

La batalla eléctrica La operación en cifras

El sueño de Florentino acaba de empezar

La constructora necesita dar un segundo paso para que su cuenta de resultados no se resienta

Ruth Ugalde

MADRID. Un matrimonio de apenas año y medio. Así podría definirse la relación de Unión Fenosa con ACS. Aunque su noviazgo comenzó hace casi tres años, en el último trimestre de 2005, fue en enero de 2007 cuando consolidaron su relación y la eléctrica pasó a ser una filial más del grupo de infraestructuras.

Aunque sólo controlaba el 46 por ciento del capital, ACS pudo inyectarse toda la compañía gracias a una nueva norma de contabilidad bautizada como NIC 27. Con este movimiento, el grupo dirigido por Florentino Pérez se pudo anotar las ventas, el beneficio bruto operativo (ebitda) y el beneficio neto operativo (ebit) de Unión Fenosa. Dicho de otro modo, disparó casi un 30 por ciento sus ingresos, un 60 por ciento el ebitda y otro 60 por ciento el ebit.

Pero, eso sí, también tuvo que anotarse casi 6.000 millones de deuda de la eléctrica. Porque, cuando se consolida globalmente, la matriz se apunta tanto lo bueno como lo malo. Además, ACS también soporta otros 3.600 millones, que todavía tiene pendientes de pago por la compra del 46 por ciento de Fenosa. Conclusión, la eléctrica le supone unos compromisos financieros de 9.610 millones de euros, el 60 por ciento de todo su endeudamiento (ver gráfico).

Todos estos números rojos desaparecerán cuando se venda la eléctrica y, por tanto, los compromisos financieros de ACS quedarán reducidos a 6.965 millones. ¿Esto significa que tendrá una situación financiera más saneada? No. Al menos, desde el punto de vista del ratio que suelen utilizar los analistas para juzgar la salud financiera de

Las cuentas del nuevo grupo

Resultados que tendrá ACS si vende Fenosa y crece en Iberdrola.

	ACS		VARIACIÓN (%)	ACS +	
	ACS CON FENOSA...	...SIN ELLA		...PERO CON EL 20% DE IBERDROLA	VARIACIÓN (%)
Ingresos	21.311,7	15.344,9	-28,00	15.344,90	-28,00
Ebitda (*)	3.490,5	1.380,0	-60,00	1.380,00	-60,00
Ebit (**)	2.486,5	1.056,3	-57,00	1.056,30	-57,00
Beneficio neto	1.551,1	1.320,9	-21,00	1.791,64	15,50
Deuda	1.6575,0	6.965,0	-57,97	6.965,00	-57,97
Ratio de endeudamiento(%)	4,75	5,04		5,04	

Los cálculos se han hecho estimando que ACS eliminará los 9.610 millones de deuda derivados de su participación en Fenosa y que adquirirá un 20% de Iberdrola. (*) Beneficio bruto de explotación. (**) Beneficio neto de explotación.

Fuente: elaboración propia con datos de la CNMV.

elEconomista

La cifra

60

POR CIENTO. Del beneficio bruto operativo de ACS (ebitda) corresponde a Unión Fenosa. Sin la eléctrica, esta partida pasará de 3.490,5 millones a 1.380 millones, y desplazará al primer grupo de infraestructuras de España al quinto puesto del 'ranking' nacional por ebitda, sólo por delante de OHL (542,9 millones) y de Sacyr Vallehermoso (1.277,4 millones)

las empresas cotizadas. ¿Cómo puede ser, si la deuda se reduce un 60 por ciento? Porque al vender Fenosa, el beneficio bruto operativo también se recorta en un 60 por

ciento. Y ese es, precisamente, el ratio que utilizan los analistas: la relación entre la deuda y el ebitda. De hecho, empeorará ligeramente, al pasar de 4,75 veces a 5,04 veces.

En busca del nuevo maná

Desde que ACS empezó a consolidar globalmente Unión Fenosa, la eléctrica se convirtió en el maná del grupo de infraestructuras. Un protagonismo que no tendrá Iberdrola, porque la compañía dirigida por Ignacio Sánchez Galán sólo consolidará por puesta en equivalencia, es decir, ACS sólo podrá anotarse la parte proporcional del beneficio.

Las compañías sólo consolidan globalmente cuando controlan la mayoría del capital y, en Iberdrola, ACS controlará en torno al 25 por ciento.

Tomando como referencia el valor al que cerró Fenosa ayer en bolsa, la venta del 46 por ciento reportará al grupo presidido por

Florentino Pérez casi 6.000 millones de euros.

Con este dinero, el empresario podría hacer dos cosas: Primero, limpiar los créditos que necesitó para comprar Fenosa (3.600 millones) y destinar el resto a elevar su participación en Iberdrola, con la vista puesta en llegar al 20 por ciento, listón mínimo necesario para consolidar por puesta en equivalencia. Y segundo, destinar sólo una parte a limpiar deuda (por ejemplo la mitad del crédito de Fenosa) y así contar con mayor liquidez para adquirir más títulos de Iberdrola.

