

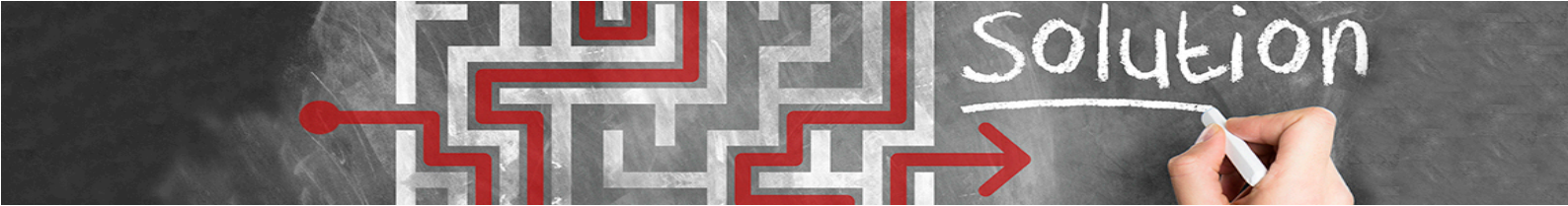
Conclusiones

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, es una realidad que está comenzando a desarrollarse dentro del tejido empresarial español; y que con los precedentes que comentábamos, anteriormente, aún tiene mucho recorrido.

Como hemos analizado, a lo largo de todo el informe, la financiación alternativa se sigue consolidando (tanto en términos absolutos como en términos de importancia sobre 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. **Bravo Capital** entiende 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 octubre de 2017, así como su evolución entre 2014, 2015, 2016 y los primeros seis meses del año.

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 porque está domiciliada en Luxemburgo.

Los datos que hemos utilizado son los correspondientes al cierre del ejercicio de los años 2014, 2015 y 2016, según sus cuentas anuales consolidadas y auditadas y las cuentas correspondientes a los estados financieros intermedios consolidados de 2017.

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, el primer semestre de 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 23% 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, y cuando se trata de mercados públicos supone prepararse y hacer cambios internos en la empresa.



Resultado del análisis:

- ✓ La financiación mediante bonos y obligaciones continúa incrementándose en las empresas del Ibex35 durante el primer semestre de 2017.
- ✓ Doce compañías del Ibex35 captan más de la mitad de sus recursos financieros a través de la emisión de bonos.
- ✓ En el primer semestre de 2017, la financiación mediante bonos de las empresas (no financieras) del Ibex35 sigue ganando peso respecto a 2016.
- ✓ En el primer semestre de 2017 se consolida el hecho que las empresas, independientemente de su capitalización bursátil, tienen la posibilidad de acceder a los mercados de capitales.
- ✓ En todo el periodo de análisis (2014 – primer semestre de 2017), el peso de la financiación mediante bonos se concentra, prácticamente, en un 80% en los sectores Tecnología y Telecomunicaciones y Petróleo y Energía.

La financiación mediante bonos y obligaciones continúa incrementándose en las empresas del Ibex35 durante el primer semestre de 2017.

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 en sus balances consolidados financiación vía mercados de capitales por valor de 130.791 millones de euros, la cifra crece prácticamente un 3% (2,97%) en sus estados financieros intermedios consolidados de 2017; hasta alcanzar los 134.667 millones.

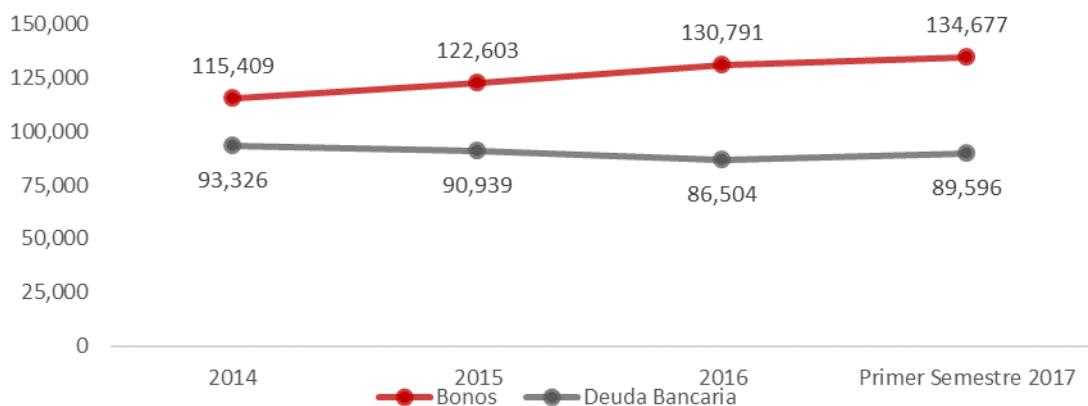
En la primera mitad de 2017, las empresas en las que más se ha incrementado el importe de sus partidas de bonos y obligaciones, han sido ACS, Abertis e IAG con aumentos del 17,80%, 9,17% y 3,04%, respectivamente. No obstante, la empresa más activa en los mercados de capitales durante los seis primeros meses del año ha sido Telefónica. En este periodo la operadora de telecomunicaciones ha emitido deuda por valor de 10.856 millones de euros.

