

## CÓMO DETECTAR OTRAS «ABENGOAS» EN LA

# BOLSA

LOS INDICADORES QUE ALERTAN DE UN PRECONCURSO. LOS EFECTOS SECUNDARIOS QUE GENERA ESTA CRISIS EN LA RENTA VARIABLE Y EN LA DEUDA.



Cristina Vallejo @acvallejo

Los analistas enumeran una serie de ratios que hay que vigilar para esquivar una posible quiebra empresarial. Aunque ésta no llegue, el caso Abengoa se dejará sentir tanto en el mercado de renta fija como en el de renta variable, además de en la caída del crédito a las empresas.

La declaración del concurso de Abengoa ha pillado menos de sorpresa que otras noticias de este tipo. Recordemos el shock, por inesperado, propinado por Pescanova. Pero el de la compañía gallega fue un caso de fraude, de engaño y ocultamiento. Como el de Gowex. Abengoa, como las inmobiliarias en lo peor de la crisis, venía avisando con su propia cotización, que llegó a caer desde los máximos que marcaba en 2014 en el entorno de los 4,70 euros hasta situarse por debajo del euro por acción antes de la fatal noticia. Ese hundimiento bursátil era un síntoma de los terribles problemas de deuda que sufría, de las dificultades que se percibían para que se terminaran resolviendo definitivamente con una ampliación de capital que finalmente se terminó frustrando porque su salvador, Gestamp, decidió retirarse al no recibir las garantías necesarias por parte de las entidades financieras de que el negocio final de Abengoa terminaría siendo rentable aun después de las mermas a que se vería

sometido por las obligadas ventas de activos que tendría que realizar. De todas maneras, pese al aviso que también transmitían analistas y agencias de calificación crediticia, hay inversores que se han quedado pillados. Algunos se fiaron, algunos creyeron que Abengoa podría salvarse, que podría salir adelante y esa posibilidad cada vez es más remota. El 90 por ciento de las empresas que entran en concurso acaban en concurso. Para no llevarse a engaño o para ser consciente del riesgo que se corre, es recomendable tener en mente una serie de indicadores económicos, una serie de ratios de las compañías para reducir el riesgo de que nos vuelva a pasar. Los expertos nos cuentan qué indicadores vigilar.

Borja Gómez, analista de Inversegueros, comenta que hay que prestar atención a la evolución de la generación de flujos de caja; también, al nivel de deuda, fundamentalmente, al peso de la deuda neta sobre el beneficio bruto de explotación (ebitda); en tercer lugar, a la liquidez medida con el llamado «cu-

rent ratio», que evalúa la capacidad que tiene una compañía de hacer frente a las deudas a corto con los activos que tiene inmediatamente disponibles, es decir, las tensiones de tesorería a corto plazo. El mercado, comenta Gómez, también da pistas: más allá de la caída de la cotización en bolsa, se puede prestar atención a la rentabilidad

### EL MERCADO DA PISTAS: LA CAÍDA DE LA COTIZACIÓN EN LA BOLSA Y LA SUBIDA DEL COSTE DE LA DEUDA

que los inversores exigen por la deuda. En una situación extrema, la curva se invierte, es decir, los inversores comienzan a demandar una mayor rentabilidad por la deuda más a corto plazo que por la deuda a largo plazo. Además, se puede prestar atención a la evolución del capex, a la inversión, porque siempre suele ir ligada al endeudamiento.

**NIVEL DE ENDEUDAMIENTO.**

¿Tiene la empresa un elevado nivel de deuda sobre su beneficio bruto de explotación?, ¿cuál es su tendencia?, ¿está consiguiendo reducirlo poco a poco o está en subida libre? No lo pierda de vista.

**GENERACIÓN DE CAJA.**

¿No genera suficiente caja la compañía para hacer frente a su deuda?, ¿su generación de caja es negativa, y no puntualmente, sino de manera recurrente en el tiempo? Si es así, tenga cuidado.

**LIQUIDEZ.**

¿Tiene la empresa activos disponibles a corto plazo para pagar la deuda que se le puede reclamar próximamente?, ¿puede tener que enfrentarse a tensiones de tesorería de manera inmediata? Vigile el «current ratio».

