost*) de la celulosa se incrementó un 7,5%, hasta EUR 369,3, principalmente como consecuencia del mayor coste de la madera (ligado a los precios de la celulosa) y del mayor coste de los productos químicos (principalmente de la sosa cáustica).

Como resultado, y a pesar de un descenso de las ventas de celulosa en toneladas del 5,4% interanual debido a una menor venta de existencias al encontrarse los inventarios en niveles mínimos, el cash flow de explotación (EBITDA) del negocio de Celulosa aumentó un 79,6% interanual hasta EUR 54,1 millones.

Gráfico n. 1

DIFERENCIAL ENTRE PRECIO Y CASH COST EN EL NEGOCIO DE LA CELULOSA (1T2018-1T2017)



Fuente: Presentación de resultados de la Compañía; estimaciones propias.

Ence (ENC), Mayo 2018

Todo ello, unido a un moderado crecimiento de las amortizaciones y a un descenso del 4,2% de los costes financieros se traduce en un incremento del 181,5% interanual en el beneficio neto del negocio de Celulosa hasta EUR 28,2 millones.

- Negocio de Energía:

Por el contrario, y a pesar de la incorporación de la planta de Córdoba de 27 MW, el EBITDA del negocio de Energía, retrocedió un 17,6% en el 1T2018 hasta EUR 8,8 millones. Esto fue consecuencia principalmente del menor precio medio de venta de la energía y de la contención de la producción por parte de ENC con el fin de optimizar la producción dado el límite anual de 6.500 horas, a favor de una mayor producción en próximos trimestres. Este descenso de la producción será compensado en los próximos trimestres.

Esto, unido a un incremento de las amortizaciones del 18,8%, fruto de la incorporación de la planta de Córdoba, y de los gastos financieros del 56,5%, fruto del mayor endeudamiento por las inversiones realizadas, se traduce en un descenso del beneficio atribuible del 62,7% interanual hasta EUR 1,4 millones.

HEMOS REVISADO AL ALZA NUESTRAS ESTIMACIONES DE RESULTADOS PARA LOS PRÓXIMOS EJERCICIOS ANTE LA FORTALEZA DE LOS PRECIOS DE LA CELULOSA

Ante la fortaleza que están mostrando los precios de la celulosa y las revisiones al alza de sus estimaciones por parte de las propias consultoras del sector, hemos decidido revisar al alza los precios de la celulosa que contemplamos en nuestro modelo, lo que se traduce en unos resultados sustancialmente mayores respecto a los que antes contemplábamos. Además, hemos incluido en nuestro modelo la nueva planta de biomasa de 50 MW que el Grupo va a desarrollar en Puertollano -la Compañía ha comprado derechos por 58,5 MW; la diferencia será aprovechada mediante la repotenciación en otras plantas.

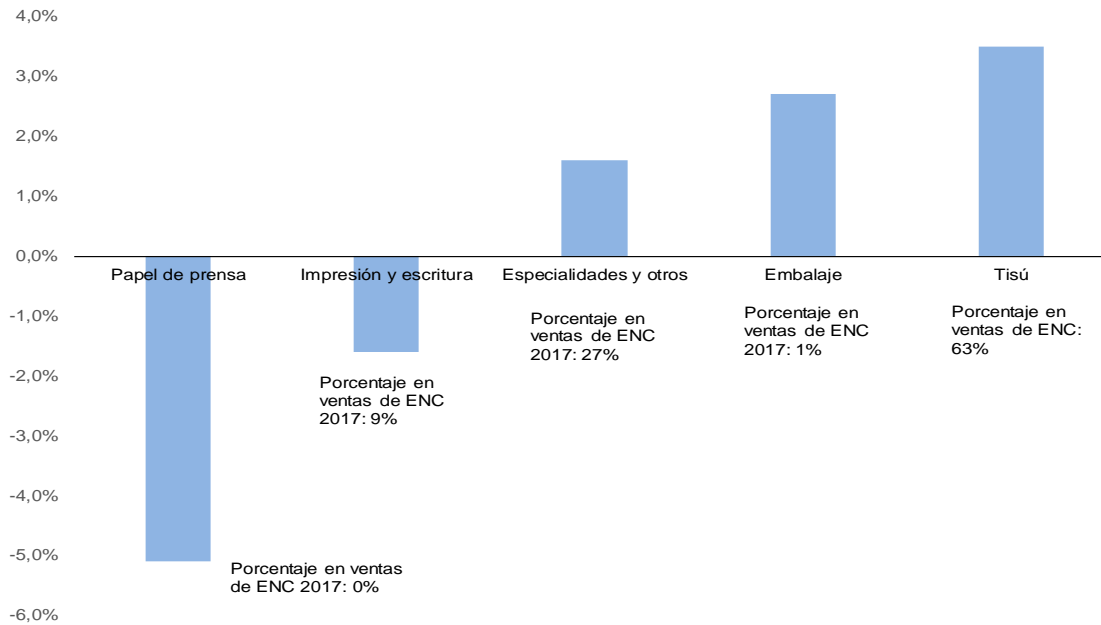
- Negocio de la Celulosa:

Así, esperamos que los precios de la celulosa se mantengan elevados en los próximos años, 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 casi dos tercios de su producción– a medida que el consumo de estos productos aumenta en los países en vías de desarrollo, así como en una mayor demanda de celulosa virgen por parte de China.

