



ISSUER RATING
Long term

OUTLOOK
Stable

Initiation date 12/05/2015
Rating Date 28/11/2024

Contacts

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

Committee chair
Antonio J. Revelles Román
antonio.revelles@ethifinance.com

Rating Action y Rationale

- EthiFinance Ratings afirma la calificación de Pikolin en "BB", manteniendo la tendencia Estable.
- La calificación de la compañía se ve favorecida por 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 (63% de las ventas fuera de España en 2023). Adicionalmente, cabe destacar la adecuada capitalización (PN/DFT ajustada: 68,0% en 2023), unos elevados niveles de liquidez de la compañía y unas rentabilidades favorecidas en el último ejercicio por una normalización de los precios de las materias primas y de los costes energéticos, así como por el impacto positivo de las medidas de eficiencia implementadas por el management y la renegociación de tarifas a raíz del entorno inflacionario surgido.
- Asimismo, 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 tamaño inferior a los principales players a nivel global y un elevado ratio de apalancamiento, pese a la reciente mejora experimentada en ambos aspectos (DFN ajustada/EBITDA ajustado: 5,2x en 2023). A ello se le añade un ratio EBITDA ajustado/Intereses en umbrales reducidos (2,9x en 2023) y un reducido grado de cobertura de la deuda financiera neta ajustada vía generación de FFO (10,6% en 2023). Por otra parte, de cara al cierre del ejercicio 2024, se estima una mejora en indicadores financieros, como el ratio DFN ajustada/EBITDA ajustado (4,2x) y FFO/DFN ajustada (13,4%).
- Se estima una continuidad en el medio plazo de los favorables efectos del plan de eficiencia implementado en febrero de 2023. Si bien se espera que dichos efectos se vean reflejados, fundamentalmente, en 2024 y 2025, ya han comenzado a verse trasladados al desempeño de la compañía durante el pasado ejercicio 2023 y primer semestre del presente año 2024. Ello justifica la tendencia Estable otorgada.
- 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.
- Para el rating otorgado y a efectos de análisis, se han previsto de proyecciones financieras elaboradas por Grupo Pikolin, en base a la estructura de propiedad y perímetro de consolidación actuales.

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 2023, el grupo registró una cifra de negocio consolidada de €520,0m y un margen EBITDA ajustado del 10,7%, con un ratio DFN ajustada/EBITDA ajustado que se situó en 5,2x (3,1x, a efectos de covenants asociados a los principales contratos de financiación). De cara al cierre del ejercicio 2024, el grupo estima una cifra de negocio de €532,2m, un margen EBITDA ajustado del 12,3% y un ratio DFN ajustada/EBITDA ajustado de 4,2x, aproximadamente.

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 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, aunque mantiene 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. 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. 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 63% en 2023. Sin embargo, la exposición a mercados maduros se considera elevada, representando Iberia y Francia el 87% de las ventas totales, aproximadamente, en 2023 (90% del EBITDA). Ello, a su vez, condiciona unos márgenes operativos, que se sitúan en niveles inferiores a los valores de referencia del sector pese al elevado nivel de integración del grupo. En términos de canales de distribución, la compañía cuenta con un adecuado nivel de diversificación, destacando el gradual avance en el canal online, constituyéndose 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, en el que sus dos principales clientes copan en torno al 45% de las ventas en este mercado.

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 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 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. 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 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, en 2023, de los saldos relativos a la financiación de sociedades, propiedad del accionista, fuera del perímetro de Grupo Pikolin (€61,8m vs €177,5m en 2022). Esta cuestión, que, anteriormente, considerábamos como un aspecto negativo en términos de gobernanza, también afectaba de manera relevante a la estructura financiera del grupo.

Perfil Financiero

Ventas y Rentabilidad

- **Mejora de las rentabilidad operativa 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 €520,2m en 2023 (+4,2% YoY). 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 el positivo impacto derivado de la renegociación al alza de las tarifas con los principales clientes, permitió una ligera mejora de las rentabilidades operativas del grupo, con un margen EBITDA ajustado que se situó en un 10,7% en 2023 (+1,7pp vs 2022).

Asimismo, cabe destacar el efecto favorable del plan de eficiencia operativa implementado y que conllevó un ahorro total en costes de unos €3,6m. La intensificación del impacto positivo asociado a dicho plan, la continuidad en la normalización de los precios de las materias primas y la energía, así como del proceso de renegociación de las tarifas se espera que contribuyan a una nueva mejora del margen EBITDA ajustado, a cierre de 2024, cuestión que se ha visto ya reflejada en las cifras de la compañía, a junio de este ejercicio.