## VIGILE ESTOS RATIOS



Iván San Félix, de Renta 4, resalta la combinación fatal de una deuda que quemé la caja generada o que la generación de caja sea negativa. Si los inversores son conscientes de ello, la acción caerá mucho, quizás hasta unos niveles tan bajos que haga muy difícil que salga adelante una ampliación de capital suficiente para cubrir el déficit de la empresa. Y ello puede agravarse si la empresa carece de activos atractivos para poner a la venta.

Jesús de Blas, de Crédit Agricole-Mercantes, aconseja, además de prestar atención a la deuda bruta y a la capacidad de generación de caja, hacerlo también con el calendario de vencimientos, para comprobar si la compañía tiene mucha deuda que refinanciar y si tendrá capacidad de hacerlo. También proporciona pistas importantes, a juicio de este analista, detectar si la banca acreedora ha puesto condiciones de obligado cumplimiento a la empresa para poder contar con su financiación, como era el caso de Abengoa. Además, señala la conveniencia no sólo de aten-

der a la foto fija de la empresa en un momento dado: hay que analizar, por ejemplo, la trayectoria que ha seguido la deuda. En Abengoa ha sido siempre creciente, y eso que el mercado, dice De Blas, le ha dado mucho margen de tiempo para que se pusiera a reducirla. A la situación de Abengoa no se llega de la noche a la mañana.

## HAY QUE ANALIZAR LOS NÚMEROS, SU TENDENCIA Y LA CREDIBILIDAD DE LOS GESTORES

Alfonso de Gregorio, de Gesconsult, aconseja prestar atención a otras señales de la cotización: por ejemplo, a la cotización sobre el valor en libros, si cae muy por debajo de 1 puede ser, en su opinión, síntoma de problemas. En cuanto a la caja, dice que hay que seguir de cerca la evolución del «cash flow yield» sobre la capitalización, que es

una especie de «per» calculado con la caja generada. Y, por último, también cree interesante hacer caso del EV/ebitda (valor de la empresa al que se le suma la deuda sobre el beneficio bruto de explotación).

Los grupos que, según CRIF Rating Agency, tienen mayor riesgo de sufrir el efecto dominó son aquellos con una posición negativa de circulante (cuentas a pagar mayor que las cuentas a cobrar), incapacidad de generar flujos de caja operativos positivos (sin contar con ventas de activos) y con un elevado endeudamiento.

Las cuestiones que han apuntado hasta aquí los analistas son cuantitativas. A juicio de De Gregorio, también hay que introducir cuestiones más cualitativas. Por ejemplo, una compañía puede generar caja negativa un año sin que sea un problema, siempre y cuando sea una excepción en el caso de compañías cíclicas y no se incurra en ello de manera recurrente al tiempo que la deuda va creciendo, puesto que en ese caso, se puede llegar a una situación insoste-

## Los datos que hay que vigilar

### DEUDA

	Deuda/ebitda	Deuda/EV	Deuda/activos	Deuda/capitaliz.
<b>IBEX-35</b>				
Sacyr	14,71	0,87	58,22	83,80
Abertis	11,14	0,52	59,04	73,17
OHL	10,51	0,76	47,68	66,02
Ferrovial	9,21	0,53	39,55	62,59
FCC	9,03	0,84	50,37	93,45
Repsol	7,98	0,45	22,54	29,35
ACS	6,55	0,76	31,27	71,51
Acciona	6,06	0,80	43,30	65,92
Aena	6,06	-	63,29	75,49
Enagás	5,33	0,45	59,55	67,02
<b>Abengoa</b>	<b>7,25</b>	<b>0,99</b>	<b>40,63</b>	<b>79,50</b>

### MERCADO CONTINUO

BME	133,68	13,93	98,39	98,76
Merlin	22,29	0,47	41,64	43,47
Axiare	20,85	0,15	17,05	17,48
Cem. Portland	16,45	0,89	57,68	68,48
San José	14,94	0,78	55,78	76,41
Prisa	13,62	1,01	76,69	128,92
Deoleo	11,69	0,62	37,22	49,86
Ercrós	10,71	0,86	28,55	46,92
Natra	10,39	0,89	63,51	84,12
Montebalito	8,79	0,67	32,62	35,81

