



*Equilibrium*

Equilibrium Clasificadora de  
Riesgo S.A.

Las Camelias 256, Piso 6  
San Isidro, Lima 27, Perú  
Teléfonos (511) 221-3676 / 616-0400  
[www.equilibrium.com.pe](http://www.equilibrium.com.pe)

## Comportamiento de los Bonos Corporativos en el Mercado Peruano

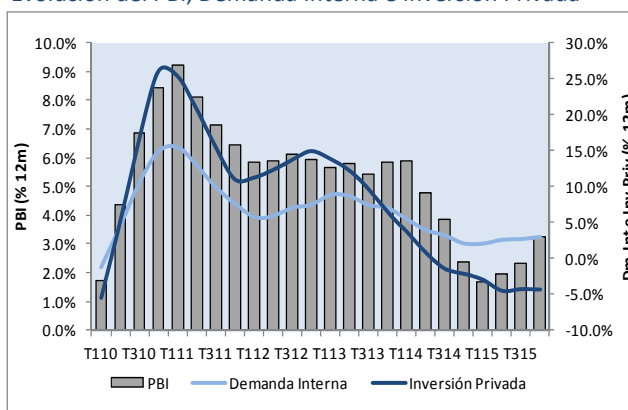
**Abril 2016**

**Comportamiento de los Bonos Corporativos en el Mercado Peruano:**

El presente reporte busca hacer un análisis de la solidez financiera de las empresas que han emitido bonos corporativos en el mercado peruano durante el periodo 1999 – 2015. Tras la crisis financiera –causada por las hipotecas subprime- que se experimentó en los años 2007-2009, se evidenció una contracción global de la economía; impactando en el mercado local de bonos corporativos con aparentemente menos emisiones y reducidos montos. Durante el año 2015-pasados seis años de la crisis- la emisión de bonos corporativos se aproximó al nivel característico del mercado peruano anterior a la desaceleración global de la economía a pesar de un contexto de señales mixtas de recuperación en la economía; alentada en parte por los mejores resultados de la economía americana, pero por otro lado con una pronunciada desaceleración en los países emergentes.

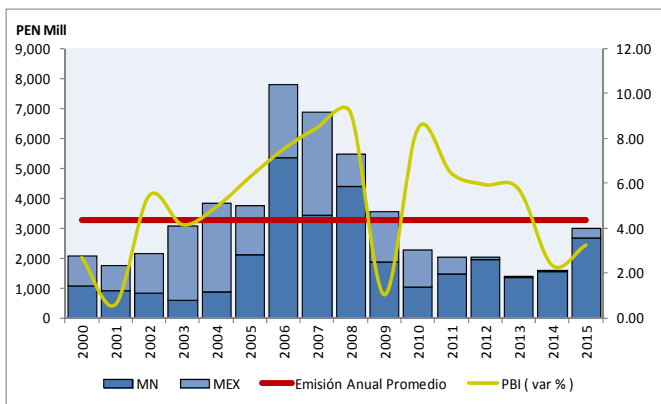
Es importante analizar a mayor detalle la recuperación en los niveles de emisión de bonos corporativos; ya que si bien el fondeo mediante deuda puede resultar una alternativa atractiva para las entidades que necesiten realizar inversiones que les permitan crecer; al no observarse un panorama claro de crecimiento para los próximos años, la capacidad de pago de las entidades emisoras puede verse afectada. En el plano local aun no se recuperan las altas tasas de crecimiento del PBI, el cual llegó a un 3.26% durante el 2015 según el BCRP. Choques externos como el aumento de tasas por parte de la Reserva Federal y la desaceleración de la economía China –que se traduce en menor demanda de *commodities*-; de la mano de temas internos como el Fenómeno del Niño y su eventual impacto en la agricultura y pesca; así como problemas para la ejecución de los presupuestos de los gobiernos regionales y su efecto contractivo en el sector construcción, serían los principales factores que redujeron el dinamismo de la economía peruana. En el contexto internacional, la recuperación de la economía estadounidense se tradujo en dos impactos claves a analizar: i) El fortalecimiento del dólar americano respecto a las monedas de los mercados emergentes ii) La mayor volatilidad en los mercados financieros producto del aumento de tasas de interés por parte de la Reserva Federal.

