

➔ ACS-UNF.

[LARGOPLAZO] | 8:15, 18/Jul |

1.gif

ACS Y UNIÓN FENOSA, UN BINOMIO ATRAPADO EN EL ALTO APALANCAMIENTO QUE AHORA HAY QUE RESCATAR

Redacción (La carta de la bolsa)

La constructora ACS busca un comprador para su participación del 45,3 por ciento en Unión Fenosa con el fin de incrementar su presencia en Iberdrola, dicen unos, que añaden que e comprador del paquete de acciones de ACS en Fenosa, valorado a precios de ayer en torno a los 5.300 millones de euros, tendría que lanzar a continuación una opa sobre el resto de la compañía. Pensamos que se trata de nuevas especulaciones en torno a la insostenibilidad de que ACS mantenga de forma indefinida sus participaciones en Unión Fenosa e Iberdrola, máxime por la carga financiera que esta soportando en compañías en las que tiene limitados ejercer los derechos políticos, añaden analistas reputados, que añaden que este movimiento sería contrario a la estrategia defendida últimamente por la compañía: reforzar la posición de mercado y maximizar el valor de su participación en Iberdrola. Y seguimos con el culebrón. Analistas de Norbolsa, entre otros (ver Indiscreto) dicen que seguimos pensando que ACS se encuentra en una posición clave en la reordenación en el sector energético español dadas sus participaciones significativas tanto en Unión Fenosa como en Iberdrola, cuyo mantenimiento indefinido nos parece insostenible. En cualquier caso, pensamos que la situación actual de los mercados de crédito podría estar frenando estos movimientos de reordenación del sector y deberse estas noticias más a especulaciones para apoyar la cotización del valor.

¿Cuales son potenciales compradores? El mercado señala que la lista de potenciales interesados en la adquisición es extensa y que varios grupos internacionales como EDF y E.ON llevan tiempo intentando acceder al mercado español (E.on con una cuota muy pequeña tras la compra de Viesgo y activos de Endesa).

Retahíla de últimos acontecimientos:

Unión Fenosa ejecutó el lunes pasado, 14 de julio el split o desdoblamiento de acciones aprobado por los accionistas en la junta general de abril en la proporción de 3x1, lo que supone reducir su nominal a una tercera parte, de 3 a 1 euro, para multiplicar a cambio por tres el número de títulos por acción. La eléctrica pretende así aumentar la liquidez y facilitar el acceso al grupo a los inversores minoristas. Fenosa advierte además de que como consecuencia de esta operación, el objetivo de beneficio por acción (BPA) de su actual plan estratégico pasa de 4 a 1,33 euros por acción. La Bolsa de Barcelona ha sacado recientemente un estudio en el que desmiente las ventajas psicológicas del split que tradicionalmente le ha concedido el mercado, al tiempo que advierte de un aumento de los niveles de riesgo.

Días antes, el banco de negocios estadounidense Goldman Sachs rebajaba sus precios objetivos para los títulos de Unión Fenosa, Iberdrola y Endesa, reiterando sus notas de comprar para las dos primeras y de neutral para la última. Unión Fenosa ha visto recortado su precio objetivo de 51,8 a 43 euros ya que los analistas del broker estadounidense han rebajado sus previsiones para su negocio de gas al asumir un mayor coste de la deuda y ajustar el precio de sus participaciones en compañías cotizadas a los precios actuales. Por su parte Goldman ha bajado el precio objetivo de Iberdrola de 11,9 a 10,5 euros citando la posibilidad de una nueva regulación en el sector hidroeléctrico y nuclear a los precios indicados por la

CNE (39 euros por megawatio en el caso del primero y 44 euros para el segundo). Este mismo motivo ha llevado al broker a reducir su precio objetivo para Endesa de 34,3 a 29 euros.

Y un poco antes, Unión Fenosa ha elevado su autocartera hasta un 0,42% del capital desde el 0,179% anterior, según consta en la CNMV. Entre el 27 de junio y el 11 de julio, Unión Fenosa compró 0,74 millones netos (adquisiciones menos ventas) de sus títulos por un montante aproximado de 26 millones de euros. Las operaciones se realizaron a precios comprendidos entre los 33,66 y los 38,12 euros.

A su vez, UBS ha rebajado el consejo sobre los títulos de Unión Fenosa de comprar a neutral, mientras que ha recortado el precio objetivo desde los 54 a los 42 euros. Los analistas del banco suizo explican que la rebaja se debe a que este año la directiva del grupo desveló una revisión en los contratos de gas de Omán y Egipto que según sus estimaciones supondrá un 70% de aumento de los precios de gas durante el periodo 2006-10, lo que quita atractivo a las acciones del grupo eléctrico.