En estos seis meses, también, se ha producido un crecimiento del endeudamiento bancario por parte de las compañías del Ibex35. De esta forma, es la primera vez en los últimos tres años que estas empresas incrementan de forma simultánea tanto su financiación bancaria, como su financiación vía mercado de capitales.

En un contexto como el actual, en que las empresas se encuentran en una situación de crecimiento se ratifica, aún más, la importancia de diversificar las fuentes de financiación con el fin de evitar que situaciones de restricción bancaria como las acontecidas recientemente puedan poner en peligro el desarrollo y el crecimiento empresarial.



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



Fuente. Elaboración propia

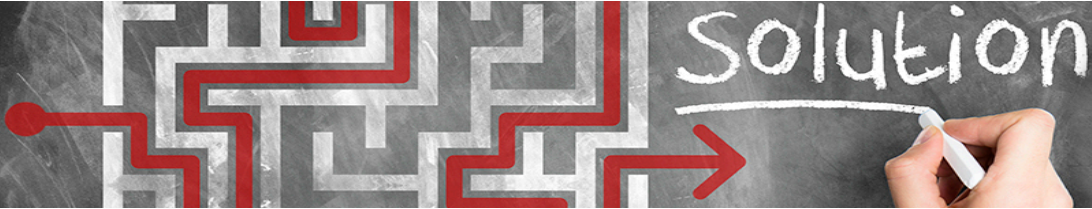
Doce compañías del Ibex35 captan más de la mitad de sus recursos financieros a través de la emisión de bonos.

Cada vez resulta más frecuente que las empresas busquen alternativas a la financiación bancaria. Sin embargo, todavía seis de las empresas no financieras que cotizan en el Ibex35 aún no han acudido a los mercados de capitales para cubrir sus necesidades financieras. No obstante, dos de estas empresas (Inditex y Mediaset) tienen niveles de endeudamiento próximos a cero, por lo que resulta comprensible que no recurran a los mercados de deuda en un futuro inmediato. Las otras cuatro que aún no han realizado una emisión de bonos son Aena, Gamesa, Técnicas Reunidas y Viscofan. Pese a que en este primer semestre del año no ha habido ninguna compañía que haya realizado una emisión de deuda por primera vez, el peso medio de la financiación de bonos ha crecido entre las empresas no financieras del Ibex35.

Si a finales del año pasado la estructura de la deuda de estas compañías reflejaba un 36% de financiación no bancaria, a 30 de junio de 2017 el porcentaje se ha incrementado hasta el 38%. Excluyendo las seis empresas que mencionábamos, anteriormente, el peso de financiación a través de bonos se intensifica hasta el 50%.

Cellnex y Amadeus, ambas con un 85%, y Telefónica con un 80%; son las empresas que presentan una estructura financiera sostenida principalmente en las emisiones de bonos. Les siguen, con un peso de bonos superior al 70% sobre el total de sus pasivos financieros Iberdrola (77%), DIA (75%) y Enagás (73%). El resto de empresas que captan la mitad o más del total de su financiación mediante bonos y obligaciones son Repsol (68%), Gas Natural (67%), Abertis (59%), REE (59%), Merlin Properties y Ferrovial (50%).

