



ISSUER RATING

Long-term Rating

Tendencia: Estable

Fecha de primer rating: 12/05/2015

Fecha de revisión: 29/11/2023

## Contactos

### Associate Director

Luis Mesa García

luis.mesa@ethifinance.com

### Chief Rating Officer

Guillermo Cruz Martínez

guillermo.cruz@ethifinance.com

## Rating action y rationale

- EthiFinance Ratings afirma la calificación de Pikolin en "BB", cambiando la tendencia de En Observación a Estable. Dicho cambio viene motivado por la mayor visibilidad respecto al plan de eficiencia implementado, en febrero de 2023, cuyos positivos efectos, si bien se espera que se vean reflejados, fundamentalmente, en 2024 y 2025, han comenzado a verse trasladados el desempeño de la compañía durante el primer semestre del presente año. Todo ello dentro de un entorno favorable de normalización del precio de las materias primas y tarifas ya negociadas desde el ejercicio anterior, a raíz del entorno inflacionario surgido.
- La calificación de la compañía se ve favorecida por un posicionamiento competitivo de referencia en Europa, siendo líderes en Iberia y Francia, sus principales mercados. Adicionalmente, cabe destacar la solvencia y elevados niveles de liquidez de la compañía. Sin embargo, el rating se encuentra constreñido por el mantenimiento de unas rentabilidades inferiores a las de sus pares, un ratio de apalancamiento ascendente en los últimos años, y una débil cobertura de intereses a lo que se añade un reducido grado de cobertura de la deuda financiera neta vía generación de FFO.
- Alto compromiso en términos de políticas ESG, que deriva en una mejora en un *notch* en la calificación asociada el perfil financiero de la compañía.

## Descripción

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 2022, el grupo registró una cifra de negocio consolidada de €498,9M y un margen EBITDA del 8,9%, según efecto IFRS-16, con un ratio DFN/EBITDA que se situó en 6,2x, según IFRS-16 (3,8x, a efectos de *covenants* asociados a los principales contratos de financiación). De cara al cierre del ejercicio 2023, el grupo estima una cifra de negocio de €534,6M, un margen EBITDA del 9,7% y un ratio DFN/EBITDA de 4,5x, según norma IFRS-16 (3,9x a efectos de *covenants* asociados a los principales contratos de financiación).

## 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. Industria del descanso caracterizada por un elevado nivel de madurez, fundamentalmente en Europa, principal ámbito de actuación de la compañía, cuestión que limita el margen de crecimiento de una 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 barreras competitivas, consideradas como elevadas, así como las rentabilidades operativas de las compañías, las cuales se valoran como más que adecuadas, en términos generales. Si bien la volatilidad en lo relativo a rentabilidad se considera limitada, existen factores que pueden ejercer 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. El riesgo potencial de los factores ESG en las empresas del sector a medio plazo implica que se requiere una transición hacia nuevas prácticas.

No llevar a cabo ninguna acción podría generar un impacto material en la estabilidad general o los niveles de rentabilidad del sector en el corto y medio plazo. A pesar de ello, esta valoración tiene como resultado un análisis sectorial que no se ve afectado por este factor.

### Posicionamiento competitivo

- **Fuerte posicionamiento en Iberia y Francia, no obstante, presentando un tamaño reducido en relación a 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). En este sentido, la recompra del 50% restante de Cofel, llevada a cabo en 2020, favoreció la posición competitiva de Pikolin en el mercado francés. Sin embargo, la exposición a mercados maduros se considera elevada, representando Iberia y Francia el 86% de las ventas totales en 2022 (77% del EBITDA).

Ello, a su vez, condiciona unos márgenes operativos que se consideran reducidos dentro del sector, pese a su elevado nivel de integración. Adicionalmente, la diversificación geográfica de la compañía se valora como limitada, contando, asimismo, con un tamaño reducido si la comparamos con los principales productores a nivel mundial.

