



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, la financiación no bancaria es, cada vez más, una realidad en los proveedores financieros de las empresas españolas, ejerciendo de complemento y, en algunos casos, alternativa a la financiación bancaria tradicional.

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 de las principales compañías cotizadas del Ibex. También, este tipo de financiación se está expandiendo con gran celeridad dentro del resto de las compañías cotizadas, de menor capitalización que las del principal índice bursátil español. Asimismo, desde **Bravo Capital** entendemos que el futuro inmediato de los mercados de deuda en España pasa por una mayor incorporación de las pymes a este tipo de mercados y dado que nuestro tejido empresarial está prácticamente compuesto por este tipo de empresas el potencial es enorme.

La concienciación de la gran mayoría de las empresas españolas, a raíz de enorme contracción crediticia que se produjo en los años posteriores a la crisis de 2008, sobre la necesidad de diversificación en las fuentes de financiación de una compañía ha normalizado este tipo de financiación en el ecosistema empresarial español. No obstante, existe todavía, un largo camino por recorrer.

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. Además, en este tipo de mercados, menos maduros y con mayor potencial que los tradicionales, el apetito inversor se encuentra más enérgico.

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 Ibex 35, a 28 de agosto de 2019, así como la evolución a lo largo del periodo comprendido entre 2015 y 2018.

Para este análisis no hemos incluido a las entidades de servicios financieros y seguros que pertenecen al índice bursátil de referencia en España, 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 Ence y MásMóvil, las cuales comenzaron a cotizar en el Ibex 35 el pasado 24 de diciembre de 2018 y el 24 de junio de 2019, respectivamente. Estas compañías se han incorporado al informe de este año sustituyendo a Día y Técnicas Reunidas, que pasaron a integrarse en el mercado continuo en las fechas citadas anteriormente.

Los datos que hemos utilizado son los correspondientes al cierre del ejercicio de los años 2015, 2016, 2017 y, finalmente, 2018, 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.



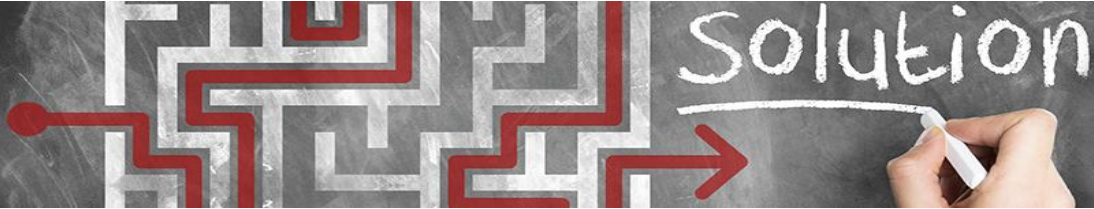
Introducción

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 2015, 2016 2017 y, por último, 2018.

Las grandes empresas españolas se sitúan a la vanguardia, en cuanto a la diversificación de sus fuentes de financiación se refiere. Muchas de estas empresas dejaron, hace ya mucho tiempo, 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 cinco compañías del Ibex35, excluyendo bancos y aseguradoras, (18,52% del total) que todavía no han realizado nunca ninguna emisión en los mercados de deuda. No obstante, respecto al informe anterior sobre las cuentas de 2017, ha habido una nueva incorporación en este tipo de operaciones (Cie Automotive). Fuera del Ibex35, son mayoría las empresas que siguen sin emitir bonos, u obligaciones de deuda similares. El conjunto de las empresas españolas (cotizadas y no cotizadas) presentan, todavía, un reducido importe de financiación no bancaria. Según diversos estudios muy inferior al de los países de nuestro entorno OCDE. 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:

