

**TRABAJO FIN DE GRADO**

**Valoración de una empresa multinacional:**

**Grupo PIKOLIN**

**AUTOR**

Ángel P. Ramos Laguna

**DIRECTOR**

José Antonio Láinez Gadea

**Programa Conjunto Derecho y Administración y Dirección de Empresas**

**Facultad de Economía y Empresa**

**Curso 2018/2019**

## **INFORMACIÓN Y RESUMEN**

**AUTOR DEL TRABAJO:** Ángel P. Ramos Laguna

**DIRECTOR DEL TRABAJO:** José Antonio Láinez Gadea

**TÍTULO DEL TRABAJO:** Valoración de una empresa multinacional: Grupo PIKOLIN.

**TITULACIÓN A LA QUE ESTÁ VINCULADO:** Programa Conjunto Derecho y Administración y Dirección de Empresas (DADE). Facultad de Economía y Empresa. Universidad de Zaragoza.

## ÍNDICE DE CONTENIDOS

<b>I.- INTRODUCCIÓN .....</b>	<b>4</b>
1.- TEMA OBJETO DE ESTUDIO .....	4
2.- RAZÓN DE LA ELECCIÓN DEL TEMA Y JUSTIFICACIÓN DE SU INTERÉS .....	4
3.- METODOLOGÍA SEGUIDA EN EL DESARROLLO DEL TRABAJO .....	5
<b>II.- VALORACIÓN DE EMPRESAS: MARCO TEÓRICO .....</b>	<b>6</b>
1.- VALORACIÓN DE EMPRESAS Y DIFERENCIA ENTRE VALOR Y PRECIO.....	6
2.- ¿POR QUÉ VALORAR EMPRESAS? .....	8
3.- MODELOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS .....	9
4.- FACTORES QUE DEBEN TENERSE EN CUENTA AL VALORAR UNA EMPRESA .....	11
5.- MÉTODO DE DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA.....	12
6.- MODELO DE MÚLTIPLO EBITDA .....	15
<b>III.- ANÁLISIS DEL GRUPO PIKOLIN.....</b>	<b>16</b>
1.- ANÁLISIS CUALITATIVO.....	16
1.1.- Descripción del Grupo.....	16
1.2.- Historia .....	18
1.3.- Análisis de las fortalezas .....	19
1.4.- Análisis de las posibles amenazas.....	20
2.- ANÁLISIS CUANTITATIVO.....	21
2.1.- Descuento de flujos de caja .....	22
2.2.- Múltiplo EBITDA .....	26
2.3.- Conclusiones de la valoración.....	29
<b>IV.- CONCLUSIONES.....</b>	<b>33</b>
<b>BIBLIOGRAFÍA .....</b>	<b>35</b>
<b>VÍDEOS .....</b>	<b>37</b>
<b>ANEXO I: DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA.....</b>	<b>38</b>
<b>ANEXO II: CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS.....</b>	<b>39</b>

## **I.- INTRODUCCIÓN**

### **1.- Tema objeto de estudio**

La valoración de empresas es una actividad de vital importancia que se utiliza para múltiples objetivos, como pueden ser la compra-venta de empresas, las operaciones de salida a bolsa, etc. Si bien es cierto que no se trata de una ciencia exacta, pues la actividad económica y, por ende, la empresarial, se desarrollan en torno a las decisiones individuales de los consumidores —por tanto, en un ambiente de incertidumbre—, permite realizar aproximaciones al valor de un activo concreto.

Existen múltiples métodos de valoración de empresas, pero en el presente Trabajo Fin de Grado (TFG) nos vamos a centrar en dos de ellos: el descuento de flujos de caja y un método de valoración por múltiplos —en concreto, a través del EBITDA—.

### **2.- Razón de la elección del tema y justificación de su interés**

La elección del Grupo PIKOLIN como objeto para realizar una valoración obedece a varios motivos. En primer lugar, se trata de una gran empresa aragonesa —también a nivel nacional—, cuya importancia en el PIB de la región es indiscutible y que emplea a un gran número de trabajadores. A ello se le suma su vocación exportadora, situando a Aragón por todo el mundo. En segundo lugar, la trayectoria del Grupo PIKOLIN es la de una empresa de éxito, que ha crecido poco a poco, sin cometer grandes excesos, hasta convertirse en líder nacional y uno de los actores más importantes a nivel europeo. En tercer lugar, el Grupo PIKOLIN encara el futuro de forma ambiciosa, con presencia en las zonas del planeta donde más desarrollo económico va a producirse en los próximos años (región Asia-Pacífico) y en otros lugares destacados, como Brasil. Todo ello sin dejar de lado, como ya se ha dicho, que es uno de los más importantes grupos en Europa.

Por otro lado, en los últimos años se está imponiendo —especialmente en Estados Unidos— la inversión pasiva, es decir, replicar al mercado, la antítesis de la gestión activa, esto es, el análisis y posterior adquisición de los activos concretos infravalorados para así batir al mercado. Este trabajo trata de defender la utilidad de la valoración de empresas y, por ende, la gestión activa

Por todo ello, es interesante realizar una valoración del Grupo PIKOLIN, de cara a cuantificar numéricamente el valor de la empresa.

### **3.- Metodología seguida en el desarrollo del trabajo**

El presente Trabajo Fin de Grado (TFG) consta de dos partes bien diferenciadas. Una primera parte, en la que se desarrolla el marco teórico de la valoración de empresas, para lo cual nos hemos valido de múltiples fuentes bibliográficas, de cara a examinar — de forma breve pero concisa— la diferencia entre valor y precio, los distintos métodos de valoración, los objetivos de la valoración, los factores que deben tenerse en cuenta a la hora de analizar una empresa y, por último, los dos métodos utilizados en el trabajo: el descuento de flujos de caja y un modelo de valoración por múltiplos —en concreto, a través del EBITDA—. La segunda parte del trabajo aborda de forma práctica la valoración del Grupo PIKOLIN: por un lado, se realiza un análisis cualitativo — descripción del Grupo, historia, fortalezas, amenazas, etc.—, y por otro lado, se formula un análisis cuantitativo desde la óptica de los dos métodos ya citados.

En consecuencia, en la primera parte del trabajo se han utilizado varias fuentes bibliográficas, puesto que se trata de un estudio desde el punto de vista del marco teórico, y en la segunda parte se han empleado fuentes internas de la empresa, en concreto sus cuentas anuales de los últimos ejercicios y otra documentación, como la correspondiente a la emisión de pagarés o la memoria de responsabilidad social corporativa (RSC) del Grupo.

## II.- VALORACIÓN DE EMPRESAS: MARCO TEÓRICO

### 1.- Valoración de empresas y diferencia entre valor y precio.

La valoración de empresas es el proceso a través del cual se cuantifica —o, mejor dicho, se estima— el valor intrínseco o fundamental de una empresa, entendido éste como el valor presente de los flujos financieros que una determinada empresa es capaz de generar en el futuro, descontados a una tasa que recoja el riesgo asociado a dichos flujos<sup>1</sup>. Se considera a la empresa, por tanto, un ente generador de flujos futuros y, en definitiva, el valor de una empresa viene determinado por su capacidad de generación futura de beneficio. Dicho de otro modo, una empresa vale lo que es capaz de generar.

Como bien nos enseña la historia, los mercados, al menos en el corto plazo, no son eficientes, a pesar de lo que afirman algunas teorías de gran relevancia como la *Efficient Market Hypothesis* (EMH). Si bien es cierto que a largo plazo los precios reflejan la generación de beneficios, en el corto plazo —como bien apuntaba BENJAMIN GRAHAM<sup>2</sup>—, oscilan por la psicología de los inversores. Esta psicología de los participantes en el mercado se mueve por ciclos, de la extrema euforia a la extrema cautela y viceversa, alterando significativamente los precios de los activos. De esta manera, en ciertos momentos el precio supera al valor intrínseco del activo —como sucedió en la burbuja tecnológica de finales del siglo XX y principios del siglo XXI o en la burbuja inmobiliaria en España—, en otros momentos el precio es inferior al valor intrínseco —por ejemplo, en los mercados bursátiles a finales de 2008 y principios de 2009 o en el mercado inmobiliario español tras el estallido de la burbuja— y, en escasos momentos, el precio refleja el valor intrínseco del activo —es decir, una situación de eficiencia—.

Por tanto, es realmente importante diferenciar entre valor y precio, y de eso se ocupa la valoración. Como bien apuntaba ANTONIO MACHADO, “sólo el necio confunde valor y precio”. Según BENJAMIN GRAHAM —precursor de la inversión en valor (*value investing*), legendario inversor estadounidense y autor de libros que son considerados como fundamentales en el mundo de la inversión—, el valor intrínseco se corresponde con “el valor que se justifica por los datos, es decir, los activos, beneficios, dividendos, perspectivas claras”, en contraste con el precio, esto es, “las cotizaciones del

---

<sup>1</sup> LÁINEZ GADEA, J.A., *Modelos de valoración de empresas utilizados en la práctica profesional*.

<sup>2</sup> GRAHAM, B. y DOOD, D.L., *Security Analysis. Principios y técnica.*, Ediciones Deusto, Barcelona, 2009, p. 92.

mercado establecidas mediante una manipulación artificial o distorsionada debido a excesos psicológicos”<sup>3</sup>. WARREN BUFFETT —considerado como el mejor inversor de la historia—, explica de forma extremadamente simple la diferencia entre uno y otro: “precio es lo que pagas y valor es lo que obtienes”<sup>4</sup>.

La diferencia entre el precio y el valor intrínseco —o fundamental— de un activo se denomina margen de seguridad, concepto acuñado por BENJAMIN GRAHAM, y es mayor cuanto más amplia sea la diferencia entre uno y otro. Todo inversor que se precie a obtener ganancias en la inversión debe tener muy presente el concepto de margen de seguridad, puesto que sus perspectivas de maximización del beneficio se incrementarán conforme mayor sea el margen de seguridad, a la vez que el riesgo disminuirá.

En la siguiente imagen puede apreciarse la diferencia entre el valor fundamental de un activo —estable— y el precio al que cotiza —volátil—, dando lugar a momentos de infravaloración y a momentos de sobrevaloración.