Ence (ENC), Mayo 2018

Gráfico n. 2

EVOLUCIÓN DE LA DEMANDA DEL SECTOR PAPELERO (2006-2016; TACC)

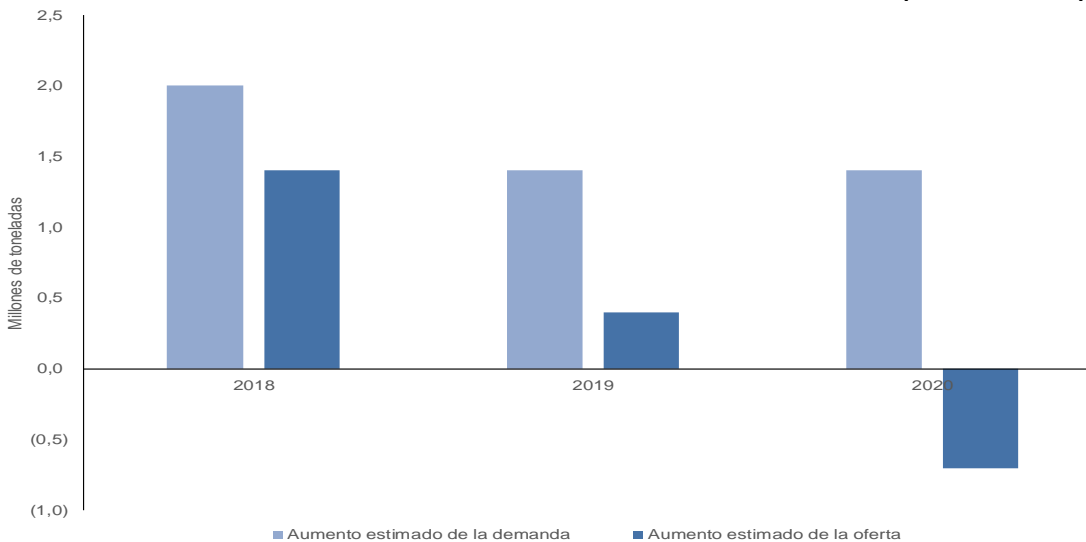


Fuente: RISI; Ence (ENC).

Mientras, el crecimiento de la oferta se mantendrá contenido, según las estimaciones de ENC en base a 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.

Gráfico n. 3

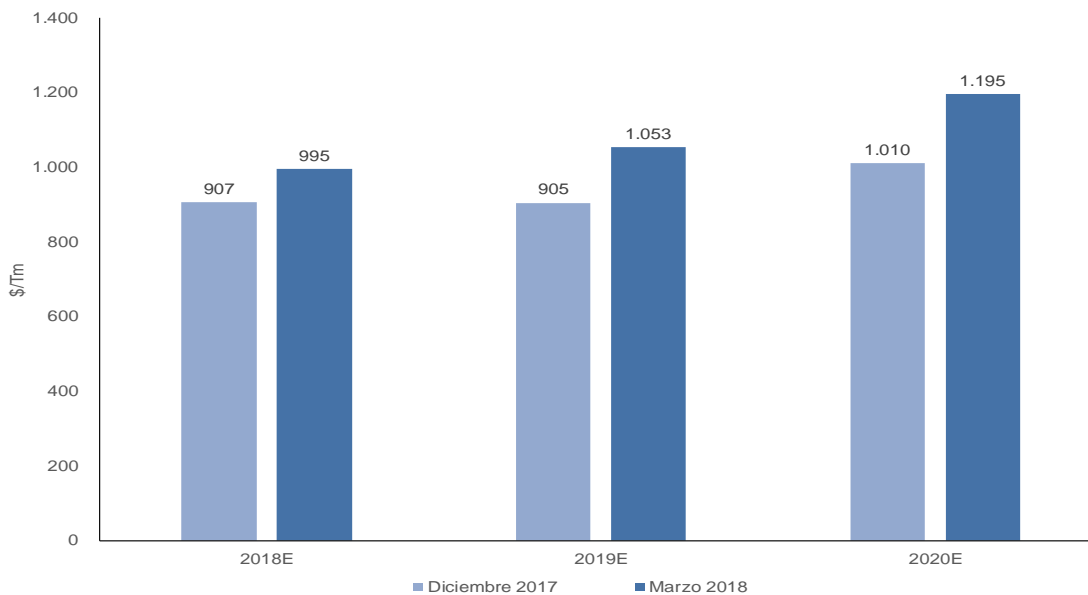
INCREMENTO ESPERADO DE LA OFERTA Y DEMANDA DE CELULOSA (2018E–2020E)



Fuente: Estimaciones de Ence (ENC).

