



ISSUER RATING
Long term

OUTLOOK
Stable

Initiation date 12/05/2015
Rating Date 15/04/2025

Contacts

Lead analyst
Luis Mesa García
luis.mesa@ethifinance.com

Committee chair
Antonio Madera Del Pozo
antonio.madera@ethifinance.com

Rating Action y Rationale

- EthiFinance Ratings sube la calificación de Grupopikolin pasando de "BB" a "BBB-", manteniendo la tendencia Estable.
- La mejora en el rating se fundamenta en, i) un fortalecimiento del perfil financiero del grupo por el incremento de los márgenes operativos a raíz de la consolidación de las medidas de eficiencia implementadas por el management para el periodo 2023-2026, mejora que esperamos continúe en el corto-medio plazo, dada la vigencia del plan de eficiencia establecido; ii) el refuerzo de la estructura patrimonial de la compañía, fruto de la entrada de un nuevo socio inversor, vía ampliación de capital (cash-in), en febrero de 2025, por importe de €70m, que permitirá reducir notablemente la deuda del grupo, con la consecuente mejora de los principales ratios financieros.
- Asimismo, la calificación de la compañía se sustenta en un perfil de negocio favorecido por un posicionamiento competitivo de referencia en Europa, siendo líderes en Iberia y Francia, sus principales mercados, así como por un marcado carácter internacional (62% de las ventas fuera de España en 2024). Cabe destacar unos elevados niveles de liquidez, beneficiados por las posiciones líquidas de la compañía y, adicionalmente, por la entrada de dicho socio inversor. A ello se le añade la elevada capacidad del grupo para acceder a fuentes de financiación ajena, que se traduce en una alta flexibilidad financiera.
- El elevado compromiso en términos de políticas ESG favorece la calificación asociada al perfil financiero de la compañía y, consecuentemente, el rating corporativo.
- Sin embargo, el rating se encuentra constreñido por un perfil de negocio penalizado por un tamaño inferior a los principales players a nivel global y un accionariado concentrado en la figura de la familia Solans. No obstante, en este sentido, desde EthiFinance Ratings se valora positivamente la reciente entrada de un socio inversor, que ha diluido la participación familiar (75% del capital en manos de la familia Solans y 25% del nuevo socio) y mejora el gobierno corporativo, constituyendo un factor positivo tenido en cuenta en nuestro rating.
- En línea con nuestra metodología, el sector Consumer durables and apparel presenta un riesgo medio en términos de ESG (sector heatmap entre 3 y 3,5) dado su impacto en el medio ambiente. Esta valoración tiene como resultado un análisis sectorial que no se ve afectado por este factor.
- El presente rating ha sido otorgado sobre la base de las proyecciones económico-financieras de Grupo Pikolin para los próximos ejercicios, dado que consideramos que su situación patrimonial (entrada del nuevo socio inversor) y estructura de deuda, a partir de 2025, representarán, en mayor medida, la realidad de la compañía en comparación con ejercicios anteriores. Este caso base ha sido sensibilizado por parte de EthiFinance Ratings para reflejar no solo nuestra visión tanto de la compañía, como en comparación con sus pares, sino también nuestra visión macroeconómica y sectorial. Por tanto, posibles desviaciones en el desempeño del grupo, en relación con las estimaciones utilizadas de base para el rating emitido, podrían conllevar un impacto en la calificación.
- El perfil de deuda neta que se proyecta refleja una notable reducción de los niveles de apalancamiento en el corto plazo, motivada, fundamentalmente, por la inyección de capital procedente del nuevo socio, así como la reestructuración de parte de la deuda corporativa, que conllevará una serie de hitos, como la cancelación de los saldos asociados a instrumentos de financiación a corto plazo (€84m, aproximadamente), entre otros. Para que esta cancelación sea efectiva sin perjudicar la liquidez de la empresa, el grupo considera la potencial emisión de un bono corporativo durante 2025. De esta forma, este rating se sustenta en niveles estimados de apalancamiento inferiores a 2x (DFN/EBITDA, incluyendo impacto IFRS), con tendencia decreciente y un ratio de capitalización superior al 100% (incluyendo impacto IFRS), a partir de 2025.