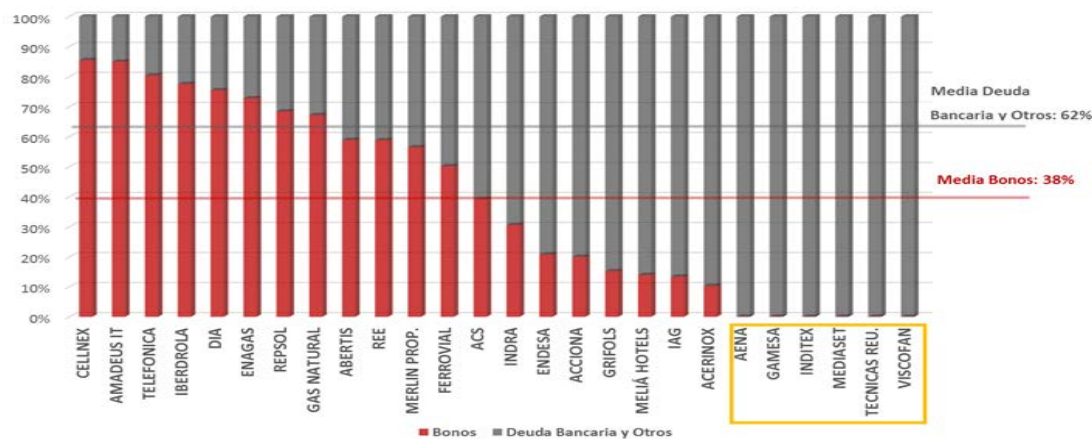
Las ocho empresas restantes con obligaciones y bonos presentes en sus fuentes de financiación son ACS (39%), Indra (31%), Endesa (21%), Acciona (20%), Grifols (15%), Meliá Hotels (14%), IAG (13%) y, finalmente, Acerinox (10%).



Podemos apreciar, 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 y en una situación en la que regulación bancaria resulta cada vez más restrictiva y cambiante, las empresas acuden a los mercados de capitales. Éstos, con condiciones más flexibles, suponen el complemento ideal al sector bancario para que las empresas puedan atender todas las necesidades de crédito que demandan.

En este contexto 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.

Gráfico 2. Estructura del endeudamiento en el primer semestre de 2017 del Ibex35 y su promedio



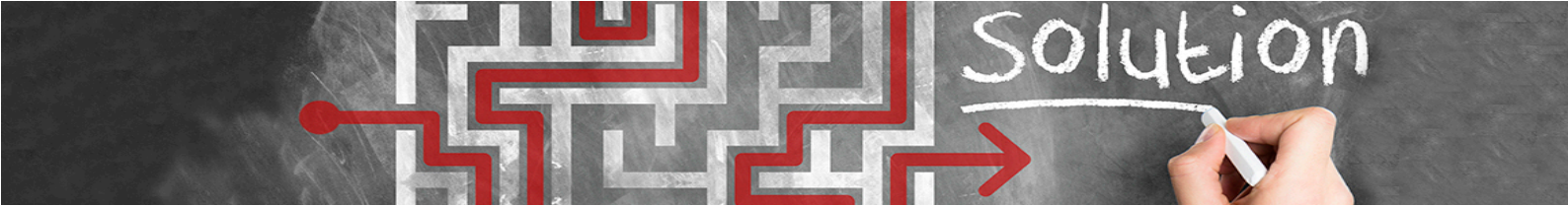
Fuente. Elaboración propia

En el primer semestre de 2017, la financiación mediante bonos de las empresas (no financieras) del Ibex35 sigue ganando peso respecto a 2016.

La financiación mediante bonos sigue adquiriendo importancia en las estructuras financieras de las empresas. En trece de las veinte 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 14,4%, un 9,0% y un 8,2%, respectivamente.

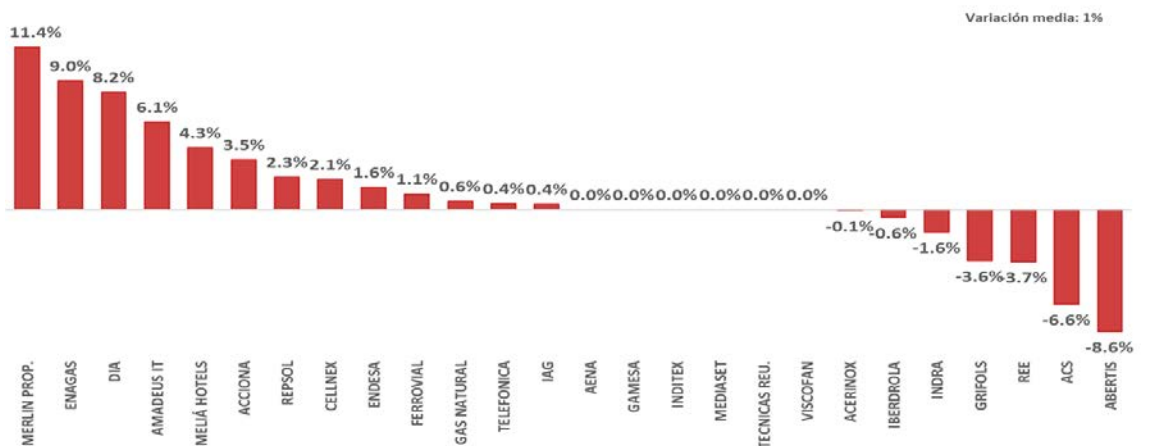
Si hacemos el promedio de las 26 compañías analizadas el peso de financiación mediante bonos se ha incrementado en un 1% respecto al año pasado. Continúa, por tanto, la tendencia a la diversificación de los recursos financieros por parte de las empresas analizadas.