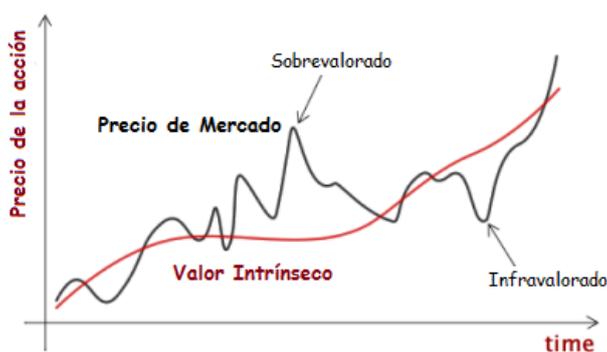


Imagen 1: Diferencia entre valor y precio. Fuente: <https://www.encyclopediainfinanciera.com/definicion-valor-intrinseco.html>

Una correcta valoración, por tanto, puede ayudar a identificar un activo sobrevalorado o infravalorado y, en consecuencia, evitar decisiones de inversión erróneas o encontrar grandes oportunidades de inversión. Comprar en momentos de infravaloración y vender en supuestos de sobrevaloración permite obtener ganancias y evitar pérdidas, a la vez que reduce el riesgo asociado a la inversión.

De hecho, según HOWARD MARKS —inversor estadounidense de gran prestigio—, el éxito en la inversión, al contrario de la opinión mayoritaria, no depende de

---

<sup>3</sup> GRAHAM, B. y DOOD, D.L., *Security Analysis. Principios y técnica.*, Ediciones Deusto, Barcelona, 2009, p. 92.

<sup>4</sup> BUFFETT, W., *Carta anual a inversores de Berkshire Hathaway (2008)*. Disponible en: <http://www.berkshirehathaway.com/letters/2008ltr.pdf>

la calidad del activo que se adquiriera, sino del precio que se paga por él. Para él, todo activo, aunque sea de una calidad excepcional, puede convertirse en una mala inversión si se compra caro y, del mismo modo, no hay activo tan malo que no se pueda convertir en una buena inversión si se compra suficientemente barato<sup>5</sup>.

En definitiva, la clave en toda inversión radica en realizar una adecuada valoración del activo en cuestión y adquirirlo a un precio que ofrezca un descuento —margen de seguridad— sobre dicho valor intrínseco. Cuanto mayor sea este descuento, mayor será el margen de seguridad y, por tanto, menos riesgo implicará la inversión a la vez que se incrementará el potencial de ganancia.

Básicamente, esta es la tesis sobre la que reposa la filosofía de inversión denominada “inversión en valor” (*value investing*): adquirir un activo por menos de lo que vale. Desde hace muchos años, cuando BENJAMIN GRAHAM comenzó a invertir de esta forma, han sido numerosos los inversores que han cosechado grandes éxitos siguiendo las directrices del *value investing*, entre los que cabe destacar a WARREN BUFFETT, PETER LYNCH o el español FRANCISCO GARCÍA PARAMÉS, entre otros. De hecho, WARREN BUFFETT escribió en 1984 un artículo, “*The Superinvestors of Graham-and-Doddsville*”, en el que presenta a un grupo de inversores que, aplicando los principios del *value investing*, batieron durante años sistemáticamente al mercado<sup>6</sup>. Parece que adquirir un activo por un precio inferior a su valor intrínseco se configura como la única forma sostenible —y demostrada— de ganar dinero.

## 2.- ¿Por qué valorar empresas?

La valoración de empresas o negocios obedece a múltiples razones. Entre los muy variados objetivos de la valoración de empresas, destacan los siguientes<sup>7</sup>: (a) operaciones de compra-venta; (b) operaciones de *M&A*: fusiones, adquisiciones, escisiones, etc.; (c) valoración de empresas cotizadas en el mercado bursátil; (d) salidas a bolsa (OPV); (e) ampliaciones de capital con aportaciones no dinerarias; (f) emisión de obligaciones

---

<sup>5</sup> MARKS, H., *Lo más importante para invertir con sentido común*, Profit Editorial, 2013, p. 49-50

<sup>6</sup> BUFFETT, W., «*The Superinvestors of Graham-and-Doddsville*», en *Hermes, the Columbia Business School Magazine*, 1984.

Disponible en: <https://www8.gsb.columbia.edu/sites/valueinvesting/files/files/Buffett1984.pdf>

<sup>7</sup> FERNÁNDEZ, P., *Valoración de empresas y sensatez*, Gestión 2000, Barcelona, 2006, Capítulo 1, p. 2-3.

convertibles; (g) herencias y testamentos; (h) sistemas de remuneración de los directivos de la empresa basados en creación de valor para el accionista; (i) identificación de las fuentes de creación de valor (*value drivers*); (j) planificación de decisiones estratégicas; (k) procesos de arbitraje y pleitos; etc.

Como puede apreciarse, son múltiples las situaciones que requieren de una valoración de una empresa, pero todas ellas comparten el mismo objetivo común: determinar un valor del activo en cuestión para afrontar con conocimiento una inversión.

### 3.- Modelos de valoración de empresas

Existen seis grandes grupos de valoración de empresas<sup>8</sup>:

- a) Métodos basados en el balance (valor patrimonial): consideran que el valor de una empresa radica en sus activos, de modo que realizan la valoración desde una perspectiva estática, sin tener en cuenta la evolución futura de la empresa. Entre estos métodos, destacan los siguientes: valor contable —o valor en libros—, valor contable ajustado, valor de liquidación, activo neto real, etc.
- b) Métodos basados en la cuenta de resultados (múltiplos): valoran la empresa a través de la magnitud de los beneficios, de las ventas o de otro indicador. Destacan el clásico PER (*Price to Earnings Ratio*), es decir, el valor obtenido multiplicando el beneficio neto anual por un coeficiente multiplicador denominado PER —el valor de las acciones será el resultado de multiplicar el PER por el beneficio—. También se utiliza frecuentemente el múltiplo precio/ventas, el EV/EBITDA y el EV/FCF, entre otros.

Hay que recalcar que para valorar una empresa utilizando múltiplos, deben emplearse múltiplos de empresas comparables. A cada sector económico, en función de las expectativas futuras, de la previsibilidad de los beneficios, de los posibles riesgos, le serán aplicables unos múltiplos determinados. Por ejemplo, a las empresas tecnológicas o farmacéuticas se les aplican múltiplos altos, en contraste con las empresas cíclicas, que soportan múltiplos menores. Y dentro de cada sector, habrá empresas de gran calidad que justifiquen

---

<sup>8</sup> FERNÁNDEZ, P., *Valoración de empresas y sensatez*, Gestión 2000, Barcelona, 2006, Capítulo 1, p. 3-17.

múltiplos elevados y, en sentido opuesto, empresas con peor calidad cuyos múltiplos aplicables deban ser más reducidos.

- c) Métodos mixtos basados en el fondo de comercio (*goodwill*): determinan que el valor de una empresa es igual a su activo neto más el valor del fondo de comercio —la diferencia entre el precio que se paga por una empresa y el valor contable con el que se refleja la compra—. Se supone que el fondo de comercio refleja el valor de los activos intangibles de la empresa, como las marcas, las alianzas estratégicas, el liderazgo sectorial, entre otros, que cada vez tienen más relevancia en el entorno económico digital.
- d) Métodos basados en el descuento de flujos (*cash flows*): el valor de la empresa se calcula en base a la estimación de los flujos de caja que ésta generará en el futuro, descontándolos con una rentabilidad exigida apropiada según el riesgo de dichos flujos. Numerosos autores, entre ellos FERNÁNDEZ<sup>9</sup>, señalan este método como el único conceptualmente correcto.
- e) Suma de valores de las distintas divisiones (*break-up value*): el valor de la empresa es la suma de sus distintas divisiones o unidades de negocio. Este método es realmente útil para valorar *holdings* cotizados que son propietarios de otras empresas cotizadas. Se suma la capitalización de éstas y si es superior a la del *holding*, significará que cotiza con el respectivo descuento.
- f) Métodos basados en la creación de valor, entre los que destacan el *Economic Value Added* (EVA), el beneficio económico, el *Cash Flow Return On Investment* (CFROI), etc.
- g) Métodos basados en opciones: Black-Scholes, opción de invertir, etc.

A su vez, todos estos métodos pueden agruparse en tres modelos de valoración en función de su consideración o no de las expectativas futuras de la empresa: (a) modelos estáticos; (b) modelos mixtos; y (c) modelos dinámicos<sup>10</sup>.

Los primeros —estáticos— determinan el valor de la empresa a través del balance, es decir, de su situación actual, por lo que no tienen en cuenta a la empresa como un ente

---

<sup>9</sup> FERNÁNDEZ, P., *Valoración de empresas y sensatez*, Gestión 2000, Barcelona, 2006, Capítulo 1, p. 9.

<sup>10</sup> LÁINEZ GADEA, J.A., *Modelos de valoración de empresas utilizados en la práctica profesional*, p. 7-10.

generador de flujos —expectativas futuras—. Tienen escasa utilidad, excepto en situaciones de liquidación.

Los segundos —mixtos— utilizan la visión estática de la empresa aportada por los estados financieros, introduciendo cierto dinamismo mediante la cuantificación de los activos intangibles, a través del fondo de comercio. Como ya se ha dicho, estos métodos valoran la empresa teniendo en cuenta el valor del activo neto más el valor del fondo de comercio. De ahí el carácter mixto de estos métodos: realizan una valoración estática de la empresa que matizan con el dinamismo aportado al cuantificar el valor que generará la empresa en el futuro.

Los terceros —dinámicos— se basan en las expectativas futuras de la empresa, en concreto en la generación de flujos de caja por parte de la misma.

Habría un cuarto grupo, los modelos de comparación, es decir, aquellos que fundamentan la valoración de una empresa en la comparación de las magnitudes utilizadas en transacciones realizadas de compañías o negocios similares<sup>11</sup>.

Según FERNÁNDEZ<sup>12</sup>, los métodos conceptualmente correctos son solamente aquellos basados en el descuento de flujos de caja, es decir, aquellos que consideran a la empresa como un ente generador de flujos. Por otro lado, considera que los métodos de múltiplos pueden utilizarse como aproximación —si los flujos futuros son muy inciertos— o como contraste del valor obtenido por el método de descuento de flujos.

En el presente trabajo nos vamos a centrar en dos modelos de valoración. Por un lado, un modelo de descuento de flujos de caja, y por otro lado, un modelo de múltiplo EBITDA.

#### **4.- Factores que deben tenerse en cuenta al valorar una empresa**

La empresa no se configura como un ente aislado, sino que interactúa con otros actores del mercado y con los consumidores. Por este motivo, al analizar una empresa

---

<sup>11</sup> MÁRQUEZ GONZÁLEZ, A., *Valoraciones de empresas. El método del descuento de flujos de caja.*, Registro de Expertos Contables, 2017, p. 7.

<sup>12</sup> FERNÁNDEZ, P., *Valoración de empresas y sensatez*, Gestión 2000, Barcelona, 2006, Capítulo 1, p. 9.

deben tenerse en cuenta diversos factores, internos y externos, que pueden afectar a su valoración, sea positiva o negativamente<sup>13</sup>.

Por un lado, entre los factores externos —exógenos—, destacan la evolución de la economía del país en el que se ubica la empresa y de aquellos países en los que opera, y la evolución del sector económico al que pertenece la empresa.