Descripción de la Compañía

Grupopikolin, S.L. se presenta como sociedad cabecera de un grupo multinacional de origen español dedicado a la producción y venta de artículos para el sector del descanso, como colchones, bases, almohadas y otros accesorios. A cierre de 2024, el grupo registró una cifra de negocio consolidada de €524,4m y un margen EBITDA ajustado del 12,2%, con un ratio DFN ajustada/EBITDA ajustado que se situó en 5,1x (2,7x, a efectos de covenants asociados a los principales contratos de financiación). Considerando la entrada del nuevo inversor en el ejercicio 2024, el ratio DFN/EBITDA, a efectos de covenants, se situaría en torno a 2x y el ratio de capitalización en 139%, aproximadamente, en dicho periodo.

Fundamentos

Perfil de Negocio

Análisis del Sector

- **Sector maduro y con perspectivas de crecimiento limitadas, no obstante, favorecido por la existencia de elevadas barreras de entrada.**

La industria del descanso se caracteriza por un elevado nivel de madurez, fundamentalmente en Europa, principal ámbito de actuación de la compañía, limitando el margen de crecimiento de la demanda. En este sentido, la renovación del producto se considera discrecional y puede alargarse en el tiempo. Por otra parte, el nivel de integración y reconocimiento de marca favorecen la generación de unas elevadas barreras de entrada y unas adecuadas rentabilidades operativas. Si bien la volatilidad en lo relativo a rentabilidad se considera limitada, existen factores que ejercen cierta influencia en este sentido, como son los precios de las materias primas (químicos, acero, etc.) y de la energía.

- **En línea con nuestra nueva metodología, el sector Consumer durables and apparel presenta un riesgo medio en términos de ESG (sector heatmap entre 3 y 3,5) dado su impacto en el medio ambiente.**

Dicha calificación refleja una evaluación sectorial que permanece neutra ante consideraciones específicas de la industria. En cuanto a los factores medioambientales, el sector tiene un impacto bajo en cuestiones climáticas (no es una industria manufacturera pesada, lo que limita las emisiones GHG) y de recursos (uso moderado de recursos). En materia de contaminación, el impacto se considera elevado, debido a la enorme cantidad de residuos generados, y medio en lo relativo a la biodiversidad, vinculado a la producción y el transporte de mercancías. Supone un impacto medio sobre proveedores y consumidores, y un impacto bajo sobre las comunidades.

Posicionamiento Competitivo

- **Fuerte posicionamiento en Iberia y Francia, no obstante, contando con un tamaño reducido en relación con los principales grupos a nivel mundial.**

Player de referencia a nivel europeo, con una posición de liderazgo en mercados, como Francia e Iberia (España + Portugal). Adicionalmente, destaca su fuerte posicionamiento respecto a los principales distribuidores del sector del descanso en España, gracias a su amplio offering y un elevado reconocimiento de marca por parte del consumidor, lo que favorece la estabilidad en las relaciones comerciales. Respecto al mercado francés (48% de las ventas totales en 2024), el grupo ha mantenido una sólida posición competitiva a lo largo de su trayectoria, situándose como player de referencia en un mercado altamente competitivo, con una cuota actual en torno al 23% (27%, aproximadamente, en el caso de España). Por otra parte, el posicionamiento de la compañía se ve condicionado por un tamaño limitado en comparación con los grupos de referencia a nivel mundial.

- **Alto nivel de internacionalización, no obstante, con una alta exposición a mercados maduros.**

El grupo cuenta con un marcado carácter internacional, suponiendo las ventas fuera del mercado nacional, un 62% en 2024. Sin embargo, la exposición a mercados maduros se considera elevada, representando Iberia y Francia el 89% de las ventas y EBITDA totales, aproximadamente, en 2024. Ello, a su vez, condiciona unos márgenes operativos, que aún se sitúan en niveles inferiores a los valores de referencia del sector pese al elevado nivel de integración del grupo y la mejora registrada en los últimos ejercicios. En lo relativo a los canales de distribución, la compañía cuenta con un adecuado nivel de diversificación, destacando el gradual avance en el canal online, que se constituye como una de las principales palancas de crecimiento en mercados, como Asia. Por otro lado, el grupo muestra cierta concentración en lo relativo a clientes, principalmente en Francia, copando sus dos principales clientes más de la mitad de las ventas en este mercado (52%, aproximadamente, en 2024).

