

Fondos para el crecimiento de las empresas

Bonos en el Ibex 35

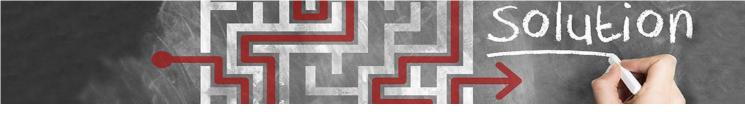
Conclusiones

En España, las empresas tienen, todavía, una elevada dependencia de la financiación bancaria; siendo la financiación alternativa considerablemente inferior que, en otros países de Europa, donde este tipo de financiación ronda niveles próximos al 35%. Si la comparación la trasladamos al otro lado del Atlántico, en Estados Unidos la diferencia se acentúa aún más; llegando a representar, la financiación alternativa, el 70% del total de los recursos financieros de las empresas del país norteamericano. El proceso de diversificación financiera, en algunas ocasiones, no resulta un proceso rápido y sencillo. Sin embargo, resulta cada vez más accesible para la mayoría de pequeñas y medianas empresas; por lo que la transformación en la estructura financiera de las empresas españolas se presenta como un proceso inevitable. De hecho, y pese a que, todavía, nos encontramos en la parte inicial de la conversión, la realidad es que la financiación extrabancaria (en sus diversas modalidades) continúa consolidándose dentro de los recursos financieros de las compañías españolas.

Como hemos analizado a lo largo de todo el informe, la financiación alternativa se sigue afianzando (tanto en términos absolutos como en términos relativos a la estructura financiera) dentro las principales compañías cotizadas del Ibex. También, este tipo de financiación se está expandiendo con gran celeridad dentro del resto las compañías cotizadas, de menor capitalización que las del principal índice bursátil español. Asimismo, desde **Bravo Capital** entendemos que la financiación alternativa se está instaurando, como complemento a la financiación bancaria tradicional, dentro de la estructura financiera de las pequeñas y medianas empresas.

La crisis financiera que se originó en 2008, ha derivado, en muchos casos, en una concienciación sobre la necesidad de diversificación de las fuentes financieras dentro de las empresas. La contundente contracción del crédito (tanto por su volumen como por su celeridad) que se produjo, ha derivado en la búsqueda de alternativas y complementos a la financiación bancaria por parte de las empresas españolas.

Si bien es cierto que en la actualidad el crédito bancario ha comenzado a mantener (después de varios años de caída) sus niveles de saldo vivo, todavía numerosas compañías encuentran dificultades para poder acceder a él. Sin embargo, incluso para aquellas que tienen acceso, el período de recesión les ha servido para concienciarse de los riesgos que supone tener un único proveedor financiero. De hecho, en **Bravo Capital**, estamos seguros de que la financiación no bancaria continuará adquiriendo importancia dentro del conjunto de la economía.



Muchas de las pequeñas y medianas empresas españolas no tienen acceso a los mercados de capitales públicos, por tamaño o por carecer de un rating público. Sin embargo, sí pueden tener acceso a los mercados de capitales privados, donde no es necesario tener un rating público y los costes de transacción son muy inferiores.

Operadores como Bravo Capital son la puerta de acceso a dinero de inversores para muchas compañías que, por el motivo que sea, no acceden a mercados públicos. Este tipo de alternativas son complementarias a la financiación bancaria de las empresas.

Nota metodológica: empresas analizadas

Este estudio tiene como objeto analizar la estructura de financiación de las compañías que forman parte del Ibex35, a 24 de julio de 2018, así como su evolución a lo largo del periodo comprendido entre 2014 y 2017.

Para este análisis no hemos incluido a las entidades de servicios financieros y seguros que forman parte del Ibex35, por tener éstas una dinámica diferente en la obtención de recursos. Tampoco a ArcelorMittal debido a que está domiciliada en Luxemburgo.

También hemos incluido, respecto a la última actualización del informe, las cuentas anuales consolidadas de Colonial y Cie Automotive, las cuales entraron a cotizar en el Ibex35 el 19 de junio de 2017 y el pasado 18 de junio, respectivamente. No obstante, pese a que dejó de cotizar en el índice de referencia de la bolsa española el pasado 8 de mayo, incluimos en el informe a la concesionaria de autopistas Abertis. En próximas actualizaciones del informe, procederemos a integrar sus datos en ACS, de manera proporcional a la toma de control conjunta sobre Abertis que llevaron a cabo ACS y Atlantia el pasado mes de junio.