### CASH FLOW

	Cash flow libre por acción
<b>IBEX-35</b>	
OHL	-4,60
Red Eléctrica	-4,38
CaixaBank	-0,96
Bankia	-0,71
B. Sabadell	-0,70
FCC	-0,48
Acerinox	-0,11
Repsol	-0,09
ACS	-0,06
Dia	0,00
<b>Abengoa</b>	<b>-1,35</b>

### MERCADO CONTINUO

Merlin	-4,89
Liberbank	-3,50
Nmas1	-3,29
Adveo	-3,23
Elecnor	-2,99
NH Hoteles	-0,41
Reig Jofre	-0,39
Montebalito	-0,37
Codere	-0,33
Natra	-0,25

### CURRENT RATIO

	Current Ratio
<b>IBEX-35</b>	
Aena	0,43
Sacyr	0,51
Dia	0,53
Amadeus	0,56
IAG	0,76
Telefónica	0,77
Red Eléctrica	0,78
Iberdrola	0,81
Enagás	0,90
Endesa	0,93
<b>Abengoa</b>	<b>0,99</b>

### MERCADO CONTINUO

Codere	0,20
GAM	0,22
Axiare	0,22
Cem. Portland	0,24
Solaria	0,31
Amper	0,36
Natra	0,46
eDreams	0,58
Urbas	0,62
Inypsa	0,73

En deuda, ordenados por los que mayor deuda sobre el beneficio bruto tienen. Deuda sobre el valor de la empresa. Deuda sobre los activos y deuda sobre la capitalización. Cash flow libre por acción: caja libre en euros por título. Current ratio: activos disponibles a corto plazo sobre las deudas a corto plazo. Fuente: Bloomberg.

nible. Aunque más cualitativa todavía es otra apreciación: la confianza que genere el equipo gestor, que en este caso, no era demasiada, a la vista de lo equívoco que a veces ha resultado el modo de realizar la contabilidad, sobre todo de la deuda, así como otras operaciones que dejaron su poso en el mercado, como la de Xfera.

### ¿MÁS «ABENGOAS»?

¿Puede haber más casos como el de Abengoa en la bolsa española? Si analizamos algunos de los ratios propuestos por los analistas, sin duda hay compañías en riesgo. En cuanto a deuda/ebitda, las empresas en peor situación del Ibex-35 en estos momentos serían Sacyr, OHL, Ferrovial, FCC, Repsol, ACS o Acciona. En cuanto a «cash flow» libre por acción, vemos que en estos momentos OHL, Red Eléctrica, CaixaBank, Bankia, el Sabadell, FCC, Acerinox, Repsol y ACS están en negativo. Si observamos el «current ratio», es decir, la posibilidad de problemas de tesorería a corto plazo porque los activos disponibles no cubrirían la deuda

a corto plazo con que cuenta la empresa, vemos que Aena, Sacyr, Dia, Amadeus, IAG, Telefónica, Red Eléctrica, Enagás y Endesa estarían en peor situación, mientras que OHL, ACS, FCC, Ferrovial y Acciona están justos.

En el Mercado Continuo, encontramos nombres como Merlin o Axiare, por su actividad inmobiliaria, además de Cementos Portland, San José, Prisa,

Codere, GAM, Axiare, Cementos Portland, Solaria, Amper o Natra.

Eso es lo que dicen los números puros y duros calculados por Bloomberg. ¿Qué dicen los analistas? Para Jesús de Blas, FCC se encuentra en una situación difícil, pero la credibilidad que generan los accionistas actuales es mucha y, además, en su opinión, genera caja para pagar vencimientos. Repsol, otro ejemplo de compañía muy endeudada, se ha comprometido a reducir deuda. Por eso, en opinión de De Blas, «no es sólo el puro dato, hay que ver la trayectoria y la credibilidad de cada empresa». Alfonso de Gregorio comenta el problema de circulante de OHL, además de la falta de dirección que parece tener el equipo gestor, aunque insiste en que en ningún caso la suya es una situación comparable a la de Abengoa. De hecho, Ignacio Cantos, de Atl Capital, apunta que su problema de deuda merma si se descuenta la asociada a las concesiones y se suma la ampliación de capital que acaba de realizar. En cuanto a Ferrovial, comenta la calidad de sus activos, sobre todo