Ence (ENC), Mayo 2018

En este contexto, la consultora del sector RISI ha incrementado su proyección de precios de la celulosa de fibra corta (BHKP), tal y como se muestra en el gráfico siguiente:

Gráfico n. 4
PRECIOS MEDIOS DE LA CELULOSA FIBRA CORTA PROYECTADOS POR RISI (DICIEMBRE 2017–MARZO 2018)


Fuente: RISI; presentación de resultados 1T2018 de la Compañía.

Con todo esto, hemos revisado al alza sustancialmente los precios de la celulosa que contemplamos en nuestras estimaciones y, como consecuencia, y en la misma medida, las ventas proyectadas para este negocio en los próximos años, tal y como se muestra en el cuadro n. 1; el resto de parámetros permanece prácticamente estable.

Ence (ENC), Mayo 2018

Cuadro n. 1

REVISIÓN DE LAS ESTIMACIONES DE VENTAS DE CELULOSA (2018E-2020E)

Abril 2018 (actuales)	2018E	2019E	2020E
BHKP (\$/Tm)	1.030,0	1.040,0	1.150,0
Cambio euro/dólar	1,20	1,20	1,20
Descuento comercial	26%	26%	26%
Precio efectivo (EUR/Tm)	635,2	641,3	709,2
Volúmen (000 Tm)	981,1	1.029,6	1.108,8
Ingresos por ventas de celulosa (EUR millones)	623,2	660,3	786,3
Octubre 2017 (anteriores)	2018E	2019E	2020E
BHKP (\$/Tm)	815,0	900,0	975,0
Cambio euro/dólar	1,15	1,20	1,20
Descuento comercial	27%	27%	27%
Precio efectivo (EUR/Tm)	517,3	547,5	593,1
Volúmen (000 Tm)	981,1	1.029,6	1.108,8
Ingresos por ventas de celulosa (EUR millones)	507,6	563,7	657,7

Fuente: Estimaciones propias.

Como consecuencia del incremento de los precios de la celulosa, esperamos el consiguiente incremento de los precios de suministro de madera. Además, hemos incluido en nuestras proyecciones el impacto por el encarecimiento de los precios de la sosa cáustica registrado en el 1T2018 y que, por prudencia, extendemos a todo nuestro periodo de proyección. Como consecuencia hemos revisado al alza los costes de producción que contemplamos en nuestras proyecciones, tal y como recogemos en el cuadro n. 2.

Cuadro n. 2

REVISIÓN DE LAS ESTIMACIONES DE CASH COSTS (2018E-2020E)

Abril 2018 (actuales)	2018E	2019E	2020E
Cash costs (EUR/Tm)	367,6	360,2	362,8
Octubre 2017 (anteriores)	2018E	2019E	2020E
Cash costs (EUR/Tm)	345,1	337,9	336,6

Fuente: Estimaciones propias.

Con esto, y con el incremento proyectado del volumen de ventas del 4,4% tacc en el periodo proyectado, esperamos un crecimiento del EBITDA del negocio de Celulosa del 31,1% tacc, hasta situarse en 2020 en EUR 384,1 millones.

Ence (ENC), Mayo 2018

Cuadro n. 3

REVISIÓN DEL EBITDA DEL NEGOCIO DE CELULOSA (2018E–2020E)

Abril 2018 (actuales)	2018E	2019E	2020E
Diferencial precio-cash cost (EUR/Tm)	267,6	281,1	346,4
Volúmen (000 Tm)	981,1	1.029,6	1.108,8
EBITDA (EUR millones)	262,5	289,5	384,1
Octubre 2017 (anteriores)	2018E	2019E	2020E
Diferencial precio-cash cost (EUR/Tm)	172,2	209,6	256,5
Volúmen (000 Tm)	981,1	1.029,6	1.108,8
EBITDA (EUR millones)	167,7	214,9	284,0

Fuente: Estimaciones propias.