Los datos que hemos utilizado son los correspondientes al cierre del ejercicio de los años 2014, 2015, 2016 y, finalmente, 2017, según sus cuentas anuales consolidadas.

En el anexo de este informe adjuntamos una tabla de datos con el resumen de la información resultante del análisis.





Introducción

Este análisis tiene como objeto describir la estructura de la deuda financiera de las empresas que actualmente forman parte del Ibex35, excluyendo a bancos y aseguradoras, así como su evolución a lo largo del periodo que comprende los años 2014, 2015, 2016 y, por último, 2017.

Las grandes empresas españolas se localizan en la vanguardia, en cuanto a la diversificación de sus fuentes de financiación se refiere. Muchas de estas empresas han dejado de tener una deuda 100% bancaria para abrirse a otro tipo de inversores en su pasivo, mediante emisiones en los mercados de capitales o la incorporación de fondos de inversores. Sin embargo, aún hay un 25% de compañías del Ibex35, excluyendo bancos y aseguradoras, que todavía no han hecho ninguna emisión en el mercado de bonos. Fuera del Ibex35, son mayoría las empresas que no emiten bonos. El conjunto de las empresas españolas (cotizadas y no cotizadas) cuenta con un reducido importe de financiación no bancaria, según estudios muy inferior al de los países de nuestro entorno OECD. Y es que, el proceso de conseguir fondos de inversores, no siempre es obvio ni fácil. Además, cuando se trata de mercados públicos se requiere una rigurosa preparación y la realización de cambios internos en la empresa.

Resultado del análisis:

- ✓ Durante 2017, la financiación mediante bonos y obligaciones continúa incrementándose entre las empresas del Ibex35.
- Durante el año pasado, doce compañías del Ibex35 captaron más de la mitad de sus recursos financieros a través de la emisión de bonos.
- ✓ La financiación mediante bonos continuó incrementando su relevancia dentro de las empresas (no financieras) del Ibex35 a lo largo de 2017.
- En 2017 se consolida el hecho de que las empresas, independientemente de su capitalización bursátil, tienen la posibilidad de acceder a los mercados de capitales.
- Los sectores Energéticos y Tecnológicos continúan liderando las emisiones de bonos, concentrando, prácticamente, el 80% del total, a lo largo de todo el periodo objeto de análisis.



Durante 2017, la financiación mediante bonos y obligaciones continúa incrementándose entre las empresas del Ibex35.

Las grandes firmas, sin tener en cuenta aquellas que pertenecen a los sectores económicos de banca y seguros, que cotizan en el índice bursátil de referencia de la bolsa española siguen ampliando sus recursos financieros a través de la emisión de deuda mediante bonos y obligaciones. Si a finales de 2016 las empresas del Ibex35 presentaban es sus balances consolidados financiación vía mercados de capitales por valor de 133.614 millones de euros, la cifra crece un 1% en sus estados financieros consolidados de 2017; hasta alcanzar los 134.958 millones.

A lo largo de 2017, las empresas en las que más se incrementaron los importes de las partidas de bonos y obligaciones fueron Merlin Properties, Enagas y Día; con aumentos del 14,62%, 8,20% y 8,19%, respectivamente. No obstante, las empresas más activas en los mercados de capitales durante el año pasado han sido Telefónica e Iberdrola. Durante este periodo, la operadora de telecomunicaciones y la compañía energética emitieron deuda por valor conjunto de más de 14.000 millones de euros (8.390 Telefónica e 5.657 Iberdrola).

Bonos - Deuda Bancaria 134.958 150.000 133.614 125.319 116.613 125.000 100.000 95.984 92.512 75.000 88.607 89.164 50.000 25.000 0 2014 2015 2016 2017

Gráfico 1. Evolución de la financiación en las empresas Ibex35, en millones de euros

■ Bonos ■ Deuda Bancaria 10,00% 7,47% 6,62% 8,00% 6,00% 4,00% 1,01% _{0,63%} 2,00% 0,00% -2,00% -4,00% -4.22% -6,00% -8,00% Variación 2016 Variación 2015 Variación 2017

Gráfico 2. Variación en la financiación bancaria y mediante bonos en las empresas Ibex35, en porcentaje

