



Solution

***Primer Informe:  
Calificación crediticia de las  
empresas españolas***

24 de junio de 2014



## ***Calificación crediticia de las empresas españolas***

Bravo Capital, con su nuevo Departamento de Bravo Analytics, ha hecho un análisis de los estados financieros de las empresas españolas al cierre del 2013 y 2012 –para el 2014 aún no están disponibles todas las cuentas- aplicando su propio modelo financiero y utilizando técnicas estadísticas y de *Big Data*. En concreto, ha analizado las 26.401 empresas españolas que han presentado cuentas en el Registro Mercantil cuyas ventas eran superiores a 5 millones de euros –excluyendo entidades financieras e inmobiliarias-. Asimismo se ha calculado el rating financiero de las empresas españolas cotizadas para analizar su evolución y distribución.

Las conclusiones del análisis son las siguientes:

- ✓ La calificación obtenida por nuestras empresas es de BBB- en 2013, o utilizando nuestro rating numérico de 1 a 10 han obtenido 5,01 puntos en 2013 (\*).
- ✓ El rating medio del 2013 mejora ligeramente frente a 2012 (4,99 puntos o BB+).
- ✓ El 66% de las empresas se concentra en los rangos de BB y BBB.
- ✓ El 52% de las empresas presenta una calificación crediticia por debajo de grado de inversión, esto es por debajo de BBB-.
- ✓ El sector con menor calificación crediticia es el sector construcción con un BB o 4,2
- ✓ El tamaño de empresa influye favorablemente en el rating y hay que tener en cuenta que un 71% de las empresas de la muestra facturan entre 5 y 20 millones de euros.
- ✓ Las empresas cotizadas del IBEX 35 tienen mejores ratings que la media de España, pero las cotizadas no-IBEX presentan peores ratings que la media nacional.

**CONCLUSIÓN:** Las empresas españolas presentan una calificación crediticia en línea con la calificación del Reino de España, con una tendencia claramente positiva. Las empresas deberían continuar fortaleciendo sus balances, algo que también vendrá naturalmente a medida que se recuperan las ventas y el EBITDA, así como avanzar en dos asuntos pendientes: ganar en tamaño -continuaremos viendo consolidación en los distintos sectores- y en transparencia. La tendencia es positiva.

(\*) El cálculo ha utilizado la mediana vs la media para eliminar los extremos de la muestra



## **Ámbito y metodología del estudio**

Este documento analiza la evolución de los rating de las empresas españolas inscritas en el Registro Mercantil con facturación anual superior a 5.000.000 € a cierre de los años 2012 y 2013. Hemos excluido las empresas sin CNAE disponible, así como sociedades en concurso de acreedores y aquellas que no hayan presentado datos completos al Registro Mercantil. No contemplamos cuentas consolidadas de grupos de empresas, sino empresas a nivel individual.

La muestra objeto de este estudio es de 26.401 empresas españolas que cumplen con los requisitos descritos anteriormente en ambos ejercicios. A modo de referencia, el conjunto de estas empresas tienen una facturación agregada de 1,2 billones de euros, que equivale al 117% del PIB nacional.

Entendemos el rating como la calificación crediticia de una empresa y la asignación de un índice representativo de su nivel de riesgo, valorando su capacidad para cumplir sus compromisos tanto en el corto como en el largo plazo.

Nuestro algoritmo de Rating crediticio emplea múltiples ratios para el estudio en cuestión, que podemos agrupar en ratios de actividad, liquidez, apalancamiento, solvencia, rentabilidad, estructura de capital, tamaño y crecimiento, combinando de forma econométrica-estadística estos ratios una vez comparados con empresas del mismo sector y del mismo rango de tamaño.

Las variables financiera principales utilizadas en este estudio de calidad crediticia son facturación, EBITDA, gastos financieros, deuda, tesorería, activo, circulante y antigüedad de la empresa.

Hemos diseñado un rating que valora las empresas entre 0 y 10, siendo el 10 la valoración óptima, con su equivalencia en el estándar de letras en el mercado financiero. La mayor calificación, AAA, equivale a una nota superior a 9,5. El “grado de inversión” equivale a un rating superior a BBB-, que equivale a una nota superior a 5,0. En la tabla siguiente mostramos la equivalencia entre ambas valoraciones.

Para facilitar la interpretación de estas notas podemos agrupar a las empresas en cinco grupos, en función de su capacidad financiera:

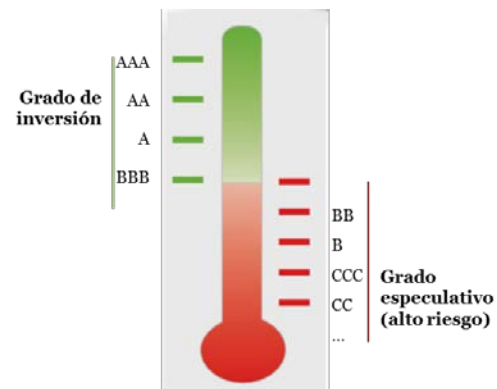
- **Grupo de los A (6.2% de la muestra):** empresas muy sólidas, con fuerte capacidad para cumplir sus compromisos financieros.
- **Grupo de los BBB (42% de la muestra):** empresas con buena capacidad de pago, aunque condiciones económicas adversas o cambios coyunturales pueden debilitar su capacidad de pago. Donde BBB- es la menor nota para obtener *investment grade* o grado de inversión.
- **Grupo de los BB (46% de la muestra):** empresas que, aunque puedan presentar fortalezas, existe cierta incertidumbre respecto a su capacidad para cumplir sus compromisos financieros. Puntuación que no alcanza el “aprobado” (<5,0 puntos), donde BB+ es la nota inmediatamente inferior a *investment grade*.



- **Grupo de los B (5% de la muestra):** Empresas más vulnerables con condiciones adversas del negocio, financieras y económicas pero que actualmente tienen la capacidad de cumplir con sus compromisos financieros.
- **El Grupo de los C o menos (0,19% de la muestra):** Empresas actualmente vulnerables y dependiente de condiciones favorables para el negocio, financieras y económicas para cumplir con sus compromisos financieros.