## TANTO EN EL IBEX-35 COMO EN EL CONTINUO HAY COMPAÑÍAS EN SITUACIONES QUE HAY QUE VIGILAR

Deoleo, Ercrós o Natra, además de Montebalito o Codere, como los que más deuda sobre su beneficio bruto tienen. Generación de caja negativa sufren Merlin Properties, Dinamía, Adveo, Elecnor, NH, Reig Jofre, Montebalito, Codere, Natra, eDreams o Ence. Y posibilidad de tensiones de tesorería a corto plazo según el «current ratio»,





de negocio de las empresas, aunque algunos de los países escogidos fueron mercados emergentes que actualmente están sufriendo una creciente volatilidad e inestabilidad. El lado negativo de dicha esta estrategia es que se financió fundamentalmente con deuda en un contexto de tipos de interés muy bajos», comenta CRIF, que prevé que los tipos de interés subirán en el medio plazo, lo que puede tener un impacto significativo sobre los grupos con una generación de caja operativa débil y puede deteriorar su perfil de liquidez.

Además, CRIF Rating Agency señala que la actual situación de Abengoa podría provocar un efecto dominó en otras compañías de construcción e ingeniería en España. Abengoa tiene cuatro meses para llegar a un acuerdo con sus acreedores y evitar el concurso. Durante ese periodo, CRIF prevé un creciente riesgo de que las instituciones

## LOS BANCOS PODRÍAN ENDURECER LAS CONDICIONES DE FINANCIACIÓN A LAS EMPRESAS

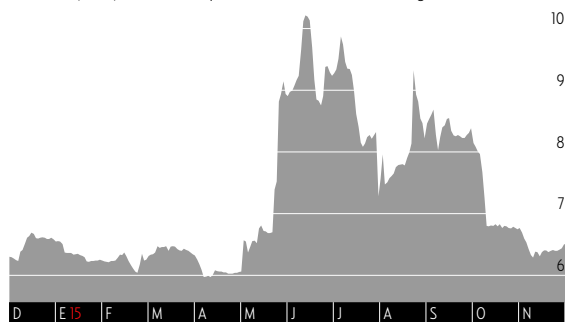
BAA y ETR, al igual que sobre ACS. Y de Sacyr, De Gregorio destaca su compromiso de reducir deuda aun a costa de deshacerse de sus filiales de más brillo, como Testa. Y le queda Repsol.

Otras fuentes del mercado señalan riesgo en FCC y en Sacyr. Deoleo, por su parte, ya está en manos de los bancos. Las socimis no afectarían al inversor en deuda, puesto que su apalancamiento es hipotecario. En cuanto a Acciona, hay que tener cuidado, porque tiene una estructura financiera del mismo tipo que Abengoa. A la deuda de Codere se aconseja no acercarse, mientras que Ence sí podría ser una opción de inversión interesante, porque está dando la vuelta a su negocio.

«Constructoras con exposición a regiones inestables o volátiles como algunos mercados emergentes pueden sufrir una presión de liquidez adicional», apuntan, por su parte, los expertos de CRIF Rating Agency. «Las constructoras españolas decidieron internacionalizar su negocio en 2009 dado el fuerte deterioro del mercado nacional. La estrategia fue positiva para el perfil

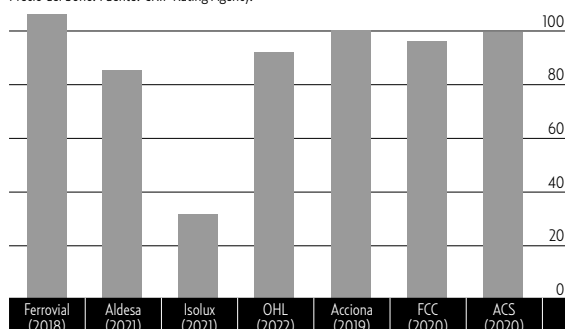
### Evolución de la rentabilidad de un bono de OHL

Rendimiento, en %, de una emisión que vence en 2020. Fuente: Bloomberg.