- ✓ A lo largo del 2018, la financiación mediante bonos y obligaciones continuó creciendo entre las empresas del Ibex35 (+1,29%, respecto al año anterior).
- ✓ Durante el año pasado, diez compañías del Ibex35 captaron más de la mitad de sus recursos financieros a través de la emisión de bonos.
- ✓ Los estados financieros consolidados de Cie Automotive registraron por primera vez (dentro del periodo objeto de estudio evaluado) partidas de Bonos y Obligaciones emitidas.
- ✓ La financiación mediante bonos continuó incrementando su relevancia dentro de las empresas (no financieras) del Ibex35 a lo largo de 2018.
- ✓ En el conjunto del periodo analizado (2015-2018) las empresas no financieras del Ibex 35 ha incrementado financiación mediante la emisión de bonos y obligaciones un 8,06%.
- ✓ Por el contrario, y para ese mismo espacio temporal, han reducido en su conjunto un 4,39 sus fuentes financieras tradicionales (Deuda Bancaria)
- ✓ La posibilidad de acceder a los mercados de capitales sigue sin estar vinculada a la capitalización bursátil de las compañías.
- ✓ Los sectores Energéticos y Tecnológicos continúan liderando las emisiones de bonos, concentrando, prácticamente, más del 85% del total, a lo largo de todo el periodo objeto de análisis.

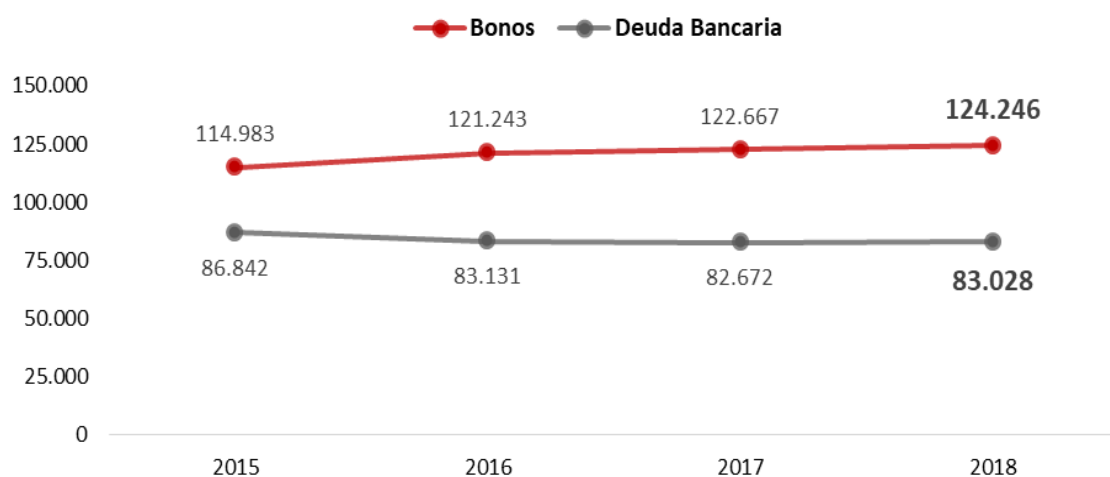


A lo largo del 2018, las empresas del Ibex 35 continuaron incrementado su financiación vía mercados de capitales, mediante la emisión de bonos y obligaciones.

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 2017 las empresas del Ibex35 presentaban es sus balances consolidados financiación vía mercados de capitales por valor de 122.667 millones de euros, la cifra crece un 1,29% en sus estados financieros consolidados de 2018 hasta alcanzar los 124.246 millones.

A lo largo de 2018, las empresas en las que más se incrementó el importe de las partidas de bonos y obligaciones fueron Amadeus It Group, Indra y Cellnex Telecom; con notables aumentos del 66,67%, 42,95% y 32,21%, respectivamente. Cabe reseñar que las tres pertenecen al sector de Tecnología y Telecomunicaciones. No obstante, las empresas que cuentan con un mayor volumen de este tipo de operaciones en sus balances consolidados de 2018 son Telefónica e Iberdrola. La operadora de telecomunicaciones y la multinacional eléctrica cerraron el ejercicio 2018 con un saldo de bonos y obligaciones valorado en 43.630 y 27.310 millones de euros, respectivamente. Además, durante este periodo, Telefónica e Iberdrola emitieron (principalmente) nueva deuda por valor conjunto de, prácticamente, 8.800 millones de euros (6.250 Telefónica e 2.530 Iberdrola).