- Negocio de la Energía:

Hemos revisado al alza nuestras previsiones de EBITDA para el negocio de la Energía, por un lado debido a que consideramos que el Grupo será capaz de generar unos mayores márgenes, fruto de las medidas de diversificación de la biomasa que está implementando el Grupo para reducir sus costes y, por el otro, como consecuencia de la integración de la nueva planta de 50 MW que el Grupo ha anunciado que va desarrollar en Puertollano, y que entrará en funcionamiento en el 2S2019. Señalar que la futura revisión del retorno a la inversión de las plantas tendrá un efecto limitado en los resultados del conjunto del Grupo: EUR 6 millones de EBITDA en el peor escenario calculado por ENC. ENC sigue implementando iniciativas de recortes de costes para compensar dicho impacto. En nuestro modelo contemplamos que ambos efectos se compensen.

Cuadro n. 4

REVISIÓN DEL EBITDA DEL NEGOCIO DE ENERGÍA (2018E–2020E)

Abril 2018 (actuales)	2018E	2019E	2020E
EBITDA (EUR millones)	54,3	61,9	78,5
Margen sobre ventas (%)	37%	37%	38%
Octubre 2017 (anteriores)	2018E	2019E	2020E
EBITDA (EUR millones)	51,8	51,8	58,3
Margen sobre ventas (%)	35%	35%	35%

Fuente: Estimaciones propias.

Con todo, esperamos que ENC alcance un EBITDA de EUR 462,6 millones en 2020, frente a los EUR 216 millones que alcanzó en 2017, y los EUR 342,2 millones que preveíamos en nuestras anteriores estimaciones.

Por su lado, esperamos un incremento de las amortizaciones del Grupo desde 75,4 millones en 2017 hasta EUR 87,4 millones en 2020. Como consecuencia, esperamos que el EBIT de ENC aumente desde EUR 149,6 millones en 2017 hasta EUR 375,1 millones en 2020 (EUR 254,4 millones; estimaciones anteriores).

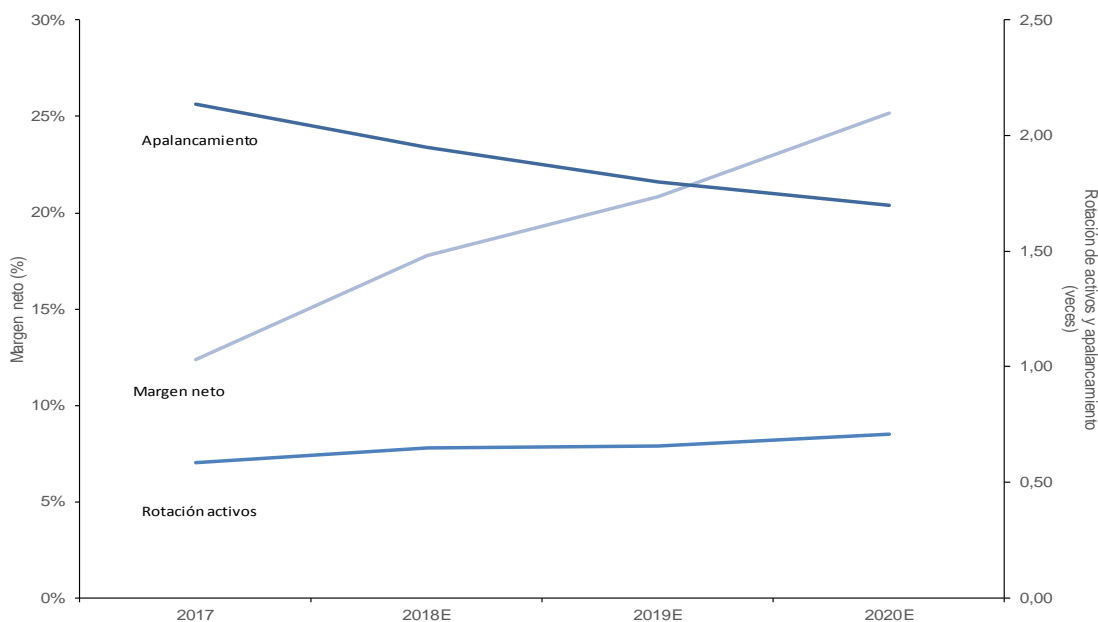
Ence (ENC), Mayo 2018

Hemos incrementado los costes financieros netos que proyectamos en el ejercicio 2018, como consecuencia de los costes no recurrentes de la nueva emisión de bonos y amortización de bonos existentes que ha llevado a cabo la Compañía. Así, calculamos un coste financiero neto de EUR 32,0 millones en 2018, frente a EUR 29,8 millones en 2017 y los EUR 19,2 millones que proyectábamos antes. Por el contrario, hemos revisado a la baja nuestras estimaciones de costes financieros netos en 2019 y 2020, como consecuencia del menor endeudamiento proyectado y del menor coste de financiación conseguido por el Grupo tras la refinanciación llevada a cabo. Así, prevemos un coste financiero neto de EUR 10,1 millones en 2019 (EUR 18,5 millones; estimaciones anteriores) y EUR 7,5 millones en 2020 (EUR 15,4 millones estimaciones anteriores). Señalar que esperamos que, de no realizar inversiones adicionales a las que ya tiene planteadas en su plan estratégico, ENC cierre 2020 con una posición de tesorería neta de EUR 77,9 millones.

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

Con todo, esperamos que ENC alcance un beneficio neto de explotación de EUR 152,1 millones en 2018 (EUR 88,3 millones; estimaciones anteriores), EUR 190,5 millones en 2019 (EUR 120,5 millones; estimaciones anteriores) y EUR 273,8 millones en 2020 (EUR 177,6 millones; estimaciones anteriores).

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. 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 reducción del apalancamiento financiero de la Compañía pesará sobre el ROE, por lo que de no llevarse a cabo inversiones adicionales creemos que la Compañía podría 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).

Gráfico n. 5
DESGLOSE DUPONT DEL ROE (2017–2020E)


Fuente: Estados financieros de la Compañía 2017; estimaciones propias.

Ence (ENC), Mayo 2018

CON ESTO REVISAMOS AL ALZA NUESTRO PRECIO OBJETIVO POR ACCIÓN DESDE EUR 5,11 HASTA EUR 7,83

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 2.343,67 millones (EUR 1.611,77 millones; valoración anterior), lo que supone un precio por acción de EUR 9,52 (EUR 6,54; 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 relativa menor capitalización de ENC y liquidez bursátil del valor, en relación a los principales valores del mercado bursátil español. Una vez aplicado el descuento obtenemos un valor de EUR 7,61 (EUR 5,24; valoración anterior) por acción, lo que supone un potencial de revalorización del 12%.

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 2018-2020. Señalar que el flujo de caja descontado a perpetuidad ha sido calculado utilizando un precio de la celulosa de \$859/Tm, media del precio medio 2009-2020E, y un tipo de cambio de \$ 1,20/euro (\$ 812/Tm y un tipo de cambio de \$1,15/euro en nuestra anterior estimación).

Además, el coste medio ponderado del capital del Grupo (WACC), tasa a la que descontamos los flujos de caja estimados, ha retrocedido significativamente desde nuestra valoración de octubre de 2017, desde el 8,20% hasta el 6,78%, debido a que han retrocedido tanto la prima de riesgo del mercado español, desde el 7,42% hasta el 5,88%, como la rentabilidad del bono a 10 años, desde el 1,66% hasta el 1,27%.

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 8,04 por acción, lo que supone valorar el Grupo en EUR 1.980,09 millones, y un potencial de revalorización del 18%. En nuestra valoración de octubre siguiendo esta metodología habíamos obtenido un precio de EUR 4,99 por acción.

Cuadro n. 5

VALORACIÓN DE ENCE POR MULTIPLICADORES DE REFERENCIA – 04/05/2018

	EV/EBITDA 2018E	PER 2018E	P/CFA 2018E
CELULOSA:			
Grupo de referencia	7,6x	12,6x	7,3x
Valoración (EUR/acción)	7,75	6,63	5,72
Valoración media (EUR/acción)			6,70
ENERGÍA:			
Grupo de referencia	8,6x	17,2x	5,6x
Valoración (EUR/acción)	1,47	1,60	0,95
Valoración media (EUR/acción)			1,34
Suma de las partes (EUR/acción)			8,04

Fuente: *FactSet*; elaboración propia.

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

Ence (ENC), Mayo 2018

Combinando ambos métodos de valoración obtenemos un valor para ENC de EUR 1.927,51 millones y un precio objetivo para sus acciones de EUR 7,83, frente al precio objetivo de EUR 5,11 que establecimos en octubre de 2017. A los precios actuales las acciones de ENC presentan un potencial de revalorización del 15% frente a nuestro precio objetivo.

CREEMOS QUE, A PESAR DE LA FUERTE REVALORIZACIÓN DE SUS TÍTULOS, ENCE SIGUE SIENDO UNA ATRACTIVA OPORTUNIDAD DE INVERSIÓN POR LO QUE RECOMENDAMOS APROVECHAR POSIBLES DESCENSOS EN EL VALOR PARA TOMAR POSICIONES EN ÉL

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 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 dos nuevas plantas, de 50 MW y de 40 MW, que entrarán en operación en 2019 y 2020, respectivamente.

El Grupo está inmerso en la implementación de 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, ENC 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.

Además, y por el lado de la demanda, este negocio presenta unas condiciones muy 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 planificados en el sector. Esta coyuntura creemos que permitirá que los precios de la celulosa sigan aumentando en los próximos tres años. Así, las previsiones de la consultora del sector RISI apuntan a un aumento constante de los precios de la celulosa en los próximos años, hasta \$ 1.195/Tm en 2020.

Igualmente, ENC espera poder invertir en nuevas plantas de biomasa, principalmente en España. Con las inversiones ya incluidas en su plan estratégico el Grupo espera alcanzar un EBITDA de EUR 78 millones en 2020 en este negocio.

Con todo ello, prevemos un crecimiento del beneficio neto de explotación (EBIT) y del beneficio atribuible hasta EUR 375,1 millones y EUR 273,8 millones, respectivamente, en 2020, desde EUR 119,9 millones y EUR 91,8 millones alcanzados en 2017, respectivamente.

Además, la Compañía cuenta con una sólida solvencia financiera, tras cerrar 2017 con un ratio de deuda neta/EBITDA de 0,7 veces. En todo caso, esperamos que la fuerte generación de caja le permita mantener una atractiva remuneración al accionista (*payout* del 50%) y alcanzar una situación de tesorería neta en 2020, a pesar de las inversiones previstas (EUR 378 millones netos de desinversiones en el periodo 2018–2020).

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**.

Ence (ENC), Mayo 2018

Hemos revisado al alza nuestro **precio objetivo** para ENC desde EUR 5,11 hasta **EUR 7,83 por acción**, lo que a los precios actuales de cotización del valor supone un potencial de revalorización del 15%. Además, a los precios actuales las acciones de ENC presentan una atractiva rentabilidad por dividendo estimada superior al 4% anual en los próximos años. No obstante, las acciones de ENC en el último año casi han doblado su precio, por lo que creemos que el valor es vulnerable a la toma de beneficios. Por todo ello, recomendamos tomar posiciones en el valor con cautela y aprovecharíamos posibles recortes en su precio para ello. Modificamos nuestra recomendación desde MANTENER hasta **ACUMULAR**.



"Link Securities SV, S.A. no asume ninguna responsabilidad por posibles errores de hecho u opinión contenidos en este documento, el cual está basado en información obtenida de fuentes fidedignas. Este documento no representa una oferta de compra o venta de valores. Los clientes de Link Securities SV, S.A. y sus empleados pueden tener una posición o haber realizado transacciones sobre cualquiera de los valores a los que se hace referencia en este documento".

"Link Securities SV, S.A. es una entidad sometida a la supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)"

Ence (ENC), Mayo 2018

ANEXO n. 1

ANEXO nº 1

PRINCIPALES RATIOS ECONÓMICO-FINANCIEROS

(Evolución 2012/2017; Proyecciones 2018/2020)