**Tabla 1: Escala de rating: equivalencia**

Bravo Rating	Escala numérica
AAA	$9.9 \leq r < 10$
AA+	$9.6 \leq r < 9.9$
AA	$9.2 \leq r < 9.6$
AA-	$8.5 \leq r < 9.2$
A+	$8 \leq r < 8.5$
A	$7.6 \leq r < 8$
A-	$6.9 \leq r < 7.6$
BBB+	$6.2 \leq r < 6.9$
BBB	$5.6 \leq r < 6.2$
BBB-	$5.0 \leq r < 5.6$
BB+	$4.4 \leq r < 5.0$
BB	$3.9 \leq r < 4.4$
BB-	$3.3 \leq r < 3.9$
B+	$2.7 \leq r < 3.3$
B	$2.2 \leq r < 2.7$
B-	$1.6 \leq r < 2.2$
CCC+	$1.4 \leq r < 1.6$
CCC	$1.2 \leq r < 1.4$
CCC-	$1.0 \leq r < 1.2$
CC	$0.8 \leq r < 1.0$
C	$0.6 \leq r < 0.8$
DDD	$0.4 \leq r < 0.6$
DD	$0.2 \leq r < 0.4$
D	$0 \leq r < 0.2$



Fuente: elaboración propia.



## **Introducción**

Los agentes financieros utilizan criterios propios de calificación crediticia llamados Rating para decir si prestan dinero a una empresa y en qué condiciones.

El Rating Crediticio es una opinión de la comunidad financiera (bancos, inversores u otros agentes) sobre la calidad crediticia o riesgo de insolvencia de una empresa. Esta opinión se resume en la mayoría de los casos en una nota o calificación de riesgo de crédito siguiendo una escala numérica o de letras estandarizada. Veremos en este informe que España está compuesta principalmente por pequeñas empresas y el tamaño importa para el rating: menor tamaño mayor penalización en el rating dado que las empresas son más vulnerable. Además a menor calidad crediticia empeoran las condiciones de acceso al crédito.

El propio FMI y otros organismos internacionales en 2012, en el Memorando de Entendimiento Sobre Condiciones de Política Sectorial Financiera, y más recientemente el 8 de junio de 2015 en su informe el FMI comentan que:

- ❑ **Es esencial reducir los obstáculos al crecimiento de las PYMEs.** Las empresas españolas tienden a ser más pequeñas, menos productivas y menos orientadas a la exportación que las de sus pares europeos.
- ❑ **Los esfuerzos para fortalecer el acceso de las PYMEs a la financiación proveniente del mercado deberían continuar.** La financiación bancaria seguirá siendo dominante, e iniciativas tales como el plan Juncker serán positivas en este sentido. Sin embargo, **la financiación no bancaria debería desarrollarse más**, incluyendo a través de mercados alternativos, capital de riesgo y titulización, mejorando la transparencia y la exactitud de la información financiera.

En este escenario donde las empresas deben diversificar sus fuentes de financiación, gana importancia el hecho de que cada empresa conozca su calificación crediticia en relación al resto de empresas españolas, tanto de su sector como sus comparables por tamaño.

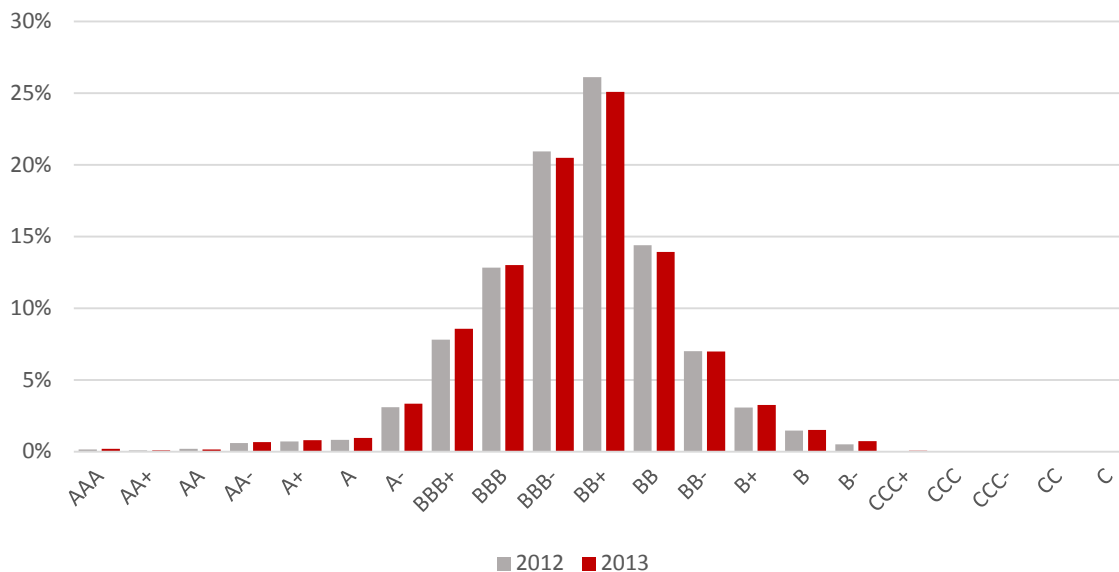
## **Distribución de empresas por escalón crediticio:**

Utilizando la metodología descrita hemos calificado a las empresas con una nota numérica y también con su correspondiente rating en formato letra siguiendo el estándar internacional.

A continuación vemos la gráfica y la tabla de dispersión por nota de las empresas españolas con más de 5 millones de facturación en 2012 y 2013.



**Gráfico 1: Distribución de empresas por rating (%)**



Fuente: Elaboración propia

### **RATING DE LA EMPRESAS ESPAÑOLAS ANALIZADAS: aprobado con 5,01 puntos (BBB-).**

Nuestro estudio arroja un rating de 5,01 puntos en 2013 para las más de 26.000 empresas españolas de la muestra (5,01 es la mediana, es decir eliminando de la muestra los extremos). Este nivel equivale a un BBB-, junto el mínimo necesario para ser considerado “grado de inversión”.