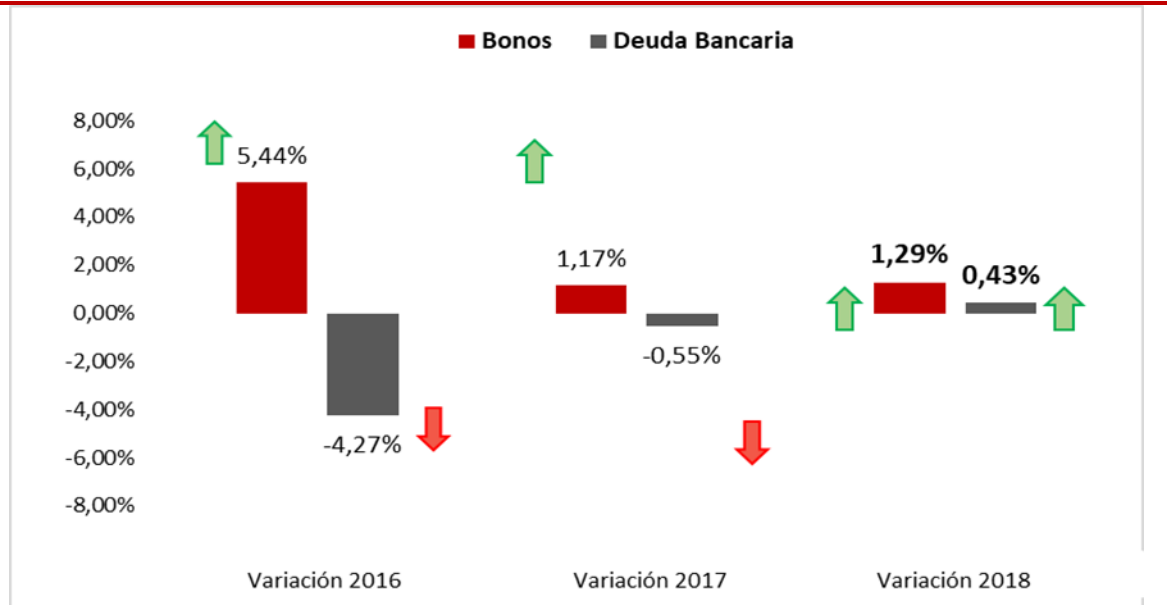
Gráfico 1. Evolución de la financiación en las empresas Ibex35, en millones de euros



Fuente. Elaboración propia



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



Fuente. Elaboración propia

Igualmente, 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 2018 la financiación bancaria ha tenido un repunte del 0,43%; en el conjunto de la fase temporal analizada (2015-2018) ha retrocedido un 4,39%. Por el contrario, si hacemos el mismo ejercicio teniendo en cuenta solamente su financiación mediante la emisión de bonos y obligaciones, ésta se ha incrementado por encima del 8% (8,06%) a lo largo del mismo periodo.

En un contexto macroeconómico como el actual, en el que pese a que las empresas continúan en una situación de crecimiento se evidencia, todavía más, la trascendencia que tiene para la estabilidad financiera de sus cuentas la diversificación en sus fuentes de financiación (que respalde de forma sostenible ese crecimiento). Sin embargo, la incertidumbre creciente que se está registrando en los mercados (motivada, principalmente, por asuntos geopolíticos como son el Brexit y la guerra comercial entre China y Estados Unidos, entre otros) ha incrementado el temor a que se repitan circunstancias, como las ya ocurridas en los años posteriores al inicio de la crisis que se inició en 2008, en los que la restricción bancaria (que tanto perjudica al desarrollo y al crecimiento empresarial) fue una constante. No obstante, la concienciación acerca de 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) se sigue fortaleciendo dentro de las empresas.



Durante el año pasado, diez compañías del Ibex 35 captaron más de la mitad de sus recursos financieros a través de la emisión de bonos, y una recurrió, por vez primera, a los mercados de capitales para financiarse.