Fuente. Elaboración propia

Además, como podemos observar en los Gráficos 1 y 2, se sigue consolidando la tendencia por la cual, las principales empresas españolas continúan disminuyendo su deuda bancaria; mientras que, de manera simultánea, incrementan la obtenida a través de financiación alternativa. Si bien es cierto, que durante 2017 la financiación bancaria ha repuntado un 0,63% (si excluyéramos aquellas empresas que todavía no han realizado ninguna emisión de bonos y obligaciones la deuda financiera bancaria habría retrocedido un 11,80%); en el conjunto de la fase temporal analizada (2014-2017) ha retrocedido un 7,11%. En un contexto como el actual, en que las empresas disfrutan de una situación de crecimiento, se ratifica, aún más, la importancia a la hora de diversificar sus fuentes de financiación. El temor a nuevas circunstancias, como las ya ocurridas en los años posteriores al inicio de la crisis en 2008, de restricción bancaria (que tanto perjudican al desarrollo y al crecimiento empresarial) sigue fortaleciendo, dentro de las compañías, la importancia de reducir la dependencia financiera al sector bancario (el cual se encuentra cada vez más concentrado, integrado por menos entidades financieras sometidas a una legislación bancaria más restrictiva).

Durante el año pasado, doce compañías del Ibex35 captaron más de la mitad de sus recursos financieros a través de la emisión de bonos.

La financiación vía mercado de capitales sigue reforzando su posición en la estructura de las compañías no financieras que cotizan en el principal índice bursátil de la bolsa española. Si a finales de 2016 eran once las compañías que basaban su financiación en la emisión de bonos y obligaciones, a lo largo de 2017 se ha incorporado a este grupo la sociedad inmobiliaria Merlin Properties.

No obstante, todavía, siete de las empresas no financieras que cotizan en el Ibex35 no han acudido a los mercados de capitales para cubrir sus necesidades financieras. En el caso de Inditex y Mediaset, las cuales tienen un nivel de endeudamiento próximo a cero, resulta comprensible su ausencia en los mercados de deuda y, probablemente, esta situación no cambie en un futuro inmediato. Las otras cinco que aún no han realizado ninguna emisión de bonos son Aena, Gamesa, Cie Automotive, Técnicas Reunidas y Viscofan. Sin embargo, en el caso del operador aeroportuario la junta de accionistas aprobó, a finales de abril del año pasado, la emisión de obligaciones o bonos (u otros valores análogos de renta fija) por valor de hasta 5.000 millones de euros en un plazo de cinco años. De este modo, resulta probable que Aena se incorpore a la lista de emisores a corto-medio plazo. En una situación parecida se encuentra Gamesa. La compañía de energías renovables tiene previsto emitir bonos high yield (rating por debajo de BBB-) por valor de 250 millones de euros con el objetivo de refinanciar el crédito sindicado que firmó en 2011. Si finalmente la operación se lleva a cabo, sería la primera vez en la historia que Gamesa recurre a este tipo de financiación. Finalmente, hay que destacar el caso de Cie Automotive (compañía que se incorporó al Ibex35 el pasado 18 de junio). El grupo empresarial con sede en Bilbao realizó una emisión de bonos no convertibles en el primer semestre de 2012 a través de su filial brasileña Autometal por valor de unos 90 millones de euros, cuyo vencimiento estaba previsto para los años 2015, 2016 y 2017, de manera proporcional. No obstante, el 15 de julio de 2014 la empresa procedió a su amortización anticipada, hecho por el cual no aparecen reflejados en las cuentas anuales consolidadas de ninguno de los años que componen nuestro periodo objeto de estudio (2014-2017).

En este contexto, y pese a que en 2017 no habido ninguna compañía (dentro del Ibex35) que haya realizado una emisión de deuda por primera vez, sería factible que en las próximas actualizaciones del informe (estados financieros intermedios y cuentas anuales de 2018) se fueran incorporando nuevas empresas al listado de emisores en los mercados de deuda.