Por otro lado, en el ámbito interno —factores endógenos—, se encuentran los factores comerciales —ventas, clientes, competencia, etc.—, los factores técnicos —capacidad productiva, tipo de tecnología, etc.—, los factores humanos —tipo de dirección, formación de los trabajadores, etc.—, los factores financieros —situación de tesorería, beneficios, *cash-flow*, etc.— y otros factores, como los jurídicos.

## 5.- Método de descuento de flujos de caja

Como se ha dicho, en el presente trabajo se van a utilizar dos métodos para realizar una valoración del Grupo PIKOLIN: un descuento de flujos y un múltiplo EBITDA. En este apartado se va a explicar, de forma breve, en qué consiste el método de descuento de flujos (*cash-flows*).

El método de descuento de flujos calcula el valor de la empresa en base a la estimación de los flujos de caja que ésta generará en el futuro, descontándolos con una rentabilidad exigida apropiada según el riesgo de dichos flujos. Dicho de otro modo, este método considera que el valor de una empresa está determinado por el valor presente de la tesorería que ésta es capaz de generar a lo largo del tiempo, descontados a una tasa de coste de capital que refleje apropiadamente el riesgo de dicha tesorería. Por tanto, el valor de una empresa será mayor cuanto más flujos de caja genere para sus accionistas en el futuro. Además, cuanto más predecibles y persistentes sean estos flujos futuros, mayor será el valor de la empresa<sup>14</sup>.

La expresión formal de los modelos de descuento de flujos es la siguiente:

$$V = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{Q_i}{(1+k)^i}$$

---

<sup>13</sup> AZNAR BELLVER, J., CAYO ARAYA, T., CEVALLOS VARELA, D., *Valoración de empresas. Métodos y casos prácticos para pequeñas y medianas empresas.*, Ardiles, Valencia, 2016, p. 32.

<sup>14</sup> LÁINEZ GADEA, J.A., *Modelos de valoración de empresas utilizados en la práctica profesional*, p. 14.

donde  $Q_i$  es una representación de los flujos generados por la empresa y  $k$  es la tasa de descuento empleada para calcular su valor presente.

En función del tipo de flujos descontados ( $Q_i$ ) y de la tasa de descuento aplicada ( $k$ ), se puede calcular el valor total de la empresa —*Enterprise Value* (EV)— o el valor del neto patrimonial —*Equity Value* (EqV)—.

Si los flujos descontados son, únicamente, los destinados para sus accionistas, es decir, los flujos de caja libres para el accionista —*free cash flow to equity* (FCF Eq)— y la tasa de descuento es el coste de los recursos propios ( $k_e$ ), el valor obtenido es el *Equity Value* (EqV).

En cambio, si los flujos descontados son los disponibles tanto para los accionistas como para los proveedores de deuda, es decir, los flujos de caja libres totales —*free cash flow to enterprise* (FCF E)— y la tasa de descuento es el coste medio ponderado de capital después de impuestos —*weighted average cost of capital* (WACC)—, el valor obtenido es el valor total de la empresa (EV).

El *Free Cash Flow* (FCF) es el flujo generado por las operaciones, sin tener en cuenta el endeudamiento —deuda financiera—, después de impuestos. Básicamente, es el dinero que podría repartirse a los accionistas después de haber cubierto las necesidades de reinversión en activos fijos y en necesidades operativas de fondos, suponiendo que no existe deuda<sup>15</sup>. Es decir, prescinde de la financiación para poner el foco en el rendimiento económico de los activos después de impuestos, teniendo en cuenta las inversiones necesarias para la continuidad del negocio, tanto en activos no corrientes como en capital circulante<sup>16</sup>. Los FCF de cada período se calculan de la siguiente forma<sup>17</sup>:

$$\text{FCF} = \text{EBITDA} \pm \text{InvInm} \pm \text{InvCC} - \text{Impuestos}$$

donde InvInm representa la inversión o desinversión en activo inmovilizado e InvCC la variación del capital circulante no financiero del período.

---

<sup>15</sup> FERNÁNDEZ, P., *Valoración de empresas y sensatez*, Gestión 2000, Barcelona, 2006, Capítulo 1, p. 10-11.

<sup>16</sup> LÁINEZ GADEA, J.A., *Modelos de valoración de empresas utilizados en la práctica profesional*, p. 26.

<sup>17</sup> LÁINEZ GADEA, J.A., *Modelos de valoración de empresas utilizados en la práctica profesional*, p. 25.

Como los flujos de caja de una empresa son más inciertos y, por ende, tienen más riesgo que los flujos ofrecidos por los bonos del Estado, la rentabilidad exigida a las acciones ( $K_e$ ) es superior a la tasa sin riesgo ( $R_F$ )<sup>18</sup>:

$$K_e = R_F + \text{PRE (prima de riesgo de la empresa)}$$

La PRE dependerá según el riesgo que lleven aparejados los flujos de la empresa analizada. La PRE es el resultado de multiplicar la prima de riesgo del mercado (PRM) por un parámetro beta ( $\beta$ ). La PRM se corresponde con la prima de riesgo de la empresa aplicada al mercado, es decir, la rentabilidad adicional exigida a una inversión con respecto al bono del Estado. La beta ( $\beta$ ) es un parámetro específico para cada empresa, correspondiendo  $\beta = 0$  a los bonos del Estado sin riesgo y  $\beta = 1$  a una inversión con un riesgo similar al del mercado. Esta beta mide la correlación ente la rentabilidad del mercado ( $R_M$ ) y la de un activo libre de riesgo ( $R_F$ )<sup>19</sup>. Por tanto, la rentabilidad exigida a las acciones —también llamado coste de los recursos propios— se determina por la siguiente fórmula:

$$K_e = R_F + \beta \times \text{PRM}$$

Esta es la fórmula aportada por el *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), que estima el coste de los recursos propios ( $K_e$ ) en función del tipo de interés de un activo libre de riesgo ( $R_F$ ) y de la correlación entre la rentabilidad del mercado y la del título valorado, medida por la  $\beta$ <sup>20</sup>:

$$K_e = R_F + \beta \times (R_M - R_F)$$

La tasa de descuento apropiada es el coste medio ponderado de capital (WACC):

$$\text{WACC} = \frac{EqV}{EqV+D} \times K_e + \frac{D}{EqV+D} \times K_d \times (1 - t)$$

donde EqV y D son, respectivamente la capitalización bursátil y la deuda financiera neta. Si la empresa no cotiza —como es el caso del Grupo PIKOLIN—, se suele tomar en consideración la cifra contable de su patrimonio neto en el momento de la valoración<sup>21</sup>.

---

<sup>18</sup> FERNÁNDEZ, P., *Valoración de empresas y sensatez*, Gestión 2000, Barcelona, 2006, Capítulo 2, p. 1-2

<sup>19</sup> FERNÁNDEZ, P., *Valoración de empresas y sensatez*, Gestión 2000, Barcelona, 2006, Capítulo 2, p. 2-4.

<sup>20</sup> LÁINEZ GADEA, J.A., *Modelos de valoración de empresas utilizados en la práctica profesional*, p. 27-28.

<sup>21</sup> LÁINEZ GADEA, J.A., *Modelos de valoración de empresas utilizados en la práctica profesional*, p. 27.

## 6.- Modelo de múltiplo EBITDA

El segundo método que se va a utilizar en el presente trabajo para analizar el Grupo PIKOLIN es un modelo de múltiplo, en concreto, un múltiplo EBITDA.

Los modelos de múltiplos son modelos relativos de valoración, basados en cómo los mercados valoran activos de similar naturaleza. Se toma una variable de una empresa y se multiplica por un múltiplo asociado a dicha variable. Para identificar este múltiplo, hay que tener en cuenta el múltiplo de referencia de las empresas comparables y realizar las modificaciones oportunas, atendiendo a las circunstancias particulares de la empresa sobre la que se está realizando la valoración.

Estos modelos de valoración son de gran utilidad, especialmente cuando las compañías comparables y las cifras de comparación son adecuadas, ya que no se están realizando predicciones a muy largo plazo —con los errores que ello puede ocasionar— y los precios empleados son los del mercado, ya sea a través de empresas cotizadas (COCOS) o a través de transacciones realizadas (COTRANS)<sup>22</sup>. Es decir, reflejan una realidad en el momento de la valoración.

---

<sup>22</sup> MÁRQUEZ GONZÁLEZ, A., *Valoraciones de empresas. El método del descuento de flujos de caja.*, Registro de Expertos Contables, 2017, p. 7.

### III.- ANÁLISIS DEL GRUPO PIKOLIN

#### 1.- Análisis cualitativo

##### 1.1.- Descripción del Grupo

Grupo PIKOLIN es el segundo grupo europeo del sector del descanso —por detrás de la compañía sueca HILDING ANDERS— y el líder en España, Francia y Portugal, contando con una facturación de 337 millones de euros en el año 2017 y unos 3.000 trabajadores por todo el mundo. Se trata de una empresa familiar, controlando ALFONSO SOLÁNS SOLÁNS —hijo del fundador— el 98% del capital social y sus hijos, ÁLVARO SOLÁNS GARCÍA y ALFONSO BORJA SOLÁNS GARCÍA, el 2% restante. Además, nos encontramos ante una empresa multinacional, pues está presente en mercados situados en Europa, Asia, Oriente Medio y América, como veremos más adelante.

En el año 2017, el 49% de las ventas del Grupo fueron en España (frente al 33% en 2016), el 33% en Francia (frente al 55% de un año antes), el 11% en Brasil (frente al 6% en 2016) y el 7% en Asia (frente al 6% en 2016). El drástico cambio con respecto a las ventas en Francia es consecuencia de la operación llevada a cabo por la que el Grupo PIKOLIN vende el 50% de su filial francesa, COFEL, a STEINHOFF INTERNATIONAL.

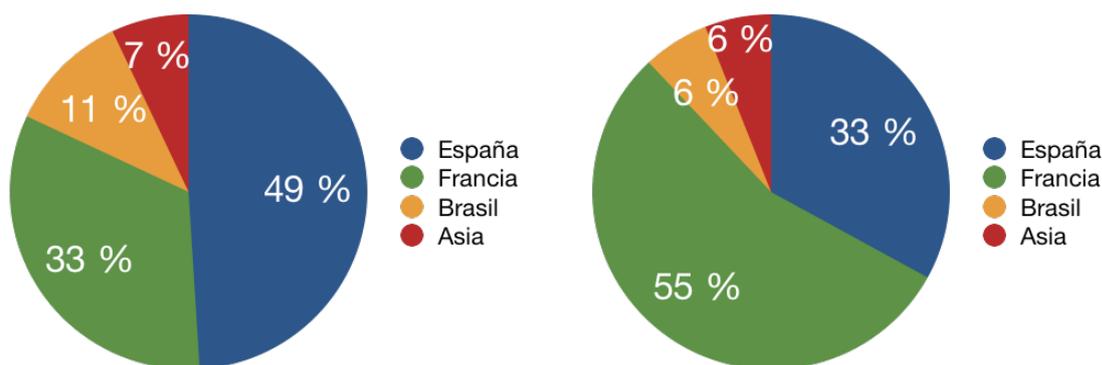


Imagen 2: Distribución de ventas por zona geográfica (2017 y 2016). Elaboración propia.

El Grupo PIKOLIN ofrece una gama de productos que ofrece soluciones en todas las familias de productos relacionados con el descanso: colchones, bases tapizadas, bases

de madera, somieres fijos, somieres articulados, almohadas y complementos para el descanso, entre otros.

El Grupo agrega toda esta gama de productos en 4 divisiones: (1) colchones, con el 67% de las ventas; (2) somieres, con el 21% de las ventas; (3) hospitales y residencias para la tercera edad, con un 7% de las ventas; y (4) almohadas y otros productos, con el 5% de las ventas.

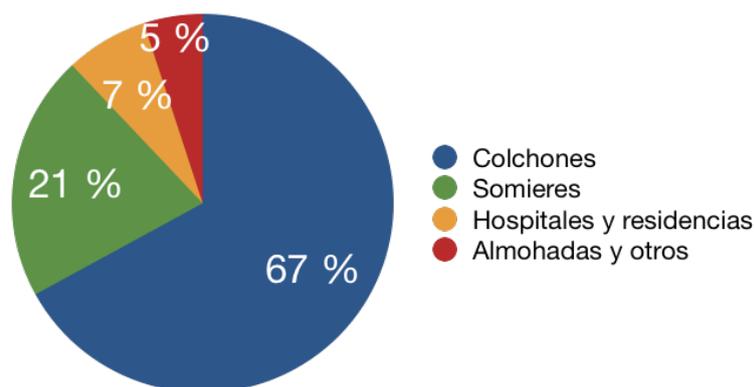


Imagen 3: Ventas por actividad (2017). Elaboración propia.

El Grupo se compone de un abanico de 13 marcas comerciales: PIKOLIN, BULTEX, SWISSFLEX, ORTHOREST, LATTOFLEX, SUNLAY, PARDO, DUNLOPILLO, MERINOS, EPEDA, SERTA, SEMA y MEDITERRÁNEO.

Está presente en numerosos mercados, ubicados en Europa, Asia, Oriente Medio y América, entre los que destacan España, Portugal, Francia, Italia, Rumanía, Malasia, China, Emiratos Árabes Unidos, Hong Kong, Singapur, Vietnam, Brasil, Ecuador, Centroamérica y México<sup>23</sup>.

Cuenta con 10 complejos industriales, 8 ubicados en Europa y 2 en el sudeste asiático. En concreto, hay 5 complejos industriales en Francia, 3 en España, 1 en Vietnam y otro en China.

Todo ello permite al Grupo PIKOLIN estar presente en los tres segmentos del mercado del descanso: doméstico, hostelero y sanitario. Además, Grupo PIKOLIN está

---

<sup>23</sup> Grupo PIKOLIN, *70 años de Grupo PIKOLIN. Memoria*. Disponible en: [https://www.pikolin.com/descargas/Pikolin\\_Memoria\\_RSC\\_2017.pdf](https://www.pikolin.com/descargas/Pikolin_Memoria_RSC_2017.pdf)

integrado verticalmente, lo que le permite controlar la producción, distribución y comercialización de todos sus productos.

## **1.2.- Historia**

A continuación se van a exponer los hitos más relevantes del Grupo PIKOLIN a lo largo de su historia<sup>24</sup>.

La empresa fue fundada en el año 1948 por ALFONSO SOLÁNS SERRANO —tomando su mismo nombre—, empezando a producir camas y somieres metálicos. Años más tarde, en 1955, se cambia la denominación a PIKOLIN y comienza la fabricación de colchones de muelles.

En el año 1973 —coincidiendo con el vigesimoquinto aniversario de la empresa— se inaugura la fábrica de la carretera de Logroño, una de las más grandes del mundo por aquel entonces, operativa hasta hace dos años.

En 1985, PIKOLIN crea BEDS, la mayor franquicia de tiendas de descanso, que en la actualidad cuenta con unos 250 puntos de venta en España.

En 1988 comienza la expansión internacional del Grupo PIKOLIN, en concreto, en Portugal.

En el año 2002 se produce la creación de COFEL, una *joint venture* francesa entre Grupo PIKOLIN y RECTICEL (compañía belga cotizada en bolsa y con más 11.000 empleados). COFEL fabrica y comercializa algunas de las marcas con mayor notoriedad en el mercado francés como BULTEX, EPEDA, MERINOS, LATTOFLEX Y SWISSFLEX, y cuenta con cinco plantas de producción en Francia y 850 empleados. En el año 2009 el Grupo PIKOLIN se hace con el control total de COFEL, el mayor fabricante francés de productos para el descanso, pasando a controlar las marcas BULTEX, EPEDA y MERINOS, líderes del mercado francés. Con este hito, el Grupo PIKOLIN se convierte en el segundo grupo europeo de descanso, solamente por detrás del Grupo HILDING ANDERS.

En el año 2011 se adquiere la marca DUNLOPILLO para 45 países, para lo cual adquiere la filial colchonera DUNLOPILLO HOLDINGS, perteneciente al Grupo

---

<sup>24</sup> Grupo PIKOLIN. Historia. Disponible en: <https://www.pikolin.com/es/corporativo/historia/>

SIMEDARBY, con sede en Malasia y actividad comercial en más de 15 países del Sudeste Asiático.

En el año 2012 forma la *joint venture* LITERIE ITALIA junto a B&T, el fabricante líder en Italia.

En el año 2016 se forma otra *joint venture* que permite el desembarco del Grupo en Brasil, en este caso junto a SLEEP HOUSE BRASIL, adquiriendo el 51% de ésta última. En el año 2018, Grupo PIKOLIN se hace con el 49% restante de la compañía brasileña, pasando a controlar el 100% de SLEEP HOUSE BRASIL.

En el año 2016 se alcanza un acuerdo estratégico con STEINHOFF INTERNATIONAL —segundo distribuidor de muebles en Europa, por detrás de IKEA, que opera en 30 países, principalmente en Europa, Australia y África del Sur, donde distribuye una amplia gama de productos: muebles, electrodomésticos, artículos domésticos, etc.—, por el cual éste último entra con un 50% en el accionariado de COFEL —filial francesa del Grupo PIKOLIN—. El objetivo principal de esta operación, por la que PIKOLIN se desprende del 50% de su filial francesa, es aumentar la presencia internacional del Grupo.

En el año 2017 el Grupo PIKOLIN traslada sus instalaciones a la plataforma logística PLAZA, ubicando allí su nuevo complejo logístico-industrial, que cuenta con 225.000 m<sup>2</sup> y se configura como el más avanzado complejo industrial de Europa en el sector del descanso, así como uno de los mayores del mundo.

Se puede apreciar que la historia del Grupo PIKOLIN es la de una empresa en constante expansión, ya sea a través de su propio crecimiento orgánico o a través del crecimiento inorgánico, mediante adquisiciones y otras modalidades, como *joint ventures* o acuerdos estratégicos con otras empresas.

### **1.3.- Análisis de las fortalezas**

El Grupo PIKOLIN dedicó en el año 2017 el 1% de sus ingresos a investigación y desarrollo (I+D), que es la base para la futura obtención de patentes. El Grupo cuenta con más de 100 patentes, convirtiendo a PIKOLIN en la empresa con más patentes del sector.

Además, el Grupo PIKOLIN es el propietario de marcas reconocidas a nivel nacional en cada país en el que está presente; esto se explica por la especial configuración del mercado del colchón, en el que el cliente es propenso a adquirir los productos de marcas que conoce y tienen reconocimiento, por lo que la expansión internacional con la marca PIKOLIN hubiera sido un error. De este modo, la expansión internacional del Grupo se ha desarrollado a través de la adquisición de marcas con reconocimiento en los mercados sobre los que se quería estar presente: DUNLOPILLO en Asia, SLEEP HOUSE en Brasil, etc. Por todo esto, se puede afirmar que el Grupo PIKOLIN cuenta con activos intangibles realmente relevantes, tanto en forma de patentes como en forma de reconocimiento de marca.

De acuerdo con el informe «*2018 World Mattress Industry Report*», el consumo mundial de colchones en el año 2017 fue de 27.000 millones de dólares, con un crecimiento del 4% anual durante el período 2008-2017. Los cinco mayores mercados, con el 70% del consumo mundial, son Estados Unidos, China, Brasil, India y Alemania. El informe «*Global Industry Analysis (GIA)*» afirma que el mercado mundial de colchones alcanzará los 39.400 millones de dólares en el año 2022.

La región Asia-Pacífico es el mercado más amplio, así como el más dinámico, con un crecimiento anual compuesto del 8,1%, según GIA, debido a los siguientes factores: (a) el aumento del nivel de vida y la ampliación de la clase media; (b) el incremento de la urbanización y la alta actividad del sector de la construcción; (c) el aumento de la tasa de viviendas en propiedad, de mayor tamaño y con más dormitorios entre la creciente clase media; (d) el crecimiento del sector hotelero, así como una mayor oferta de servicios, mejora de la experiencia del consumidor y una mejor promoción de los servicios centrados en el sueño.

Por tanto, la región asiática es la que espera crecimientos más importantes en los próximos años. Grupo PIKOLIN está bien posicionado en esta región, además de en otros lugares realmente importantes, como Brasil, por lo que puede aprovecharse de este potencial de crecimiento.

#### **1.4.- Análisis de las posibles amenazas**

Como ya sabemos, la economía y la actividad empresarial son inciertas, es decir, se enfrentan a amenazas a las que hay que adaptarse si se quiere perdurar. En el presente

apartado se va a realizar un análisis de las posibles amenazas a las que se enfrenta el Grupo PIKOLIN.

La primera amenaza es la aparición y el aumento de la cuota de mercado de los colchones de marca blanca, de precio mucho más bajo, como lleva sucediendo durante varios años con la alianza de IKEA y HILDING ANDERS, que ya es el tercer fabricante a nivel nacional. Se trata, no obstante, de colchones de peor calidad que los que oferta PIKOLIN, y la imagen de marca con la que cuenta esta última le permiten resistir el empuje de los colchones de marca blanca.