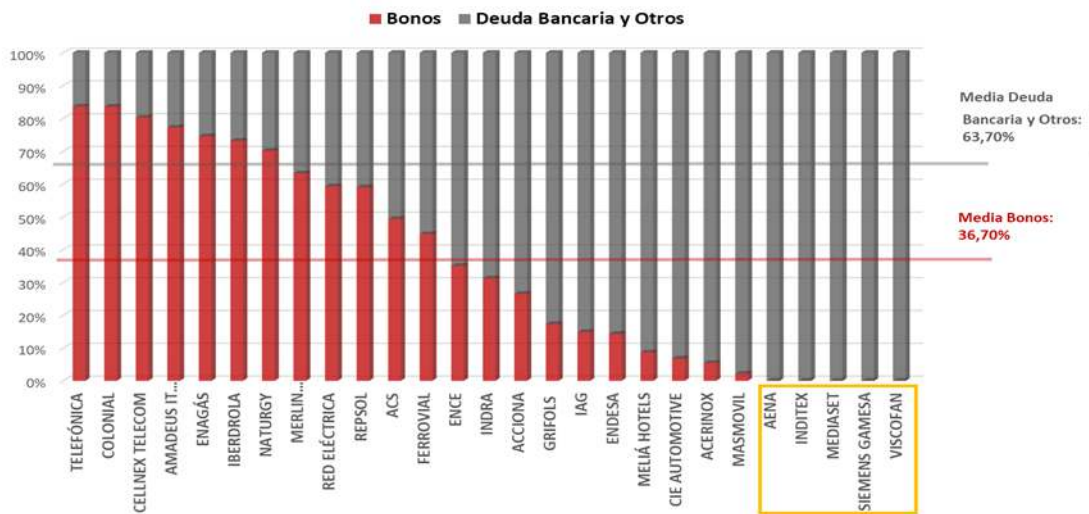
La financiación vía mercado de capitales sigue reforzando su posición en la estructura de las compañías no financieras que cotizan en el principal índice bursátil de la bolsa española. A 31 de diciembre de 2018 fueron diez las compañías que presentaban una financiación basada (más del 50% de su deuda financiera total) en la emisión de bonos y obligaciones. Además, el grupo empresarial español, con sede en Bilbao y especializado en la fabricación de componentes para la automoción, Cie Automotive utilizó, por primera vez, este tipo de financiación. El grupo empresarial ya había realizado 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 y cuyo vencimiento estaba previsto para los años 2015, 2016 y 2017, de manera proporcional. Sin embargo, el 15 de julio de 2014 la empresa procedió a su amortización anticipada, hecho por el cual no aparecen reflejados en nuestro informe.

No obstante, todavía, cinco de las empresas no financieras que cotizan en el Ibex35 no han acudido aún a los mercados de capitales para cubrir sus necesidades financieras. En los casos de Inditex y Mediaset, las cuales tienen un nivel de endeudamiento muy reducido, teniendo en cuenta los rangos de facturación en los que se manejan ambas compañías, resulta comprensible su ausencia en los mercados de deuda y, probablemente, esta situación no cambie en un futuro inmediato. Las otras tres que aún no han realizado ninguna emisión de bonos son Aena, Gamesa y Viscofan. En el caso del operador aeroportuario la junta de accionistas aprobó, a finales de abril de 2017, 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. Más aún, teniendo en cuenta el vigoroso plan de inversiones (de mil millones de euros al año que tiene previsto la compañía para ampliar la capacidad de sus aeropuertos y potenciar sus servicios) y el apetito inversor que sigue existiendo en el mercado. En una situación similar se encuentra Gamesa. La compañía de energías renovables ya tenía 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, aunque finalmente la operación no se produjo. A pesar de ello, y dadas las condiciones del mercado y la naturaleza del sector al que pertenece, en el que se necesitan inversiones que suponen desembolsos de caja importantes, es probable que Gamesa acabe recurriendo a este tipo de financiación en un horizonte temporal cercano.

En definitiva, resulta plausible que en las próximas actualizaciones del informe el listado de empresas no financieras que aún no han acudido a los mercados de deuda se siga contrayendo.



Gráfico 3. Estructura del endeudamiento en 2018 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 a lo largo de la fase temporal analizada. Si a finales de 2015 la estructura de la deuda de estas compañías reflejaba un 33,19% de financiación no bancaria, a 31 de diciembre de 2018 el porcentaje se ha incrementado hasta el 36,30%. Además, si excluyéramos las cinco empresas que mencionábamos, anteriormente, la relevancia de la financiación a través de bonos se intensificaría hasta aproximarse al 50% (44,55%).

Telefónica, Colonial y Cellnex Telecom, todas ellas por encima del 80%, con un 83,61%, un 83,55% y, finalmente, un 80,23%, 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, Amadeus It Group (77,22%), Enagás (74,53%), Iberdrola (73,16%) y, por último, Naturgy (70,10%). El resto de empresas que captan la mitad o más del total de su financiación mediante bonos y obligaciones son Merlin Properties (63,21%), Red Eléctrica (59,28%) y Repsol (59,00). ACS se sitúa justo en el borde de la frontera, con una financiación vía mercados de deuda que roza el 50% (49,31%).

Las once empresas restantes con obligaciones y bonos presentes en sus fuentes de financiación son Ferrovial (44,71%), Ence (35,01%), Indra (31,22%), Acciona (26,49%), Grifols (17,30%), IAG (14,86%), Endesa (14,29%), Meliá Hotels (8,63%), Cie Automotive (6,79%), Acerinox (5,43%) y, finalmente, MásMóvil (2,15%).

En conclusión, la diversificación de proveedores financieros se sigue acrecentando entre las grandes empresas españolas. En este contexto, y debido al éxito que han obtenido en las experiencias anteriores (ninguna empresa no financiera, y financiera, del Ibex 35 ha acudido a endeudarse en los mercados de deuda y después ha renunciado a este tipo de financiación alternativa), en **Bravo Capital** creemos que la emisión de bonos y obligaciones va a seguir desempeñando un rol fundamental en la financiación de estas empresas.

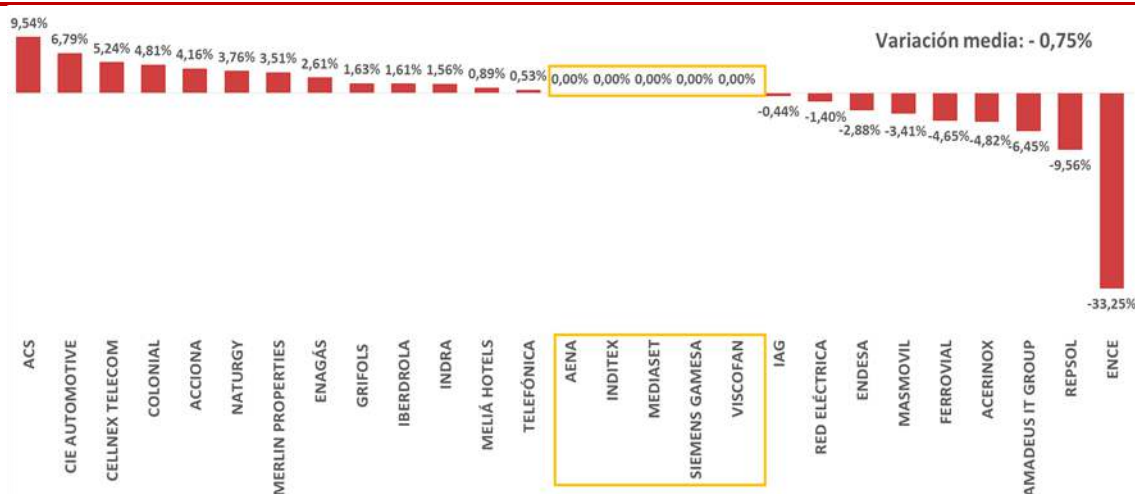


Durante el 2018, la financiación mediante bonos siguió creciendo en importancia dentro de las empresas (no financieras) del Ibex35.

La financiación mediante bonos ha seguido adquiriendo importancia en las estructuras financieras de las empresas. En trece de las veintidós 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 ACS, Cellnex Telecom y Colonial, en los que las emisiones de bonos y obligaciones han incrementado su transcendencia dentro del pasivo financiero un 9,54%, un 5,24% y un 4,81%, respectivamente. También, resulta reseñable el caso de Cie Automotive. Si a finales de 2017 la financiación vía mercados de capitales no estaba incluida en su pasivo, a finales del año pasado el importe de sus partidas de obligaciones y bonos suponía el 6,79% del total de su deuda financiera bruta.