Endeudamiento y Cobertura

- **Elevado apalancamiento, condicionado por las inversiones realizadas en los últimos años.**

Altos niveles de apalancamiento, derivado de las importantes inversiones llevadas a cabo en ejercicios recientes (p. ej.; nueva planta Zaragoza Plaza en 2018, recompra 50% Cofel en 2020, etc.). Pese a la mejora recogida en 2023, gracias al incremento de los niveles de eficiencia, el ratio de apalancamiento ajustado se ha mantenido en umbrales elevados (5,2x vs 6,6x en 2022). Se espera que la continuidad de este incremento de la rentabilidad operativa, unido a una menor dependencia de financiación ajena deriven en una nueva reducción del ratio DFN ajustado/EBITDA ajustado, aproximándose a niveles controlados.

Análisis de Flujo

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

El grupo ha mostrado capacidad para generar flujos de caja procedentes de sus operaciones positivas 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.

Cabe señalar que pese a la mejora del flujo de libre en 2023 (€10,3m vs €1,7m en 2022) este se ha visto penalizado por la salida de caja asociada a parte del proceso de reducción de los saldos con sociedades fuera del perímetro del grupo, propiedad del accionista.

Capitalización

- **Elevada capitalización, no obstante, deteriorada en 2023.**

Sólida estructura de fondos propios, tradicionalmente, que se ha visto sustancialmente deteriorada a raíz de la reducción, contra reservas, de los saldos con empresas asociadas en 2023 y que desembocó en un deterioro del ratio de capitalización (PN/DFT ajustada) en dicho ejercicio, que se situó en un 68,0% (107,1% en 2022), valores que consideramos como adecuados. Se espera que este indicador se mantenga en niveles similares en el corto plazo.

Liquidez

- **Buena liquidez.**

Pikolin reporta unos orígenes de fondos (caja, activos líquidos, líneas de crédito por disponer y CFO 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 satisfactorio, 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	2024e	23vs22
Facturación	498.945	520.025	532.230	4,2%
EBITDA reportado ⁽²⁾	25.196	33.030	41.500	31,1%
Margen EBITDA reportado	5,0%	6,4%	7,8%	1,3pp
EBITDA ajustado ⁽³⁾	45.139	55.866	65.531	23,8%
Margen EBITDA ajustado	9,0%	10,7%	12,3%	1,7pp
EBIT	13.246	18.965	23.280	43,2%
Margen EBIT	2,7%	3,6%	4,4%	1,0pp
EBT	1.581	5.393	-	241,1%
Total Activo	987.438	868.677	855.579	-12,0%
Patrimonio Neto	405.669	266.674	260.687	-34,3%
Deuda Financiera Total ajustada ⁽⁴⁾	378.664	392.010	374.875	3,5%
Deuda Financiera Neta ajustada ⁽⁴⁾	297.057	290.703	274.278	-2,1%
DFN reportada ⁽⁵⁾	96.836	101.395	117.527	4,7%
PN/DFT ajustada	107,1%	68,0%	69,5%	-39,1pp
DFN ajustada/EBITDA ajustado	6,6x	5,2x	4,2x	-1,4x
DFN reportada/EBITDA reportado	3,8x	3,1x	2,8x	-0,8x
FFO/DFN ajustada	10,0%	10,6%	13,4%	0,7pp
EBITDA ajustado/Intereses	2,8x	2,9x	3,3x	0,1x

⁽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⁾ En 2022 y 2023 incluye provisiones por pensiones relativas al personal y factoring y confirming sin recurso, por un importe total de €16,7m y €17,4m, respectivamente, 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	BB-
<i>Cash flow y endeudamiento</i>	<i>B+</i>
<i>Capitalización</i>	<i>BBB-</i>
<i>ESG Compañía</i>	<i>Sí</i>
Anchor Rating	BB
<i>Modificadores</i>	<i>No</i>
Rating	BB

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 del apalancamiento (DFN ajustada/EBITDA ajustado de referencia: 3x aproximadamente). Adicionalmente, mejora de ratios financieros, como el FFO/DFN ajustada (valor de referencia aproximado: 40%) y el EBITDA ajustado/Intereses (valor de referencia aproximado: 5x). 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 (↓)**

Caída de los márgenes operativos y deterioro del ratio DFN ajustada/EBITDA ajustado (superior a 5,5x, a corto plazo). Descenso del ratio de capitalización (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 o reducido tamaño en relación a 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