Otra de las amenazas a las que se enfrenta PIKOLIN es la venta de colchones por Internet, si bien es cierto que también puede transformarse en una oportunidad para el Grupo. En primer lugar, hay que resaltar que los colchones, al igual que otro tipo de bienes, como los automóviles, requieren de una infraestructura de venta para que el cliente pueda testarlos. En definitiva, al tratarse de productos de valor, el cliente no realiza una compra poco meditada, sino más bien al contrario. Por ello, la amenaza de Internet en estos productos es más reducida. No obstante, como ya se ha expuesto, el Grupo PIKOLIN cuenta con la mayor red de tiendas físicas, BEDS, por lo que una reducción de las ventas en estos puntos comerciales podría lastrar los resultados del Grupo. Sin embargo, las ventas en las tiendas físicas de PIKOLIN podrían reducirse, pero las ventas *online* podrían incrementarse, compensando así el descenso y generando nuevas oportunidades de negocio.

## **2.- Análisis cuantitativo**

En este apartado del trabajo se va a realizar un análisis cuantitativo —es decir, fundamental— del Grupo PIKOLIN. Para ello se van a utilizar las Cuentas Anuales de los últimos ejercicios, además de otros informes de la compañía, como la documentación que se acompaña a la emisión de pagarés de los años 2016 y 2018.

En primer lugar, cabe que apuntar que el Grupo PIKOLIN, a pesar de ser una empresa multinacional, no cotiza en el mercado bursátil, sino que, como ya se ha apuntado, pertenece en su totalidad a la familia SOLÁNS. Por este motivo, se deben

desechar varios métodos de valoración que solamente pueden ser utilizados en empresas cotizadas.

De entre todos los métodos de valoración previamente señalados, el Grupo PIKOLIN se va a analizar desde la óptica de dos métodos: (a) el descuento de flujos de caja y (b) la valoración por múltiplos, en concreto, el múltiplo EBITDA.

## 2.1.- Descuento de flujos de caja

El primer método para realizar una valoración del Grupo PIKOLIN va a ser el descuento de flujos de caja que, como hemos dicho, se configura como el único método conceptualmente correcto, al considerar a la empresa como un ente generador de flujos futuros.

Como ya se ha dicho, vamos a partir del flujo de caja libre (FCF) y del WACC (rentabilidad exigida ponderada).

Lo primero que hay que señalar es que el FCF del Grupo PIKOLIN varía intensamente cada año, consecuencia de las inversiones efectuadas en la nueva planta y de las adquisiciones y desinversiones que han realizado en los últimos ejercicios. Por ello, vamos a formular un FCF normalizado, de modo que aplicaremos un margen sobre las ventas. En ejercicios sin resultados extraordinarios, como pudo ser 2015, 2014, 2010 ó 2009, el margen FCF sobre ventas varía del 1% al 3%. Por ello, vamos a utilizar un margen FCF sobre ventas del 3% y una proyección de incremento de ventas del 5% —el crecimiento anual promedio entre los ejercicios 2008 y 2017 ha sido del 4%, teniendo en cuenta que en el ejercicio 2017 las ventas se redujeron más de un 20% como consecuencia de la venta del 50% de la filial francesa COFEL—, para formular este FCF normalizado.

	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
<b>Ventas (+5%)</b>	354.170.600	371.879.130	390.473.086	409.996.740	430.496.577
<b>Margen FCF</b>	3%	3%	3%	3%	3%
<b>FCF</b>	10.625.118	11.156.374	11.714.193	12.299.902	12.914.897

Debemos determinar ahora la tasa de descuento (k). En definitiva, se trata de determinar qué rentabilidad se exige a dicha inversión teniendo en cuenta los riesgos inherentes a la misma. A mayor riesgo, mayor será la tasa de descuento.

Como ya se ha dicho, esta tasa de descuento (k) se calcula a partir del coste medio ponderado del capital (WACC), que tiene en cuenta tanto el coste de los recursos propios como el coste de la deuda después de impuestos, ponderando el peso que cada uno tiene en la estructura financiera de la empresa<sup>25</sup>.

En primer lugar, hay que apuntar que la estructura financiera del Grupo PIKOLIN se configura de la siguiente manera: 60% recursos propios y 40% deuda financiera neta.

El primer componente, la prima de riesgo en España (R<sub>F</sub>), se identifica como la rentabilidad del bono español a 10 años, que se encuentra en estos momentos en mínimos históricos (0,394%), como consecuencia de la intervención del Banco Central Europeo (BCE) y sus masivas adquisiciones de bonos a través del programa de *Quantitative Easing* (QE). Por tanto, no se considera que la rentabilidad del activo libre de riesgo sea la rentabilidad que ofrece el bono a 10 años en la actualidad, por lo que se va a aplicar un porcentaje superior, el 3%, que, aún así, nos parece insuficiente —en estos momentos, la rentabilidad del bono a 10 años de Estados Unidos se encuentra en niveles del 2%, lo que muestra la ineficiencia del mercado de deuda en la actualidad—.

El segundo componente es la prima de riesgo del mercado, y se determina por el diferencial entre la rentabilidad histórica media de la Bolsa y la Deuda del Estado a largo plazo. Se calcula como el producto de la prima de riesgo de mercado por un coeficiente beta, a lo que se le suma un coeficiente a —que representa una prima de riesgo adicional en relación al tamaño, la iliquidez, etc.—. Para calcular esta prima de riesgo, hemos empleado los datos proporcionados por DAMODARAN<sup>26</sup>, quien otorga una beta de 0,9 para este sector. Entendemos que la prima de riesgo de mercado se sitúa en torno al 10%. El coeficiente a, atendiendo al reducido tamaño de PIKOLIN en comparación con grandes grupos cotizados y a su iliquidez, se ha determinado en 3,5. Con todo lo expuesto:

Coste de los recursos propios (K<sub>e</sub>) = Tasa libre de riesgo + Prima de riesgo

$$K_e = 3\% + (10\% \times 0,9) + 3,5\% = 15\%$$

---

<sup>25</sup> MÁRQUEZ GONZÁLEZ, A., *Valoraciones de empresas. El método del descuento de flujos de caja*, Registro de Expertos Contables, 2017, p. 51-52.

<sup>26</sup> Disponible en: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Con respecto al coste de la deuda, se ha procedido a determinar el coste de la misma, para lo cual hemos tenido en cuenta los gastos financieros del Grupo y su pasivo. El coste de la deuda se sitúa en niveles del 5%. Por tanto:

$$\text{Coste de la deuda neto (Kd)} = Kd * (1 - t)$$

$$Kd = 5\% \times (1 - 0,25) = 4\%$$

<b>WACC</b>		<b>Peso</b>	
<b>Coste de los recursos propios</b>	<b>15,00%</b>	60%	<b>9,00%</b>
Tasa libre de riesgo	3%		
Prima de riesgo de mercado	10%		
Beta	0,9		
a	3%		
<b>Coste de la deuda</b>	<b>4,00%</b>	40%	<b>1,60%</b>
Coste de la deuda	5%		
Tasa impositiva	25%		
<b>WACC</b>			<b>10,60%</b>

Teniendo en cuenta el coste de los recursos propios ( $K_e$ ) y el coste de la deuda ( $K_d$ ), y aplicando sobre los mismos el peso que cada uno representa se obtiene el WACC, que en nuestro caso va a ser un 10,60%, como se puede apreciar en la tabla precedente.

A pesar de que se va a emplear el WACC obtenido (10,60%), consideramos que tanto el WACC como el CAPM tienen varias limitaciones, entre las que cabe destacar:

- a) Para el cálculo del CAPM, hay que tener en cuenta la rentabilidad del activo libre de riesgo, es decir, renta fija. En estos momentos, consecuencia de la intervención de los bancos centrales sobre la economía a través de sus programas de *Quantitative Easing* (QE), mediante los cuales adquieren bonos del Estado, los tipos de interés se encuentran en niveles extraordinariamente bajos, con numerosos bonos ofreciendo rentabilidades negativas. Por esta razón, las tasas de descuento actuales —las que determina el modelo— son muy bajas, lo que no parece que ofrezca una visión real de la situación.
- b) La prima de riesgo del CAPM es subjetiva, por lo que entra en juego el factor discrecional del analista.

Con el escenario con la previsión de ventas y el FCF normalizado planteados, debemos aplicar la tasa de descuento ( $k$ ) obtenida —a través del WACC— a dicho FCF, para así obtener el valor actual del mismo. En el cuadro siguiente se muestra la operación realizada.

	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
<b>Ventas</b>	354.170.600	371.879.130	390.473.086	409.996.740	430.496.577
<b>FCF</b>	10.625.118	11.156.374	11.714.193	12.299.902	12.914.897
<b>Descuento</b>	1,11	1,22	1,35	1,50	1,65
<b>VA FCF</b>	9.606.797	9.120.377	8.658.586	8.220.177	7.803.965

Por último, debemos calcular el valor actual del valor residual (VR). Para ello emplearemos la siguiente fórmula<sup>27</sup>:

$$\text{Valor actual del VR} = \frac{\text{Flujo } n * (1+g)}{(k-g) * (1+k)^n}$$

donde n es el último año proyectado, k es la tasa de descuento y g es la tasa de crecimiento a largo plazo. Con respecto a esta última, la tasa de crecimiento a largo plazo, hemos decidido establecer una cifra prudente, un 1,5%.

	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	Residual
<b>Ventas</b>	354.170.600	371.879.130	390.473.086	409.996.740	430.496.577	
<b>FCF</b>	10.625.118	11.156.374	11.714.193	12.299.902	12.914.897	
<b>Descuento</b>	1,11	1,22	1,35	1,50	1,65	
<b>VA FCF</b>	9.606.797	9.120.377	8.658.586	8.220.177	7.803.965	87.044.227

En la tabla precedente se observa el procedimiento realizado. En primer lugar se hace la previsión de ventas que, como ya hemos dicho, esperamos se incrementen un 5% cada año. En segundo lugar, calculamos el FCF normalizado, aplicando un margen del 3% a las ventas. Más adelante, se aplica el descuento a dichos FCF para obtener el valor actual de los FCF. Por último, calculamos el valor actual del VR.

El último paso es proceder a la suma de los valores actuales de los FCF de los próximos cinco años y del valor actual del VR, como se puede apreciar en el siguiente cuadro.

<b>Valor actual FCF</b>	43.409.903 €
<b>Valor residual del último FCF</b>	87.044.227 €
<b>VALORACIÓN DE LA EMPRESA</b>	<b>130.454.130 €</b>

<sup>27</sup> MÁRQUEZ GONZÁLEZ, A., *Valoraciones de empresas. El método del descuento de flujos de caja.*, Registro de Expertos Contables, 2017, p. 19.

Por tanto, como puede apreciarse, obtenemos una valoración del Grupo PIKOLIN de unos 130 millones de euros, aproximadamente.

## **2.2.- Múltiplo EBITDA**

El segundo método de valoración que se va a utilizar en este trabajo es, como ya se ha adelantado anteriormente, un múltiplo EBITDA.

