



# La fiabilidad de la información financiera y su impacto para analistas e inversores. El caso de Pescanova<sup>1</sup>

NATÀLIA AMAT, ROGER MERCADER y PATRÍCIA CRESPO  
Universitat Pompeu Fabra

## Primera Parte. Pescanova hasta el 28 de febrero de 2013

*"Pescanova y su Presidente son merecedores del Premio no sólo por la cuenta de resultados sino también por el orgullo y sentimiento que ser gallego es un valor añadido."*

Alberto Núñez Feijoo, Presidente de Galicia.  
En la entrega del Premio Grelo de Oro (2007)

### 1. Introducción: De los orígenes a la actualidad

Pescanova fue fundada el año 1960 en Vigo (Galicia). La empresa nació de la experiencia profesional tanto de José Fernández López, el fundador, como de su hermano Antonio. Ambos habían creado previamente dos empresas especializadas en el sector del congelado. Se establecieron en un lugar estratégico, el puerto de Vigo, el más importante de Europa en distribución de productos del mar. Desde de los años 80 hasta el actualidad la ha presidido Manuel Fernández de Sousa, un empresario cuyo éxito ha sido reconocido con múltiples galardones, como el premio a la Trayectoria Empresarial concedido el año 2012 y entregado por el Ministro de Industria. Desde el año 1985, Pescanova cotiza en bolsa.

---

<sup>1</sup> Este caso ha sido galardonado en la Edición 2013 del Premio al mejor caso práctico de la Facultad de Economía y Empresa de la Universitat Pompeu Fabra y se ha publicado en el número 16 de la Revista de Contabilidad y Dirección (2013), pág. 291-314.

Ya en sus inicios, Pescanova desarrolló la ultra-congelación, una tecnología pionera para la manufactura del pescado, que al poco de ser pescado se limpia, trocea, congela y empaqueta a bordo de los barcos factoría en muy poco tiempo (120 minutos como máximo), a una temperatura muy baja (inferior a -40 °C), hecho que permite conservar al máximo la estructura física de los productos. Además, el producto se conserva durante más tiempo y se puede extraer de los lejanos caladeros del hemisferio Sur del planeta, hasta entonces inaccesibles para la industria de la pesca.

También ha sido pionera en la acuicultura, creando plantas de cultivo de rodaballo en España y Portugal; salmón en Chile y langostinos en América Latina. En estos proyectos la empresa ha invertido centenares de millones de euros. En octubre de 2007, durante la inauguración de la piscifactoría de rodaballos de Mira (Portugal) con una inversión de 350 millones de euros, José Sócrates, primer ministro de Portugal, declaraba: *“Pescanova es una buena empresa, porque tiene ambición, y también porque es uno de los símbolos empresariales de Galicia y, para todos los portugueses es un orgullo tener otro elemento de unión entre Portugal y Galicia”*.

Un hecho característico de Pescanova es su integración vertical: pesca (pescados, crustáceos y cefalópodos), cultiva en piscifactorías (salmón, rodaballo y langostinos), transforma, distribuye y comercializa sus productos llegando hasta el supermercado.

Otro factor clave ha sido su estrategia de marketing y de política de marca, basada en una imagen de marca muy familiar que ofrece productos de calidad y confianza.

La compañía ha seguido una estrategia de crecimiento, fundamentada sobretudo en la adquisición de empresas y en la creación de nuevas unidades de negocio, como la acuicultura o los platos preparados, por ejemplo. Actualmente, opera en una treintena de países de los cinco continentes, con presencia en los caladeros más importantes a nivel mundial (Chile, Argentina, Namibia...). Así, puede acceder a las mejores fuentes de suministro de productos marinos.

No sólo la producción está internacionalizada, sino que la comercialización también: el 51% de sus ventas se efectúan fuera de España. A la figura 1 se presenta un cuadro resumen con los principales hechos de la historia de la compañía.