Gobernanza

- **Estructura de propiedad estable y de marcado perfil familiar, que se traslada a los principales órganos de gobierno, lo que, por otra parte, limita el grado de independencia de los mismos.**

Desde su fundación, el capital del grupo ha estado participado al 100% por la familia Soláns, lo que aporta estabilidad y continuidad a los objetivos estratégicos implementados. A pesar de las posibles limitaciones asociadas a dicho perfil familiar, en cuanto a un potencial apoyo financiero, la sólida estructura de fondos propios de la compañía representa un factor positivo en este sentido. Cabe destacar la reciente entrada en el accionariado de Grupopikolin de un nuevo inversor (Khemia), a través de una inyección de €70m en el capital del grupo. Ello ha supuesto una mayor diversificación tanto en la estructura de propiedad de la compañía, como en sus órganos de decisión, a lo que se añade un importante soporte en términos financieros; cuestiones que se valoran de manera positiva. Adicionalmente, cabe señalar la reciente asunción de la presidencia del grupo por parte de D. Álvaro Soláns, en sustitución de su padre D. Alfonso Soláns.

Este cambio ha venido acompañado de la adopción de medidas, en términos de política financiera y gobernanza, que consideramos acertadas. Entre dichas medidas, destaca positivamente la notable reducción de los saldos relativos a la financiación de sociedades, propiedad del accionista, fuera del perímetro de Grupo Pikolin (€73,6m en 2024 vs €177,5m en 2022). A pesar de este avance, desde EthiFinance Ratings consideramos que en la medida en que se mantenga o intensifique esta política, la estructura de financiación de la compañía continuaría viéndose penalizada. Del mismo modo, cabe mencionar que potenciales deterioros de dichos saldos contra reservas, conllevaría nuevos empeoramientos de la estructura de fondos propios del grupo.

Perfil Financiero

Ventas y Rentabilidad

- **Mejora de las rentabilidades operativas en el último ejercicio, que se espera que continúe en el corto plazo.**

Consolidación de la senda de recuperación en el volumen de actividad desde el ejercicio 2021, con una facturación que ascendió a €524,4m en 2024 (€520,0m en 2023), no obstante, mostrando un crecimiento más estable en comparación con ejercicios anteriores (+0,8% YoY vs +4,2% YoY en 2023). Adicionalmente y tras unos ejercicios en los que los márgenes operativos se vieron condicionados por el incremento de los precios de las materias primas y la energía, principalmente, la posterior normalización observada en este sentido, junto con la materialización de los efectos del plan de eficiencia implementado y la renegociación al alza de las tarifas con los principales clientes derivó en una mejora de las rentabilidades operativas del grupo, con un margen EBITDA ajustado que se situó en un 12,2% en 2024 (+1,5pp vs 2023). Dicho plan de eficiencia conllevó un ahorro total en costes de unos €3,6m en 2023 y €11,8m en 2024. La continuidad del impacto positivo asociado a este plan (periodo de vigencia estimado: 2023-2026), se espera que contribuya a una nuevas mejoras del margen EBITDA ajustado en próximos ejercicios, cuya visibilidad, en lo relativo al ejercicio 2025, se ve favorecida por la positiva evolución de la compañía, en este aspecto, en el inicio de dicho periodo.

Endeudamiento y Cobertura

- **Niveles de apalancamiento tradicionalmente elevados, que se espera que se vean reducidos de manera sustancial en próximos años.**

Los niveles de apalancamiento de la compañía son el reflejo de las importantes inversiones llevadas a cabo en su trayectoria reciente (p. ej.; nueva planta Zaragoza Plaza en 2018, recompra 50% Cofel en 2020, etc.). Pese a la mejora recogida en los últimos ejercicios, el ratio de apalancamiento ajustado se ha mantenido en umbrales relativamente elevados en 2024 (5,1x). No obstante, se espera una significativa reducción de este indicador en próximos ejercicios, bajo una reforzada estructura de financiación, marcada por una reducción significativa del endeudamiento, gracias al soporte financiero procedente del nuevo inversor, y una estabilidad en el calendario de vencimientos, que representará la realidad de la compañía en el corto-medio plazo.