### Cotización en el secundario de diferentes emisiones

Precio del bono. Fuente: CRIF Rating Agency.



financieras endurezcan su política de riesgos a la hora de mantener y renovar las líneas de circulante para grupos con una estructura de deuda similar y con un alto nivel de endeudamiento. Los bancos podrían restringir y endurecer el acceso a las líneas de circulante. Pero es que, además, en opinión de CRIF, la deuda a largo plazo también va a sufrir un impacto, ya que la cotización de los bonos de algunas compañías (como Isolux o Aldesa) se ha visto afectada durante los últimos doce meses a raíz de la volatilidad continua de Abengoa en los mercados de capitales. Como vemos en el gráfico a la izquierda de estas líneas, muchas de las emisiones cotizan con descuento importante.

### SIN «ABENGOAS» PERO CON CONTAGIO

Aunque puede que no haya ningún otro precursores agazapado en la bolsa española, al menos con vistas al más rabioso corto plazo, los analistas coinciden en gran medida en que, durante un tiempo puede haber contagio en el mercado, sobre todo en el caso de las ►

# AUNQUE ABENGOA SE SALVE, SUS ACCIONISTAS NO LO HARÁN

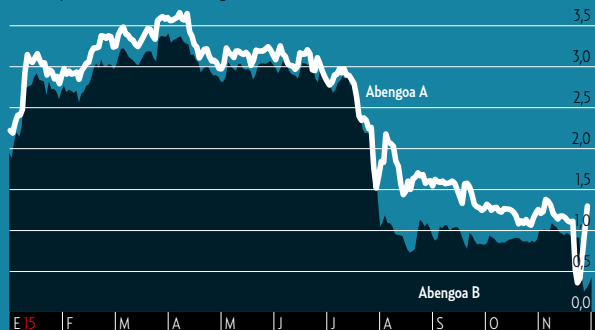
**El anuncio de lanzamiento de un precurso de Abengoa son muy graves y pueden acabar de la peor manera posible, en la liquidación de la compañía. La evolución en el mercado secundario de las emisiones de la compañía descuentan el peor de los escenarios imaginables. Algunos de sus bonos cotizan hasta a un 15 por ciento de su valor, lo que indica que los inversores se están haciendo a la idea de la posibilidad de quitas de hasta un 85 por ciento. Hay algún analista que cree que comprar deuda de Abengoa podría ser un gran negocio si finalmente la quita es menor o si ésta no llega a producirse. Un gran negocio, pero con muchísimo riesgo.**

**Y si con los bonos senior se asume tanto riesgo, el destino de los accionistas es todavía más aciago, si cabe. Aunque el esquema con el que hay que analizar el futuro de los bonistas y de los accionistas es el siguiente que resume Iván San Félix, de Renta 4: «Si la quita es muy reducida, los acreedores se lo llevarán todo; si la quita es muy grande, entonces quedará algo para los accionistas».**

**Abengoa necesita dinero, requiere liberarse de la deuda, pero también una inyección de capital para poder seguir desarrollando su actividad. Se ha especulado con muchas salidas. Por ejemplo, con una remotísima: la entrada de capital público. San Félix dice que, aunque esa recapitalización la reflotara, implicaría una dilución muy grande de los accionistas actuales, dado que el Estado entraría a unos precios muy bajos, como hizo, por ejemplo, con Bankia. La entrada del capital público a Abengoa salvaría su actividad, pero no garantizaría la recuperación de la inversión de los accionistas. Pero, de acuerdo con Jesús de Blas, de Crédit Agricole-Mercagentes, tampoco la entrada del dinero privado, como parece algo más probable, los salvaría. «Hay que tener en cuenta que si se aplican**

## Evolución de los dos tipos de acciones de Abengoa

En euros por acción. Fuente: Bloomberg.



quitas importantes en los bonos, antes los accionistas lo tendrían que haber perdido prácticamente todo», asegura De Blas. De acuerdo con el orden de prelación en este tipo de operaciones, antes de que los bonistas pierdan un euro, los accionistas han de haberlo perdido todo. La salvación de una empresa no implica evitar pérdidas a los accionistas.