Tras varios años en los que el contexto económico estuvo determinado por la contracción crediticia y el desendeudamiento financiero (necesario en la mayoría de ocasiones), el tejido empresarial se vio obligado a reducir el excesivo grado de dependencia que tenía (que en Bravo Capital creemos que sigue teniendo) de la financiación bancaria; recurriendo a fuentes de financiación alternativas. Si comparamos el volumen de bonos que había en el conjunto de las empresas del Ibex (excluyendo sector bancario y seguros) a finales de 2015 y a 31 de diciembre del año pasado, la financiación bonista ha progresado, de forma notable, un 8,06%. Por el contrario, la obtenida a través de los proveedores financieros tradicionales ha retrocedido casi un 4,35%, 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 proveedores financieros.

Gráfico 4. Variación del peso de los bonos sobre la deuda total en 2018 respecto a 2017, en porcentaje



Fuente. Elaboración propia

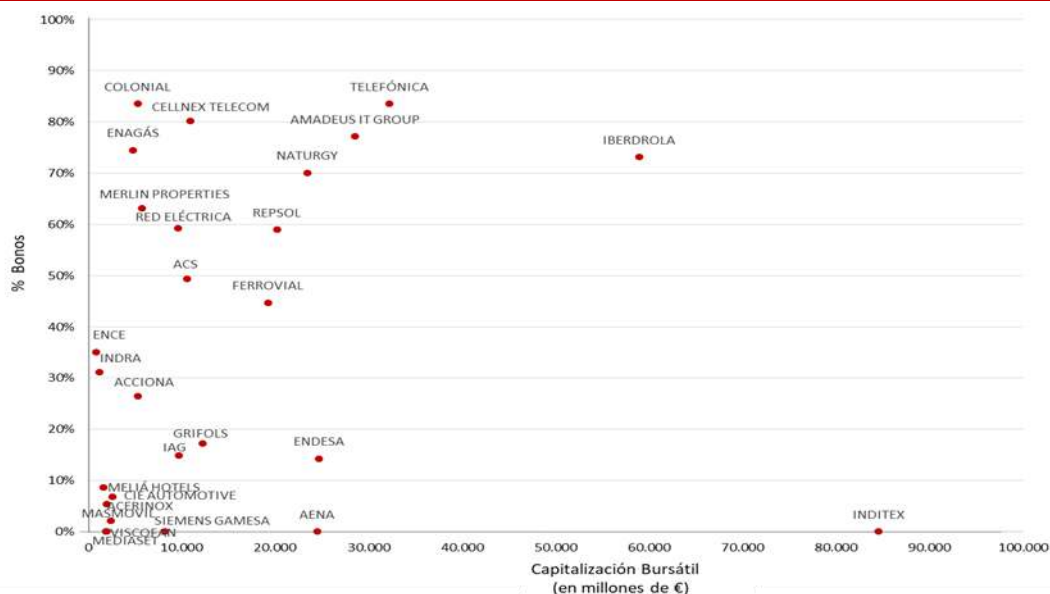


La posibilidad de acceder a los mercados de capitales no está vinculada a la proporción de la capitalización bursátil.

A pesar de que existe la creencia generalizada de que la financiación en los mercados de deuda está directamente relacionada con el tamaño (en este caso, la capitalización bursátil), cómo podemos observar en el Gráfico 5, esto no es así. De este modo, aquellas empresas del Ibex que están más capitalizadas no son las que tiene una mayor proporción en la captación de recursos financieros mediante bonos en el cómputo global de su pasivo financiero más significativa, y viceversa. De hecho, Inditex, la empresa no financiera de nuestro índice bursátil por antonomasia con una mayor capitalización en bolsa es una de las cinco que todavía no ha realizado ninguna emisión de bonos. En esta línea, Colonial, la segunda empresa del informe con una mayor proporción de bonos y obligaciones en su deuda financiera (83,55%), es una de las de menor capitalización.