Para ello, lo primero que se va a hacer es formular un EBITDA normalizado. La razón de normalizar el EBITDA viene determinada por la profunda variación que se produce en dicha magnitud ejercicio tras ejercicio en el Grupo PIKOLIN. Para calcular este EBITDA normalizado, se ha analizado el margen EBITDA sobre ventas de los últimos 10 años, cuya media es un 5%.

Una vez se ha examinado el margen medio, se ha realizado una estimación de ventas a 4 años vista —hasta el ejercicio 2021—, con dos escenarios: (a) uno prudente, con un incremento de las ventas del 5% anual —el crecimiento anual promedio entre los ejercicios 2008 y 2017 ha sido del 4%, teniendo en cuenta que en el ejercicio 2017 las ventas se redujeron más de un 20% como consecuencia de la venta del 50% de la filial francesa COFEL—; y (b) otro más optimista, con un crecimiento anual de las ventas del 7%. Consideramos que son cifras bastante asumibles —en especial, el escenario prudente—, ya que las perspectivas de negocio son positivas y la compra del 100% de SLEEP HOUSE (Brasil) y la reciente alianza con el grupo STEINHOFF INTERNATIONAL pueden permitir un crecimiento más elevado.

Con estos dos escenarios de ventas estimadas (+5% y +7%), les aplicamos un determinado margen EBITDA. Para ello, formulamos, del mismo modo que con las ventas, dos escenarios: (a) uno prudente, con un margen EBITDA del 5% —en línea con el margen de los últimos 10 ejercicios—; y (b) otro más optimista, con un margen EBITDA del 7%, que seguiría siendo más reducido que el de otras empresas comparables, como FLEX EQUIPOS DE DESCANSO SA, que tiene un margen EBITDA del 8%.

En los cuadros que se muestran a continuación pueden apreciarse estos dos escenarios.

**Previsión de ventas 1: prudente (ventas +5%, margen EBITDA 5%)**

	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
<b>Ventas (+5%)</b>	337.305.333	354.170.600	371.879.130	390.473.086	409.996.740
<b>Margen EBITDA</b>	5%	5%	5%	5%	5%
<b>EBITDA</b>	16.865.267	17.708.530	18.593.956	19.523.654	20.499.837

**Previsión de ventas 2: optimista (ventas +7%, margen EBITDA 7%)**

	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
<b>Ventas (+7%)</b>	337.305.333	360.916.706	386.180.876	413.213.537	442.138.485
<b>Margen EBITDA</b>	7%	7%	7%	7%	7%
<b>EBITDA</b>	23.611.373	25.264.169	27.032.661	28.924.948	30.949.694

Una vez disponemos de los dos escenarios, el prudente y el optimista, debemos aplicar un múltiplo a dicho EBITDA normalizado. Para ello, debemos analizar los múltiplos EBITDA de las empresas cotizadas comparables, aplicando las modificaciones oportunas.

La principal empresa comparable es TEMPUR SEALY INTERNATIONAL (TPX), multinacional americana que cotiza en la Bolsa de Nueva York (*New York Stock Exchange*). En los últimos ejercicios, la acción de TEMPUR SEALY ha cotizado a niveles de entre 6 y 10 veces EBITDA —siendo la media 8 veces—, como puede apreciarse en el siguiente cuadro:

	31/12/18	31/12/17	31/12/16	31/12/15
<b>Market Cap</b>	2256,30	3397,80	3714,43	4396,70
<b>EBITDA</b>	371,00	392,00	505,00	420,00
<b>xEBITDA</b>	<b>6,08</b>	<b>8,67</b>	<b>7,36</b>	<b>10,47</b>

Como el Grupo PIKOLIN es una empresa con márgenes peores y de un tamaño mucho más reducido que TEMPUR SEALY, no se puede tomar su múltiplo directamente, sino que es necesario hacer ciertos ajustes. Por ello, vamos a aplicar un descuento en el múltiplo del 25%. De esta manera, la franja será de 5 a 7,5 veces.

Otro competidor es la belga RECTICEL, cuya división de colchones tiene unas ventas de 243 millones de euros, configurándose como el segundo productor europeo, especialmente en Alemania, Benelux, Austria, Suiza y Polonia. Hay que apuntar que

RECTICEL es un conglomerado industrial, con cuatro divisiones, por lo que no es una empresa con las mismas características que PIKOLIN. No obstante, vamos a utilizarla como comparable.

	31/12/18	31/12/17	31/12/16	31/12/15
<b>Market Cap</b>	352,90	423,40	358,40	300,90
<b>EBITDA</b>	103,80	105,50	97,70	81,90
<b>xEBITDA</b>	<b>3,40</b>	<b>4,01</b>	<b>3,67</b>	<b>3,67</b>

Hay que destacar que, en términos generales, la Bolsa europea se encuentra extremadamente barata en comparación con la Bolsa americana —el mercado americano lleva unos años de gran revalorización, frente a la nula mejora del europeo—. De hecho, en las últimas fechas el diferencial entre una y otra se encuentra en máximos históricos, como puede apreciarse en el gráfico siguiente.

Chart 9: US vs. European stocks at 70-year highs



Imagen 4: Mercados USA vs Mercados Europa. Fuente: BofA Merrill Lynch Global Investment Strategy, Global Financial Data

Por ello, es de suponer que el mercado bursátil europeo retorne a niveles de valoración “normales”, incrementándose los múltiplos. No obstante, los múltiplos de RECTICEL —en torno a 4 veces EBITDA— van a emplearse como múltiplo mínimo de valoración, pues ya se ha dicho que la prudencia va a caracterizar este análisis.

Otra opción, a nuestro juicio mucho más recomendable, hubiera sido emplear múltiplos pagados en recientes compraventas de empresas comparables. Por ejemplo, el fondo KKR adquirió el líder europeo, HILDING ANDERS, en el año 2016; sin embargo, al tratarse de una operación de *private equity*, los datos de la operación no fueron

revelados, por lo que no sabemos a qué precio adquirieron dicho grupo. Nos tenemos que conformar con los múltiplos que nos ofrece la Bolsa.

Así pues, teniendo en cuenta todo lo expuesto en este apartado, tenemos los dos escenarios de valoración, el prudente y el optimista. Se han elaborado dos cuadros, uno que refleja la valoración prudente y otro que muestra la valoración optimista.

#### Escenario de valoración 1: prudente

	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
<b>Ventas (+5%)</b>	337.305.333	354.170.600	371.879.130	390.473.086	409.996.740
<b>Margen EBITDA</b>	5%	5%	5%	5%	5%
<b>EBITDA</b>	16.865.267	17.708.530	18.593.956	19.523.654	20.499.837
<b>x4</b>	67.461.067	70.834.120	74.375.826	78.094.617	81.999.348
<b>x5</b>	84.326.333	88.542.650	92.969.782	97.618.272	102.499.185
<b>x6</b>	101.191.600	106.251.180	111.563.739	117.141.926	122.999.022
<b>x7</b>	118.056.867	123.959.710	130.157.695	136.665.580	143.498.859

#### Escenario de valoración 2: optimista

	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
<b>Ventas (+7%)</b>	337.305.333	360.916.706	386.180.876	413.213.537	442.138.485
<b>Margen EBITDA</b>	7%	7%	7%	7%	7%
<b>EBITDA</b>	23.611.373	25.264.169	27.032.661	28.924.948	30.949.694
<b>x4</b>	94.445.493	101.056.678	108.130.645	115.699.790	123.798.776
<b>x5</b>	118.056.867	126.320.847	135.163.307	144.624.738	154.748.470
<b>x6</b>	141.668.240	151.585.017	162.195.968	173.549.686	185.698.164
<b>x7</b>	165.279.613	176.849.186	189.228.629	202.474.633	216.647.857

Por tanto, estos dos escenarios —prudente y optimista— nos proporcionan un rango de valoración del Grupo PIKOLIN para el año 2021 que varía desde los 82 millones de euros en el escenario más prudente —y pesimista— hasta los 216 millones de euros en el escenario más optimista. Dejando de lado los extremos, la media del rango del escenario prudente es de 112 millones de euros y la del escenario optimista es de 170 millones de euros. Y la media entre estos dos escenarios es algo superior a 140 millones de euros, cifra que se asemeja en gran medida a la valoración obtenida a través del descuento de flujos de caja (130 millones de euros).

### 2.3.- Conclusiones de la valoración

En este epígrafe del trabajo hemos realizado una valoración del Grupo PIKOLIN a través del método del descuento de flujos de caja y a través de un modelo de múltiplo

EBITDA. En ambos métodos hemos obtenido resultados muy similares, que estiman el valor del Grupo en torno a los 130-140 millones de euros.

Una vez valorado el Grupo PIKOLIN, nos gustaría hacer unas aclaraciones con respecto al descuento de flujos de caja.

Si bien puede afirmarse que el método del descuento de flujos de caja es el método conceptualmente correcto, en la práctica no existe un método de valoración infalible. La economía —y la actividad empresarial— se mueven por las decisiones individuales de los consumidores, y éstas, por definición, son inciertas. Por tanto, si realizar predicciones a corto plazo ya es complicado, mucho más lo es a muy largo plazo, como hace el método del descuento de flujos de caja.

Una de las principales críticas que ha recibido el modelo de descuento de flujos de caja reside en el cálculo del valor terminal mediante una perpetuidad. A este respecto, deben cumplirse dos condiciones básicas<sup>28</sup>: (a) que la tasa de crecimiento a largo plazo (g) sea inferior a la tasa de crecimiento nominal a largo plazo del PIB; y (b) que es necesario que las empresas inviertan para generar crecimiento perpetuo.

Otra crítica con respecto a este modelo de valoración es la elevada importancia que tiene este VR en la valoración total, dejando a las estimaciones de los primeros años con muy poco peso en la valoración final.

Por esta razón, son muchos los inversores que deciden no emplear este método de valoración —que, además, puede resultar demasiado sofisticado— y utilizar otros métodos mucho más simples. Así se refleja en el estudio de BANCEL y MITTOO (2014)<sup>29</sup>, una encuesta realizada a profesionales europeos, que demuestra que los métodos de valoración relativa son, junto al descuento de flujos de caja, los métodos más empleados (el 80% de ellos utiliza estos métodos).

A modo de ejemplo, vamos a ver los métodos de valoración utilizados por unos gestores españoles, avalados todos ellos por una extraordinaria trayectoria. FRANCISCO GARCÍA PARAMÉS —antiguo gestor en Bestinver, ahora en Cobas— utiliza el múltiplo

---

<sup>28</sup> LÁINEZ GADEA, J.A., *Modelos de valoración de empresas utilizados en la práctica profesional*, p. 30-31.