Década 1960	José Fernández López funda Pescanova S.A. el año 1960.
	Construcción del primer barco congelador del mundo: <i>Lemos</i> , el año 1961.
	Se opera por primera vez a las aguas sudafricanas y se adquiere la empresa C.O.P.I.B.A. a Chapela para disponer de una planta frigorífica.
Década	Desarrollo de la primera red logística de congelados de España gracias a la incorporación de 60

1970	camiones frigoríficos de gran tonelaje para la distribución. El Grupo Pescanova se amplía con nuevas empresas en países como Mozambique (Pescamar Ltda.), Guinea (Afripesca), Camerún, Marruecos, Uruguay (Pesquerías Belnova SANO) y otros.
Década 1980	El hijo del fundador, Manuel Fernández de Sousa, pasa a presidir la compañía. Mientras la actividad comercial se expande hacia Europa gracias a la creación de filiales en Portugal y Francia, la actividad pesquera se amplía a los caladeros de Chile, Argentina, Australia, Mauritania o Escocia, entre otros. Construcción de dos nuevas fábricas en España: Frinova (alimentos precocinados ultracongelados) y Bajamar Séptima (elaboración y comercialización de pizzas) Inicio de las actividades de acuicultura.
Década 1990	Creación de NovaNam Ltd, empresa pesquera en Namibia. Fundación de Pescanova Inc. en EEUU y Pescanova Italia para la comercialización.
Década 2000	Adquisición de nuevas empresas para la producción (Fricatamar, Congepesca...) y comercialización de congelados (Pescafina...) Inversiones en piscifactorías en Mira (Portugal) y Xove (Lugo). Consolidación del sistema de integración vertical en el cual se basa la empresa, desde la obtención de los productos hasta la colocación en los puntos de venta. Dispone de 120 barcos.

### Figura 1. Principales hechos en la historia de Pescanova.

La empresa dispone de un conjunto muy amplio de filiales. En una buena parte de ellas, controla la mayoría de las acciones y las incluye en las cuentas consolidadas con el método de integración global. Además, también tiene participaciones minoritarias en otras sociedades que no forman parte del grupo consolidado (ver figura 2).

Hoy en día, Pescanova es una multinacional situada entre las diez empresas del sector con más volumen de facturación a nivel mundial, con una amplia oferta de productos: pescado capturado y ultracongelado en alta mar; marisco salvaje, productos de piscifactoría; y otros elaborados como platos preparados, pizzas, pasta de hoja, etc.

Tiene una flota propia de más de 100 barcos, cerca de 50 instalaciones de acuicultura, más de 30 plantas de procesamiento, opera con más de 70 especies marinas, vende con 16 marcas comerciales propias y da trabajo a unas 10.500 personas.

Para financiar el crecimiento, la empresa hizo hasta seis ampliaciones de capital desde 1999. La última, en 2012, había estado de 125 millones de euros. También en el 2012 hizo una emisión de bonos en los mercados financieros internacionales de 60 millones de euros.

Empresa	Participación %	Actividad
Novanam Limited (Namibia)	49	Producción y comercialización de productos del mar
Boapesca S.A. (España)	50	Otros servicios
Harinas y Sémolas del Noroeste, S.A. (España)	50	Producción y comercialización de harinas especiales

American Shipping, S.A. (Uruguay)	19	Producción y comercialización de productos del mar
Abad Exim Pvt Ltd. (India)	32	Producción y comercialización de productos del mar
Abad Overseas Private Ltd. (India)	45	Producción y comercialización de productos del mar
Eyethu Nueva (Cape Town)	49	Producción y comercialización de productos del mar
Pesquería Yelcho, S.A. (Chile)	33'3	Producción y comercialización de productos del mar

**Figura 2. Sociedades asociadas más significativas no incluidas en el consolidado**

## **2. La industria de productos del mar**

España es el segundo país con un mayor volumen de consumo per cápita de este tipo de productos de toda la Unión Europea, superado únicamente por Portugal (FAO, 2013). El 2010 tuvo un consumo per cápita de productos pesqueros de 34'4 quilogramos y 239€ anuales. Del total del consumo de productos derivados de la pesca, el pescado congelado representa un 43% del volumen (138 mil toneladas); y un 32% del gasto (730 millones de euros). Por otro lado, un 32% de los españoles consume pescado congelado como mínimo una vez por semana; y un 20,8%, dos o tres veces semanales (Martin, 2012).

El sector de los productos congelados, a pesar de la crisis financiera, muestra unos ingresos crecientes. En el caso concreto de Pescanova, se ha conseguido incrementar las ventas en un 35% entre 2005 y 2011. En los dos últimos años ha pasado de producir 4.000 toneladas de rodaballo a 8.000 toneladas al año; de producir 57.000 toneladas de gambas a 73.000 toneladas, y ha aumentado de 32.000 toneladas de salmón a 52.000 toneladas al año. Y todo de producción propia. En el mes de septiembre de 2012, la unidad de piscifactorías ya generaba el 33% de los ingresos de Pescanova.

Las otras empresas españolas del sector también han experimentado crecimientos, aunque menores. Además, al contrario de lo que está sucediendo en el conjunto del sector alimentario, con las marcas blancas ganando terreno; en el sector de los congelados las marcas de fabricante registraron el año 2011 un crecimiento de un 2%.

## **3. Información financiera disponible hasta el 28 de febrero de 2013**

A continuación, en las figuras 3, 4 y 5 se adjuntan las cuentas de pérdidas y ganancias, los balances de situación y algunas ratios de Pescanova. También se hace referencia a datos de las medias sectoriales. En la figura 6, se adjunta el estado de flujos de efectivo.

Las cuentas de Pescanova y algunas de las filiales están auditadas por BDO desde el año 2002 y siempre se ha emitido una opinión favorable y sin excepciones.

Pérdidas y Ganancias	2011	%	2010	%	2009	%	2008	%	2002	%	Media sectorial (2011)
Ingresos	1.686.764	100,00	1.586.180	100	1.490.363	100	1.356.958	100	872.752	100	100
Ventas	1.670.664	99,05	1.564.825	98,65	1.472.976	98,83	1.343.241	98,99	863.861	98,98	99,07
Coste de las ventas	1133025	67,17	1.080.810	68,14	958.291	64,30	911.932	67,20	586.158	67,16	-
<b>Margen bruto</b>	<b>537.639</b>	<b>31,87</b>	<b>484.015</b>	<b>30,51</b>	<b>514.685</b>	<b>34,53</b>	<b>431.309</b>	<b>31,78</b>	<b>277.703</b>	<b>31,82</b>	-
Otros gastos	415.784	24,65	377.549	23,80	412.998	27,71	334.356	24,64	239.270	27,42	-
<b>BAII</b>	<b>121.855</b>	<b>7,22</b>	<b>106.466</b>	<b>6,71</b>	<b>101.687</b>	<b>6,82</b>	<b>96.953</b>	<b>7,14</b>	<b>38.433</b>	<b>4,40</b>	<b>1,95</b>
Ingresos financieros	-402	-0,02	-2.512	-0,16	-968	-0,06	-1.912	-0,14	12.456	1,43	0,55
Gastos financieros	56.677	3,36	54.270	3,42	55.215	3,70	56.724	4,18	20.705	2,37	0,90
<b>BAI</b>	<b>64.776</b>	<b>3,84</b>	<b>49.684</b>	<b>3,13</b>	<b>45.504</b>	<b>3,05</b>	<b>38.317</b>	<b>2,82</b>	<b>30.184</b>	<b>3,46</b>	<b>1,61</b>
Impuesto sobre sociedades	13.174	0,78	11.293	0,71	8.412	0,56	5.457	0,40	4.747	0,54	0,41
<b>Beneficio Neto</b>	<b>50.421</b>	<b>2,99</b>	<b>36.860</b>	<b>2,32</b>	<b>32.584</b>	<b>2,19</b>	<b>25.604</b>	<b>1,89</b>	<b>13.486</b>	<b>1,55</b>	<b>1,30</b>

**Figura 3. Cuenta de pérdidas y ganancias consolidadas de Pescanova de los años 2008-2011 y 2002 en miles de euros y porcentajes. Font: Amadeus.**

	2011	%	2010	%	2009	%	2008	%	2002	%	Media sectorial (2011)
<b>Activos</b>											
<b>Activo no corriente</b>	<b>1.120.143</b>	<b>49,21</b>	<b>1.123.169</b>	<b>51,28</b>	<b>1.129.682</b>	<b>54,36</b>	<b>1.065.154</b>	<b>51,55</b>	<b>308.963</b>	<b>40,69</b>	<b>26,69</b>
Inmovilizado intangible	108.811	4,78	109.646	5,01	31.580	1,52	25.635	1,24	14.164	1,87	1,54
Inmovilizado material	1.004.782	44,14	999.896	45,65	1.001.627	48,20	943.817	45,67	211.392	27,84	16,98
Otros activos fijos	6.550	0,29	13.627	0,62	96.475	4,64	95.702	4,63	83.407	10,98	8,16
<b>Activo corriente</b>	<b>1.156.338</b>	<b>50,79</b>	<b>1.066.973</b>	<b>48,72</b>	<b>948.592</b>	<b>45,64</b>	<b>1.001.245</b>	<b>48,45</b>	<b>450.339</b>	<b>59,31</b>	<b>73,31</b>
Existencias	676.805	29,73	578.608	26,42	499.213	24,02	501.920	24,29	210.878	27,77	26,29
Deudores	279.989	12,30	284.211	12,98	244.427	11,76	252.871	12,24	185.057	24,37	34,68
Otros activos corrientes	56.908	2,50	72.707	3,32	105.051	5,05	96.261	4,66	16.433	2,16	12,34
Tesorería	142.636	6,27	131.447	6,00	99.901	4,81	150.193	7,27	37.972	5,00	5,27
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>2.276.481</b>	<b>100</b>	<b>2.190.142</b>	<b>100</b>	<b>2.078.274</b>	<b>100</b>	<b>2.066.399</b>	<b>100</b>	<b>759.303</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
<b>Pasivo y Patrimonio neto</b>											
<b>Patrimonio neto</b>	<b>643.412</b>	<b>28,26</b>	<b>596.843</b>	<b>27,25</b>	<b>444.459</b>	<b>21,39</b>	<b>439.971</b>	<b>21,29</b>	<b>157.258</b>	<b>20,71</b>	<b>30,49</b>
Capital	116.683	5,13	116.683	5,33	116.683	5,61	78.000	3,77	78.000	10,27	5,51
Otro patrimonio neto	526.729	23,14	480.160	21,92	327.776	15,77	361.971	17,52	79.258	10,44	24,98
<b>Pasivo no corriente</b>	<b>812.753</b>	<b>35,70</b>	<b>691.273</b>	<b>31,56</b>	<b>642.647</b>	<b>30,92</b>	<b>637.771</b>	<b>30,86</b>	<b>182.049</b>	<b>23,98</b>	<b>11,32</b>
Deuda a largo plazo	810.131	35,59	687.823	31,41	508.094	24,45	630.476	30,51	159.772	21,04	10,02
Otros pasivos no corrientes	2.622	0,12	3.450	0,16	134.553	6,47	7.295	0,35	22.278	2,93	1,27
<b>Pasivo corriente</b>	<b>820.316</b>	<b>36,03</b>	<b>902.026</b>	<b>41,19</b>	<b>991.168</b>	<b>47,69</b>	<b>988.657</b>	<b>47,84</b>	<b>419.995</b>	<b>55,31</b>	<b>58,19</b>
Préstamos a corto plazo	196.041	8,61	172.418	7,87	306.068	14,73	253.587	12,27	233.263	30,72	21,02
Acreedores	487.200	21,40	596.400	27,23	682.807	32,85	570.300	27,60	139.806	18,41	19,12
Otros pasivos corrientes	137.075	6,02	133.208	6,08	2.293	0,11	164.770	7,97	46.927	6,18	18,06
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO.</b>	<b>2.276.481</b>	<b>100</b>	<b>2.190.142</b>	<b>100</b>	<b>2.078.274</b>	<b>100</b>	<b>2.066.399</b>	<b>100</b>	<b>759.303</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

**Figura 4. Balances de situación consolidados de Pescanova (años 2008-2011 y 2002) en miles de euros y porcentajes. Fuente: Amadeus.**

<b>Ratios</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>	<b>2008</b>	<b>2002</b>	<b>Media sectorial (2011)</b>
<b>Liquidez</b>						
Liquidez (Activo corriente / Pasivo corriente)	1,4	1,2	1,0	1,0	1,1	1,5
Tesorería (Realizable más Disponible / Pasivo corriente)	0,6	0,5	0,5	0,5	0,6	0,68
Disponibilidad (Disponible / Pasivo corriente)	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	0,21
<b>Endeudamiento</b>						
Endeudamiento (Pasivo / Activo)	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	1,43
Calidad de la deuda (Pasivo corriente / Pasivo)	0,5	0,6	0,6	0,6	0,7	0,83
Cobertura de gastos financieros (BAII / Gastos financieros)	2,1	2,0	1,8	1,7	1,9	0'009
Apalancamiento financiero (BAI/BAII) x (Activo / Patrimonio neto)	1,9	1,7	2,1	1,9	3,8	-
<b>Gestión de activos</b>						
Rotación del activo (Ventas / Activo)	0,7	0,7	0,7	0,7	1,1	2,11
<b>Plazos</b>						
Plazos de existencias	218,0	195,4	190,1	200,9	131,3	53,7
Plazos de cobro	61,2	66,3	60,6	68,7	78,2	59,98
Plazos de pago	156,9	201,4	260,1	228,3	87,1	39,03
<b>Rentabilidad y autofinanciación</b>						
Rentabilidad económica (ROI) (BAII / Activo)	5,4%	4,9%	4,9%	4,7%	5,1%	4,16%
Rentabilidad financiera (ROE) (Beneficio neto / Patrimonio neto)	7,8%	6,2%	7,3%	5,8%	8,6%	9,09%

**Figura 5. Principales ratios económico-financieras de Pescanova (años 2008-2011 y 2002) y del sector. Fuente: Amadeus y SABI.**

	<i>Miles Euros</i>	
	2011	2010
Resultado bruto antes de impuestos y socios externos	64.776	49.684
Amortizaciones	61.671	56.883
Resultados de operaciones interrumpidas	(1.181)	(1.531)
Resultado ventas de activos	(588)	(551)
Impuesto sobre sociedades	(13.174)	(11.293)
Otros resultados que no generan mov. de fondos	(8.262)	(10.512)
<b>RECURSOS GENERADOS POR LAS OPERACIONES</b>	<b>103.242</b>	<b>82.680</b>
Variación en activo/pasivo corriente operativo	(192.217)	(49.628)
<b>FLUJOS NETOS DE EFECTIVO PROCEDENTES DE LAS ACTIVIDADES DE EXPLOTACIÓN</b>	<b>(88.975)</b>	<b>33.052</b>
Adquisiciones de activos fijos materiales e inmateriales	(86.722)	(65.368)
Enajenaciones de activos y cobros de inversiones	12.610	31.362
Enajenaciones de otras inversiones	6.406	7.438
Subvenciones y otros ingresos diferidos	(1.470)	(4.346)
<b>FLUJOS NETOS DE EFECTIVO EMPLEADOS EN LAS ACTIVIDADES DE INVERSIