

# Paper Pills

5 de junio de 2023, 12:00h

núm. II

## Todo lo que sube baja

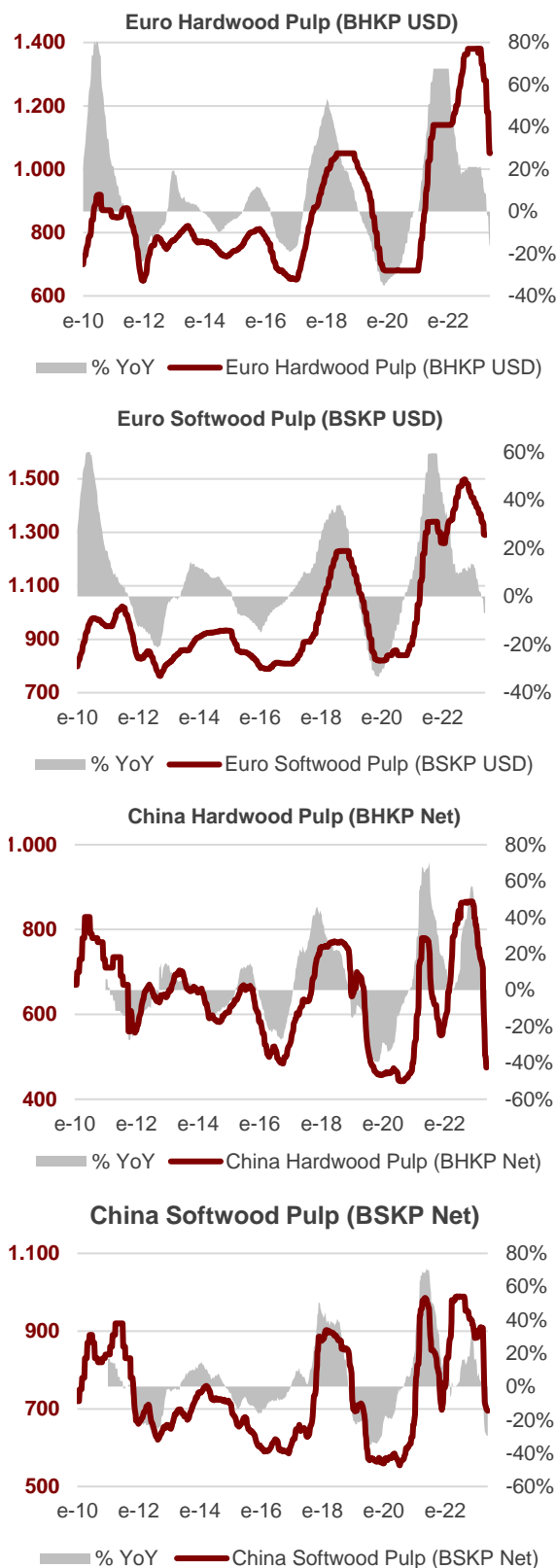
Tal y como preveíamos en nuestro anterior [informe](#), tras un 2022 en el que los precios de la pulpa y el papel marcaron máximos históricos tanto en Europa como en China, **el primer trimestre del año registró las primeras caídas en los precios europeos**, que se aceleraron durante el segundo trimestre, siguiendo la estela de los precios de BSKP en China que comenzaron a corregir ya en el 4T22.

De este modo, los **precios de la pulpa en China** acumulan una caída del -30% i.a. en BSKP y desde sus máximos de 989,5 usd/t en junio '22, ya un 6% por debajo de su media histórica. Igualmente, en fibra corta BHKP, la corrección alcanza el -41% i.a., y -45% desde los máximos de noviembre '22 en 866,2 usd/t, un -26% vs su media histórica.

Por su parte, **en Europa**, la fibra larga BSKP acumula una caída del -7% i.a. y del -14% desde máximos de octubre hasta 1.290 usd/t en términos brutos y unos 795 usd/t en términos netos, cerca de un 10% por debajo de su media histórica; mientras en BHKP la corrección se acerca al -17% i.a. y -24% desde sus máximos de 1.380 usd/t registrados durante el último trimestre de 2022, hasta 1.051 usd/t, quedando en línea con su media histórica en términos netos.

En este contexto, los diferenciales entre los precios netos en Europa y China alcanzan el +36% en fibra corta BHKP (vs -1% histórico) y +14% en fibra larga BSKP (vs -2% histórico), lo que supone 3,5x DT y 1,9x DT respectivamente, por lo que **esperamos que la corrección en Europa acelere en términos relativos a China**. Igualmente, **los diferenciales entre tipos de fibra deberían apoyar en mayor medida los precios de la fibra corta frente a la larga**, con el *spread* BSKP/BHKP un +10% y 30% por encima de su media histórica en Europa y China respectivamente.

Por su parte, los precios del **papel europeo A4 b-copy cotizan en 1.249 eur/t**, +42% frente a su media histórica, acumulando una corrección menor: -8% desde sus máximos históricos de noviembre '22 y aún +3% i.a., por lo que el diferencial frente a los precios netos de la fibra larga europea se mantiene cerca de máximos, en 2,65x DT vs su media histórica, por lo que **esperamos que la corrección continúe y se acelere de forma relevante en el corto plazo**.



Fuente: Fastmarkets, Renta 4 Banco.

# Paper Pills

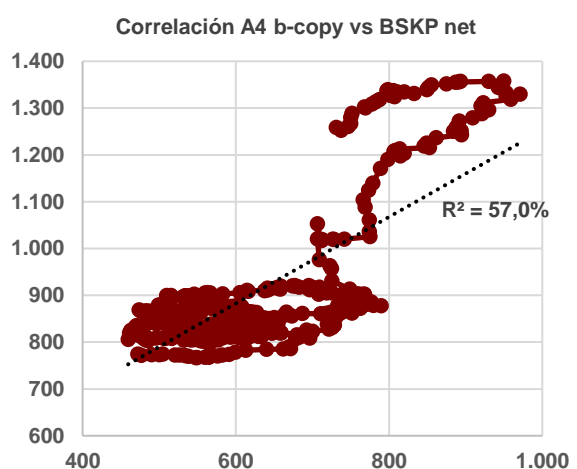
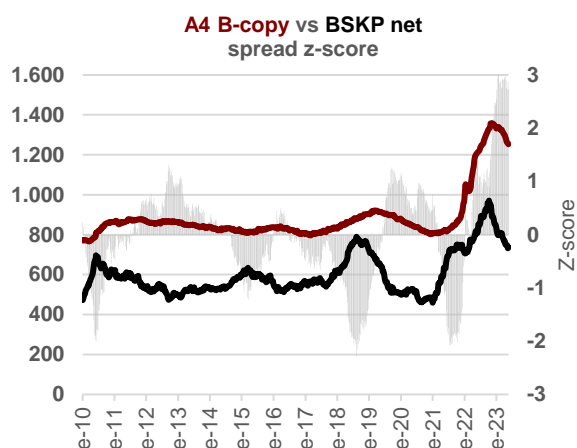
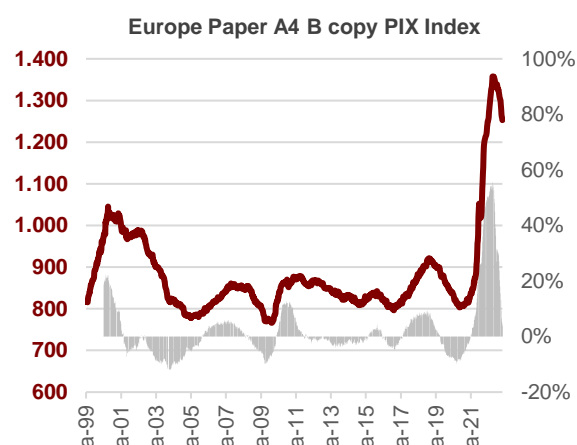
Como siempre hemos sostenido, **la mejor cura para los precios altos son los propios precios elevados**, atrayendo la inversión y los incrementos de capacidad en el sector en busca de la rentabilidad aportada por los elevados precios de venta. En este sentido, **no nos sorprende ni a nosotros ni al consenso de mercado la actual corrección** y, si acaso, sorprende la fortaleza del papel, que no prevemos muy duradera a la vista de la debilidad estructural y cíclica de la demanda.

En este sentido, la desaparición de los apoyos que tuvo el mercado en 2022 (inflación de costes en materias primas y fletes y paradas de producción) fueron condiciones necesarias y suficientes para iniciar la corrección, y tan solo una breve huelga de estibadores en los puertos finlandeses y varios grandes incendios forestales en Canadá y Chile supusieron efímeros apoyos para un **mercado que acumulaba una débil demanda, elevados inventarios e incrementos de oferta, el cóctel perfecto para cerrar el ciclo alcista iniciado en 2021**.

## Demanda, inventarios e incertidumbre en China

Por si la acción de los precios durante los últimos meses no fuera pista suficiente, **la reciente temporada de resultados empresariales ha dejado meridianamente clara la debilidad del mercado**, con los volúmenes vendidos en prácticamente todo el sector registrando caídas y los **equipos gestores mencionando unánimemente la debilidad de la demanda** para explicar la caída en las ventas del 1T23 y las flojas expectativas para el 2T23. Además, hemos visto **profit warnings en compañías tan relevantes como UPM y Stora Enso**, citando la debilidad en los volúmenes y las rápidas caídas de precios como las causas de la revisión, esperando ver cierta **contracción de márgenes en sus negocios y menores resultados operativos en 2023** pese a la mejora en los costes de los inputs, en línea con las estimaciones en nuestro universo de cobertura.

En este sentido, **la reapertura de la economía China (~39% demanda mundial de pulpa)** no ha supuesto el apoyo esperado pese al fuerte crecimiento registrado en 4T22 (+2,9% i.a. vs +1,8%e) y 1T23 (+4,5% i.a. vs +3,4%e), muy apoyado como es habitual en China por la inversión. Respecto a los últimos datos relativos al mes de abril, tanto la producción industrial como las ventas minoristas han decepcionado las expectativas del consenso pese al fuerte rebote registrado (+5,6% i.a. vs +10,9%e y +18,4% i.a. vs +22%e, respectivamente), lógico tras el fin de la política 0 covid y la baja base comparativa frente a un abril 2022 con la economía cerrada por las restricciones impuestas por el gobierno chino.



Fuente: Fastmarkets, Renta 4 Banco.

# Paper Pills

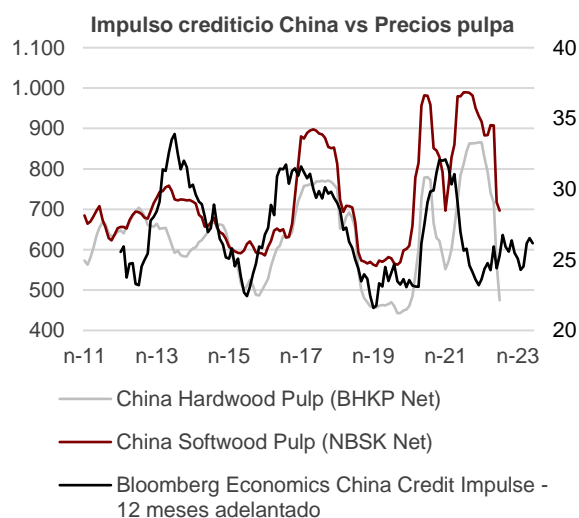
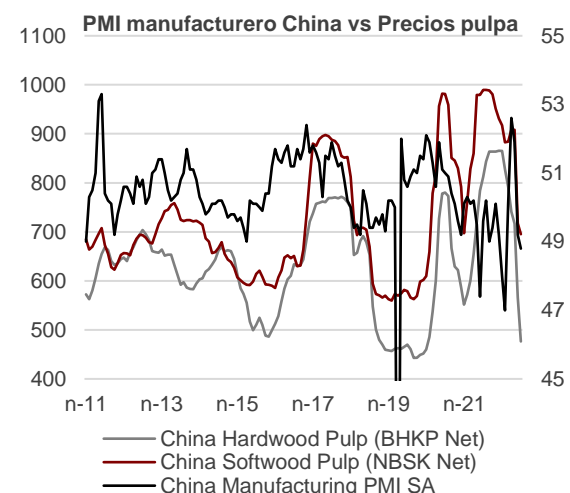
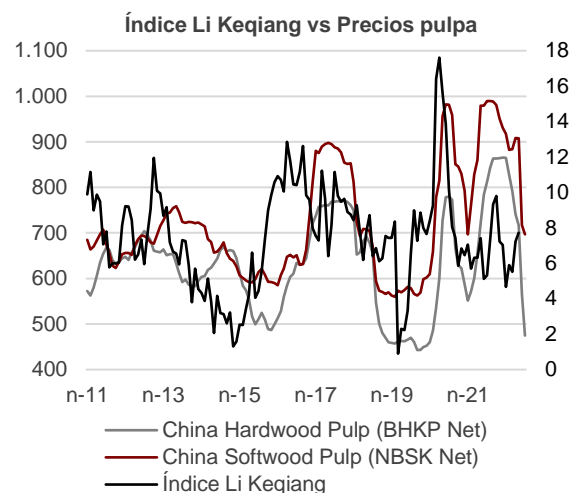
De este modo, el índice Li Keqiang compuesto por las tasas de crecimiento interanuales en préstamos bancarios, producción eléctrica y carga ferroviaria, pese al rebote del +4% i.a. y +7% m/m en el mes de marzo, continúa en línea con su media histórica. Igualmente, el **PMI manufacturero de mayo ahondó su caída a terreno negativo** (48,8 vs 49,5e y 49,2 anterior) tras solo tres meses por encima de 50, mientras las **importaciones se han reducido en seis de los últimos siete meses**, lo que da muestra de la fragilidad de la recuperación china.

Por su parte, nuestro indicador adelantado favorito respecto a la economía china y las *commodities* en general, **el impulso crediticio, continúa sin mostrar la fortaleza necesaria para apoyar un nuevo ciclo de fuerte crecimiento económico**, y pese a la caída de los tipos de interés y la mejora en las condiciones monetarias y financieras, el crédito no termina de fluir y, de hecho, se contrajo ligeramente en términos intermensuales en abril.

En este contexto, según datos de PPPC, **durante el 1T23 la demanda global de pulpa se redujo un -3,5% i.a.**, con la fibra corta BHKP cayendo -3% i.a. y la larga, BSKP -2,3% i.a. A nivel geográfico la mayor caída se dio en Europa, con una corrección cercana al -18% i.a., mientras en Norteamérica la reducción fue de solo un -1%. Por su parte, tanto en Latam como en China se incrementó un +19% i.a. y +4% i.a., respectivamente.