<sup>29</sup> BANCEL, F. y MITTOO, U., *The Gap between Theory and Practice of Firm Valuation: Survey of European Valuation Experts.*, 2014.

Disponible en: <https://pdfs.semanticscholar.org/962c/0796202a6aa9ef694dd49313b0830813b89b.pdf>

*Price to Free Cash Flow* (Precio/FCF), adquiriendo negocios por debajo de 11 ó 12 veces<sup>30</sup>, de modo que solamente emplea el descuento de flujos de caja para negocios muy predecibles, como pueden ser empresas de infraestructuras o eléctricas. JAVIER RUIZ —antiguo gestor en Metagestión, ahora en Horos— tampoco utiliza el descuento de flujos de caja, sino que emplea el *Enterprise Value to Free Cash Flow* (EV/FCF); para ello, formulan un FCF normalizado a 3 años<sup>31</sup>. ALBERTO ESPELOSÍN —gestor del fondo Abante Pangea, antes en Ibercaja— considera que lo único que hay que examinar es el FCF, para luego calcular el *FCF yield*, es decir, la rentabilidad del FCF; en su opinión, los negocios que combinan un *FCF yield* superior al 6%, un PER inferior a 13 y una rentabilidad por dividendo (*dividend yield*) superior al 4% son los que hay que comprar<sup>32</sup>.

Algo común en todos estos gestores es la importancia que dan al análisis cualitativo del negocio, es decir, a entender la empresa, sus ventajas competitivas, sus competidores, sus fortalezas, sus amenazas, etc.

NASSIM NICHOLAS TALEB, famoso inversor ahora reconvertido en escritor, habla en su libro “*El cisne negro. El impacto de lo altamente improbable*” de las predicciones y de la extrema dificultad de acertar —de hecho, afirma que “simplemente no podemos predecir”—, poniendo énfasis el daño que ha provocado la hoja de cálculo<sup>33</sup>:

*“Cuando la ponemos [la hoja de cálculo] en manos de alguien que sabe de ordenadores tenemos una «proyección de ventas» que, sin esfuerzo alguno, se proyecta hasta el infinito. Una vez que está en una página o en la pantalla del ordenador o, peor aún, en una presentación de PowerPoint, la proyección cobra vida propia, pierde su vaguedad y abstracción y se convierte en lo que los filósofos llaman reificación, algo investido de la calidad de concreto; así adquiere una vida nueva como objeto tangible”.*

En definitiva, la conclusión es que, si bien el descuento de flujos de caja es un método conceptualmente correcto, su aplicación práctica es difícil, existiendo otros

---

<sup>30</sup> InBestia, *Value investors: Francisco García Paramés*, 2013 [consultado 15 de mayo de 2019].

Disponible en: <https://inbestia.com/analisis/value-investors-francisco-garcia-parames>

<sup>31</sup> Valoración de empresas con Javier Ruiz (Horos Asset Management) – Value School.

Vídeo disponible en YouTube: <https://www.youtube.com/watch?v=R5OI4jVax0g>

<sup>32</sup> Curso de Verano de AzValor: Alberto Espelosín.

Vídeo disponible en YouTube: [https://www.youtube.com/watch?v=Qu\\_m4sC-P3o](https://www.youtube.com/watch?v=Qu_m4sC-P3o)

<sup>33</sup> NICHOLAS TALEB, N., *El cisne negro. El impacto de lo altamente improbable.*, Espasa, 2011, p. 232-233.

métodos mucho más simples, que estiman el valor de la empresa a no más de 5 años vista, y que han demostrado ser, en la práctica, al menos igual de fiables.

No obstante, a través de nuestros cálculos, hemos obtenido una valoración muy similar con ambos métodos, de en torno a 130-140 millones de euros. En todo momento se ha preferido ser prudente, por lo que, probablemente, se trate de una valoración en el rango bajo. Es preferible que así sea, especialmente si el análisis va destinado a la parte que pretende adquirir el activo, pues así contará con margen de seguridad suficiente.

#### IV.- CONCLUSIONES

Tal y como se ha expuesto a lo largo del presente Trabajo Fin de Grado (TFG), no existe un único método de valoración, y tampoco existe un método científicamente correcto, si bien es cierto que el descuento de flujos de caja se considera como el método conceptualmente correcto. Por esta precisa razón, lo más útil en el proceso de valoración de una empresa es combinar varios métodos, como se ha hecho en este trabajo.

La actividad empresarial y la economía dependen de las decisiones individuales de todos los participantes en el mercado, que son inciertas por naturaleza, por lo que es realmente complejo realizar predicciones y, más aún, que éstas sean ciertas. El método del descuento de flujos de caja, que realiza estimaciones a muy largo plazo, se enfrenta con esta dificultad, por lo que en algunos casos, especialmente cuando los flujos de caja de la empresa no son fácilmente predecibles, el resultado no es muy fiable. En cambio, cuando las empresas objeto de valoración obtienen flujos de caja recurrentes y fácilmente predecibles, el método del descuento de flujos de caja se configura como un método realmente preciso. Por todo ello, habrá que ver ante qué empresa nos encontramos y determinar un método de valoración u otro.

Es realmente útil combinar el descuento de flujos de caja con otros métodos, como pueden ser los relativos —múltiplos—. En este sentido, existen multitud de múltiplos, como hemos expuesto a lo largo del trabajo, entre los que destacan el EV/FCF, el EV/EBITDA y el P/FCF, entre otros, que han demostrado ser de gran utilidad en la práctica, y que son los empleados por grandes inversores, como hemos podido examinar. En las empresas no cotizadas, como es el caso del Grupo PIKOLIN, la dificultad es que no disponen, como sucede en la Bolsa, de un precio en todo momento, por lo que habrá que utilizar estos métodos atendiendo a transacciones recientes o a empresas comparables que sí que cotizan.

Expuesto todo lo anterior, la valoración de empresas se configura como una actividad extremadamente compleja, pues incorpora elementos subjetivos y debe formularse en torno a la incertidumbre que rodea a la actividad empresarial, por lo que debe realizarse con cautela, aplicando consideraciones prudentes. Por otro lado, al requerir proyecciones a futuro, es habitual afirmar que la valoración de empresas, más que una ciencia, es un arte. Es decir, se trata de una actividad en la que la habilidad del que la realiza es fundamental.

Pese a todo ello, hemos tratado de realizar una valoración del Grupo PIKOLIN a través de los dos métodos anteriormente expuestos, obteniendo una valoración próxima a unos 130-140 millones de euros.

## BIBLIOGRAFÍA

AZNAR BELLVER, J., CAYO ARAYA, T., CEVALLOS VARELA, D., *Valoración de empresas. Métodos y casos prácticos para pequeñas y medianas empresas.*, Ardiles, Valencia, 2016.

BANCEL, F. y MITTOO, U., *The Gap between Theory and Practice of Firm Valuation: Survey of European Valuation Experts.*, 2014.

Disponible en:

<https://pdfs.semanticscholar.org/962c/0796202a6aa9ef694dd49313b0830813b89b.pdf>

BUFFETT, W., *Carta anual a inversores de Berkshire Hathaway (2008)*.

Disponible en: <http://www.berkshirehathaway.com/letters/2008ltr.pdf>

BUFFETT, W., «*The Superinvestors of Graham-and-Doddsville*», en *Hermes, the Columbia Business School Magazine*, 1984.

Disponible en:

<https://www8.gsb.columbia.edu/sites/valueinvesting/files/files/Buffett1984.pdf>

FERNÁNDEZ, P., *Valoración de empresas y sensatez*, Gestión 2000, 2006, 6ª edición.

Disponible en: <https://web.iese.edu/PabloFernandez/LibroVyS/Indice.pdf>

GRAHAM, B. y DOOD, D.L., *Security Analysis. Principios y técnica.*, Ediciones Deusto, 2009.

GRUPO PIKOLIN, *70 años de Grupo PIKOLIN. Memoria.*

Disponible en:

[https://www.pikolin.com/descargas/Pikolin\\_Memoria\\_RSC\\_2017.pdf](https://www.pikolin.com/descargas/Pikolin_Memoria_RSC_2017.pdf)

INBESTIA, *Value investors: Francisco García Paramés*, 2013 [consultado 15 de mayo de 2019].

Disponible en:

<https://inbestia.com/analisis/value-investors-francisco-garcia-parames>

LÁINEZ GADEA, J.A., *Modelos de valoración de empresas utilizados en la práctica profesional.*

MARKS, H., *Lo más importante para invertir con sentido común*, Profit Editorial, 2013.

MÁRQUEZ GONZÁLEZ, A., *Valoraciones de empresas. El método del descuento de flujos de caja.*, Registro de Expertos Contables, 2017, p. 19.

Disponible en:

[https://www.economistas.es/contenido/EC/Doc.trabajo/REC\\_Gu%C3%ADa\\_1\\_Valoraci%C3%B3n\\_de\\_empresas.pdf](https://www.economistas.es/contenido/EC/Doc.trabajo/REC_Gu%C3%ADa_1_Valoraci%C3%B3n_de_empresas.pdf)

NICHOLAS TALEB, N., *El cisne negro. El impacto de lo altamente improbable.*, Espasa, 2011.

## VÍDEOS

YouTube: *Curso de Verano de AzValor: Alberto Espelosín.*

Disponible en YouTube: [https://www.youtube.com/watch?v=Qu\\_m4sC-P3o](https://www.youtube.com/watch?v=Qu_m4sC-P3o)

YouTube: *Valoración de empresas con Javier Ruiz (Horos Asset Management) – Value School.*

Disponible en YouTube: <https://www.youtube.com/watch?v=R5OI4jVax0g>

## ANEXO I: DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA

DESCUENTO DE FCF (5 AÑOS)	Ejercicio 2017
Ventas	337.305.333
Margen FCF (normalizado)	3,0%
FCF (normalizado)	10.119.160
Tasa de descuento (k)	10,60%
Crecimiento ventas	5%
g	1,5%

	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	Residual
Ventas	354.170.600	371.879.130	390.473.086	409.996.740	430.496.577	
FCF	10.625.118	11.156.374	11.714.193	12.299.902	12.914.897	
Descuento	1,11	1,22	1,35	1,50	1,65	
VA FCF	9.606.797	9.120.377	8.658.586	8.220.177	7.803.965	87.044.227

Valor actual FCF	43.409.903 €
Valor residual del último FCF	87.044.227 €
<b>VALORACIÓN DE LA EMPRESA</b>	<b>130.454.130 €</b>

WACC		Peso	
<b>Coste de los recursos propios</b>	<b>15,00%</b>	60%	<b>9,00%</b>
Tasa libre de riesgo	3%		
Prima de riesgo de mercado	10%		
Beta	0,9		
a	3%		
<b>Coste de la deuda</b>	<b>4,00%</b>	40%	<b>1,60%</b>
Coste de la deuda	5%		
Tasa impositiva	25%		
<b>WACC</b>			<b>10,60%</b>