El 19 de junio Unión Fenosa decidía aplazar la emisión de bonos por importe de 500 millones de euros, debido a las condiciones del mercado, informó la eléctrica a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). BBVA, BNP Paribas, Societe Generale y Royal Bank of Scotland, eran los bancos encargados de colocar los bonos, con vencimiento a siete años y rentabilidad fija.

Resultados

Unión Fenosa ha publicado sus resultados 1S08 en línea con lo esperado por el consenso en operativos (EBITDA 1.110,6 M. vs 1.112 M. del consenso. En beneficio neto, los resultados superan tanto nuestra previsión como la del consenso (652.3 M. vs 618 M.e y 639,9 M. del consenso).

Por negocios, los márgenes del negocio de generación doméstica se han comportado mejor de lo esperado, compensando así un comportamiento peor de lo esperado de los costes operativos. En cualquier caso, los resultados dejan ver la presión sufrida en el 2T08 por la caída de volúmenes de generación (EBITDA crece únicamente +10% en 1S08 vs +22% en 1T08), a causa de las paradas en sus centrales de carbón (producción con carbón -41,9% vs 1S07) y nucleares (producción nuclear -8,5% vs 1S07). Estas paradas atienden a las necesidades de adaptación de la nueva directiva de control de emisiones (inversiones en desulfuración) y la transformación de una de ellas para el uso de carbón importado, mientras que en las nucleares se deben a revisiones y recargas ordinarias.

Este mejor comportamiento en los márgenes de generación domésticos, ha permitido compensar un comportamiento peor a lo esperado en su negocio gasista, donde se esperaba que se beneficiara más de la subida registrada en el 2T08 por el precio del Brent. La compañía ha acusado un menor nivel de entregas de gas de Egipto (problemas técnicos en infraestructuras del país), que ha tenido con compras en los mercados spot a precios mayores, así como menores contribuciones de su actividad de trading. Así, el EBITDA de esta división crece un 9% vs +27% esperado.

La contribución del negocio internacional ha sido mayor a la esperada, así frente a una caída esperada en EBITDA por el efecto divisa, la compañía ha acelerado ligeramente el ritmo de crecimiento visto en el 1T08 (EBITDA internacional +4% vs +2% en 1T08). Por países, las contribuciones de México y Colombia se han encontrado en línea con lo esperado, concentrándose la mejora en el negocio de Centroamérica y otros. En México, compensa el impacto negativa divisa, con una recuperación de los niveles de producción, mientras que en Colombia sigue mostrando la buena marcha operativa de los últimos trimestres, impulsada por una notable recuperación de la generación hidráulica.

Por debajo de operativos, los gastos por amortización han sido menores de lo esperado, mientras los financieros se encuentran en línea. Así, los gastos financieros netos repuntan un 4,2% vs 1S07, compensando un ligero repunte en el volumen de deuda media con la contención del coste financiero, gracias a los menores tipos de interés en el área dólar. El endeudamiento (contabilizando las preferentes como deuda) repunta 1p.p. hasta el 55%. Finalmente, recordar que la parte final de la cuenta se fuertemente impulsada por las plusvalías realizadas en las ventas de Meralco y Auna (203 M. netas de impuestos). Sin tener en cuenta estas plusvalías, ni las del 2007 (impacto venta de Soluziona), el beneficio

neto recurrente crecería un 16%.

UNIÓN FENOSA EN BOLSA

.

2.png

La atención en la presentación de resultados que la compañía ha realizado se ha centrado en las expectativas sobre la evolución del mercado doméstico, tanto desde el punto de vista de precios como de regulación, y en su negocio gasista. En relación a sus expectativas para el mercado doméstico, la compañía se ha mostrado cómoda con los niveles precios forward para 2009 que se están cotizando 74-75/MWh, viendo cierto repunte, pero sin equiparse a los forward de otros mercados europeos (más en la zona de 80/MWh vs >90/MWh que estamos viendo en mercados europeos). En relación a la situación regulatorio, percibimos en esta compañía una actitud menos conciliadora en la búsqueda de soluciones para eliminar el déficit de tarifas, que la que hemos visto en otras compañías del sector.

En relación al negocio gasista, la compañía no ha dado detalles sobre cómo afecta la renegociación de precios de gas de Egipto a su rentabilidad. La nota más negativa en este negocio es que ven persistencia para la segunda mitad del año en los problemas técnicos que tiene Egipto, y por ello seguirán teniendo menores suministros de esta procedencia y menor contribución de su planta regasificadora en este país. Finalmente, no hay cambios en las prioridades estratégicas en su plan de crecimiento inorgánico (renovables, integración vertical en combustibles), en el que hemos visto una actitud más prudente de la compañía por la situación de los mercados.

Saludos.