En función de su uso final, el papel tisú continúa manteniendo saludables niveles de demanda, apoyado por factores estructurales que apoyan su creciente uso a nivel global (~50% de la demanda de celulosa), mientras el papel de impresión y escritura (~20% de la demanda de celulosa), igualmente, continúa con su tendencia secular, aunque en sentido contrario, registrando caídas de demanda superiores al -10% i.a. (20% demanda pulpa vs 24% en 2022), donde el UWP continúa siendo el tipo de papel más resiliente, -5% i.a., también mostrando caídas relevantes en Europa, -20% i.a., y EE.UU., -8% i.a., y más moderadas en el resto del mundo, -2%. En cuanto al resto de usos, el *dissolving* (~15% de la demanda de celulosa) continúa apoyado por su uso en la industria textil como sustituto de las fibras sintéticas, con Asia absorbiendo el 80% de la demanda, que se ha reducido ligeramente durante el 1T23. Una tendencia más acusada vimos en *packaging* (~15% de la demanda de celulosa), donde pese a contar con el apoyo estructural como sustituto del plástico, la desaceleración global está impactando con fuerza en el sector.

Bajo este entorno de reducción de la demanda y normalización de las cadenas de suministro globales, tras un 2022 en el que primaron las políticas de inventario "*just in case*", a cierre de abril **los días de**



Fuente: Fastmarkets, Bloomberg, Renta 4 Banco.



# Paper Pills

inventario se han incrementado un 50% i.a. hasta 62 días en BHKP, situándose un 45% por encima de su media histórica y acercándose a sus máximos históricos de 2019 (71 días), mientras en BSKP el incremento interanual alcanza el 34%, por encima de los 55 días, +70% vs su media histórica, en máximos de la serie.

Igualmente, los inventarios en puertos europeos casi se han duplicado desde los mínimos de julio '22 y +78% i.a., situándose en máximos desde agosto de 2020, un 50% por encima de su media desde 2009 y en torno al percentil 95 de la serie histórica. Por su parte, aunque la información sobre los inventarios chinos es más opaca, parece que los inventarios en puertos y productores también estuvieron por encima de su media histórica durante el 1T23.

Así, podemos ver que las tasas operativas de las plantas a nivel global continúan en niveles históricamente reducidos por debajo del 80%, registrando los mínimos de la serie para un mes de abril que históricamente ha sido estacionalmente débil (promedio 2009-2023 90%). De este modo, aunque esperamos ver cierta mejora estacional para el mes de junio, probablemente continuaremos viendo un exceso de capacidad ociosa en el sector en el corto plazo, lo que sin duda continuará presionando los precios a la baja.

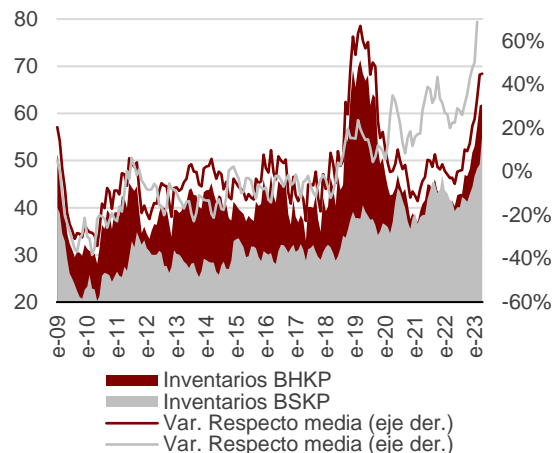
## Nueva oferta en el mercado de pulpa y cierres en P&W

Por el contrario, por el lado de la oferta es bien conocido por el mercado que entre 2023 y 2025 entrarán el mercado cerca de 7 mln t netas de celulosa R4e (~90% en BHKP), lo que supondrá un incremento de la oferta cercano al 9% en los próximos 3 años, con importantes proyectos de compañías tan relevantes como UPM (>2 mln t en 2023/24), Araúco (1,5 mln t en 2023/24), Suzano (2,5 mln t en 2024/25) o Metsä (1 mln t en 2024/25), superando ampliamente los cierres de capacidad/paradas anunciados (Canfor Pulp, Mercer: ~1 mln t/a)

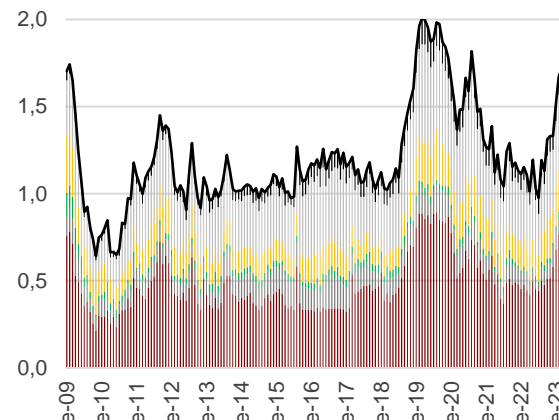
Sin embargo, no todo el mercado disfrutará esa bonanza inversora. En el segmento de papel de impresión y escritura, en paralelo a la caída estructural de la demanda (-3% TACC 2010-2022), continuamos viendo cierres de capacidad por la expulsión de los productores menos eficientes y la reconversión hacia otros tipos de papel, lo que explica la resiliencia de los precios, especialmente en UWP.

En este sentido, recientemente Stora Enso ha confirmado los planes de cierre de una de sus fábricas de papel de impresión y escritura en Finlandia con una capacidad cercana a las 250.000

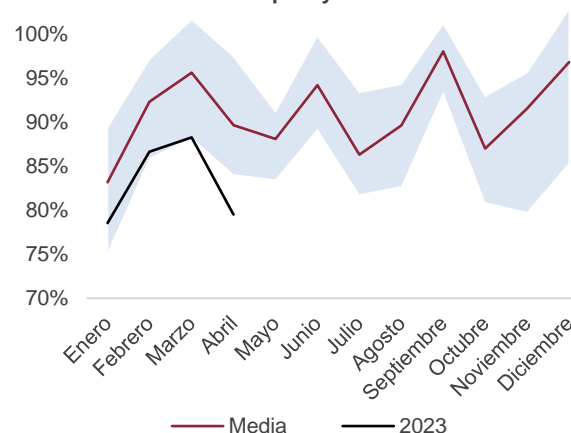
Días de inventario productores



Inventarios en puertos Europeos (mln t)



Global Chemical Market Pulp Shipment-to-Capacity Ratio



Fuente: Bloomberg, Europulp, Renta 4 Banco.

# Paper Pills

t/año (>1% demanda mundial) debido a los elevados costes de producción en el actual contexto de reducción estructural en la demanda. Este cierre se une a la decisión de UPM de reducir su capacidad en Alemania y Austria de casi 500.000 t/año.