Análisis de Flujo

- **Generación de flujo operativo de manera recurrente que permite acometer las inversiones previstas.**

El grupo ha mantenido su capacidad de generación de flujos de caja procedentes de sus operaciones durante los últimos ejercicios, a lo que se le añade el impacto positivo derivado de su política de rotación de activos financieros. La mejora en los niveles de eficiencia, unido a una normalización progresiva en el nivel de inversiones han permitido una reducción de la exposición a recursos ajenos. En este sentido, se espera una notable mejora del ratio de cobertura de la deuda financiera neta vía generación de FFO en próximos ejercicios, situándose en umbrales considerados como elevados.

Capitalización

- **Sólida estructura de fondos propios, tradicionalmente, que ha sido reforzada en 2025.**

Niveles de capitalización que se vieron sustancialmente reducidos a raíz del deterioro, contra reservas, de los saldos con empresas asociadas en 2023 y que desembocó en un empeoramiento del ratio de capitalización (PN/DFT ajustada) en dicho ejercicio, que se situó en un 65,5% en 2023 y 62,5% en 2024 (107,1% en 2022), valores que, a pesar de ello, aún se consideran adecuados. Sin embargo y a raíz de la entrada del nuevo socio inversor, se espera que este indicador se sitúe por encima del 100%, a partir de 2025, recuperando los valores históricos del grupo.

Liquidez

- **Buena liquidez.**

Pikolin reporta unos orígenes de fondos (caja, activos líquidos, líneas de crédito por disponer y FFO esperado a corto-medio plazo), que le permite hacer frente a sus compromisos de pago (principalmente, deuda y capex) durante los próximos dos años, derivando en una calificación de la liquidez del grupo, como elevada. Este aspecto, unido a un perfil de refinanciación que se entiende como sólido, deriva en una calificación de la liquidez como Buena.

Modificadores

Riesgo País

- No se ha determinado que exista un riesgo país condicionante al concentrar la mayor parte de su operativa en España y Europa.

Controversias

- No se han detectado riesgos relevantes respecto a controversias ESG.

Principales Magnitudes Financieras

Principales magnitudes financieras ⁽¹⁾. Miles de €.

	2022	2023	2024	24vs23
Facturación	498.945	520.025	524.417	0,8%
EBITDA reportado ⁽²⁾	25.196	33.030	40.549	22,8%
Margen EBITDA reportado	5,0%	6,4%	7,7%	1,4pp
EBITDA ajustado ⁽³⁾	45.139	55.866	64.218	15,0%
Margen EBITDA ajustado	9,0%	10,7%	12,2%	1,5pp
EBIT	13.246	18.965	23.071	21,7%
Margen EBIT	2,7%	3,6%	4,4%	0,8pp
EBT	1.581	5.393	4.658	-13,6%
Total Activo	987.438	868.677	856.123	-1,4%
Patrimonio Neto	405.669	266.674	258.099	-3,2%
Deuda Financiera Total ajustada ⁽⁴⁾	378.664	406.917	413.156	1,5%
Deuda Financiera Neta ajustada ⁽⁴⁾	297.057	305.610	327.721	7,2%
DFN reportada ⁽⁵⁾	96.836	101.395	110.950	9,4%
PN/DFT ajustada	107,1%	65,5%	62,5%	-3,1pp
DFN ajustada/EBITDA ajustado	6,6x	5,5x	5,1x	-0,4x
DFN reportada/EBITDA reportado	3,8x	3,1x	2,7x	-0,3x
FFO/DFN ajustada	10,0%	10,1%	11,1%	1,0pp
EBITDA ajustado/Intereses	2,8x	2,9x	2,9x	0,0x

⁽¹⁾ Magnitudes en base a EEEF bajo IFRS. ⁽²⁾ No incluye impacto IFRS-16 a efectos de covenants financieros. ⁽³⁾ Cálculo de acuerdo con nuestra metodología: EBIT +/- Otros Resultados +/- Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado +/- Excesos de provisiones +/- Amortización del inmovilizado. No incluye indemnizaciones por despido. ⁽⁴⁾ Incluye provisiones por pensiones relativas al personal y factoring y confirming sin recurso, de acuerdo con nuestra metodología. ⁽⁵⁾ No incluye el nivel de disposición de líneas de descuento, leasing de Cofel e impacto IFRS-16, a efectos de covenants financieros.

Credit Rating

Credit Rating	
Perfil Negocio	BB+
<i>Análisis Sectorial</i>	<i>BB+</i>
<i>Ajuste ESG</i>	<i>No</i>
<i>Posicionamiento Competitivo</i>	<i>BB+</i>
<i>Gobernanza</i>	<i>BB+</i>
Perfil Financiero	BBB
<i>Cash flow y endeudamiento</i>	<i>BBB-</i>
<i>Capitalización</i>	<i>BBB+</i>
<i>ESG Compañía</i>	<i>Sí</i>
Anchor Rating	BBB-
<i>Modificadores</i>	<i>No</i>
Rating	BBB-

Análisis Sensibilidad

Factores que pueden (individual o colectivamente) impactar en el rating:

- **Factores positivos (↑)**

Mejora de los márgenes, en línea con el sector (margen EBIT medio del sector: en torno al 10%) y reducción adicional del apalancamiento (DFN ajustada/EBITDA ajustado promedio de referencia: < 1x). Adicionalmente, mejora de ratios financieros, como el FFO/DFN ajustada (valor de referencia promedio aproximado: > 70%) y el EBITDA ajustado/Intereses (valor de referencia promedio aproximado: > 7x). Asimismo, otros de los principales drivers sería una mejora de aspectos cualitativos, como una reducción de su exposición a mercados maduros, junto con una ganancia en tamaño respecto a los principales operadores a nivel global.

- **Factores negativos (↓)**

Incumplimiento de las proyecciones elaboradas por la compañía y que constituyen el caso base de nuestro análisis, fundamentalmente, en lo que respecta a la evolución de los márgenes operativos y desapalancamiento esperados (valor promedio de referencia del ratio DFN ajustada/EBITDA ajustado: > 3x). Descenso del ratio de capitalización en relación con lo estimado (por debajo del 80%), unido a una disminución progresiva en el ratio de cobertura de intereses (por debajo de 4x). A ello se le une la continuidad en aquellos aspectos que penalizan su perfil de negocio, como la elevada exposición a mercados maduros o reducido tamaño en relación con los principales operadores globales.

Sources of information

The credit rating assigned in this report has been requested by the rated entity, which has also taken part in the process. It is based on private information as well as public information. The main sources of information are:

1. Annual Audit Reports.
2. Corporate Website.
3. Information published in the Official Bulletins.
4. Rating book provided by the Company.

The information was thoroughly reviewed to ensure that it is valid and consistent, and is considered satisfactory. Nevertheless, EthiFinance Ratings assumes no responsibility for the accuracy of the information and the conclusions drawn from it.

Additional information

- The rating was carried out in accordance with Regulation (EC) N°1060/2009 of the European Parliament and the Council of 16 September 2009, on credit rating agencies. Principal methodology used in this research are :
 - Corporate Rating Methodology - General : <https://www.ethifinance.com/download/corporate-rating-methodology-general/?wpdmdl=35203>
- The rating scale used in this report is available at <https://www.ethifinance.com/en/ratings/ratingScale>.
- EthiFinance Ratings publishes data on the historical default rates of the rating categories, which are located in the central statistics repository CEREP, of the European Securities and Markets Authority (ESMA).
- In accordance with Article 6 (2), in conjunction with Annex I, section B (4) of the Regulation (EC) No 1060/2009 of the European Parliament and of the Council of 16 September 2009, it is reported that during the last 12 months EthiFinance Ratings has not provided ancillary services to the rated entity or its related third parties.
- The issued credit rating has been notified to the rated entity, and has not been modified since.

Conditions of Use for this document and its content:

For all types of Ratings that ETHIFINANCE RATINGS, S.L. (the "AGENCY") issues, the User may not, either by themselves or via third parties, transfer, sublease, sublicense, sell, extract, reuse, or dispose of in any other way the content of this Document to a third party, either for free or for consideration.