## ANEXO II: CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS

	31/12/2017 EUR	31/12/2016 EUR	31/12/2015 EUR	31/12/2014 EUR	31/12/2013 EUR	31/12/2012 EUR	31/12/2011 EUR	31/12/2010 EUR	31/12/2009 EUR	31/12/2008 EUR
<b>CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS</b>										
Ingresos de explotación	342.472.893	434.884.520	397.902.967	358.107.733	343.381.375	338.118.657	322.497.014	333.867.203	244.140.173	259.636.984
Importe neto Cifra de Ventas	337.305.333	429.314.353	392.008.331	351.994.810	336.718.197	333.251.729	317.931.848	331.728.336	243.220.417	255.600.662
<b>Resultado Explotación</b>	<b>45.551.394</b>	<b>7.644.213</b>	<b>16.232.429</b>	<b>4.965.903</b>	<b>-9.917.269</b>	<b>-6.305.184</b>	<b>3.054.226</b>	<b>7.992.596</b>	<b>6.559.598</b>	<b>3.626.520</b>
Ingresos financieros	2.049.892	3.026.471	2.458.498	3.232.988	5.530.181	3.607.849	5.374.540	7.179.972	3.047.024	7.385.724
Gastos financieros	7.799.290	8.642.919	6.702.982	6.504.794	8.200.904	7.774.576	7.832.785	6.758.703	2.918.020	9.562.296
Resultado financiero	-5.749.398	-5.616.448	-4.244.484	-3.271.806	-2.670.723	-4.166.727	-2.458.245	421.268	129.004	-2.176.572
<b>Result. ordinarios antes Impuestos</b>	<b>39.801.996</b>	<b>2.027.765</b>	<b>11.987.945</b>	<b>1.694.097</b>	<b>-12.587.991</b>	<b>-10.471.912</b>	<b>595.981</b>	<b>8.413.864</b>	<b>6.688.602</b>	<b>1.449.947</b>
Impuestos sobre sociedades	516.658	1.918.641	2.959.305	4.051.175	-4.195.981	-2.149.045	101.709	4.136.165	1.084.458	-1.297.804
<b>Resultado Actividades Ordinarias</b>	<b>39.285.338</b>	<b>109.124</b>	<b>9.028.640</b>	<b>-2.357.078</b>	<b>-8.392.010</b>	<b>-8.322.867</b>	<b>494.272</b>	<b>4.277.699</b>	<b>5.604.144</b>	<b>2.747.751</b>
<b>Resultado del Ejercicio</b>	<b>39.285.338</b>	<b>109.124</b>	<b>9.028.640</b>	<b>-2.357.078</b>	<b>-8.392.010</b>	<b>-8.322.867</b>	<b>494.272</b>	<b>4.277.699</b>	<b>5.604.144</b>	<b>2.747.751</b>
Materiales	142.698.745	179.950.757	172.291.840	158.753.717	149.640.244	144.758.135	128.581.540	131.171.127	88.570.779	107.224.852
Gastos de personal	91.465.357	105.563.416	93.769.788	89.229.762	97.036.927	90.114.855	87.270.428	88.426.987	72.433.117	74.897.314
Dotaciones para amortiz. de inmovil.	14.350.121	12.257.868	7.488.702	7.267.248	6.664.214	6.966.865	7.783.898	7.132.601	7.266.618	8.203.650
Other operating items	-100.590.788	-129.614.699	-107.714.553	-98.243.350	-96.485.897	-103.168.090	-96.788.754	-101.198.811	-65.177.149	-66.552.488
Gastos financieros y gastos asimilados	5.823.678	7.994.826	4.811.478	6.245.253	5.715.272	5.133.888	5.649.280	4.813.973	2.918.020	3.686.575
<b>Cash flow</b>	<b>53.635.459</b>	<b>12.366.992</b>	<b>16.517.342</b>	<b>4.910.170</b>	<b>-1.727.796</b>	<b>-1.356.002</b>	<b>8.278.170</b>	<b>11.410.300</b>	<b>12.870.762</b>	<b>10.951.401</b>
Valor agregado	151.441.152	127.843.875	118.057.912	104.436.360	96.828.423	91.743.696	101.299.588	108.787.425	89.306.358	88.237.487
<b>EBIT</b>	<b>45.551.394</b>	<b>7.644.213</b>	<b>16.232.429</b>	<b>4.965.903</b>	<b>-9.917.269</b>	<b>-6.305.184</b>	<b>3.054.226</b>	<b>7.992.596</b>	<b>6.559.598</b>	<b>3.626.520</b>
<b>EBITDA</b>	<b>59.901.515</b>	<b>19.902.081</b>	<b>23.721.131</b>	<b>12.233.151</b>	<b>-3.253.054</b>	<b>661.681</b>	<b>10.838.124</b>	<b>15.125.197</b>	<b>13.826.216</b>	<b>11.830.170</b>

### ANEXO III: BALANCE

	31/12/2017 EUR	31/12/2016 EUR	31/12/2015 EUR	31/12/2014 EUR	31/12/2013 EUR	31/12/2012 EUR	31/12/2011 EUR	31/12/2010 EUR	31/12/2009 EUR	31/12/2008 EUR
<b>BALANCE DE SITUACIÓN</b>										
<b>Inmovilizado</b>	<b>361.701.183</b>	<b>353.463.120</b>	<b>297.840.901</b>	<b>269.922.692</b>	<b>280.233.149</b>	<b>302.721.492</b>	<b>285.413.446</b>	<b>263.018.867</b>	<b>238.967.422</b>	<b>216.861.772</b>
Inmovilizado inmaterial	59.190.080	58.110.018	49.295.349	49.269.119	47.584.557	50.483.919	41.529.945	39.389.699	23.595.414	13.502.370
Inmovilizado material	62.735.344	80.920.941	43.674.928	40.699.848	38.405.040	39.126.925	38.114.468	35.598.184	35.269.166	35.619.682
Otros activos fijos	239.775.759	214.432.161	204.870.624	179.953.725	194.243.553	213.110.647	205.769.034	188.030.983	180.102.842	167.739.721
<b>Activo circulante</b>	<b>149.289.411</b>	<b>186.263.175</b>	<b>153.229.248</b>	<b>134.751.995</b>	<b>142.739.788</b>	<b>146.231.222</b>	<b>147.688.164</b>	<b>165.018.467</b>	<b>163.727.444</b>	<b>141.493.929</b>
Existencias	46.677.775	49.670.305	44.066.944	40.666.074	41.836.689	45.618.638	35.190.948	35.949.281	32.450.637	28.314.670
Deudores	78.300.728	97.501.676	91.246.244	81.584.293	76.390.668	80.579.354	83.951.807	89.934.202	89.505.971	83.948.277
Otros activos líquidos	24.310.908	39.091.194	17.916.060	12.501.628	24.512.432	20.033.230	28.545.409	39.134.984	41.770.835	29.230.982
Tesorería	13.501.230	32.524.495	16.819.147	6.118.799	21.488.539	13.479.056	20.314.258	22.129.504	25.206.943	12.252.921
<b>Total activo</b>	<b>510.990.594</b>	<b>539.726.295</b>	<b>451.070.149</b>	<b>404.674.686</b>	<b>422.972.938</b>	<b>448.952.714</b>	<b>433.101.610</b>	<b>428.037.334</b>	<b>402.694.866</b>	<b>358.355.701</b>
<b>Fondos propios</b>	<b>270.047.113</b>	<b>232.486.702</b>	<b>244.298.459</b>	<b>238.299.011</b>	<b>241.870.524</b>	<b>232.992.836</b>	<b>240.576.290</b>	<b>247.881.614</b>	<b>249.207.210</b>	<b>236.872.891</b>
Capital suscrito	58.037.080	58.037.080	58.037.080	58.037.080	58.037.080	57.998.410	57.998.410	57.998.410	57.998.410	57.998.410
Otros fondos propios	212.010.033	174.449.622	186.261.379	180.261.931	183.833.444	174.994.426	182.577.880	189.883.204	191.208.800	178.874.481
<b>Pasivo fijo</b>	<b>98.927.807</b>	<b>126.799.198</b>	<b>100.314.616</b>	<b>56.499.142</b>	<b>84.648.507</b>	<b>93.438.265</b>	<b>69.926.317</b>	<b>60.270.669</b>	<b>62.107.269</b>	<b>72.785.196</b>
Acreeedores a L. P.	92.201.372	116.126.546	91.152.346	47.541.338	76.183.738	84.966.068	61.998.969	51.244.760	52.665.791	67.972.580
Otros pasivos fijos	6.726.435	10.672.652	9.162.270	8.957.804	8.464.769	8.472.197	7.927.347	9.025.909	9.441.478	4.812.615
Provisiones	6.266.589	10.388.292	9.061.418	8.629.079	8.086.336	7.704.167	7.770.035	8.474.750	8.135.257	3.433.656
<b>Pasivo líquido</b>	<b>142.015.674</b>	<b>180.440.395</b>	<b>106.457.074</b>	<b>109.876.533</b>	<b>96.453.907</b>	<b>122.521.612</b>	<b>122.599.004</b>	<b>119.885.051</b>	<b>91.380.387</b>	<b>48.697.614</b>
Deudas financieras	45.324.662	47.807.004	19.906.856	37.505.083	24.516.831	51.479.419	51.468.237	50.152.024	35.109.157	16.047.767
Acreeedores comerciales	49.613.304	70.274.545	48.624.559	37.783.034	36.978.335	34.875.747	34.047.720	35.829.778	31.076.690	20.126.333
Otros pasivos líquidos	47.077.708	62.358.846	37.925.659	34.588.415	34.958.741	36.166.447	37.083.047	33.903.249	25.194.540	12.523.514
<b>Total pasivo</b>	<b>240.943.481</b>	<b>307.239.593</b>	<b>206.771.690</b>	<b>166.375.675</b>	<b>181.102.414</b>	<b>215.959.878</b>	<b>192.525.321</b>	<b>180.155.719</b>	<b>153.487.657</b>	<b>121.482.810</b>
<b>Total pasivo y capital propio</b>	<b>510.990.594</b>	<b>539.726.295</b>	<b>451.070.149</b>	<b>404.674.686</b>	<b>422.972.938</b>	<b>448.952.714</b>	<b>433.101.610</b>	<b>428.037.334</b>	<b>402.694.866</b>	<b>358.355.701</b>
<b>Fondo de maniobra</b>	<b>75.365.199</b>	<b>76.897.436</b>	<b>86.688.629</b>	<b>84.467.332</b>	<b>81.249.021</b>	<b>91.322.245</b>	<b>85.095.035</b>	<b>90.053.705</b>	<b>90.879.918</b>	<b>92.136.613</b>