## Qué esperar del ciclo bajista

Por todo lo expuesto anteriormente, creemos que **el ciclo bajista en los precios de la pulpa y el papel continuará, especialmente en Europa y, en menor medida, en China.**

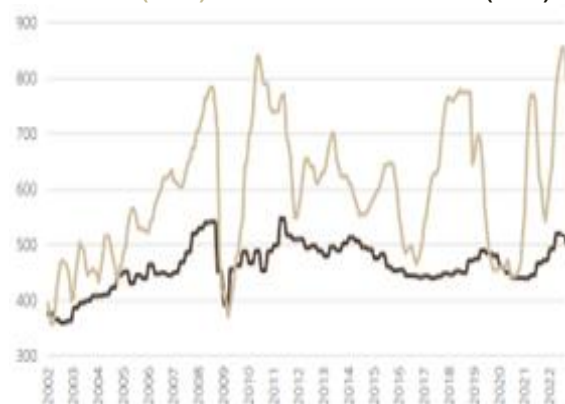
**En el caso chino, deberíamos estar cerca de ver un suelo en los precios,** toda vez que estos históricamente han hecho **mínimos en torno a los niveles de cash cost marginal** (estimado para los productores menos eficientes). Si bien es cierto que la inflación de costes (madera, fletes, químicos y energía) en 2022 elevó toda la curva de *cash cost*, estimando RISI unos 530 usd/t en BHKP China (percentil ~95), la normalización en los precios vista hasta la fecha debería haber reducido ligeramente de nuevo los costes de producción en torno a 450/475 usd/t, niveles en los que estimamos el suelo de los precios de fibra corta en China (vs 476 usd/t actual).

A más corto plazo, tras las fuertes caídas vistas desde febrero, vemos cómo **el mercado de futuros sobre BSKP de Shanghai continúa en backwardation, señalando corrección en los precios spot de la fibra larga china hacia unos 600 usd/t** (-14% vs precios actuales), lo que supondría un diferencial vs BHKP ligeramente superior al histórico (~150 usd/t vs 100), que consideramos razonable por la entrada de nueva oferta de BHKP que llega al mercado en los próximos trimestres.

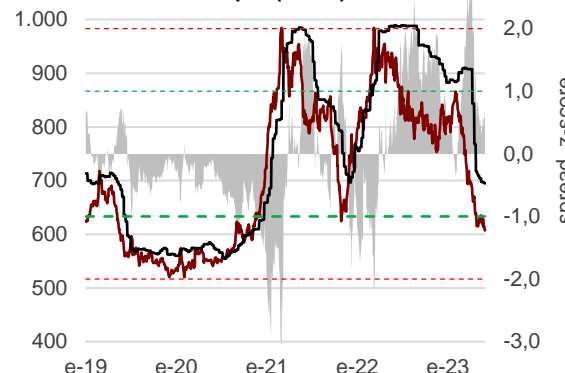
Después de que el diferencial entre los futuros y los precios *spot* haya corregido desde 2,5x DT en el mes de abril hasta las 0,7x DT actuales, **creemos que el grueso de la corrección ya se ha hecho** desde los 910 usd/t en marzo hasta los 695 usd/t actuales (-24%) y estimamos una caída adicional cercana al 15%, a falta de ver un mayor deterioro deflacionista del ciclo económico a nivel global que pudiera enviar los precios BSKP en China a sus mínimos de ~550 usd/t.

A nivel fundamental, **continuamos estimando un crecimiento de la demanda en 2023 y 2024 inferior al 2% i.a., por debajo de la media de los últimos 10 años (~3%),** impactado por la ralentización del crecimiento económico global, el exceso de inventarios y el *destockaje* en el sector. Asimismo, **los relevantes incrementos de oferta en 2023 (+2,8% i.a. R4e), 2024 (+3% i.a. R4e) y 2025 (+3,2% i.a. R4e) crecerán por encima de la demanda en el corto-medio plazo.** Así, nuestro modelo oferta-demanda

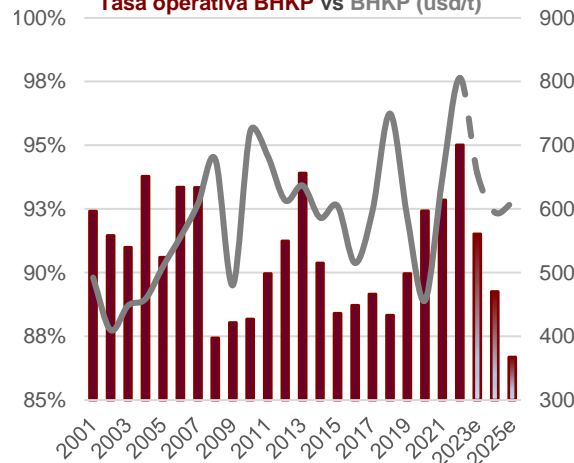
BHKP (usd/t) vs Cash Cost BHKP China (usd/t)



China Softwood Pulp Futures adjusted (USD/t) vs Spot (USD/t)



Tasa operativa BHKP vs BHKP (usd/t)



Fuente: Bloomberg, RISI, Renta 4 Banco.

# Paper Pills

sugiere, como estamos viendo, un **incremento en la capacidad ociosa en el sector durante los próximos 2-3 años, presionando los precios a la baja.**

De este modo, de acuerdo al análisis de anteriores ciclos bajistas, esperamos una caída similar a la de los años 2001/2002 y 2008/2009, caídas más rápidas y acusadas a la media histórica (caída media del 33% con una duración de 73 semanas), reiterando nuestra estimación de una **caída en los precios europeos superior al 40% desde los máximos de 1.380 usd/t hasta los mínimos estimados ~770 usd/t, con una duración de unas 40 semanas,** lo que supone una caída adicional cercana al 25% hasta el último trimestre del año, lo que supondrían un **precio medio para el año de ~1.075 usd/t, equivalentes a unos precios netos acordes a su media histórica en torno a 650 usd/t.**

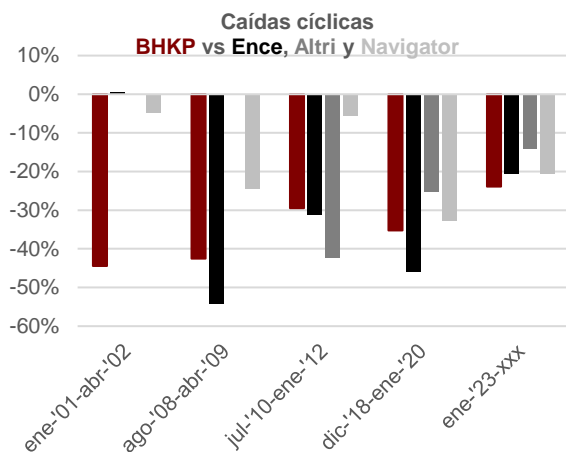
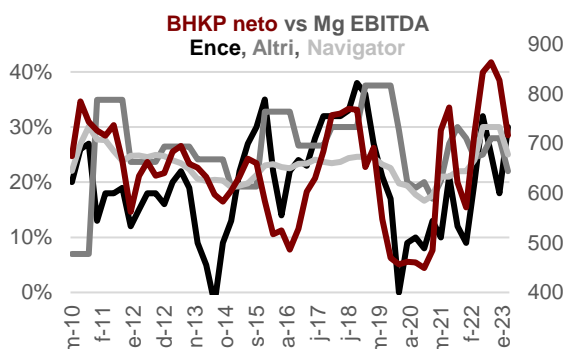
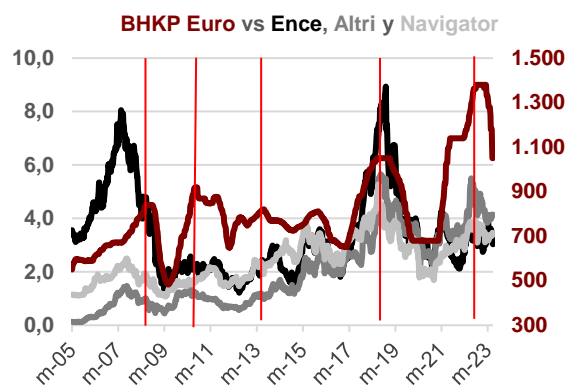
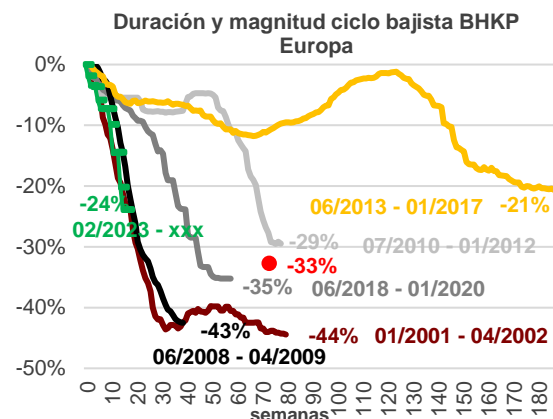
A más largo plazo, continuamos pensando que el **crecimiento estructural de la demanda** (aumento de la población urbana en países emergentes, sustitución del plástico y materiales contaminantes por papel y derivados, incremento comercio electrónico) y **la salida del mercado de los productores menos eficientes continuarán apoyando unos precios** que deberían mantenerse por encima de su media histórica en términos brutos (735 usd/t) y ligeramente por debajo en términos netos (650 eur/t), estimando unos precios en torno a **950-1.000 usd/t a m-l/p.**

## Conclusiones

Como se ha visto históricamente, **las cotizaciones y los resultados operativos de nuestro universo de cobertura, y el sector en general, se han movido, como es lógico, en paralelo a los precios de la materia prima.** De este modo, nuestras estimaciones para 2023 contemplan **caídas de doble dígito tanto en ventas como en EBITDA,** así como presión en los márgenes operativos de entre 5pp/15pp, desde niveles históricamente elevados después de un 2022 con precios de venta en máximos.

Así mismo, **las cotizaciones han marcado máximos y mínimos con los puntos de inflexión en los precios de la pulpa,** registrando caídas similares a la corrección de la materia prima en los últimos tres ciclos bajistas (exceptuando 2013/2017), movimiento similar al que vienen registrando las cotizaciones del sector desde el techo de los precios BHKP en enero.

Por lo tanto, **aunque creemos que los fundamentales de las compañías en cobertura justifican mayores valoraciones, pensamos que el momentum del sector continuará penalizado hasta alcanzar el suelo en los precios de la pulpa.**



Fuente: Bloomberg, Factset, RISI, Renta 4 Banco.

## Paper Pills

### Noticias y lecturas relevantes:

[European paper industry: Preliminary statistics 2022](#)

[Cepi Says Consumption of Paper in Europe in 2022 Stable; Production Decreased 5.9%](#)

[UPM Plans Further Capacity Reductions of Uncoated Paper in Europe](#)

[European pulp prices erode further in February on slack demand and plentiful stocks](#)

[Stora Enso Lowers Its Guidance for Full-year 2023 Due to Worsening Market Outlook](#)

[UPM lowers its outlook due to slower recovery of deliveries in most businesses and rapid fall in pulp prices](#)

[European graphic paper outlook: Demand trends, capacity management and challenges ahead](#)

[UPM's First Shipment of Pulp from Paso de los Toros Mill Sailed from Montevideo](#)

[North American pulp and paper industry profit margin at 4.2% in 1Q 2023 with 8.3% drop in revenue](#)

[Glatfelter Announces Closure of Ober-Schmitten, Germany Facility](#)

[Tissue World Magazine – Enero/Febrero](#)

[Revista Paper Age Enero/abril 2023](#)



# Paper Pills

## Estimaciones Renta 4 Banco

	ventas 2023			ventas 2024			ventas 2025		
	R4e	Consenso	Diferencia	R4e	Consenso	Diferencia	R4e	Consenso	Diferencia
ENCE Energia y Celulosa SA	1.134,7	1.030,6	10%	876,7	888,7	-1%	920,8	897,6	3%
ALTRI SGPS SA	860,3	873,2	-1%	779,6	777,7	0%	777,8	786,8	-1%
Navigator Company SA	2.186,4	2.148,7	2%	1.995,0	1.903,9	5%	1.978,0	1.752,5	13%

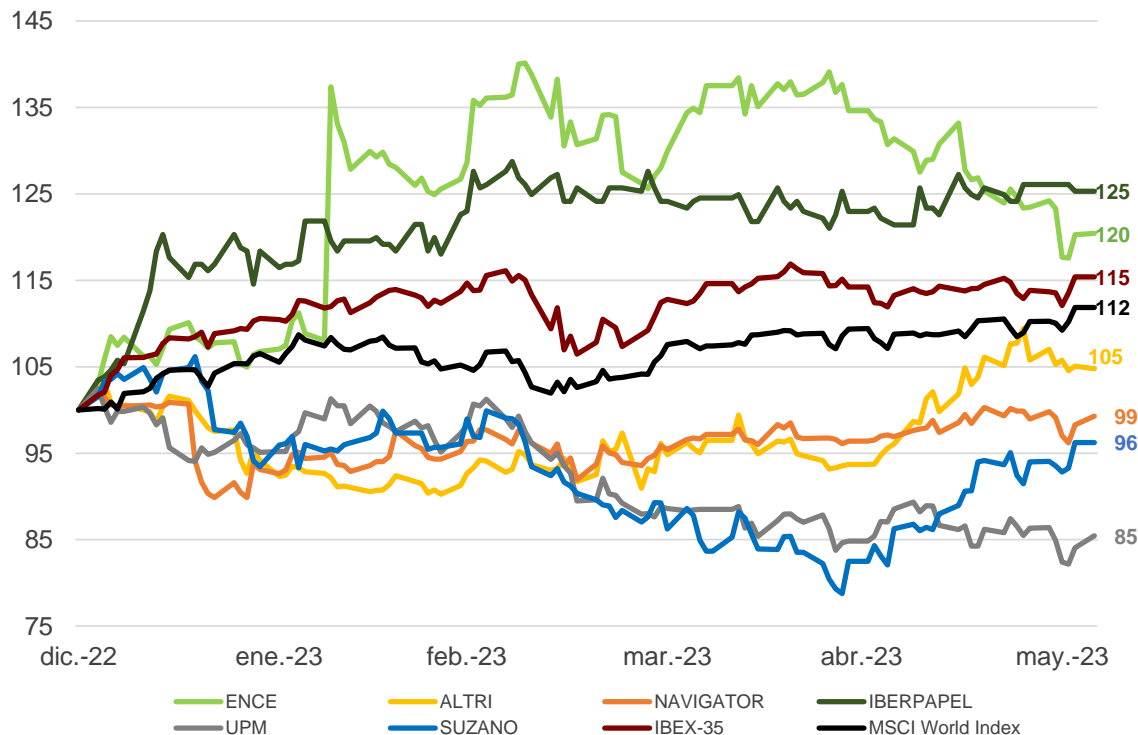
	EBITDA 2023			EBITDA 2024			EBITDA 2025		
	R4e	Consenso	Diferencia	R4e	Consenso	Diferencia	R4e	Consenso	Diferencia
ENCE Energia y Celulosa SA	196,5	215,0	-9%	118,4	171,3	-31%	190,6	177,6	7%
ALTRI SGPS SA	202,2	197,1	3%	191,0	172,7	11%	198,4	179,3	11%
Navigator Company SA	443,7	483,7	-8%	404,8	401,4	1%	450,8	370,5	22%

	margen EBITDA 2023			margen EBITDA 2024			margen EBITDA 2025		
	R4e	Consenso	Diferencia	R4e	Consenso	Diferencia	R4e	Consenso	Diferencia
ENCE Energia y Celulosa SA	17%	21%	-4pp	14%	19%	-6pp	21%	20%	1pp
ALTRI SGPS SA	24%	23%	1pp	25%	22%	2pp	26%	23%	3pp
Navigator Company SA	20%	23%	-2pp	20%	21%	-1pp	23%	21%	2pp

	Recomendación		Precio Objetivo (eur/acc.)		Potencial	
	R4e	Consenso	R4e	Consenso	R4e	Consenso
ENCE Energia y Celulosa SA	Sobreponderar	Sobreponderar	5,35	4,40	81%	49%
ALTRI SGPS SA	Mantener	Mantener	6,40	5,85	56%	43%
Navigator Company SA	Mantener	Mantener	4,50	4,00	44%	28%

Fuente: Factset, Renta 4 Banco.

## Cotización sectorial YTD Total Return



Fuente: Factset, Renta 4 Banco.



## Comparables de mercado

Compañía	Acciones (m ln)	Cotización (eur/acc)	Capitalizac. (m ln eur)	Recomendación *	P.O.*	Potencial	PER 23e*	PER 24e*	Cto. Bº Neto 22-24e*	ROE 23e*	VE/EBITDA 23e*	VE/EBITDA 24e*	Cto. EBITDA 22-24e*	Margen EBITDA 23e*	DNE/EBITDA 23e*	RPD 23e*	1 mes	3 meses	2023	1 año
<b>EUROPA</b>																				
ENCE Energia y Celulosa SA *	246,3	3,0	727,5	Sobreponderar	5,35	81,1%	12,0x	n.a.	n.a.	6,2%	4,2x	8,6x	-30,8%	17,3%	0,7x	4,1%	-16,3%	-22,3%	5,1%	-18,6%
ALTRI SGPS SA *	205,1	4,1	841,0	Mantener	6,40	56,1%	9,9x	11,8x	-58,9%	13,5%	5,6x	5,6x	-20,4%	23,5%	1,3x	6,0%	3,0%	2,5%	-3,5%	-21,0%
Navigator Company SA *	711,2	3,1	2.217,5	Mantener	4,50	44,3%	10,0x	11,7x	-27,3%	18,0%	6,4x	6,8x	-25,9%	20,3%	0,9x	6,2%	-6,5%	-7,6%	-9,7%	-19,6%
Iberpapel Gestion, S.A.	11,0	16,2	178,3	Sobreponderar	23,30	44,3%	15,2x	16,5x	-17,6%	4,0%	5,1x	4,9x	-2,7%	9,9%	-1,3x	3,2%	1,6%	-1,5%	23,8%	2,5%
Lenzing AG	26,6	57,3	1.521,3	Mantener	65,00	13,4%	n.a.	13,2x	n.a.	-3,5%	10,8x	6,5x	47,4%	12,3%	6,1x	0,0%	0,4%	-17,8%	4,6%	-34,9%
Stora Enso Oyj Class A	176,3	13,2	2.317,8	Sobreponderar	13,40	1,9%	18,8x	15,2x	-24,4%	4,5%	8,9x	7,8x	-18,3%	13,7%	2,0x	3,3%	7,3%	-12,6%	-5,4%	-27,5%
DS Smith Plc	1.377,5	3,2	4.347,2	Sobreponderar	4,60	45,7%	8,4x	8,3x	-6,0%	11,1%	5,2x	5,0x	-3,3%	13,7%	1,1x	5,9%	2,6%	-7,3%	-1,8%	4,1%
Mondi plc	485,6	12,9	6.268,5	Sobreponderar	17,47	35,4%	11,6x	11,5x	-20,3%	9,9%	6,0x	6,0x	-15,1%	17,1%	0,7x	4,8%	2,1%	-8,9%	-8,4%	-15,7%
Smurfit Kappa Group Plc	260,1	29,7	7.726,4	Sobreponderar	41,91	41,1%	10,3x	11,1x	-17,0%	15,5%	5,7x	5,7x	-9,2%	17,3%	1,3x	4,2%	2,1%	-6,9%	-3,3%	-6,6%
UPM-Kymmene Oyj	533,7	28,6	15.286,2	Sobreponderar	35,00	22,2%	13,5x	11,0x	-7,6%	8,9%	8,3x	7,0x	-1,7%	18,3%	1,0x	5,2%	-1,6%	-18,4%	-18,0%	-13,2%
Sappi Limited	562,7	45,3	25.480,4	Sobreponderar	2,95	-93,5%	3,9x	5,6x	-30,1%	12,8%	3,2x	3,7x	-24,6%	12,4%	1,5x	5,6%	7,3%	-7,8%	-8,0%	-19,3%
Metsa Board Oyj Class B	322,7	7,6	2.463,9	Sobreponderar	7,50	-1,8%	12,2x	11,8x	-24,3%	10,7%	7,5x	7,0x	-15,8%	17,7%	0,5x	4,3%	14,9%	-8,9%	-12,9%	-21,2%
Svenska Cellulosa AB SCA Class B	638	149,6	95.377	Mantener	13,29	-91,1%	24,5x	21,9x	-15,4%	4,4%	15,4x	14,0x	-10,9%	38,7%	1,3x	1,7%	5,6%	2,1%	13,3%	-16,0%
<b>Media</b>						<b>15,3%</b>	<b>12,5x</b>	<b>12,5x</b>	<b>-22,6%</b>	<b>8,9%</b>	<b>7,1x</b>	<b>6,8x</b>	<b>-10,1%</b>	<b>17,9%</b>	<b>1,3x</b>	<b>4,2%</b>	<b>1,7%</b>	<b>-8,9%</b>	<b>-1,9%</b>	<b>-15,9%</b>
<b>LATAM</b>																				
Suzano S.A.	1.324	46,4	61.466	Sobreponderar	11,24	-75,8%	7,9x	12,7x	-54,5%	20,3%	6,3x	6,3x	-18,0%	47,5%	3,1x	2,5%	14,1%	-0,6%	-3,8%	-14,1%
Klabin SA Pfd Registered	3.536	4,2	14.887	Sobreponderar	0,94	-77,7%	9,1x	11,8x	-33,6%	24,5%	7,0x	6,9x	-8,1%	33,6%	3,4x	6,2%	10,2%	7,4%	4,7%	-3,9%
Empresas CMPC S.A.	2.500	1.480,0	3.700.000	Mantener	2,14	-99,9%	10,3x	10,5x	-34,2%	5,5%	5,8x	5,4x	-16,3%	19,9%	2,6x	4,0%	15,2%	5,1%	4,5%	2,9%
Klabin SA Pfd Registered	3.536	4,2	14.887	Sobreponderar	0,94	-77,7%	9,1x	11,8x	-33,6%	24,5%	7,0x	6,9x	-8,1%	33,6%	3,4x	6,2%	10,2%	7,4%	4,7%	-3,9%
<b>Media</b>						<b>-82,7%</b>	<b>9,1x</b>	<b>11,7x</b>	<b>-39,0%</b>	<b>18,7%</b>	<b>6,5x</b>	<b>6,4x</b>	<b>-12,6%</b>	<b>33,7%</b>	<b>3,2x</b>	<b>4,7%</b>	<b>12,4%</b>	<b>4,8%</b>	<b>2,6%</b>	<b>-4,7%</b>
<b>NORTEAMÉRICA</b>																				
Canfor Pulp Products Inc.	65	2,0	133	Sobreponderar	2,43	19,0%	n.a.	n.a.	-16,5%	-13,8%	6,2x	4,0x	23,8%	3,8%	2,4x	0,0%	-8,1%	-45,5%	-50,7%	-61,1%
WestRock Company	256	28,9	7.392	Sobreponderar	31,23	8,2%	11,9x	9,8x	-21,3%	5,8%	5,3x	4,8x	-6,4%	13,9%	2,7x	3,8%	-1,6%	-10,7%	-17,9%	-41,6%
Graphic Packaging Holding Company	307	25,0	7.679	Sobreponderar	27,97	11,9%	8,2x	7,9x	16,5%	33,1%	6,5x	6,1x	11,3%	19,3%	2,5x	1,6%	-1,6%	2,3%	12,4%	9,3%
International Paper Company	347	30,4	10.544	Mantener	31,70	4,3%	13,0x	11,7x	-18,1%	9,7%	6,5x	6,3x	-9,4%	11,6%	2,0x	6,1%	-6,0%	-19,0%	-12,3%	-36,0%
<b>Media</b>						<b>10,9%</b>	<b>11,0x</b>	<b>9,8x</b>	<b>-9,9%</b>	<b>8,7%</b>	<b>6,1x</b>	<b>5,3x</b>	<b>4,8%</b>	<b>12,1%</b>	<b>2,4x</b>	<b>2,9%</b>	<b>-4,3%</b>	<b>-18,2%</b>	<b>-17,1%</b>	<b>-32,4%</b>
<b>APAC</b>																				
Nine Dragons Paper Holdings Ltd.	4.692	4,5	21.162	Mantener	0,80	-82,3%	n.a.	7,1x	-7,9%	-0,7%	16,8x	8,5x	14,3%	6,2%	11,9x	0,2%	-18,3%	-31,7%	-36,7%	-35,1%
Lee & Man Paper Manufacturing Limited	4.310	2,7	11.765	Mantener	0,48	-82,6%	6,9x	4,8x	43,5%	6,1%	7,3x	6,4x	18,6%	12,2%	4,1x	5,1%	-14,2%	-21,6%	-20,6%	-28,0%
<b>Media</b>						<b>-82,4%</b>	<b>6,9x</b>	<b>6,0x</b>	<b>17,8%</b>	<b>2,7%</b>	<b>12,1x</b>	<b>7,4x</b>	<b>16,5%</b>	<b>9,2%</b>	<b>8,0x</b>	<b>2,7%</b>	<b>-16,2%</b>	<b>-26,6%</b>	<b>-28,6%</b>	<b>-31,5%</b>