For the purpose of these Conditions of Use, any client who might have subscribed for a product and/or a service that allows him to be provided with the content of this Document as well as any privileged person who might access the content of this Document via www.ethifinance.com shall be considered as a User.

Nor may they alter, transform or distort the information provided in any way. In addition, the User will also not be permitted to copy and/or duplicate the information, nor create files which contain the information of the Document, either in its entirety or partially. The Document and its source code, regardless of the type, will be considered as the elaboration, creation, or work of the AGENCY and subject to the protection of intellectual property right regulation. For those uses of this Document which are permitted, the User is obliged to not allow the removal of the copyright of the AGENCY, the date of the Document's issuance, the business name as established by the AGENCY, as well as the logo, brands and any other distinctive symbol which is representative of the AGENCY and its rights over the Document. The User agrees to the conditions of Use of this Document and is subject to these provisions since the first time they are provided with this Document no matter how they are provided with the document. The Document and its content may not be used for any illicit purpose or any purpose other than those authorised by the AGENCY. The User will inform the AGENCY about any unauthorised use of the Document and/or its content that may become apparent. The User will be answerable to the AGENCY for itself and its employees and/or any other third party which has been given or has had access to the Document and/or its content in the case of damages which arise from the breach of obligations which the User declared to have read, accepted and understood upon receiving the Document, without prejudice to any other legal actions that the AGENCY may exercise in defence of its lawful rights and interests. The Document is provided on the acceptance that the AGENCY is not responsible for the interpretation that the User may make of the information contained. Credit analyses included in the Document, as well as the ratings and statements, are to be deemed as opinions valid on the date of issuance of the reports and not as statements of fact or recommendations to purchase, hold or sell any securities or to make any investment decision. The credit ratings and credit rating prospects issued by the AGENCY are consider to be its own opinion, so it is recommended that the User take it as a limited basis for any purpose that it intends to use the information for. The analyses do not address the suitability of any value. The AGENCY does not act as a fiduciary or an investment advisor, so the content of the Document should not be used as a substitute for knowledge, criteria, judgement or experience of the User, its Management, employees, advisors and/or clients in order to make investment decisions. The AGENCY will devote every effort to ensure that the information delivered is both accurate and reliable. Nonetheless, as the information is elaborated based on data supplied by sources which may be beyond the control of the AGENCY, and whose verification and comparison is not always possible, the AGENCY, its subsidiaries, and its directors, shareholders, employees, analysts and agents will not bare any responsibility whatsoever (including, without any limitations, loss of revenue or income and opportunity costs, loss of business or reputational damage or any other costs) for any inaccuracies, mistakes, noncorresponding information, incompleteness or omission of data and information used in the elaboration of the Document or in relation to any use of its content even should it have been warned of potential

damages. The AGENCY does not make audits nor assume the obligation of verifying independent sources of information upon which the ratings are elaborated. Information on natural persons that may appear in this document is solely and exclusively relevant to their business or business activities without reference to the sphere of their private life and should thus be considered. We would like to inform that the personal data that may appear in this document is treated in accordance with Regulation (EU) 679/2016, on the protection of natural persons with regard to the processing of personal data and the free movement of such data and other applicable legislation. Those interested parties who wish to exercise the rights that assist them can find more information in the link: <https://www.ethifinance.com/> in the Privacy Policy page or contact our Data Protection Officer in the mail dpo@ethifinance.com. Therefore the User agrees that information provided by the AGENCY may be another element to consider when making business decisions, but decisions will not be made based solely on it; that being the case the AGENCY will not be held responsible for the lack of suitability. In addition, the use of the information before courts and/or tribunals, public administrations, or any other public body or private third party for any reason shall be solely the User's responsibility and the AGENCY shall not be held responsible for any liabilities on the grounds of inappropriateness of the information's contents. Copyright © 2023 ETHIFINANCE RATINGS, S.L. All Rights Reserved. C/ Benjamín Franklin S/N, Edificio Camt, 1º Izquierda, 18100, Granada, España C/ Velázquez nº18, 3º derecha, 28001 - Madrid