- **Sólida posición en relación con los canales de distribución.** 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. Dicho posicionamiento favorece la estabilidad en las relaciones comerciales, de la que la compañía se beneficia de unos reducidos periodos medios de cobro, en el caso del mercado francés. Adicionalmente, cabe destacar el gradual avance de la compañía dentro del canal online, constituyéndose como una de las principales palancas de crecimiento en uno de sus mercados estratégicos (Asia).

### Gobierno corporativo

- **Estructura de propiedad estable y de marcado perfil familiar, que se traslada a los principales órganos de gobierno, limitado, por otra parte, el grado de independencia de los mismos.** Desde su fundación, el capital del grupo se encuentra participado al 100% por la familia Soláns, lo que aporta estabilidad y continuidad a los objetivos estratégicos implementados. A pesar de las posibles limitaciones en términos financieros asociadas a dicho perfil familiar, la sólida estructura de fondos propios de la compañía representa un factor positivo en este sentido.

La presencia de la familia Soláns se traslada a los principales órganos de gobierno, los cuales se caracterizan por una escasa independencia (ausencia de consejeros independientes). Cabe destacar la reciente asunción de la presidencia del grupo por parte de Álvaro Soláns, en sustitución de su padre Alfonso, y, con ello, la adopción de medidas, en términos de política financiera y gobernanza, que consideramos correctas. Entre estas, destaca positivamente la potencial eliminación, a lo largo de 2023 de los saldos con sociedades fuera del perímetro, propiedad del accionista, cuestión considerábamos como un aspecto negativo en términos de gobernanza, y que, a su vez, condicionaba la estructura financiera del grupo.

### Perfil financiero

#### Facturación y rentabilidad

- **Operativa marcada por unos márgenes decrecientes en los últimos años.** Recuperación en el volumen de actividad desde el ejercicio 2021, con una facturación consolidada que ascendió a €498,9M en 2022 (+3,5% YoY). Por otra parte, la operativa de la compañía ha venido condicionada por unos márgenes operativos decrecientes en los últimos ejercicios, que, se han visto penalizados por el incremento de los precios de las materias primas y la energía, principalmente, con un margen EBITDA que ascendió a 8,9%, a cierre de 2022 (IFRS-16).

No obstante, la normalización observada en términos de precios, junto con el potencial impacto positivo derivado de la renegociación al alza de las tarifas con los principales clientes, se espera que incida positivamente sobre las rentabilidades del grupo, a lo que se añade la gradual contribución, en términos de EBITDA asociada al plan de eficiencia operativa implementado.

### Endeudamiento y cobertura

- **Apalancamiento creciente en los últimos ejercicios.** Si bien consideramos que, teniendo en cuenta las importantes inversiones llevadas a cabo en ejercicios recientes (p. ej.; nueva planta Zaragoza Plaza en 2018, recompra 50% Cofel en 2020, etc.), los niveles de endeudamiento financiero no se han situado en niveles excesivamente altos, sí que han mostrado una tendencia creciente en los últimos años, lo que ha derivado en un empeoramiento del ratio de apalancamiento, situándose en umbrales elevados. Por otra parte, las perspectivas de mejora en la generación de flujo de caja libre, favorecido por un incremento de las rentabilidades y una gestión más eficiente del *working capital*, se estima que derive en una reducción de los niveles de apalancamiento en el corto-medio plazo.

### Generación de caja

- **Cash flow.** El grupo ha mostrado capacidad para generar flujos de caja procedentes de sus operaciones positivos en los últimos ejercicios, a lo que se le añade el impacto positivo derivado de su política de rotación de activos financieros. Por otra parte, las inversiones a acometer, así como el cumplimiento de sus compromisos financieros requieren de acceso a financiación externa, al objeto de evitar un deterioro del saldo de caja.

Tras haberse visto penalizado en el último ejercicio por el deterioro de los resultados recogido, cuestión que se espera que continúe penalizando al grupo, dada la carga financiera soportada, se espera que la mejora en el flujo de caja libre y, así, en la generación de caja interna, permita un fortalecimiento de la posición de tesorería del grupo en el corto plazo (+€30M, aproximadamente, en 2023e).