**De todas maneras, de un concurso de acreedores se sale. Quizás tras ampliaciones de capital millonarias y operaciones acordeón que provocan que los accionistas históricos no lleguen a tener jamás la esperanza en recuperar todo lo invertido. Pero el dinero nuevo que entre en esas ampliaciones de capital sí puede tener la posibilidad de rentabilizar su inversión si la compañía se sana e inicia su actividad con una gestión más acertada. Hay ejemplos de ello en España. Y en EE.UU., alguno tan relevante como General Motors.**

**Si los precios de los bonos de Abengoa descuentan quiebra, los de sus acciones se han convertido**

en presa de la especulación más brutal. Si en los primeros días tras la amenaza de precurso y la definitiva solicitud sus títulos se hundieron, después rebotaron con mucha fuerza y, además, con movimientos raros, puesto que el broker con diferencia más activo es anónimo.

### Han surgido algunas acciones legales para intentar recuperar el dinero. ¿Será posible recuperar el dinero? Según comenta el abogado Fernando Zunzunegui

existe una vía penal con la que la posibilidad de recuperar el dinero es pequeña; también existe una vía administrativa, para reclamar la responsabilidad del regulador, pero a la luz de los últimos casos, tanto la CNMV como el Banco de España parecen blindados. La tercera vía es la civil, que es la que suele emplear el despacho de Zunzunegui. Ahora mismo está evaluando la viabilidad de un proceso contra Abengoa. Ya se han abierto algunas demandas colectivas contra la compañía en Estados Unidos, ante la posibilidad de que haya proporcionado información engañosa, sesgada o incompleta al mercado. Es lo que se tiene que analizar. También habría que evaluar contra quién interponer el proceso, si contra el administrador o contra la compañía, en función de quien tenga mayor capacidad financiera para hacer frente a la devolución del dinero que se considere defraudado. En todo caso, demostrarlo será más difícil que en el caso Gowex, donde Jenaro García confesó que había falseado sus cuentas.

empresas más vulnerables. Quizás, como apuntan los expertos de CRIF, sobre todo, en el mercado de deuda. Todo apunta que la compañía andaluza aplicará una quita en los bonos. En ese caso, sería la primera empresa española que lo hiciera. Las anteriores quiebras y reestructuraciones sólo han sido de deuda bancaria. Y ello dejaría su huella en el «high yield», como avisa Fitch: «La caída de Abengoa puede incrementar la prima de riesgo del crédito periférico». De acuerdo con los cálculos de esta agencia de calificación crediticia, la tasa de impago de los bonos de alto rendimiento europeos se podría duplicar si Abengoa impaga durante el primer trimestre de 2016 o antes.

De momento, los analistas creen que el contagio ha estado muy limitado porque el BCE está actuando de contrapeso, aunque no descartan que un acontecimiento tal como una importante quita en los bonos de Abengoa podría tener repercusiones a medio y a largo plazo sobre las emisiones de

## ABENGOA HA DADO UN AVISO A LOS INVERSORES: LAS HISTORIAS NO SIEMPRE ACABAN BIEN

otras compañías de riesgo. De acuerdo con Borja Gómez, de Inverseguros, los efectos, aunque se centrarán en las calificaciones BB, dependerán de los nombres: no cree que se vaya a ver afectado todo el «high yield». Quizás, en su opinión, los más afectados serán los acreedores de Abengoa. Y, por tanto, los bancos, que pierden algo de credibilidad, al no haber medido bien los riesgos ni haber llegado a una salida sin una quita.

En cuanto a la bolsa, Jesús de Blas cree que las compañías más endeudadas pueden verse penalizadas durante un tiempo: «Van a sufrir una vigilancia especial, pueden registrar un castigo adicional. Sólo aparecerán oportunidades de compra en el caso de que la presión sea fuerte y siempre y cuando los números mejoren», afirma. «La crisis de Abengoa es un toque de atención para las compañías, pero también para los inversores: no siempre las cosas acaban bien», añade De Blas. ■