**Gráfico 1.1**  
Evolución del PBI, Demanda Interna e Inversión Privada



Fuente: BCRP / Elaboración: Equilibrium

**Gráfico 1.2**  
Emisión de Bonos Corporativos en MN y MEX Perú 2000-2015



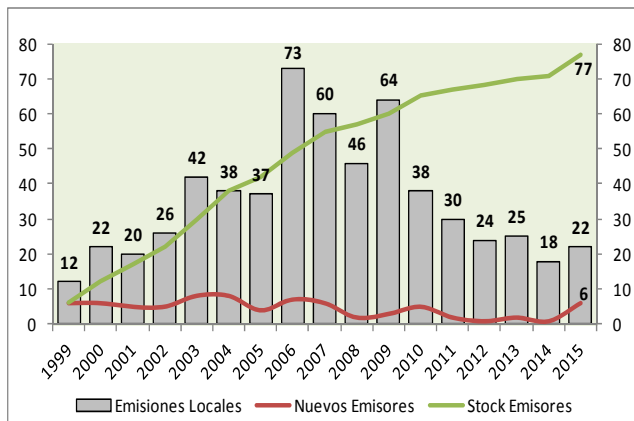
Fuente: SMV & BCRP / Elaboración: Equilibrium

En línea con la devaluación de la moneda local frente a la divisa estadounidense, las entidades emisoras de bonos corporativos han venido reduciendo su exposición al riesgo cambiario realizando sólo emisiones puntuales en la divisa estadounidense. Así desde el 2010, de la mano de una reducción de la emisión total, se ha optado por una mayor emisión en la moneda local, mitigando así el riesgo cambiario. Al analizar los últimos 4 años, se observa que la emisión en dólares representó en promedio menos del 7% de la emisión total; en contraste de la estadística del periodo 2000-2011, en el cual la emisión en dólares superó el 46%. Es así que desde el cierre del 2011 sólo se han realizado cinco emisiones en dólares,

siendo cuatro las entidades que han emitido en esa moneda. Particularmente en el 2015, de las 22 emisiones de bonos corporativos que se realizaron en el mercado de valores peruano, solamente una se realizó en la moneda estadounidense, al inscribir la Administradora Jockey Plaza Shopping Center S.A un monto de USD 97.26 millones en diciembre. Sin embargo, si se considera el saldo en circulación al cierre del 2015 de todos los instrumentos de deuda (Bonos Corporativos, Subordinados, Arrendamiento Financiero, etc.) se observa una mayor exposición al riesgo cambiario, al representar las emisiones en dólares el 28.48% del total emitido. Es importante señalar que el presente análisis no incorpora los 46<sup>1</sup> emisores que efectuaron emisiones internacionales entre los años 2010-2015, las cuales han sido hechas mayoritariamente en dólares estadounidenses, dichos instrumentos no forman parte del presente análisis.

El mercado de bonos corporativo local se vió impactado por los cambios en las tasas de interés en Estados Unidos; a pesar de que se haya mitigado la exposición al riesgo cambiario (al ser la mayoría de las emisiones recientes principalmente en soles). Así, incrementos en la tasa de interés de la Reserva Federal dirigen el interés de los inversionistas a países desarrollados, al ofrecer un retorno positivo, con menor riesgo. Si bien durante el 2015, 16 entidades emitieron bonos corporativos localmente, por un total de 22 emisiones (con 6 emisores nuevos); el panorama para el 2016 se mantiene incierto, a la espera de la segunda vuelta de las elecciones presidenciales y de que se defina el manejo de tasas por parte de la Reserva Federal.