### Capitalización

- **Elevada autonomía financiera, no obstante, con perspectivas de deterioro en el corto plazo.** Sólida estructura de fondos propios, tradicionalmente, con un patrimonio neto que superó en más de una vez la deuda financiera bruta en el último ejercicio auditado, considerando efecto IFRS-16. Por otra parte, la potencial eliminación, en 2023, de los saldos con empresas asociadas, contra reservas, se espera que desemboque en un deterioro del ratio de solvencia (PN/DFT) en próximos ejercicios, no obstante, manteniéndose en umbrales más que adecuados.

### 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 a corto plazo e inversión de mantenimiento) 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 satisfactorio, deriva en una calificación de la liquidez como buena.

## Credit rating

Credit Rating	
<b>Perfil Negocio</b>	<b>BB+</b>
<i>Análisis Sectorial</i>	<i>BBB-</i>
<i>Posicionamiento Competitivo</i>	<i>BB+</i>
<i>Governance</i>	<i>BB-</i>
<b>Perfil Financiero</b>	<b>BB-</b>
<i>Cash flow y endeudamiento</i>	<i>B+</i>
<i>Solvencia</i>	<i>BBB-</i>
<b>Anchor Rating</b>	<b>BB</b>
<i>Modificadores</i>	<i>No</i>
<b>Rating</b>	<b>BB</b>

## Resumen de la información financiera

Principales magnitudes financieras <sup>(1)</sup> . Miles de €.				
	2021	2022	2023e	22vs21
Facturación	482.175	498.945	534.631	3,5%
EBITDA <sup>(2)</sup>	50.677	44.499	51.986	-12,2%
Margen EBITDA	10,5%	8,9%	9,7%	-1,6pp
EBIT	20.811	11.807	14.312	48,963
Margen EBIT	4,3%	2,4%	2,7%	-1,9pp
EBT	12.447	1.323	-2.871	-89,4%
Total Activo	965.700	936.083	705.240	-3,1%
Patrimonio Neto	405.700	393.247	203.963	-3,1%
Deuda Financiera Total <sup>(3)</sup>	378.562	365.654	332.119	-3,4%
Deuda Financiera Neta <sup>(3)</sup>	264.072	275.040	234.620	4,2%
DFN ajustada <sup>(4)</sup>	227.317	239.942	205.100	5,6%
PN/DFT	107,2%	107,5%	61,4%	0,4pp
DFN/EBITDA	5,2x	6,2x	4,5x	1,0x
DFN ajustada <sup>(4)</sup> /EBITDA	4,5x	5,4x	3,9x	0,9x
FFO <sup>(5)</sup> /DFN <sup>(3)</sup>	11,3%	9,9%	6,8%	-1,4pp
EBITDA/Intereses	3,9x	3,0x	3,0x	-0,8x

<sup>(1)</sup> Magnitudes en base a ajuste IFRS-16, partiendo de los EEFF contabilizados bajo las NOFCAC (Normas para la Formulación de las Cuentas Anuales Consolidadas) contenidas en el PGC (Plan General Contable). <sup>(2)</sup> 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. <sup>(3)</sup> En 2023 se incluye el 15% del importe relativo a la operación de titulización de las cuentas a cobrar de Francia e Iberia, que prevé firmar la compañía, de acuerdo con el porcentaje de participación en el vehículo constituido para ello (fuera del balance del perímetro consolidado) e importes a afrontar por parte del grupo, en caso de insolvencia de una parte de la cartera. <sup>(4)</sup> No incluye el nivel de disposición de líneas de descuento, *leasing* de Cofel, ni porcentaje de titulización señalado, a efectos de *covenants* financieros. <sup>(5)</sup> Cálculo en 2021 y 2022 de acuerdo a ajuste realizado por EthiFinance.