Fuente: FactSet. \* Estimaciones Renta 4 Banco.

## GLOSARIO

### **Pasta de papel/ Paper pulp**

La pasta de papel es un material fibroso lignocelulósico, fabricado mecánica o químicamente separando la celulosa fibrosa de la madera, los cultivos de fibras, el papel usado o los trapos.

### **Pasta mecánica/Mechanical pulp**

Convierte troncos o astillas de madera en pasta de papel para su uso en la fabricación de papel, seguida de una trituración mecánica. En consecuencia, produce un papel que no es de tan alta calidad como otros métodos de fabricación de pasta.

### **Pasta química/Chemical pulp**

Variedad de fibras obtenidas a partir de la reducción de la madera y otras materias primas a través de varias fases de cocción con diferentes productos químicos como el sulfato.

### **Papel estucado/Coated woodfree/freesheet (CW)**

Cualquier papel que contenga menos de un 10% de pasta mecánica se considera libre de madera. El término estucado hace referencia a los recubrimientos minerales que se añaden para alisar la superficie y mejorar la imprimibilidad. Se utiliza para libros muy ilustrados, carteles de alta calidad, revistas y publicidad.

### **Estucado mecánico/Coated mechanical**

Papel estucado que contiene más pasta mecánica. Se utiliza para revistas y catálogos.

### **No estucado/Uncoated woodfree/freesheet (UWF)**

Papel que absorbe más tinta debido a su falta de estucado. Los papeles UWF pueden dividirse a su vez en diferentes subgrados dependiendo de si el papel se corta en hojas o se utiliza en bobinas. Los papeles UWF incluyen tres subgrados: tamaños cortados (A3 o más pequeños, incluido A4), hojas folio (más grandes que A3) y bobinas (rollos).

### **Papel mecánico no estucado/Uncoated mechanical (UM)**

Todos los papeles no estucados que contienen más de un 10% de pasta mecánica.

### **Pasta de madera dura/Hardwood Pulp (BHKP)**

Procede principalmente de la madera de eucalipto y es la más adecuada para el papel que requiere suavidad y uniformidad (por ejemplo, el tisú). Su precio está denominado en USD en todo el mundo. Los precios en China tienen un descuento implícito en comparación con Europa.

### **Pasta de madera blanda/Softwood pulp (NBSK/BSKP)**

La gran mayoría de esta pasta procede de la madera de pino y es la más adecuada para papeles que requieren durabilidad y resistencia (como los de impresión y escritura). Como en el caso de la pasta de frondosas, su precio está denominado en USD en todo el mundo. Los precios en China tienen un descuento implícito en comparación con Europa.

### **Pasta de celulosa/Fluff pulp**

Pasta química generalmente hecha de fibra de celulosa blanqueada obtenida de madera que tiene fibras largas. Se utiliza para productos absorbentes higiénicos como los pañales.



# Paper Pills

## **Pasta disolvente/Dissolving pulp**

Forma muy purificada de celulosa utilizada para la fabricación de fibras discontinuas de viscosa como el rayón, un sustituto del algodón. También se extrae de la pasta química, normalmente hecha de fibra de celulosa blanqueada.

## **Tisú/ Tissue**

Término colectivo que designa los papeles blandos, ligeros (menos de 30 g/m<sup>2</sup>), muy absorbentes y resistentes al desgarro.

## **Cartón/ Paperboard**

El cartón es un material grueso a base de papel. Aunque no hay diferencia entre el papel y el cartón, este último suele ser más grueso.

## **Kraftliner/Kraftliner**

Papel o cartón fabricado a partir de pasta química producida en el proceso kraft, que implica el tratamiento de virutas de madera con una mezcla caliente de agua, hidróxido de sodio (NaOH) y sulfuro de sodio. Generalmente se utiliza para envolver artículos individuales, empaquetar y rellenar huecos.

## **Cartón/ Cartonboard**

Material multicapa que suele tener tres o más capas o capas de pulpa de fibra de celulosa derivada de la madera. Su rigidez proporciona protección para fines de distribución. Se utiliza principalmente en envases de cartón para productos de consumo como alimentos congelados, cosméticos y líquidos.

## **Cartón para contenedores/ Containerboard**

Se trata de un tipo de cartón especialmente fabricado para la producción de cartón ondulado (los materiales que entran en la fabricación de envases o cajas de cartón ondulado). Se compone de un revestimiento llamado *linerboard* y de un acanalado intermedio llamado *corrugating medium*. Sus principales usos son las cajas de cartón ondulado, el embalaje para el transporte, el almacenamiento y la exposición de productos.

# DISCLAIMER

## 1. Información objetiva

En el siguiente enlace (<https://www.r4.com/digital/re analisis/empresas.html>) podrá consultar, para este valor y sobre las recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses: (i) la fecha y la hora en la que se finalizó cada uno de los informes publicados; (ii) la recomendación y (iii) el precio objetivo. Nota: la fecha y hora se identifican con las de la primera difusión de la recomendación a la que hacen referencia.