**Gráfico 1.3**  
Emisión de Bonos Corporativos y Stock de Emisores



Fuente: SMV / Elaboración: Equilibrium

### Capacidad de Pago de Emisores de Bonos Corporativos:

Para hacer el análisis detallado de la solidez financiera de las entidades emisoras de bonos corporativos se consideró el periodo 2009-2015. Para obtener los indicadores consolidados de cada año bajo análisis se empleó únicamente la data de las entidades que contaban con emisiones locales vigentes de bonos corporativos en dichos periodos. Adicionalmente, se distinguió entre emisores corporativos y emisores financieros, puesto que al ser estas últimas entidades más apalancadas, distorsionarían los ratios de solvencia utilizados. Se utilizó la data de las entidades cuya información financiera es completamente pública, siendo 58 los emisores corporativos que contaban con cifras publicas para todos los periodos de análisis en los que se tenían emisiones vigentes y 15 los emisores financieros. Debido a que no todos los emisores presentan información auditada (y no auditada) pública a diciembre del 2015 a la fecha de análisis; se consideró la información financiera al cierre del tercer trimestre de dicho ejercicio (con cifras anualizadas) para los entidades con emisiones vigentes en dicho periodo de análisis.

### Emisores Corporativos:

Desde el 2009, las entidades corporativas que han emitido bonos vienen mostrando paulatinamente una menor solidez financiera. Al analizar el consolidado de empresas corporativas con emisiones vigentes para cada año, se observa un incremento de 3.8% en la generación promedio por empresa (medida a través del EBITDA<sup>2</sup>); sin embargo, los incrementos en la deuda financiera de corto y largo plazo, así como la evolución de los gastos financieros serían del orden de 100%, 118.4% y 143.0% respectivamente. Lógicamente, ante una generación de

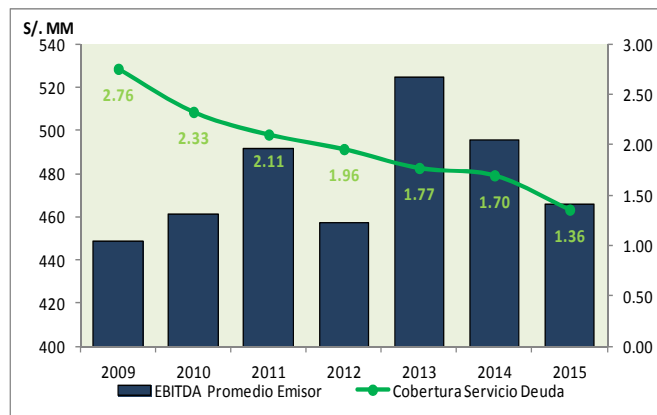
<sup>1</sup> Según lo señalado por el Reporte de Estabilidad Financiera del BCRP a noviembre de 2015 (pag.58)

<sup>2</sup> Definida como la utilidad antes del pago de intereses, impuestos, depreciación y amortización.

flujos que no registra mayor variación y un nivel de endeudamiento que se ha casi duplicado, la solidez financiera de los emisores de bonos corporativos se ve sustancialmente deteriorada.

Al analizar el ratio Cobertura de Servicio de Deuda -que indica cuantas veces el EBITDA cubre la Deuda Financiera de Corto Plazo y los Gastos Financieros-, este presenta una reducción del 50%, al ubicarse en 1.36 al cierre de setiembre 2015 (2.72 a diciembre 2009). Se observa la misma dinámica al analizar la Cobertura de Intereses -que indica cuantas veces el EBITDA cubre los Gastos Financieros-, en el cual se observa una reducción de 57.4% al situarse en 4.8 veces en setiembre 2015 en contraste del 11.28 al cierre del 2009. Es de resaltar que esta reducción en los indicadores de solidez financiera no estarían relacionados con vencimientos de deudas que podrían afectar el desempeño particular de un año, ni con la emisión puntual de empresas con operaciones que se encuentran en proceso de expansión; ya que además de presentarse un deterioro gradual de estos a lo largo de los últimos periodos como se muestra en el gráfico, la cobertura del nivel de deuda total (incluyendo largo plazo), evidencia un deterioro similar (30% a 2015 vs 62% a 2009).