La financiación alternativa continúa con su progresión dentro del mercado español, dónde, pese al crecimiento que se está registrando, queda mucho camino por recorrer, respecto a otras economías de nuestro entorno. No obstante, su afianzamiento es cada vez mayor. De hecho, en la financiación de empresas con una capitalización bursátil considerablemente inferior a las que cotizan en el Ibex35 (mercado continuo) la intensidad del crecimiento es, todavía, mayor. En Bravo Capital, estamos convencidos de que el futuro inmediato de los mercados de deuda en España pasa por una mayor incorporación de las pymes a este tipo de mercados y dado que nuestro tejido empresarial está prácticamente compuesto por este tipo de empresas el potencial es enorme.

Gráfico 5. Proporción de bonos según el valor bursátil de la compañía (28/08/2019), en porcentaje



Fuente. Elaboración propia



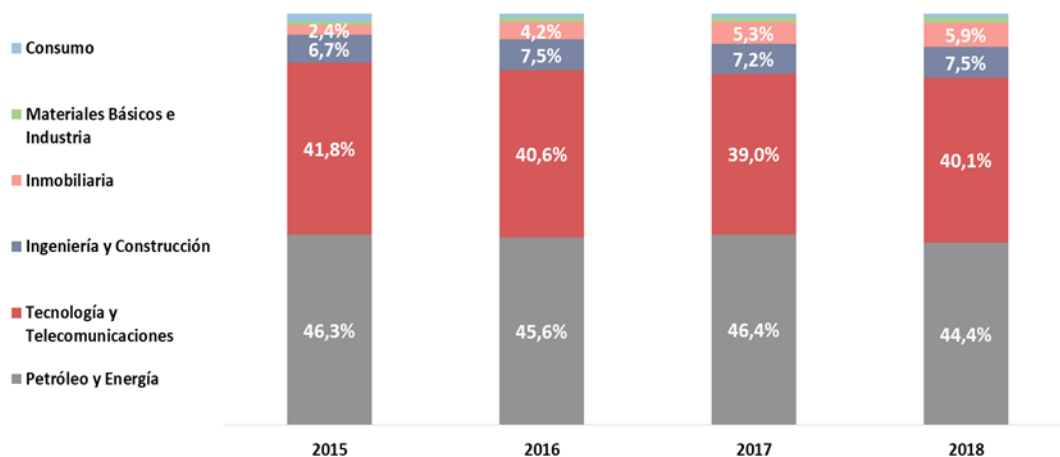
Los sectores Energéticos y Tecnológicos continúan liderando las emisiones de bonos, concentrando, prácticamente, más del 85% del total.

Del mismo modo que durante el resto de años de la fase temporal analizada, durante 2018 los sectores Tecnología y Telecomunicaciones, así como Petróleo y Energía, continuaron aglutinando más del 80% (84,5%) del total de las emisiones de bonos con un 40,1% y el 44,4% 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 de la financiación bancaria tradicional.

A una distancia considerable y en niveles que rondan el 7,5%, a lo largo de toda la fase temporal analizada, se encuentran las emisiones de empresas de Ingeniería y Construcción. Destaca, respecto al informe anterior, la no presencia del sector de Concesiones, el cual concentraba niveles relevantes (en el torno del 10%) en el cómputo global de las emisiones de deuda. Esta ausencia se debe a la no inclusión en esta actualización del informe de Abertis, que abandonó el Ibex 35 al ser adquirida por ACS y la italiana Atlantia. La única representante del sector Concesionarias, dentro de las empresas no financieras del Ibex 35, es Aena que, como hemos mencionando en apartados anteriores, aún no ha realizado ninguna emisión de deuda.

Para finalizar, cabe destacar la consolidación del sector inmobiliario en los mercados de deuda. Si en 2015 aportaban, únicamente, el 2,4% de toda la financiación a través de bonos de las empresas no financieras del Ibex35, con las cuentas consolidadas correspondientes al ejercicio 2018, la cifra se eleva sustancialmente hasta el 5,9%. De este modo, podemos verificar el buen momento que sigue atravesando la actividad inmobiliaria en el mercado español, desde hace ya algunos años, siendo reclamo de los actuales inversores.

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



Fuente. Elaboración propia