



La cotización de los valores de las eléctricas ha caído más de un 40% en un año.

El riesgo regulatorio del sector eléctrico español, el déficit de tarifa y la presión en Bolsa de la deuda soberana han provocado recortes en las cotizaciones de estos valores superiores al 40% en un año. Las agencias de calificación se han cebado con las "utilities" españolas hasta situarlas en el umbral de los bonos basura.

Iberdrola encabeza el ranking de los más castigados, seguido de Endesa, con caídas del 42% y 40%, respectivamente, en el precio de sus títulos, mientras Gas Natural se acerca al 30%. En el otro extremo, los títulos de Enagás ha caído un 12% anual, y Red Eléctrica, un 15%.

### El riesgo regulatorio del sector eléctrico penaliza al sector en Bolsa

# Los inversores huyen de las 'utilities' españolas

■ M. N.

El sector eléctrico español, considerado hasta hace poco tiempo como un "refugio" para los inversores de renta variable, ha entrado en una espiral bajista. En el último año las caídas de la cotización del valor superan el 40% en algunos casos. El hecho de ser un sector regulado ha aportado a las eléctricas una penalización extra respecto a otros valores bursátiles. La reforma del sector, aún pendiente de concretar, el déficit tarifario que arrastran las compañías y el castigo que ha supuesto el riesgo soberano para la Bolsa española, han reforzado aún más la huida de los inversores.

El mercado descuenta que la magnitud de las medidas que se van a poner en marcha podría dificultar la mejora de la rentabilidad futura de estas compañías, lo que reduce la visibilidad de los resultados de las empresas y cuestiona el dividendo actual. Los expertos se muestran cautos hasta que no se defina su regulación y se absorba su posible impacto en el mercado. Las grandes eléctricas, como Endesa o Iberdrola o Gas Natural, podrían ser las más perjudicadas, según los analistas consultados.

#### Calificación crediticia a la baja

En este escenario que se retroalimenta, los recortes de la calificación crediticia de las agencias de rating han cobrado un nuevo protagonismo en una carrera contra reloj en la que se vienen alternando desde principios de año.

La última revisión la realizó Moody's tras el recorte de rating al Reino de España, y afectó a REE, Enagás e Iberdrola. Uno de los argumentos esgrimidos por las agencias de calificación es que la situación de riesgo soberano podría afectar a las eléctricas a través de un posible enfriamiento económico, tensiones de liquidez y costes de financiación elevados, mayores medidas de aus-

teridad y un mayor riesgo de regulación en el sector por las intervenciones políticas.

Con el rating cerca de los mínimos para mantener el grado de inversión, la situación puede empeorar por los efectos que tendrá en los costes financieros a la hora de refinanciar la deuda en los mercados, así como limitar su capacidad inversora por los efectos directos que podrían tener en los costes de financiación, según el mercado. Fitch y Standard & Poor's no han dicho su última palabra pero se esperan nuevas revisiones de las calificaciones crediticias en los próximos días.

#### Un marco estable

Los dos pilares de las "utilities" son un marco regulatorio estable y un entorno de tipos de interés bajos y estamos precisamente en lo contrario, señala Álvaro Navarro, analista de Intermoney Valores.

"La posibilidad de hacer una reforma profunda aliviaría bastante el riesgo regulatorio. Aunque pueda ser costosa, sería bueno. El inversor de utilities quiere tener un marco regulatorio estable. Y la estabilidad depende de que vean que es sostenible", comenta.

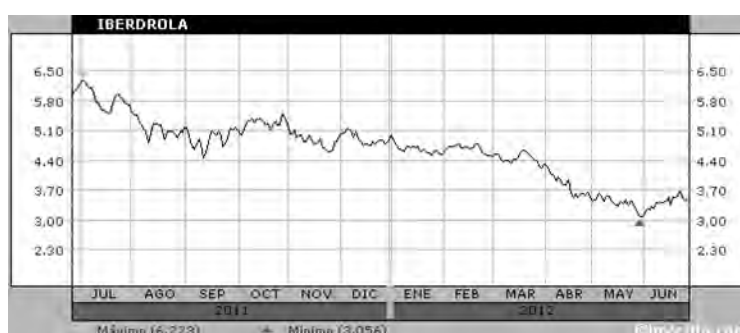
Si se hace una tercera reforma amplia y de calado, y se toman decisiones que supongan de verdad un ajuste y un recorte de costes o aumento de ingresos importantes, podría ayudar a recuperar la confianza de los inversores en el sector. En cualquier caso, la reforma debería ser positiva porque se eliminaría la incertidumbre del sistema eléctrico. "No es sostenible, tal como está establecido", aseguran. Por el contrario, "el mercado penalizaría que la nueva reforma sea otro parche más". El sistema eléctrico español viene arrastrando un déficit de tarifa importante desde 2005. "Hay que tomar una decisión", según el experto de Intermoney Valores.

Por otra parte, el mercado recla-

ma la desaparición del déficit de tarifa. "Es un riesgo que tienen las compañías", según Navarro. En su opinión, "es un sistema cuyos costes

superan a los ingresos. Si no se adoptan nuevas medidas, el déficit podría alcanzar los 4.000 millones de euros de 2013 en adelante. Los

#### EVOLUCIÓN BURSÁTIL



### A por la tercera reforma

■ En la primera quincena de julio podría ver la luz la nueva reforma del sector eléctrico. Es la tercera en lo que va de año y viene con retraso. El objetivo es reducir costes y todo indica que serán los contribuyentes-consumidores los que van a hacerse cargo de gran parte del ajuste.

El ministro de Industria, José Manuel Soria ha anunciado que la tarifa eléctrica de último recurso (TUR), subirá entre el 4% y el 5% en la próxima revisión de julio. En la pasada revisión de marzo, el Gobierno aprobó un incremento medio

del recibo de la luz del 7%.

Entre otras medidas se baraja la aplicación del "céntimo verde" al gasóleo y la gasolina para financiar, parcialmente los costes del sistema eléctrico y de las renovables. Se contempla igualmente un aumento del impuesto especial de electricidad que está en un 5% actualmente. Las compañías eléctricas también se harían cargo de su parte del ajuste.

La tasa a la generación hidráulica y nuclear sería una de las de mayor impacto. Sobre todo para Iberdrola y

Endesa y Gas Natural, en menor medida.

El mercado contempla también la aplicación de una "megatasa". Aunque al principio recaerá posiblemente en las empresas, sería más fácil de trasladar posteriormente a los consumidores, según los expertos.

Así mismo, se descarta que el Estado se haga cargo de ningún coste adicional debido al compromiso de reducir el déficit público. Si podría introducir nuevos impuestos a través de los Presupuestos Generales para financiar, en parte, el coste del sistema eléctrico.

costes del sistema están por encima de los ingresos y las compañías tienen que financiar este déficit en un momento donde la disponibilidad de crédito y la capacidad para titularlo se ha agotado. Su desaparición supone aliviar a las compañías de toda esta carga financiera".

A criterio de Álvaro Navarro, el mercado debiera recoger positivamente el hecho de que el conjunto de las medidas afecten más a consumidores que a compañías. "Aunque lógicamente puede deteriorar aún más la debilidad de la demanda, que continúa cayendo, llega un momento en que es imprescindible. Y a los inversores al final lo que les importa es que las compañías obtengan una rentabilidad superior".

La recuperación del sector guarda una estrecha relación con la posibilidad de que el riesgo país se aclare. "Hay inversores que están contemplando escenarios extremos de salida del euro. En un contexto de estas características habría muchas consecuencias imprevisibles para los sectores regulados que no aconsejarían estar en las eléctricas. Hoy por hoy, a corto plazo, yo no veo ese escenario. Y creo que puede ser una oportunidad entrar en estos valores, aprovechando el castigo que han tenido por el aspecto regulatorio y financiero", señala el especialista de Intermoney Valores.

#### Riesgo financiero

Junto al riesgo regulatorio, las compañías se han visto muy penalizadas por el riesgo financiero. Las empresas que integran el sector están muy endeudadas y los mercados esperan que vayan refinanciando su deuda y reduciéndola. Iberdrola o Gas Natural tienen una Deuda Neta /Ebitda por encima de tres veces y media.

Iberdrola, cuenta con el dudoso honor de ser la compañía más

**"Los dos pilares de las utilities son un marco regulatorio estable y un entorno de tipos de interés bajos y estamos precisamente en lo contrario"**

endeudada del sector, según los expertos. Su ratio deuda/Ebitda es de 4 veces frente a las 3,4 veces de sus comparables en el Euro Stoxx 50. Como compañía de negocio regulado tiene un nivel de apalancamiento alto que, si bien puede ser acorde a su negocio y las infraestructuras que tiene, en estos momentos, supone un riesgo más elevado.

Además, la incertidumbre de perder algunos de sus accionistas de referencia complica aún más la situación. La fase de desinversión de activos en la que se encuentran muchas compañías, entre ellas, ACS, que posee actualmente una participación del 14,85% de Iberdrola; y Bankia y las cajas de ahorro vascas, que conjuntamente suman el 11%, se lo ponen más difícil todavía.

Por otra parte, el mercado espera que, tras la reforma del sector eléctrico, la empresa vasca realice desinversiones para ajustar su endeudamiento a niveles más cercanos al sector. Según los analistas, a pesar de los repartos de "script dividend", las desinversiones de los últimos años y las ampliaciones de capital en 2007, 2009 y 2011, la rentabilidad de la compañía no ha cubierto el coste del capital en 2011 "ni pensamos que lo haga hasta 2014", dicen los técnicos de Ahorro Corporación en un informe. Iberdrola descuenta un escenario de caída del beneficio del precio por acción del 10,3% en 2013.