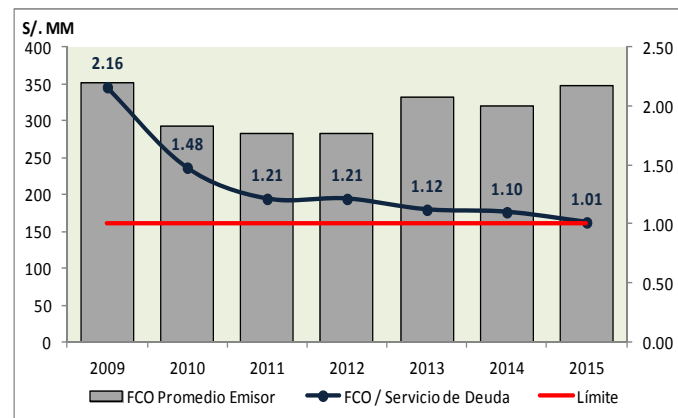
**Gráfico 2.1**  
Solidez Financiera Emisores Corporativos: EBITDA



Fuente: SMV / Elaboración: Equilibrium

Para realizar una medición mas estricta de la generación de las empresas emisoras, se analizó el Flujo de Caja Operativo (FCO). Así, en el periodo octubre 2014-setiembre 2015 se registró un FCO promedio por emisor de S/.347.72 millones, 1.1% menor a la generación que registró el año 2009. Debido a esta reducción, la cobertura del servicio de deuda medida con el FCO como generación se ubicaría en 1.01; nivel ajustado que indicaría que la generación de las empresas sólo cubriría su deuda de corto plazo y los intereses que esta acarrea. Este nivel de cobertura sugeriría que ante un mayor deterioro del FCO, las entidades emisoras se encontrarían en una posición en la que su generación no cubriría su deuda de corto plazo; asimismo, ubicándolas en un contexto en el cual no pueden seguir fondeándose a través de deuda sin incrementar considerablemente su riesgo crediticio.

**Gráfico 2.2**  
Solidez Financiera Emisores Corporativos: Flujo Operativo



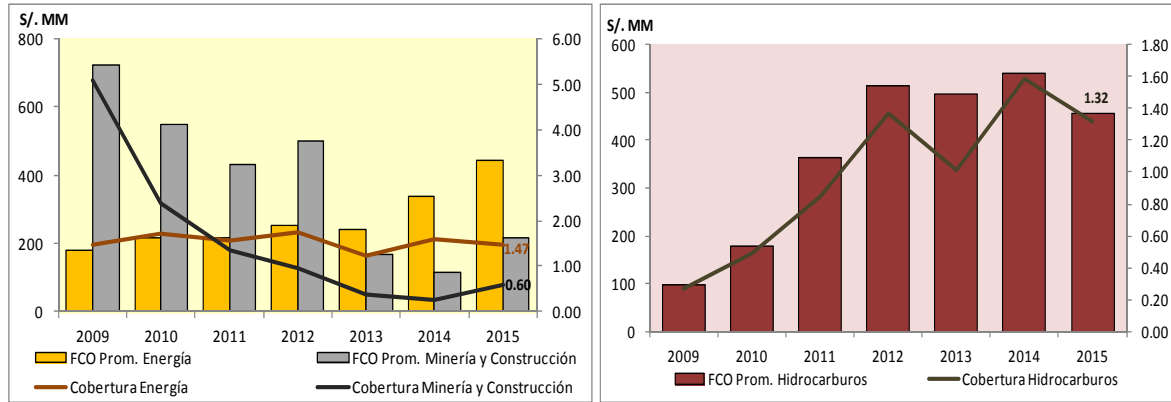
Fuente: SMV / Elaboración: Equilibrium

El sector minería y construcción habría presentado el mayor deterioro en la cobertura de deuda de corto plazo. A setiembre del 2015, los emisores pertenecientes al sector presentarían un FCO promedio de S/.217 millones (S/.721 millones para las entidades con emisiones vigentes en el 2009). Es así que a pesar de evidenciar cierta mejoría respecto a los periodos 2013 y 2014, la generación de los emisores que operan en el sector minería y construcción sigue sin cubrir las obligaciones de corto plazo (0.6 veces a 2015 vs. 5.09 veces en 2009). El deterioro en el precio de los metales y commodities en general, ubicaría a los entidades mineras emisoras de bonos en una posición menor comparativamente. Los emisores pertenecientes al sector energía eléctrica serían los de mayor solvencia en el mercado de bonos corporativos. La evolución favorable en su generación de flujos habría ido de la mano de su nivel de endeudamiento, resultando en una cobertura de servicio de deuda que ha exhibido una notable