## 2. Certificación de analistas

El Departamento de Análisis de Renta 4 Banco está integrado por los siguientes analistas: Natalia Aguirre y César Sánchez-Grande (Directores), Álvaro Aristegui, Javier Díaz, Alfonso Batalla, Pablo Fernández, Nuria Álvarez, Eduardo Imedio, Ángel Pérez e Iván San Felix (Analistas)

El/los analista/s que participan en la elaboración de la recomendación o recomendaciones de este informe de análisis, identificados en el mismo, certifican por la presente que las opiniones que se expresan reflejan fielmente sus opiniones personales.

Además, certifican que no han recibido, reciben ni recibirán, directa o indirectamente, remuneración alguna a cambio de ofrecer una recomendación determinada en este informe.

El sistema retributivo del/los analista/s del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por Renta 4 Banco, aunque éstos no reciben compensación directamente vinculada a operaciones relativas a servicios de inversión o auxiliares prestados por Renta 4 Banco a cualquier otro tipo de operaciones o comisiones de negociación que Renta 4 Banco o cualquier otra persona perteneciente al Grupo Renta 4 (en adelante "el Grupo") realice o reciba.

## 3. Información importante

El presente informe no presta asesoramiento financiero personalizado. Ha sido elaborado con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. El inversor que tenga acceso al presente informe debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que éstos no han sido tomados en cuenta para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario.

El contenido del presente documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por el departamento de Análisis de Renta 4 Banco con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y está sujeto a cambios sin previo aviso.

Este documento está basado en informaciones de carácter público y en fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por ninguna de las personas del Grupo por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las entidades del Grupo no asumen compromiso alguno de comunicar cambios ni de actualizar el contenido del presente documento. Ni el presente documento ni su contenido constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni puede servir de base a ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo. Las entidades del Grupo no asumen responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o resultados históricos de las inversiones no garantizan la evolución o resultados futuros.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores.

De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas.

Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes de los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

Cualquier entidad del Grupo o cualquiera de las IICs o FP gestionados por sus Gestoras, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados del Grupo pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opciones contrarias a las expresadas en el presente documento.

Salvo que se indique lo contrario en el presente informe, no existe intención de actualizar esta información.

## 4. Información respecto a la comunicación de intereses o conflictos de intereses

- ✓ No aplicable: El analista que firma el presente informe de análisis mantiene posiciones en la compañía analizada.
- ✓ Las entidades del Grupo cuentan con barreras de información, conforme a la normativa vigente.



- ✓ El Grupo dispone de medidas organizativas y técnicas para evitar y gestionar los conflictos de intereses. Entre otras, cuenta con un Reglamento Interno de Conducta, así como con una Política de Conflictos de Interés, ambos de obligado cumplimiento para todos los empleados. En estos documentos se recogen, entre otros, los procedimientos de control aplicables al departamento de Análisis (normas para evitar el uso de información privilegiada, la independencia en la elaboración de los informes o el régimen de incentivos, de operaciones personales o de remuneraciones).
- ✓ Aplicable: las entidades del Grupo poseen una posición larga o corta neta que sobrepase el umbral del 0,5 % del capital social total emitido por el emisor: Making Science
- ✓ No aplicable: el emisor posee participaciones que sobrepasan el 5 % de su capital social total emitido.
- ✓ No aplicable: cualquiera de las entidades del Grupo es parte en un acuerdo con el emisor relativo a la elaboración de la recomendación.
- ✓ No aplicable: cualquiera de las entidades del Grupo ha sido gestor principal o adjunto durante los doce meses anteriores a cualquier oferta de instrumentos financieros del emisor comunicada públicamente.
- ✓ El sistema retributivo del autor/es del presente informe no está basado en el resultado de ninguna transacción específica de banca de inversiones.
- ✓ Renta 4 Banco tiene contratos de liquidez con atSistemas (asesor registrado), Clínica Baviera, Grupo Ecoener, Castellana Properties (asesor registrado), Izertis (asesor registrado), Llorente y Cuenca (asesor registrado), Millenium Hotels (asesor registrado), Gigas (asesor registrado), Making Science (asesor registrado) e Inversa Prime Socimi (asesor registrado). Asimismo, tiene contratos de análisis patrocinado con Azkoyen e Inmobiliaria del Sur, servicios por los que cobra honorarios.
- ✓ Don Juan Carlos Ureta, Presidente Ejecutivo de Renta 4 Banco S.A., es miembro del Consejo de Administración de GRUPO ECOENER S.A. y de IZERTIS S.A.

## 5. Sistemas de recomendaciones

La información que se incluye en este informe se ha obtenido de fuentes fiables y, aunque se ha tenido un cuidado razonable para garantizar que la información que incluye y en la que se basa el presente informe no sea ni incierta ni inequívoca en el momento de su publicación, no podemos acreditar que sea exacta y completa y no debe confiarse en ella como si lo fuera.

En este sentido indicamos las principales fuentes que se han utilizado: Compañías objeto de análisis, CNMV, Bloomberg, Factset, Prensa económica (entre otros Expansión, Cinco Días, El Economista, FT, etc.), Prensa General (El Mundo, El País, ABC, La Razón, etc.), Webs de Información económica (Bolsa de Madrid, Sociedad de Bolsas, BME Growth, versiones digitales de prensa económica y general, etc.), Banco de España, Instituto Nacional de Estadística, BCE, FED, Bank of England, Bank of Japan.

Los precios objetivos y recomendaciones se establecen de acuerdo con la evolución esperada hasta el final del año natural, salvo indicación contraria en el propio informe. A partir del mes de diciembre se ofrecerán los precios objetivo y recomendaciones para el final del año siguiente. La metodología de cálculo del precio objetivo está basada, por regla general, en el descuento de flujos de caja, VAN, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, ratios comparables, Valor Neto Liquidativo.

Se establecen tres categorías o tipos de recomendación: Sobreponderar, potencial de revalorización mayor al del índice de referencia (Ibex 35) en el horizonte definido (final de año corriente, salvo indicación contraria en el propio informe); Infraponderar, potencial de revalorización inferior al del índice de referencia (Ibex35) en el horizonte definido (final de año corriente, salvo indicación contraria en el propio informe); Mantener, potencial de revalorización similar al del índice de referencia (Ibex 35) en el horizonte definido (final de año corriente, salvo indicación contraria en el propio informe). Estas definiciones son indicativas. Las recomendaciones pueden diferir de estas guías cuando esté justificado por factores de mercado, tendencias de la industria, eventos específicos de la compañía, etc.

En el siguiente enlace (<https://www.r4.com/digital/re analisis/empresas.html>) podrá consultar, a fecha actual, de las recomendaciones elaboradas por el Departamento de Análisis de Renta 4 Banco para el universo de compañías en cobertura: (i) la cotización del último informe; (ii) el precio objetivo; (iii) el tipo de recomendación; (iv) la fecha y hora del último informe; (v) el analista; (vi) la validez del precio objetivo y (vi) el porcentaje de las categorías de recomendación (sobreponderar, infraponderar, mantener o en revisión) sobre el total de las recomendaciones realizadas en los últimos 12 meses.

Ninguna parte de este documento puede ser: (1) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (2) redistribuida o (3) citada, sin permiso previo por escrito de Grupo Renta 4. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Renta 4 Banco es una entidad regulada y supervisada por la CNMV.