## Análisis de sensibilidad

Factores que pudieran (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 del apalancamiento (DFN/EBITDA de referencia: 2,5x aproximadamente, incluyendo efecto IFRS-16). Adicionalmente, 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 (↓).** Continuidad en la caída de los márgenes operativos y mantenimiento de la tendencia negativa respecto al ratio DFN/EBITDA (superior a 8x, a corto plazo, incluyendo efecto IFRS-16). Descenso del ratio de solvencia superior al previsto (por debajo del 50%), unido a una disminución progresiva en el ratio de cobertura de intereses (por debajo de 2,5x). A ello se le une la continuidad en aquellos aspectos que penalizan su perfil de negocio, como la elevada exposición a mercados maduros, reducido tamaño en relación a los principales operadores del sector o limitada diversificación a nivel global.

## Información regulatoria

### Fuentes de información

La calificación de crédito emitida en este informe ha sido realizada de manera solicitada por parte del ente calificado, participando éste en el proceso. La misma se basa tanto en información privada como pública. Las principales fuentes utilizadas son:

- Cuentas anuales.
- Página web corporativa.
- Información publicada por los Boletines Oficiales.
- Rating book facilitado por la compañía.

La información ha sido exhaustivamente revisada para asegurar plausibilidad y coherencia, considerándose satisfactoria. No obstante, EthiFinance Ratings no asume ninguna responsabilidad sobre la veracidad de la información y de las conclusiones deducidas sobre la misma.

### Información adicional

- La calificación ha sido realizada de acuerdo al Reglamento (CE) N° 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de septiembre de 2009 sobre las agencias de calificación crediticia y en concordancia con la Metodología Corporate Rating que puede consultarse en <https://www.ethifinance.com/es/calificaciones/methodologies>; y bajo la Escala Corporate largo plazo disponible en <https://www.ethifinance.com/es/calificaciones/ratingScale>
- EthiFinance Ratings publica los datos sobre las tasas históricas de incumplimiento de las categorías de calificación, que se alojan en el repositorio central de estadísticas CEREP, del regulador European Securities and Markets Authority (ESMA).
- De acuerdo con lo estipulado en el Artículo 6, apartado 2, en relación con el anexo I, sección B, punto 4, del Reglamento (CE) N° 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de septiembre de 2009, se informa que en el transcurso de los últimos 12 meses EthiFinance Ratings no ha prestado servicios auxiliares a la entidad calificada ni a terceros vinculados.
- El rating otorgado ha sido notificado a la entidad calificada, no siendo modificado desde entonces.

**Condiciones de uso de este documento y su contenido:**

Para todo tipo de Calificaciones Crediticias que emita ETHIFINANCE RATINGS, S.L. (la "AGENCIA"), el Usuario no podrá, ni por sí mismo ni a través de terceros, transferir, subarrendar, sublicenciar, vender, extraer, reutilizar o disponer de cualquier otra forma del contenido de este Documento a un tercero, ya sea a título gratuito u oneroso.

A los efectos de las presentes Condiciones de Uso, se considerará Usuario a todo cliente que pueda haber suscrito un producto y/o un servicio que le permita disponer del contenido de este Documento, así como a toda persona privilegiada que pueda acceder al contenido de este Documento a través de <https://www.ethifinance.com/>.

El usuario tampoco podrá alterar, transformar o distorsionar la información proporcionada de ninguna manera. Asimismo, no podrá copiar y/o duplicar la información, ni crear archivos que contengan la información del Documento, ni en su totalidad ni parcialmente.

El Documento y su código fuente, cualquiera que sea su tipología, se considerará elaboración, creación u obra de la AGENCIA y estará sujeto a la protección de la normativa sobre derechos de propiedad intelectual. Para los usos permitidos de este Documento, el Usuario se obliga a no permitir la supresión del copyright de la AGENCIA, la fecha de emisión del Documento, la razón social establecida por la AGENCIA, así como el logotipo, las marcas y cualquier otro signo distintivo que sea representativo de la AGENCIA y de sus derechos sobre el Documento.