estabilidad a lo largo del periodo de análisis (1.47 veces a 2015 vs. 1.46 veces en 2009). Por otro lado, los emisores de bonos corporativos relacionados al sector hidrocarburos habrían registrado una cobertura de servicio de deuda de 1.32 veces en 2015 versus 0.27 veces en 2009.

**Gráficos 2.3 y 2.4**

Solidez Financiera Emisores Corporativos por Sectores: Minería & Construcción e Hidrocarburos



Fuente: SMV / Elaboración: Equilibrium

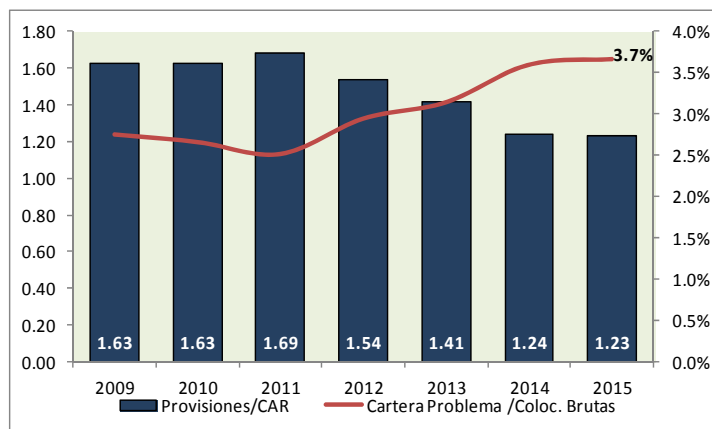
**Emisores Financieros:**

Para analizar a las entidades financieras, que presentan una estructura más apalancada y cuya operación es principalmente la captación de depósitos y colocación de préstamos; se hizo seguimiento de la morosidad de sus colocaciones así como el nivel de provisiones que estas manejaron –reflejando el costo de crédito- y los márgenes de ganancia que registraron. A diferencia de las entidades corporativas, se observa mayor estabilidad y solidez por el lado de las empresas financieras. Esto se debería a que durante los periodos de análisis los bancos que han tenido emisiones corporativas vigentes han sido bancos con bajo riesgo crediticio y de fuerte solidez financiera; contrarrestando el ingreso de emisores de menor capacidad como EDPYMEs y Financieras, los mismos que presentan colocaciones por montos significativamente más bajos que los bancos. Producto de ello, a pesar de que estas últimas instituciones presentan carteras más deterioradas, los emisores financieros no han exhibido mayor deterioro en el periodo de análisis. Así, al

analizar el ratio provisiones de cartera / cartera problema (créditos atrasados y refinanciados), se observa un deterioro del orden de 24.4%, que a pesar de reflejar menor cobertura, se ubica sobre el límite establecido por la SBS. Asimismo, se evidencia un crecimiento en la morosidad de las carteras de las entidades emisoras, ya que la cartera problema pasó a representar el 3.7% de las colocaciones brutas al cierre del tercer trimestre 2015 (2.8% en 2009). Particularmente, la cartera problema promedio por empresa se habría incrementado en 163.7% respecto a diciembre 2009, mientras que las colocaciones brutas lo habrían hecho en

**Gráfico 3.1**

Solidez Financiera Emisores Financieros: Calidad de Activos



Fuente: SBS / Elaboración: Equilibrium

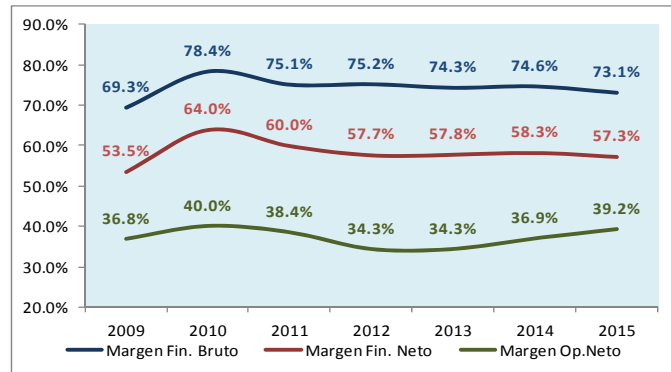


98.48%.