90% Media Deuda Bancaria y Otros: 62% 60% Media Bonos: 38% 40% 20% 10% INDITEX COLONIAL BERDROLA ABERTIS REE MELIÁ HOTELS FERROVIAL CIE AUTOMOTIVE MEDIASET *TECNICAS REU.*

Gráfico 3. Estructura del endeudamiento en 2017 del Ibex35 y su promedio

Fuente. Elaboración propia

Si analizamos el Gráfico 3, podemos apreciar como el peso medio de la financiación mediante bonos se ha incrementado entre las empresas no financieras del Ibex35. Si a finales de 2016 la estructura de la deuda de estas compañías reflejaba un 36% de financiación no bancaria, a 31 de diciembre de 2017 el porcentaje se ha incrementado hasta el 38%. Además, si excluyéramos las siete empresas que mencionábamos, anteriormente, la relevancia de la financiación a través de bonos se intensificaría hasta superar el 50% (50,73%).

Amadeus y Telefónica, ambas por encima del 80%, con un 84% y un 83%, respectivamente; son las empresas que presentan, en mayor medida, una estructura financiera fundamentada en la emisión de valores y obligaciones. Les siguen, con un peso de bonos superior al 70% sobre el total de sus pasivos financieros, Colonial (79%), DIA y Cellnex (ambas con un 75%) y Enagás e Iberdrola (las dos con un 72%). El resto de empresas que captan la mitad o más del total de su financiación mediante bonos y obligaciones son Repsol (69%), Naturgy (66%), Abertis (63%), Red Eléctrica de España (61%) y Merlin Properties (60%). Ferrovial se sitúa justo en el límite, con una financiación a través de bonos que supera el 49%.

Las ocho empresas restantes con obligaciones y bonos presentes en sus fuentes de financiación son ACS (40%), Indra (30%), Acciona (22%), Endesa (17%), Grifols (16%), IAG (15%), Acerinox (10%) y, finalmente, Meliá Hotels (8%).

Por lo tanto, se acentúa, de forma general, la estrategia de diversificación en las fuentes de financiación por parte de la gran empresa española. Ante un exceso de dependencia de la financiación bancaria en años anteriores, y en una situación en la que la regulación bancaria es cada vez más restrictiva, las empresas acuden a los mercados de capitales con mayor frecuencia. Éstos, que cuentan con condiciones más flexibles, suponen el complemento ideal a la banca tradicional, permitiendo a las empresas poder atender todas las necesidades de crédito que demandan.

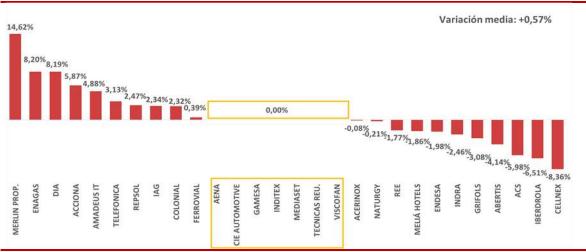
En este entorno y debido al éxito que han obtenido en las experiencias anteriores, en Bravo Capital creemos que la emisión de bonos y obligaciones va a seguir desempeñando un papel fundamental en la financiación de estas empresas.

financiación mediante bonos La continúo incrementando su relevancia dentro empresas (no financieras) del Ibex35 a lo largo de 2017.

La financiación mediante bonos ha seguido adquiriendo importancia en las estructuras financieras de las empresas. En nueve de las veintiuna empresas no financieras que cotizan en el Ibex y que han recurrido a la emisión de deuda, en alguna ocasión, para captar financiación el, peso de los bonos se ha incrementado. Destacan los casos de Merlin Properties, Enagás y DIA, en los que las emisiones de bonos y obligaciones han incrementado su transcendencia dentro del pasivo financiero un 14,62%, un 8,20% y un 8,19%, respectivamente.

Después de varios años en los que el entorno económico ha estado determinado por la contracción crediticia y el desapalancamiento financiero (necesario en la mayoría de ocasiones), el tejido empresarial se ha visto obligado a reducir el excesivo grado de dependencia que tenía (y en Bravo Capital creemos que todavía tiene) de la financiación bancaria; recurriendo a recursos financieros alternativos. Si comparamos el volumen de bonos que había en el conjunto de las empresas del Ibex (excluyendo sector bancario y seguros) a finales de 2014 y a 31 de diciembre del año pasado, la financiación bonista ha progresado, de forma notable, un 16%. Por el contrario, la obtenida a través de los proveedores financieros tradicionales ha retrocedido más de un 7%, para el mismo periodo. De este modo, la emisión de bonos sigue fortaleciéndose como una solución eficaz y eficiente para que las empresas no financieras del Ibex35 adquieran una mayor diversificación en sus fuentes de financiación.