La calificación mejora ligeramente con respecto al año anterior, que era de 4,99 (BB+). Hay que resaltar que el año 2013 fue un año de contracción económica y de fuerte restricción en el crédito bancario. Esto quiere decir que el empresariado consiguió mejorar su situación de solvencia a pesar de las dificultades del entorno.

Un 25% de las empresas analizadas presentan una calificación crediticia de BB+. Además, hay un grado de concentración muy elevado, ya que el 66% de las compañías se sitúan en los rangos BB y BBB. En este punto es importante destacar que el acceso a financiación bancaria marca a las empresas unos límites en cuanto al apalancamiento máximo que pueden tener, por tanto, es el propio sector financiero el que con los términos y condiciones de los contratos establece límites en cuanto al endeudamiento, cobertura de intereses y otros ratios que resultan en que las empresas no puedan estar naturalmente por debajo de BB. Por debajo de BB- la probabilidad de impago resulta en general alta para aprobar operaciones de financiación.



**Tabla 2: Número de empresas por rating**

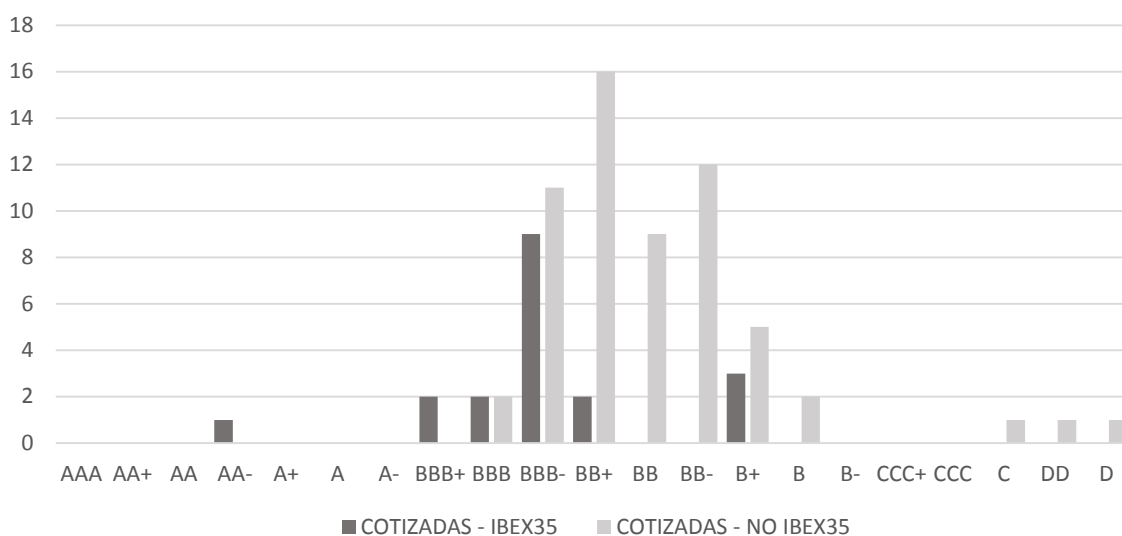
	Numero Empresas 2012	Numero Empresas 2013	Var. Numero de Empresas	Rating 2013
AAA	43	51	8	9.98
AA+	22	22	0	9.67
AA	52	44	-8	9.34
AA-	157	176	19	8.74
A+	187	210	23	8.18
A	216	256	40	7.74
A-	819	885	66	7.15
BBB+	2060	2262	202	6.46
BBB	3388	3437	49	5.83
BBB-	5528	5407	-121	5.22
BB+	6892	6623	-269	4.66
BB	1853	1843	-10	3.60
BB-	3798	3675	-123	4.12
B+	815	863	48	2.97
B	392	400	8	2.42
B-	134	193	59	1.91
CCC+	12	17	5	1.48
CCC	15	13	-2	1.24
CCC-	9	12	3	1.05
CC	8	6	-2	0.83
C	1	1	0	0.70
<b>Promedio</b>	<b>26401</b>	<b>26396</b>	<b>-5</b>	<b>5.01</b>

Fuente: Elaboración propia

Otro factor que determina el posicionamiento en un nivel de rating es la rentabilidad para el accionista vs riesgo financiero, donde las empresas pueden decidir posicionarse.

Hemos analizado también utilizando nuestro algoritmo de rating a las empresas cotizadas en la bolsa de Madrid. El gráfico siguiente muestra el resultado:

**Gráfico 2: Rating de empresas cotizadas en la Bolsa de Madrid (nº de empresas)**



Fuente: Elaboración propia



**Las empresas del IBEX 35 tienen una distribución mejor que la media española, mientras que las NO IBEX 35 peor que la media de España.**

El mismo fenómeno de concentración entre dobles Bs y triple Bs se sigue observando entre las cotizadas a año de 2015 utilizando sus Ratings públicos disponible en sus sitios webs.

**Tabla 3: Rating público de empresas del Ibex 35**

Calificación crediticia	S&P	Moody's
AAA		
AA		
A		
<b>BBB</b>	Red Eléctrica (BBB+) Enagás (BBB) Endesa (BBB) Iberdrola (BBB) Ferrovial (BBB) Abertis (BBB) Telefónica (BBB) Repsol (BBB-)	Iberdrola (Baa1) Endesa (Baa2) Gas Natural (Baa2) Telefónica (Baa2) Repsol (Baa2) Amadeus (Baa2)
<b>BB</b>	ACS (BB+) IAG (BB)	Grifols (Ba2) IAG (Ba3)
<b>B</b>	Abengoa (B)	OHL (B1) Abengoa (B2)
CCC		
CC		
C		

Fuente: compañías.