Los márgenes de las entidades financieras han demostrado un comportamiento estable a lo largo del periodo de análisis. Para el periodo anualizado a setiembre 2015, la utilidad operacional neta promedio por emisor se ubicó en S/.797.15 millones, representando una evolución promedio de 10.52% por periodo de análisis desde el 2009. El crecimiento de dicha generación se ha mostrado ligeramente menos veloz que el crecimiento de las colocaciones brutas, resaltando la mayor incidencia en cartera problema y castigada que no se llega a percibir como ingreso.

**Gráfico 3.2**

Solidez Financiera Emisores Financieros: Evolución de Márgenes



Fuente: SBS / Elaboración: Equilibrium

### Conclusión:

Las entidades financieras, a diferencia de las corporativas en el sector minería y construcción, exhiben mayor solidez y estabilidad. Por otro lado, las entidades corporativas en el sector minería y construcción se ven más expuestas al operar en mercados más volátiles y de menor crecimiento, factores que han afectado su solidez financiera en los últimos periodos; además no se espera en el corto plazo una recuperación en la economía global que permita mejorar sustancialmente su capacidad de pago, por lo cual se esperaría mejoras de eficiencia de las mismas. Por otro lado, los emisores del sector eléctrico muestran cierta estabilidad en su capacidad de generación que les ha permitido mantener métricas adecuadas sobre las obligaciones vigentes.

#### Contacto:

Renzo Barbieri  
Gerente General  
[rbarbieri@equilibrium.com.pe](mailto:rbarbieri@equilibrium.com.pe)

(511) 616-0400

**Nota:** Roberto Vallejo Villar contribuyó con la elaboración y redacción del presente informe.

Derechos Reservados © Equilibrium Clasificadora de Riesgo S.A. Prohibida la reproducción total o parcial sin permiso de la Empresa. Consultas a [equilibrium@equilibrium.com.pe](mailto:equilibrium@equilibrium.com.pe)



**LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR [insertar denominación social de la entidad Equilibrium] (“EQUILIBRIUM”) CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE EQUILIBRIUM SOBRE EL RIESGO CREDITICIO FUTURO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS O DEUDA O VALORES SIMILARES A DEUDA, Y LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE INVESTIGACION PUBLICADAS POR EQUILIBRIUM (LAS “PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM”) PUEDEN INCLUIR OPINIONES ACTUALES DE EQUILIBRIUM SOBRE EL RIESGO CREDITICIO FUTURO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS O DEUDA O VALORES SIMILARES A DEUDA. EQUILIBRIUM DEFINE RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DE QUE UNA ENTIDAD NO PUEDA CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES CONTRACTUALES, FINANCIERAS UNA VEZ QUE DICHAS OBLIGACIONES SE VUELVEN EXIGIBLES, Y CUALQUIER PERDIDA FINANCIERA ESTIMADA EN CASO DE INCUMPLIMIENTO. LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS NO TOMAN EN CUENTA CUALQUIER OTRO RIESGO, INCLUYENDO SIN LIMITACION: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO DE VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIO. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO Y LAS OPINIONES DE EQUILIBRIUM INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO CONSTITUYEN DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTORICOS. LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN RECOMENDACIÓN O ASESORIA FINANCIERA O DE INVERSION, Y LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN RECOMENDACIONES PARA COMPRAR, VENDER O MANTENER VALORES DETERMINADOS. NI LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS NI LAS PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM CONSTITUYEN COMENTARIOS SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSION PARA CUALQUIER INVERSIONISTA ESPECIFICO. EQUILIBRIUM EMITE SUS CLASIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICA SUS PUBLICACIONES CON LA EXPECTATIVA Y EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSIONISTA EFECTUARA, CON EL DEBIDO CUIDADO, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACION DE CADA VALOR SUJETO A CONSIDERACION PARA COMPRA, TENENCIA O VENTA.**

LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO ESTAN DESTINADAS PARA SU USO POR PEQUEÑOS INVERSIONISTAS Y SERÍA IMPRUDENTE QUE UN PEQUEÑO INVERSIONISTA TUVIERA EN CONSIDERACION LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO O PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM AL TOMAR CUALQUIER DECISION DE INVERSION. EN CASO DE DUDA USTED DEBERA CONSULTAR A SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACION AQUI CONTENIDA SE ENCUENTRA PROTEGIDA POR LEY, INCLUYENDO SIN LIMITACION LAS LEYES DE DERECHO DE AUTOR (COPYRIGHT),



Y NINGUNA DE DICHA INFORMACION PODRA SER COPIADA, REPRODUCIDA, REFORMULADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA DE CUALQUIER MANERA, O ARCHIVADA PARA USO POSTERIOR EN CUALQUIERA DE LOS PROPOSITOS ANTES REFERIDOS, EN SU TOTALIDAD O EN PARTE, EN CUALQUIER FORMA O MANERA O POR CUALQUIER MEDIO, POR CUALQUIER PERSONA SIN EL CONSENTIMIENTO PREVIO POR ESCRITO DE EQUILIBRIUM.

Toda la información aquí contenida es obtenida por EQUILIBRIUM de fuentes consideradas precisas y confiables. Sin embargo, debido a la posibilidad de error humano o mecánico y otros factores, toda la información contenida en este documento es proporcionada "TAL CUAL" sin garantía de ningún tipo. EQUILIBRIUM adopta todas las medidas necesarias a efectos de que la información que utiliza al asignar una clasificación crediticia sea de suficiente calidad y de fuentes que EQUILIBRIUM considera confiables, incluyendo, cuando ello sea apropiado, fuentes de terceras partes. Sin perjuicio de ello, EQUILIBRIUM no es un auditor y no puede, en cada momento y de manera independiente, verificar o validar información recibida en el proceso de clasificación o de preparación de una publicación.

En la medida que ello se encuentre permitido por ley, EQUILIBRIUM y sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes y proveedores efectúan un descargo de responsabilidad frente a cualquier persona o entidad por cualquier pérdida o daño indirecto, especial, consecuencial o incidental derivado de o vinculado a la información aquí contenida o el uso o inhabilidad de uso de dicha información, inclusive si EQUILIBRIUM o cualquiera de sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes o proveedores es advertido por adelantado sobre la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluyendo sin limitación: (a) cualquier pérdida de ganancias presentes o potenciales, o (b) cualquier pérdida o daño derivado cuando el instrumento financiero correspondiente no sea objeto de una clasificación crediticia específica asignada por EQUILIBRIUM.

En la medida que ello se encuentre permitido por ley, EQUILIBRIUM y sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes y proveedores efectúan un descargo de responsabilidad por cualquier pérdida o daño directo o compensatorio causados a cualquier persona o entidad, incluyendo sin limitación cualquier negligencia (pero excluyendo fraude, dolo o cualquier otro tipo de responsabilidad que no pueda ser excluido por ley) en relación con o cualquier contingencias dentro o fuera del control de EQUILIBRIUM o cualquiera de sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes y proveedores, derivados de o vinculados a la información aquí contenida o el uso de o la inhabilidad de usar cualquiera de dicha información.

EQUILIBRIUM NO PRESTA NI EFECTUA, DE NINGUNA FORMA, GARANTIA ALGUNA, EXPRESA O IMPLICITA, RESPECTO A LA PRECISION, OPORTUNIDAD, INTEGRIDAD, COMERCIALIZACION O AJUSTE PARA CUALQUIER PROPOSITO ESPECIFICO DE CUALQUIER CLASIFICACION O CUALQUIER OTRA OPINION O INFORMACION.