	2020E	2019E	2018E	2017	2016	2015	2014	2013	2012
RATIOS DE LIQUIDEZ A CORTO PLAZO									
. Ratio de solvencia (acir/pcir)	2,12	1,66	1,39	2,18	1,77	1,98	1,52	1,58	1,48
. Activo disponible (ef+real)/pcirc	1,23	0,77	0,55	1,35	1,06	0,85	0,39	0,68	0,19
. Fondo de maniobra operativo (Euro. mill.)	6,70	0,63	0,74	-14,77	-20,07	10,11	3,71	14,97	53,91
ESTRUCTURA DE CAPITAL/SOLVENCIA A LARGO PLAZO									
. F.Propios+Int.Min./pasivo total	0,61	0,58	0,55	0,49	0,46	0,47	0,47	0,52	0,53
. F.Propios+Int.Min./pasivo l/p	0,76	0,71	0,68	0,58	0,55	0,56	0,58	0,63	0,64
. F.Propios+Int.Min./activo fijo	1,03	0,83	0,75	0,75	0,65	0,70	0,65	0,72	0,72
. Fondos accionista/activo fijo	1,01	0,82	0,74	0,74	0,65	0,71	0,67	0,74	0,74
. Recursos permanentes/activo fijo	1,35	1,17	1,10	1,28	1,18	1,24	1,13	1,14	1,12
. Recursos ajenos/activo total	0,20	0,25	0,26	0,35	0,38	0,36	0,34	0,29	0,28
. Deuda neta/fondos accionista	-0,08	0,14	0,26	0,24	0,39	0,42	0,51	0,28	0,40
. EBIT/gastos financieros brutos	-50,22	-26,42	-7,44	-6,88	-3,62	-2,49	6,25	-1,11	-3,48
. Gastos financieros netos/ventas n.	-0,7%	-1,1%	-3,7%	-2,9%	-3,3%	-8,1%	-3,9%	-3,4%	-2,9%
. CF explot./gtos.financieros netos	(61,93)	(34,77)	(9,91)	(9,93)	(6,25)	(3,58)	(0,06)	(5,14)	(5,90)
. Deuda neta	-77,90	117,03	189,40	153,16	218,32	241,23	284,38	203,10	296,81
RENDIMIENTO INVERSIÓN									
. ROA (**)	18,0%	13,9%	11,7%	7,4%	3,2%	4,2%	neg.	0,3%	3,2%
. ROE (**)	30,4%	24,6%	22,5%	15,5%	6,9%	9,0%	neg.	0,6%	6,0%
. ROCE	23,0%	18,0%	16,7%	11,5%	5,6%	10,8%	neg.	2,2%	5,2%
. BAL/fondos accionista (A)	40,6%	33,1%	30,2%	20,0%	8,9%	11,8%	neg.	0,8%	8,5%
. BAL/recursos permanentes (A1)	30,1%	23,6%	21,9%	14,1%	7,1%	13,6%	neg.	2,8%	7,4%
. A/A1	1,35	1,40	1,38	1,42	1,25	0,87	--	0,27	1,15
RESULTADOS EXPLOTACIÓN									
. Margen bruto	56,4%	56,4%	56,4%	60,7%	56,0%	59,4%	43,3%	51,5%	47,5%
. Ebitda/ventas	42,6%	38,4%	37,1%	29,2%	20,7%	28,9%	0,2%	17,3%	16,8%
. Margen explotación	34,5%	29,2%	27,8%	20,2%	12,0%	20,1%	-24,5%	3,7%	9,9%
. BAL/ventas	33,8%	28,1%	24,1%	16,2%	8,4%	10,1%	-28,4%	0,7%	7,6%
. Bº Neto/ventas	25,2%	20,8%	17,8%	12,4%	6,4%	7,5%	-20,5%	0,5%	5,2%
UTILIZACIÓN DEL ACTIVO									
. Ventas/tesorería	3,85	5,49	4,19	3,08	3,28	5,70	7,78	11,88	14,80
. Ventas/cuentas a cobrar	6,86	6,55	7,08	7,92	5,99	5,97	6,40	6,75	6,33
. Ventas/existencias	16,22	15,44	17,74	17,90	14,45	16,99	12,63	10,76	8,27
. Ventas/activo total	0,71	0,66	0,65	0,58	0,50	0,56	0,55	0,62	0,60
DATOS POR ACCIÓN									
. Beneficio neto por acción (Euro)	1,11	0,77	0,62	0,37	0,15	0,20	(0,56)	0,02	0,17
. Dividendo por acción (Euro) (***)	0,56	0,39	0,31	0,19	0,08	0,14	0,10	0,08	0,07
. Cash-flow por acción (Euro)	1,47	1,12	0,94	0,65	0,36	0,50	0,12	0,42	0,48
. Valor contable por acción (Euro)	4,04	3,41	2,98	2,61	2,24	2,27	2,17	2,84	2,90
. Precio/valor contable (*)	1,68	2,00	2,28	2,61	1,12	1,54	0,95	0,93	0,74
RATIOS BURSÁTILES									
. Precio 31.12 (Euro) (*)	6,80	6,80	6,80	6,80	2,51	3,50	2,07	2,64	2,13
. PER (veces)	6,1	8,8	11,0	18,2	16,3	17,5	neg.	153,4	12,4
. Precio/Cash-flow	4,6	6,1	7,2	10,4	6,9	7,1	16,9	6,2	4,4
. Rentabilidad por dividendo (***)	8,2%	5,7%	4,5%	2,8%	3,2%	4,1%	4,8%	3,0%	3,3%
. Pay-out	50%	50%	50%	51%	52%	72%	n.s.	n.s.	41%

(*) La cotización utilizada para los ejercicios 2017-2020 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), Mayo 2018

ANEXO n. 2
CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS - Grupo Consolidado
 (Evolución 2012/2017; Proyecciones 2018/2020)