Tras un entorno económico determinado en los últimos años por un periodo de contracción crediticia y desapalancamiento financiero (en la mayoría de los casos necesario), las empresas



se han visto obligadas a buscar alternativas para reducir su dependencia del sector bancario. La emisión de bonos, en el caso de las empresas no financieras que cotizan en el Ibex les ha supuesto una solución eficiente y eficaz para conseguir una mayor diversificación de sus fuentes de financiación.

Gráfico 3. Variación del peso de los bonos sobre la deuda total en primer semestre de 2017 respecto a 2016, en porcentaje



Fuente. Elaboración propia

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

En los años anteriores a 2016 las empresas con un mayor valor de capitalización bursátil eran aquellas en las que el porcentaje de bonos era más significativo dentro del total de su deuda financiera.

Sin embargo, en 2016 se produjo un cambio de dinámica y la financiación mediante bonos y obligaciones comenzó a expandirse entre las empresas del Ibex35 de menor capitalización bursátil. Esta tendencia continúa a lo largo del primer semestre de 2017. Por tanto, se reafirma la expansión y la consolidación de la financiación alternativa dentro de la gran empresa.

El momento de expansión y crecimiento de la financiación alternativa en el que nos encontramos hace que esté comenzando a instalarse en la financiación de empresas con una capitalización bursátil considerablemente inferior a las que cotizan en el Ibex35 (mercado continuo). Y en un contexto macroeconómico como el actual, en el que existe un importante apetito inversor de renta fija, lo razonable sería que este tipo de financiación comenzase a llegar, al igual que ocurre en otros países, a las empresas no cotizadas. En Bravo Capital, estamos convencidos de que la financiación a través de bonos que existe actualmente en España es la punta de lanza de lo que deparará el medio y largo plazo de las empresas españolas.

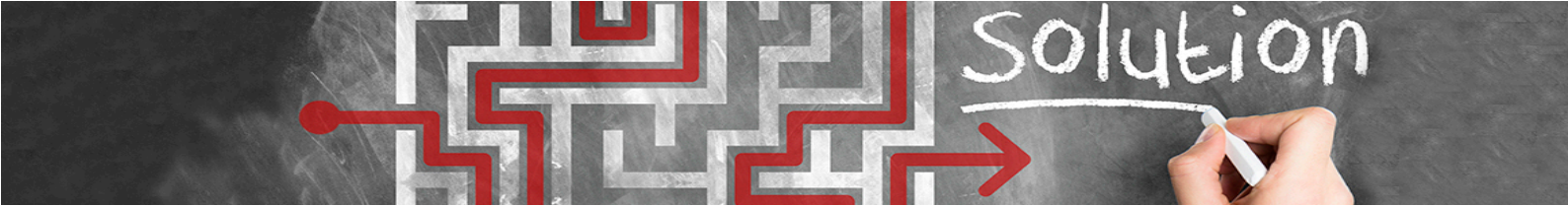
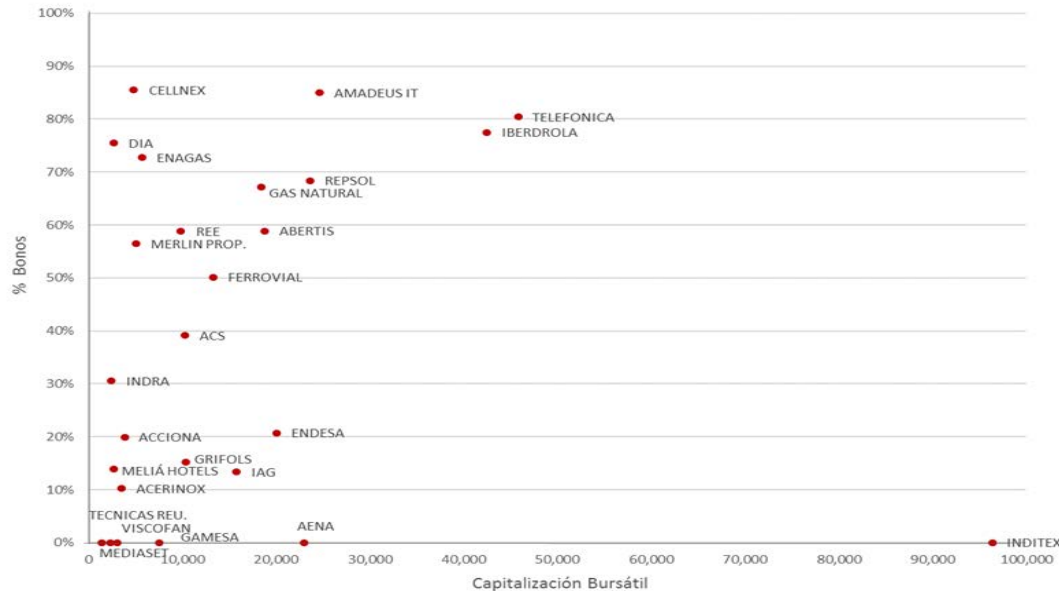