El Usuario acepta las condiciones de Uso de este Documento y queda sujeto a estas disposiciones desde la primera vez que se le facilite este Documento, independientemente de la forma en que se le facilite el mismo. El Documento y su contenido no podrán ser utilizados con fines ilícitos o distintos a los autorizados por la AGENCIA. El Usuario informará a la AGENCIA de cualquier uso no autorizado del Documento y/o de su contenido que se ponga de manifiesto. El Usuario responderá frente a la AGENCIA por sí mismo y por sus empleados y/o por cualquier otro tercero al que se le haya facilitado o haya tenido acceso al Documento y/o a su contenido en caso de daños y perjuicios que se deriven del incumplimiento de las obligaciones que el Usuario declaró haber leído, aceptado y comprendido al recibir el Documento, sin perjuicio de las demás acciones legales que la AGENCIA pueda ejercer en defensa de sus legítimos derechos e intereses.

El Documento se facilita bajo la aceptación de que la AGENCIA no es responsable de la interpretación que el Usuario pueda hacer de la información contenida. Los análisis crediticios incluidos en el Documento, así como las calificaciones y declaraciones, deben considerarse como opiniones válidas en la fecha de emisión de los informes y no como declaraciones de hecho o recomendaciones para comprar, mantener o vender cualquier valor o para tomar cualquier decisión de inversión. Las calificaciones crediticias y las perspectivas de calificación crediticia emitidas por la AGENCIA se consideran una opinión propia, por lo que se recomienda que el Usuario la tome como base limitada para cualquier propósito para el que pretenda utilizar la información. Los análisis no abordan la idoneidad de ningún valor. La AGENCIA no actúa como fiduciaria ni como asesora de inversiones, por lo que el contenido del Documento no debe ser utilizado como sustituto de los conocimientos, criterios, juicios o experiencia del Usuario, su Dirección, empleados, asesores y/o clientes para la toma de decisiones de inversión. La AGENCIA dedica todos sus esfuerzos a garantizar que la información suministrada sea precisa y fiable. No obstante, dado que la información se elabora en base a datos suministrados por fuentes que pueden estar fuera del control de la AGENCIA, y cuya verificación y comparación no siempre es posible, la AGENCIA, sus filiales, y sus directores, accionistas, empleados, analistas y agentes no tendrán responsabilidad alguna (incluyendo, sin limitación alguna, pérdida de ingresos y costes de oportunidad, pérdida de negocio o daños a la reputación o cualquier otro coste) por cualquier inexactitud, error, falta de correspondencia, integridad u omisión de datos e información utilizados en la elaboración del Documento o en relación con cualquier uso de su contenido, incluso en el caso de haber sido advertida de los posibles daños. La AGENCIA no realiza auditorías ni asume la obligación de verificar las fuentes de información independientes sobre las que se elaboran las calificaciones.

Por lo tanto, el Usuario acepta que la información proporcionada por la AGENCIA puede ser un elemento más a tener en cuenta a la hora de tomar decisiones empresariales, pero no se tomarán decisiones basándose únicamente en ella; siendo así, la AGENCIA no se hace responsable de la falta de idoneidad. Asimismo, la utilización de la información ante juzgados y/o tribunales, administraciones públicas, o cualquier otro organismo público o tercero privado por cualquier motivo, será responsabilidad exclusiva del Usuario y la AGENCIA no responderá de ninguna responsabilidad por la inadecuación de los contenidos de la información.

La información sobre las personas físicas que pueda aparecer en este documento es única y exclusivamente relevante para sus negocios o actividades empresariales, sin referencia a la esfera de su vida privada, por lo que puede ser considerada. Los datos personales que puedan aparecer en este documento son tratados de acuerdo con el Reglamento (UE) 679/2016, relativo a la protección de las personas físicas en lo que respecta al tratamiento de datos personales y a la libre circulación de estos datos y demás normativa aplicable. Aquellos interesados que deseen ejercer los derechos que les asisten pueden encontrar más información en el enlace: <https://www.ethifinance.com/> en la página de Política de Privacidad o contactar con nuestro Delegado de Protección de Datos en el correo [dpo@ethifinance.com](mailto:dpo@ethifinance.com).

Copyright © 2023 ETHIFINANCE RATINGS, S.L. Todos los derechos reservados.

C/ Velázquez nº18, 3º derecha, 28001 - Madrid - España.