En cualquier caso, ACS seguirá saliendo más fea en la foto. Y no por el lado del beneficio, que sólo con las ganancias que se apunta de Iberdrola podría crecer un 15 por ciento respecto al que tiene actualmente con Fenosa, sino por el impacto que tendrá esta venta en los ingresos y, sobre todo, en el ebitda. Dos magnitudes que necesitan una

segunda jugada para recuperarse de la marcha de Fenosa.

Y ésta, en principio, sólo puede venir de la mano de una nueva operación corporativa que permita a ACS tomar el control de otra compañía y así anotarse sus ingresos y su beneficio operativo. Y esto lo puede hacer tanto de manera directa, es decir, comprando ella otra empresa; como indirecta, creando alguna sociedad instrumental con un socio donde ACS tenga la mayoría.

Prórroga de año y medio

El impacto que tendrá la venta de Fenosa en los resultados del grupo constructor no se dejará sentir del todo hasta el cierre de 2009, primer ejercicio completo sin la eléctrica y, por tanto, primera foto anual dañada en las primeras líneas de la cuenta de resultados.

El mercado, siempre exigente, no perdona que una compañía reduzca en un 30 por ciento sus ingresos y, todavía menos, en un 60 por ciento su ebitda. Y ACS lo sabe. De hecho, la nueva fotografía del grupo podría compararse con la de Sacyr Vallehermoso, cuya capacidad de generar beneficios netos es muy superior a la atraer ingresos. Lógico, si se tiene en cuenta que el nuevo maná del grupo dirigido por Luis del Rivero es la participación del 20 por ciento que tiene en Repsol YPF.

Pero ACS también sabe que cuenta con una prórroga de año y medio para dar el segundo paso de esta jugada y recuperar ingresos y el margen operativo. ¿O alguien cree que la partida termina aquí? ¿Y que ACS aceptará ceder su cetro como primera compañía del sector por facturación?

Más información relacionada con este tema en www.eleconomista.es

La desconocida norma de contabilidad que transformó a ACS

La compañía hizo una jugada maestra cuando se inyectó la totalidad de Fenosa, hace un año

R.U.

MADRID. Fue una auténtica jugada maestra. Una vez más, los servicios jurídicos de ACS demostraron conocer al detalle hasta el último recoveco de la ley, sin importar cual, pero siempre con el denominador común de favorecer a su negocio.

Los responsables de la constructora encontraron en una desconocida norma de contabilidad,

NIC 27, la llave que necesitaban para consolidar Fenosa globalmente y convertir a la eléctrica en una filial. Todo eso, sin tener que lanzar una opa.

Con la anterior normativa, ACS habría tenido que presentar una oferta por toda Unión Fenosa si hubiera superado el 50 por ciento del capital o se hubiese hecho la mayoría del Consejo. Pero en ningún momento hizo eso. Por aquel entonces, tenía el 40 por ciento de la eléctrica y, en enero de 2007, elevó su peso en el máximo órgano de administración hasta 10 miembros, es decir, justo la mitad; ni uno más.

Entonces, ¿cómo pudo inyectarse la totalidad de Fenosa? Recu-

Aunque Florentino Pérez adelantó que iba a consolidar globalmente Fenosa, los analistas tardaron meses en creerlo

riendo a la NIC 27, que contempla esta posibilidad cuando una compañía demuestra tener el control financiero de otra. Y ACS lo demostró. De hecho, la eléctrica seguía los dictámenes de la matriz. La jugada del grupo fue tan maestra que los analistas tardaron meses en creérsela. En sus informes y previsiones, seguían haciendo los

número sólo con una participación del 40 por ciento. Les debía de parecer imposible que la constructora se pudiera anotar el total sin lanzar una opa.

De hecho, la mayoría de ellos no cambiaron sus cuentas hasta que Florentino Pérez presentó los resultados correspondientes al primer semestre de 2007 y "¡oh, sorpresa!", Fenosa se había convertido en una filial más, como podía ser la constructora Dragados o el grupo de ingeniería Cobra.

Con este simple movimiento, ACS pasó a jugar en la liga de los más grandes, aquella que hasta entonces había estado reservada a entidades financieras y compañías

energéticas. De hecho, cuando la compañía presidida por Florentino Pérez tomó la decisión de consolidar globalmente Unión Fenosa, se convirtió en rival directo de Endesa. Y no sólo porque había engullido a una compañía eléctrica, sino porque empezó a mirarle cara a cara en el ranking de las mayores compañías de España por cifra de negocios, con la vista puesta en el top 5.

Esta clasificación, sin embargo, dejará de contar con ACS en sus primeros puestos si la constructora vende Fenosa y no lleva a cabo alguna otra operación que le permita recuperar el 30 por ciento de ingresos que pierde.