Gráfico 4. Variación del peso de los bonos sobre la deuda total en 2017 respecto a 2016, en porcentaje



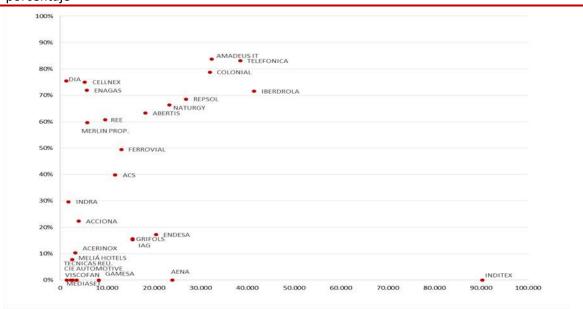
En 2017 se consolida el hecho de que las empresas, independientemente de capitalización bursátil, tienen la posibilidad de acceder a los mercados de capitales.

Hasta el año 2016 el acceso a la financiación en los mercados de deuda estaba directamente relacionado con la capitalización bursátil. De este modo, aquellas empresas del Ibex que estaban más capitalizadas eran las que tenían una proporción en la captación de recursos financieros mediante bonos, en el cómputo global de su deuda financiera, más significativa.

No obstante, en 2016 se produjo un cambio en la dinámica y la financiación mediante bonos y obligaciones comenzó a expandirse entre las empresas del Ibex35 de menor capitalización bursátil. Esta tendencia se ha mantenido a lo largo de todo 2017. Por lo tanto, se vuelve a ratificar la consolidación de la financiación alternativa dentro de la gran empresa.

La financiación alternativa se encuentra en una clara situación de crecimiento y expansión. Esta situación, ha supuesto su afianzamiento, cada vez mayor, en la financiación de empresas con una capitalización bursátil considerablemente inferior a las que cotizan en el Ibex35 (mercado continuo). Además, en el contexto macroeconómico actual, en el que aún existe un importante apetito inversor de renta fija, lo razonable sería que este tipo de financiación comenzase a llegar más intensamente, al igual que ocurre en otros países, a las empresas no cotizadas. En Bravo Capital, estamos convencidos de que a la financiación a través de bonos que existe actualmente en España le queda un enorme camino por recorrer y que lo acontecido hasta el momento es la punta de lanza de lo que deparará el tejido empresarial español a medio y a largo plazo.

Gráfico 5. Proporción de bonos según el valor bursátil de la compañía (24/07/2018), en porcentaje



Los sectores Energéticos y Tecnológicos continúan liderando las emisiones de bonos, concentrando, prácticamente, el 80% del total, a lo largo de todo el periodo objeto de análisis.

Al igual que en los últimos tres años, durante 2017 los sectores Tecnología y Telecomunicaciones, así como Petróleo y Energía, continúan aglutinando el 80%, aproximadamente, del total de las emisiones de bonos; con un 34,0% y el 42,1% de cuota de mercado, respectivamente. Esta circunstancia reside en el carácter intensivo, en lo que a capital se refiere, de las actividades que desarrollan. Asimismo, el sector energético español ha sufrido tensiones financieras a lo largo de su historia, lo cual ha estimulado la búsqueda de alternativas de financiación. De esta manera, han logrado reducir su dependencia la financiación bancaria tradicional.

A una distancia considerable y en niveles que rondan el 10%, a lo largo de todo el periodo analizado, se encuentran las emisiones de empresas Concesionarias. En cuarto lugar, se encuentran las emisiones de bonos por parte de las empresas dedicadas al sector de la Ingeniería y la Construcción; que a lo largo de la fase evaluada han representado valores comprendidos entre el 6% y el 7,5% de total.

Por último destacar la irrupción del sector inmobiliario en los mercados de deuda. Si en 2014 aportaban, únicamente, el 1% de toda la financiación a través de bonos de las empresas no financieras del Ibex35, con las cuentas consolidadas correspondientes al ejercicio 2017, la cifra se eleva hasta el 5%. Se manifiesta, así, el buen momento que atraviesa la actividad inmobiliaria en el mercado español, la cual está siendo capaz de atraer el creciente apetito inversor que existe actualmente en los mercados.

Gráfico 6. Destino de las emisiones de bonos para los inversores, en función de los diferentes sectores, en porcentaje