Gráfico 4. Proporción de bonos según el valor bursátil de la compañía (24/10/2017), en porcentaje



Fuente. Elaboración propia

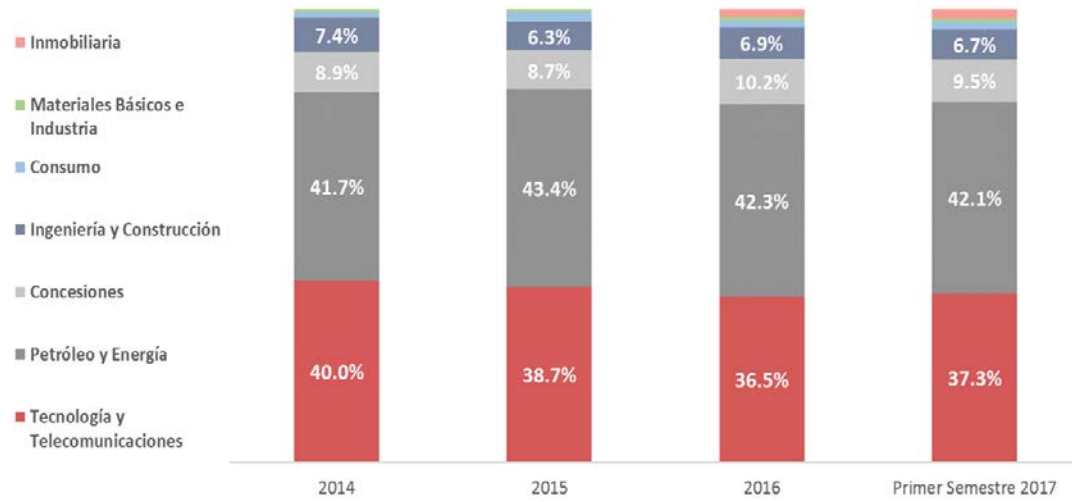
En todo el periodo de análisis (2014 – primer semestre de 2017), el peso de la financiación mediante bonos se concentra, prácticamente, en un 80% en los sectores Tecnología y Telecomunicaciones y Petróleo y Energía.

Al igual que en los últimos tres años, durante el primer semestre de 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 37,3% 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 del periodo analizado, se encuentran las emisiones de empresas Concesionarias. Cabe destacar el caso de Cellnex, que después de la compañía hotelera Meliá Hotels, ha sido la empresa no financiera de Ibex35 que más ha incrementado (30,01%) su cifra de bonos en los primeros seis meses de 2017, respecto al año pasado. 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 ha representado valores comprendidos entre el 6% y el 7,5% de total.



Gráfico 5. Destino de las emisiones de bonos para los inversores, en función de los diferentes sectores, en porcentaje



Fuente. Elaboración propia