EUR millones	2020E	2019E	2018E	2017	2016	2015	2014	2013	2012
Total Ventas	1.086,88	913,93	854,48	740,32	605,45	663,91	687,55	853,14	827,58
Rdo. Op. Cobertura	0,00	0,00	0,00	(0,47)	0,97	(1,63)	0,04	12,10	(27,57)
Variación de existencias	0,00	0,00	0,00	(5,21)	1,11	4,80	(10,15)	2,12	0,83
Coste de Ventas	(474,07)	(398,63)	(372,70)	(285,52)	(268,25)	(272,98)	(379,45)	(427,84)	(408,05)
MARGEN BRUTO	612,81	515,30	481,78	449,12	339,28	394,10	297,99	439,52	392,79
Gastos Explotación	(170,68)	(184,03)	(184,61)	(245,19)	(227,90)	(220,44)	(314,63)	(320,47)	(284,22)
Otros ingresos explotación	20,44	20,04	19,64	12,09	14,19	18,13	18,33	28,62	30,73
CASH-FLOW DE EXPLOTACIÓN (EBITDA)	462,56	351,31	316,81	216,03	125,57	191,79	1,69	147,67	139,31
Amortización inmovilizado	(87,44)	(84,31)	(78,93)	(75,44)	(76,88)	(67,16)	(69,14)	(78,34)	(63,37)
Provisiones	0,00	0,00	0,00	9,06	24,03	8,61	(101,18)	(37,52)	6,33
BENEFICIO EXPLOTACIÓN	375,12	266,99	237,88	149,65	72,72	133,24	(168,62)	31,82	82,27
Rdos. financieros netos	(7,47)	(10,10)	(31,98)	(29,78)	(21,94)	(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)
BENEFICIO ANTES IMPUESTOS	367,65	256,89	205,90	119,87	50,78	67,04	(195,30)	5,57	62,98
Impuesto de sociedades	(91,91)	(64,22)	(51,47)	(26,21)	(12,31)	(17,18)	54,40	(1,26)	(19,95)
RESULTADO OPERACIONES CONTINUADAS	275,74	192,67	154,42	93,67	38,48	49,86	(140,91)	4,31	43,03
Rdos. Operaciones descontinuadas	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
BENEFICIO NETO	275,74	192,67	154,42	93,67	38,48	49,86	(140,91)	4,31	43,03
Minoritarios	(1,97)	(2,21)	(2,34)	(1,88)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
BENEFICIO ATRIBUIBLE Grupo	273,77	190,46	152,09	91,79	38,48	49,86	(140,91)	4,31	43,03
<i>EBITDA</i>	<i>462,56</i>	<i>351,31</i>	<i>316,81</i>	<i>216,03</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>375,12</i>	<i>266,99</i>	<i>237,88</i>	<i>149,65</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>361,22</i>	<i>274,77</i>	<i>231,02</i>	<i>160,37</i>	<i>90,76</i>	<i>124,03</i>	<i>30,69</i>	<i>106,23</i>	<i>120,84</i>

BALANCE DE SITUACIÓN - Grupo Consolidado
 (Evolución 2012/2017; Proyección 2018)

EUR millones	2018E	2017	2016	2015	2014	2013	2012
ACTIVOS NO CORRIENTES	974,47	856,74	868,35	816,29	832,49	989,89	1.003,50
ACTIVOS CORRIENTES	361,62	446,36	364,00	391,50	321,67	372,37	374,55
TOTAL ACTIVO	1.336,09	1.303,10	1.232,34	1.207,79	1.154,16	1.362,26	1.378,05

EUR millones	2018E	2017	2016	2015	2014	2013	2012
PATRIMONIO NETO	733,86	642,23	561,57	568,22	542,93	710,30	724,72
PASIVOS NO CORRIENTES	342,39	455,68	464,69	442,04	399,77	416,22	400,63
PASIVOS CORRIENTES	259,84	205,18	206,09	197,53	211,46	235,74	252,70
TOTAL PASIVO	1.336,09	1.303,10	1.232,34	1.207,79	1.154,16	1.362,26	1.378,05
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), Mayo 2018

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

WACC (Weighted average cost of capital)	recursos empleados	proporción recursos empleados	coste (*) oportunidad	tasa impositiva normalizada	coste después tasa imp.	contribución sa actualización
Fondos Propios 31/12/17	632,33	81%	7,44%	--	7,44%	5,99%
Deuda neta 31/12/17 (Euro mill.)	153,16	19%	5,38%	25,0%	4,03%	0,79%
Total	785,49	100%				6,78%

(*) 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 activos	Deuda neta	Valor compañía
DCF ajustado (Euro mill.)	431,02			
Valor residual	1.964,81			
Total	2.395,83	101,00	(153,16)	2.343,67
Valoración por acción - Euro				9,52
Valoración tras descuento (20%) por acción - Euro				7,61

Tir bono 10 años:	1,27%
g (crecimiento perpetuo):	1,50%
Prima mercado:	5,88%
Beta:	1,05
Prima de riesgo	6,17%
PER Residual:	18,9

CÁLCULO DEL CASH-FLOW DE EXPLOTACIÓN AJUSTADO A IMPUESTOS

(Evolución 2012/2017; Proyecciones 2018/2020)

EUR millones	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Beneficio explotación (EBIT)	82,27	31,82	(168,62)	133,24	72,72	149,65	237,88	266,99	375,12
Impuestos imputables al EBIT	(27,43)	(7,73)	46,88	(30,92)	(17,18)	(30,96)	(59,47)	(66,75)	(93,78)
EBIT ajustado (NOPLAT)	54,84	24,09	(121,74)	102,32	55,55	118,69	178,41	200,25	281,34
Amortización	63,37	78,34	69,14	67,16	76,88	75,44	78,93	84,31	87,44
Otros cargos	(6,33)	37,52	101,18	(8,61)	(24,03)	(9,06)	0,00	0,00	0,00
Cash-flow explotación ajustado	111,88	139,94	48,57	160,87	108,39	185,06	257,34	284,56	368,78



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

Ence (ENC), Mayo 2018