### **Rating por sectores: bien en sanidad/ industria extractiva, mal en construcción**

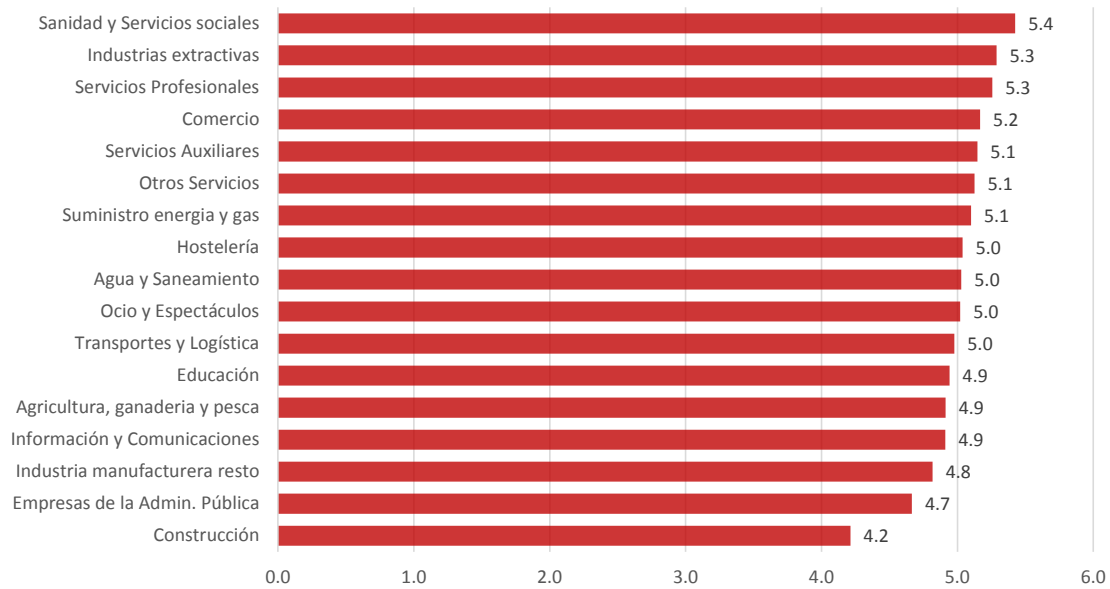
Utilizando la escala numérica de 0 a 10 vemos que el sector de la construcción ha sido el que más ha sufrido con la ralentización de la economía española tras la crisis. Los sectores con peor puntuación son Construcción con 4,2 (BB) y Administración pública y Defensa con 4.7 (BB+). Ambas con nota inferior al 5, lo que supone problemas financieros y de acceso al crédito bancario. La mejor calificación, destacando sobre el resto, se encuentra en el sector Sanitario con 5,4 (BBB-). Le siguen los sectores de Industria extractiva con 5,3 (BBB-) y actividades profesionales, científicas y técnicas (BBB-). Es importante resaltar que el Rating es algo vivo y con el tiempo puede haber cambios en el orden de los mejores y peores sectores.

En el siguiente cuadro pueden observar todos los sectores con su calificación a cierre de 2013.





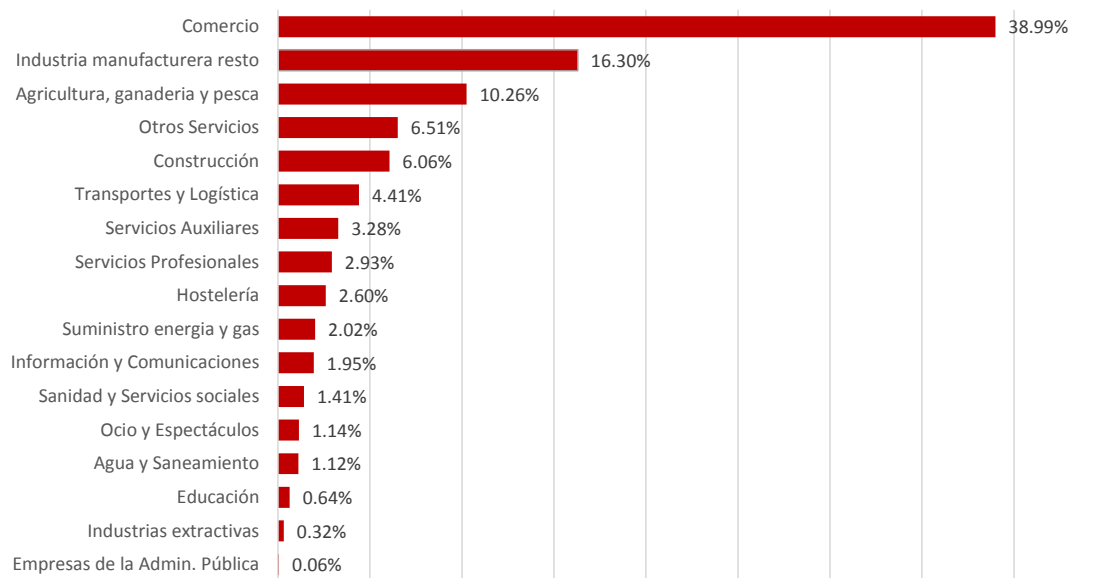
**Gráfico 3: Rating por sectores**



Fuente: Elaboración propia

En el siguiente cuadro se puede observar el número de empresas por sector. Destaca el volumen del sector Comercio con casi 39% del total, lo que refleja la importancia de este sector en nuestra economía. Tiene una calificación del 5,2; por encima de la media y además mejora respecto al año anterior.

**Gráfico 4: Número de empresas por sector**



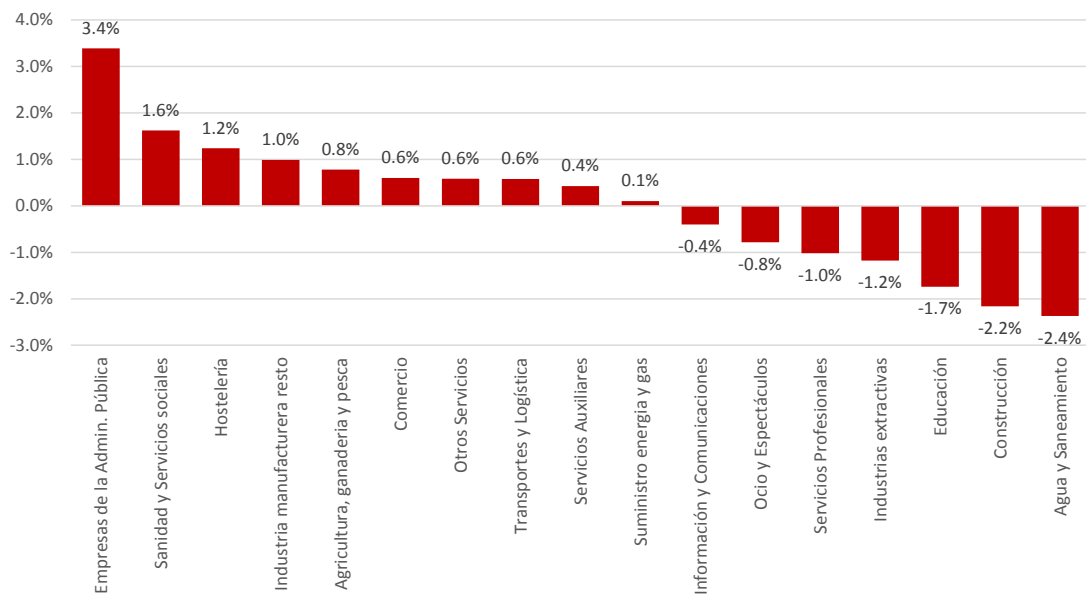
Fuente: Elaboración propia



## **Evolución de los rating por sectores**

También nos parece importante la progresión de un año a otro por sectores. En este sentido destacan el crecimiento de Administraciones Públicas y Defensa, que mejora un 3,4%, Sanidad 1,6% e hostelería 1,2%.

**Gráfico 5: Evolución de rating por sectores**



Fuente: Elaboración propia

Sin embargo, hay varios sectores que han empeorado respecto al año anterior, especialmente: Aguas y Saneamiento (-2,4%) Construcción (-2,2%), Educación (-1,7%) e Industrias extractivas (-1,2%).

## **Desglose por facturación: el tamaño importa**

Utilizando la escala numérica de 0 a 10, vemos a través de la tabla 4 una mejora en la mediana del Rating a medida que aumenta el tamaño de la empresa, medido por su volumen de facturación.

La variación de 4.96 a 5.23 puede parecer pequeña, pero no lo es. Principalmente cuando tenemos en consideración que una empresa necesita un 5,0 (que se traduce a una nota BBB- en la escala textual) para recibir el grado de inversión.



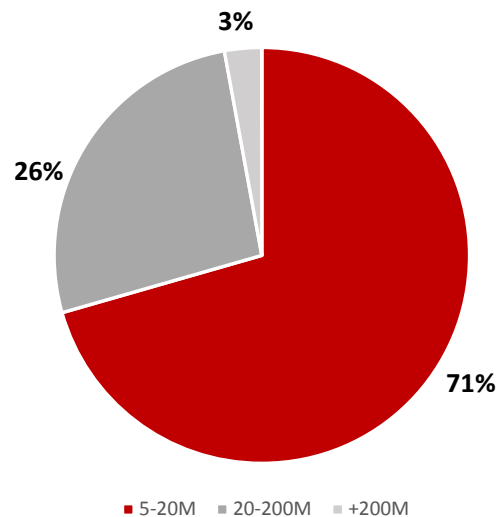
**Tabla 4: Rating por facturación**

	Nº de Empresas	Rating 2012	Rating 2013	% Var. Rating
€ 5 - € 20MM	18628	4.94	4.96	0.36%
€20 - € 200MM	7009	5.09	5.11	0.47%
+ € 200MM	764	5.23	5.23	0.13%
<b>Promedio</b>	<b>26401</b>	<b>4.99</b>	<b>5.01</b>	<b>0.38%</b>

Fuente: Elaboración propia

El hecho de que un número mayor de empresas grandes obtenga el grado de inversión, conlleva un mejor acceso a financiación en mejores condiciones.

**Gráfico 6: Peso por Facturación**



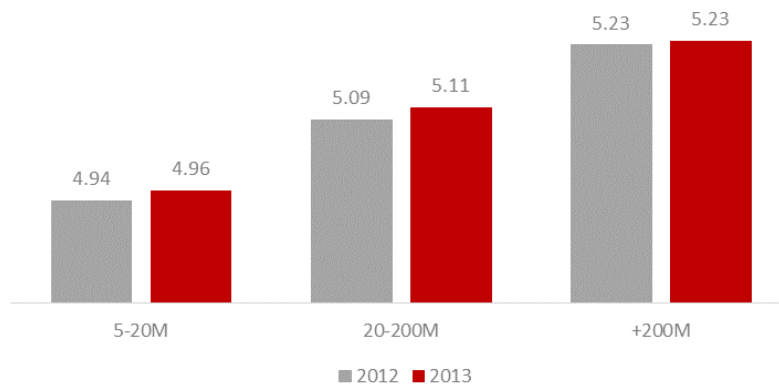
Fuente: Elaboración propia

Es reseñable cómo, a pesar de que el segundo rango de facturación es amplio (€ 20-200MM), supone tan solo un 26% de la muestra y las empresas con facturaciones de € 5-20MM son el 71%. España es un país de empresas pequeñas, un factor que les afecta negativamente en el análisis cuantitativo ya que el tamaño es una de las variables consideradas en nuestro modelo.

**España es un país de empresas pequeñas y medianas, en un mundo de grandes empresas, donde el tamaño implica en mejores Rating y facilita el acceso a financiación.**



**Gráfico 7: Evolución del Rating por Facturación**



Fuente: Elaboración propia

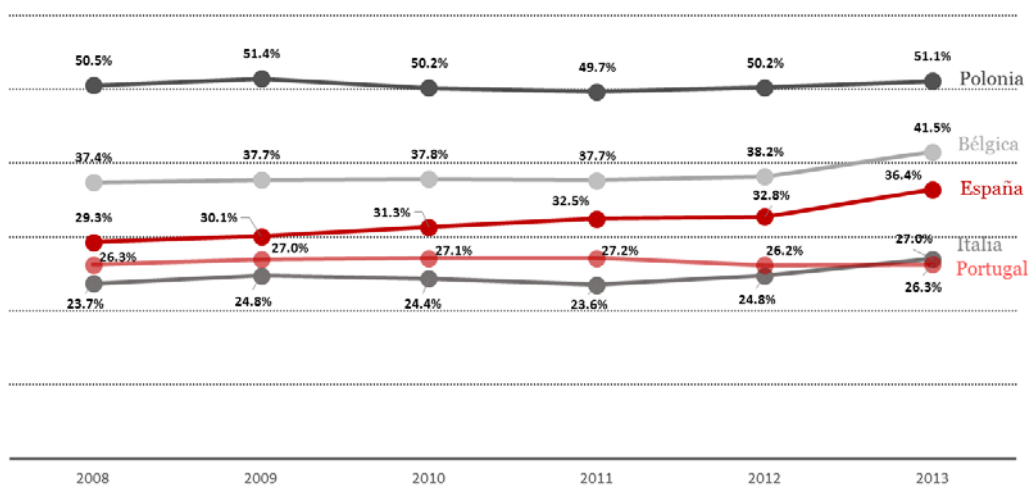
Se observa que todas las empresas, independiente de su nivel de facturación, han pasado por el ejercicio de mejorar su Rating en el año de mayor recorte en las líneas bancarias (2013).

### **Situación del crédito a las empresas**

#### **a) Ratio [Fondos Propios / Total Pasivos]**

Evidenciamos aún más la importancia de tener un Rating en los niveles doble Bs y triple Bs en los últimos años cuando analizamos la evolución del ratio [Fondos Propios / Total Pasivos] en nuestro país y en algunos de nuestro vecinos. Este ratio nos da una idea de cómo financia la empresa su capital. Cuanto mayor es el ratio, mayor es el grado de solvencia de la empresa. En Europa este ratio ha variado mucho desde 2008, particularmente en España creció un 24% entre 2008 y 2013 de un 29,3% a 36,4% según la tabla construida con los datos del Banco de España.

**Gráfico 8: Evolución del Rating por Facturación**



Fuente: Elaboración propia

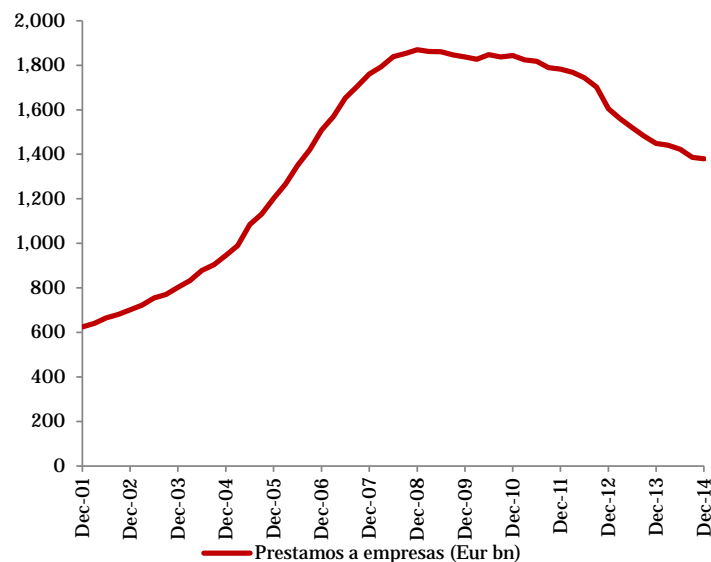


En la gráfica se ve que el ratio para España ha ido creciendo de forma paulatina y que entre 2012 y 2013 junto con Bélgica ha dado un estirón importante, esto se explica en gran medida por la cancelación de líneas de créditos por parte de entidades bancarias forzadas a conseguir la solvencia adecuada para aprobar en los famosos Ejercicios de Stress de la banca.

### **Las empresas españolas han logrado mejorar su Rating en el año con mayores recortes en líneas de financiación.**

Como los ejercicios de stress están muy ligados a los niveles de provisiones que la banca tiene que lograr, en 2013 las empresas españolas se han visto en un escenario de recortes de sus líneas de crédito. Se observa en el mismo periodo, un aumento visible de empresas en los niveles A y rango BBB como se vio anteriormente en la en la gráfica 1. Lo que demuestra que las empresas españolas han hecho un esfuerzo importante que les ha mejorado su rating. En muchos casos esto ha significado tener que vender activos importantes de su balance y llegando al extremo de la aportación de patrimonio familiar al negocio de la empresa en forma de deuda o capital directamente. Otros países no han logrado tanto éxito como las empresas españolas en este duro ejercicio, Portugal e Italia, ambos han tenido momentos donde el patrimonio neto ha bajado debido al alto volumen de quiebras de sus empresas, empresas que terminaron con patrimonio neto negativo.

**Gráfico 9: Crédito bancario a empresas en España (saldo vivo, en miles de M €)**



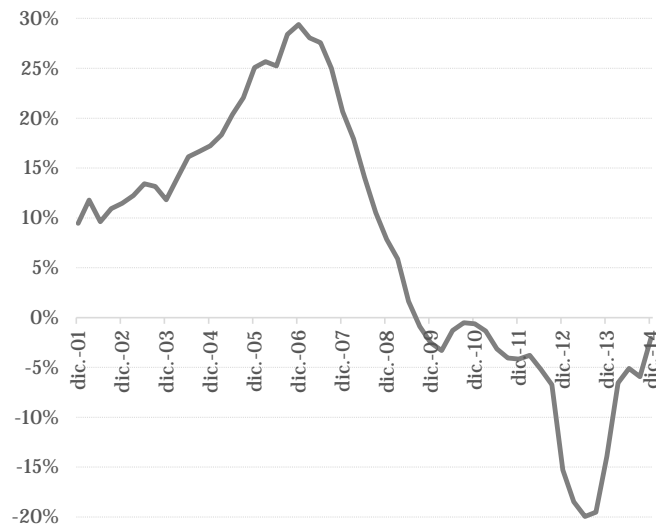
Fuente: Elaboración propia

Finalmente, se observa en la gráfico 9 una caída de un 34% desde el máximo de ciclo el marzo 2009. Se puede resaltar cambios en la regulación bancaria y reestructuraciones, además del empeoramiento de los ratios financieros de las empresas. En el gráfico 10 se puede ver que todavía en el año 2014 seguía descendiendo el crédito a las empresas (-2%), si bien en el último



trimestre del año se produjo un ligero incremento inter-trimestral, por primera vez desde el comienzo de la crisis.

**Gráfico 10: Crédito bancario a empresas en España (saldo vivo, en miles de M €)**

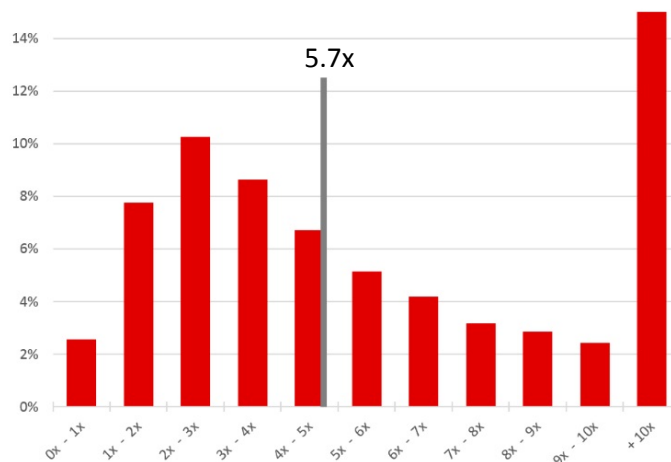


Fuente: Elaboración propia

## ***Estudio de los ratios de empresas españolas***

El **ratio de cobertura de intereses** (Gráfico 11) se interpreta en cuántas veces el EBITDA de la empresa de un año cubre los gastos financieros de ese mismo año. Cuanto mayor este ratio, mayor solvencia de la empresa y mayor posibilidad de financiación. Hemos separado el grupo de +10x por creer que no son comparable por tener muy pocos gastos financieros. Aunque la mediana de España sea 5,7x, hay un volumen importante de empresas por debajo de 3x, con un nivel de riesgo relativamente alto.

**Gráfico 11: Ratio de cobertura de interés (EBITDA / Gastos financieros brutos):**

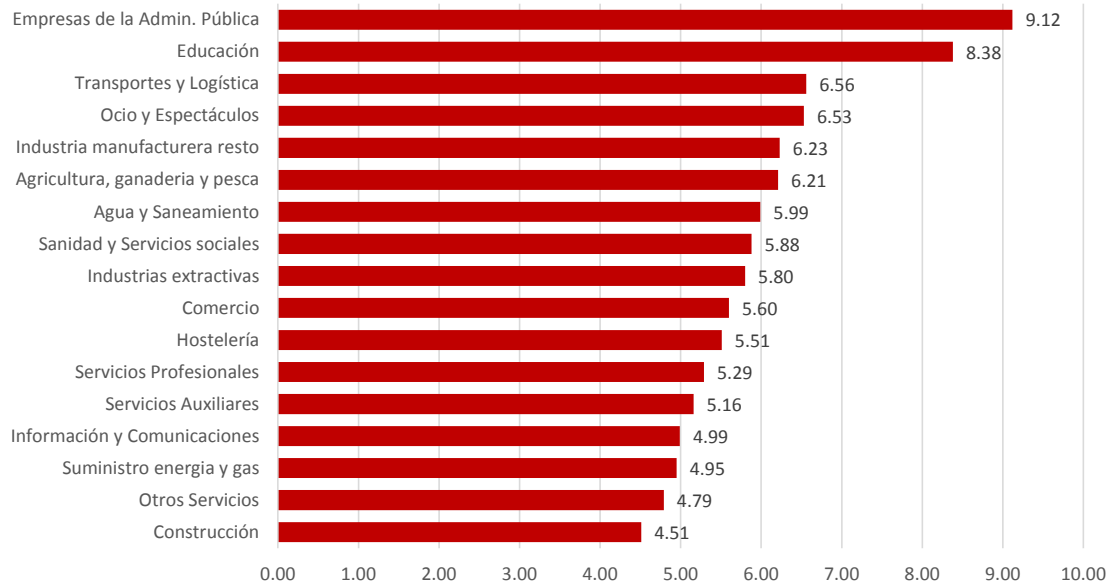


Fuente: Fuente: Bravo Capital, basado en datos del Registro Mercantil para las compañías españolas con ventas > 5 M€, excluyendo compañías a las que no se aplica este ratio: Ebitda negativo o gastos financieros igual a cero.



La evolución de este ratio depende de una combinación de factores. Un mejor ratio puede deberse al buen comportamiento del resultado operativo, o a una reducción del nivel de endeudamiento, o bien de un menor coste de financiación.

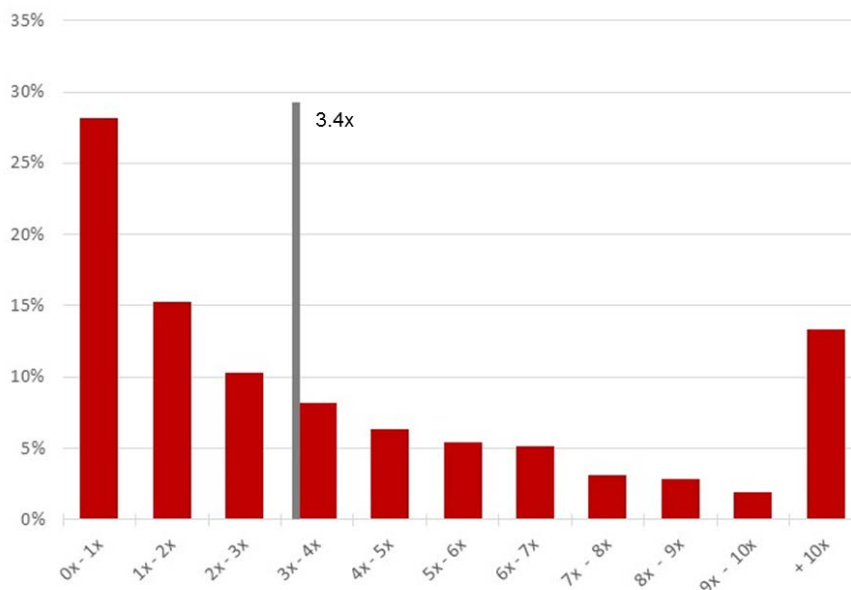
**Gráfico 12: Ratio de cobertura de interés (EBITDA / Gastos financieros brutos) - comparativa sectorial:**



Fuente: Fuente: Bravo Capital, basado en datos del Registro Mercantil para las compañías españolas con ventas > 5 M€, excluyendo compañías a las que no se aplica este ratio: Ebitda negativo o gastos financieros igual a cero.

Para el estudio del apalancamiento financiero, utilizamos el ratio **Deuda Financiera Bruta/EBITDA** (Gráfico 13), lo que significa cuantas veces mayor es la deuda financiera a la generación de caja operativa de la empresa en cuestión o en cuantos años repagaría la empresa su deuda atendiendo a la caja operativa que genera. Cuanto menor es el ratio más capacidad de captar financiación.

**Gráfico 13: Ratio de Deuda Financiera Bruta / EBITDA:**



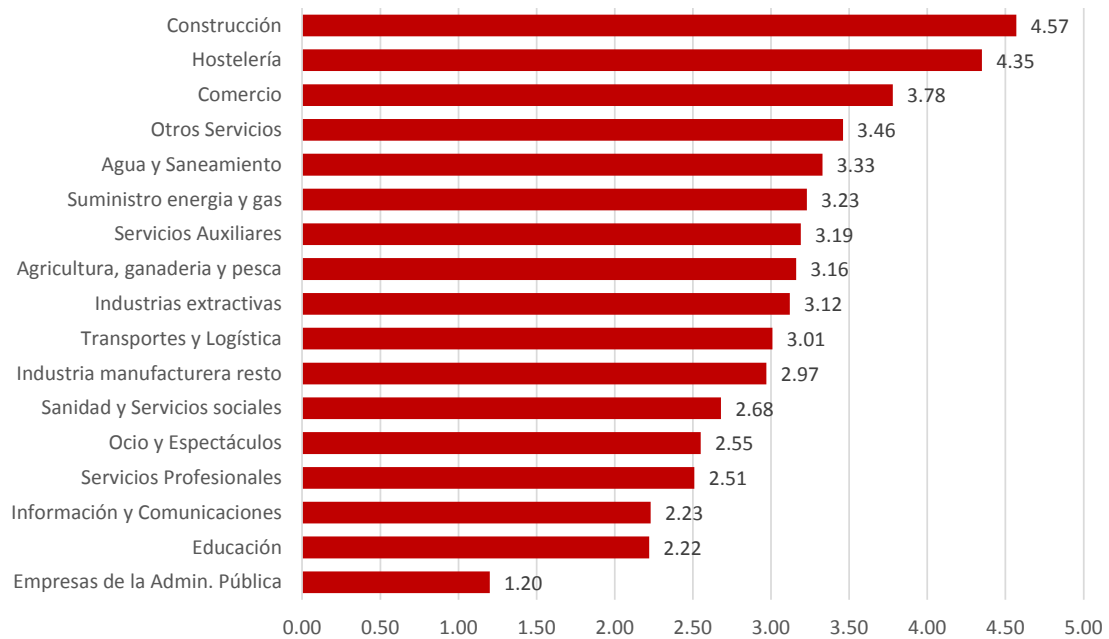
Fuente: Fuente: Bravo Capital, basado en datos del Registro Mercantil para las compañías españolas con ventas > 5 M€, excluyendo compañías a las que no se aplica este ratio: Ebitda negativo o gastos financieros igual a cero.



Un ratio de apalancamiento de más de 4x generalmente es alto para la banca. En el gráfico 14 podemos observar el apalancamiento financiero de los diferentes sectores.

De dicho gráfico podemos extraer la situación de deuda en la que se encuentran sectores aun afectados por la crisis como la construcción, y sectores que necesitan fuertes inversiones en inmovilizado para realizar su actividad como el sector hotelero. Ambos sectores impactados fuertemente por la crisis en su capacidad para generar caja (EBITDA) lo que no ayuda a mejorar el ratio.

**Gráfico 14: Ratio de Deuda Financiera Bruta / EBITDA - comparativa sectorial:**



*Fuente: Fuente: Bravo Capital, basado en datos del Registro Mercantil para las compañías españolas con ventas > 5 M€, excluyendo compañías a las que no se aplica este ratio: Ebitda negativo o gastos financieros igual a cero.*

## **Conclusión**

La calificación crediticia de las empresas españolas está justo por debajo del rating del Reino de España (Baa2 Moodys, BBB Standard and Poors, BBB+ Fitch) en 2013. Este rating está determinado en gran medida por los términos y condiciones que se establecen en la financiación bancaria (límites máximos de endeudamiento a las empresas entre otros límites). Muestra una tendencia clara de mejora, que continuará en 2014, y que ha venido motivada por un reforzamiento de los recursos propios debido a una reducción de las líneas bancarias disponibles a las empresas, reducción que ha tenido que ser cubierta por aportaciones de capital de los socios y ventas de activos. Las empresas deben continuar avanzando en tamaño –consolidación– y transparencia.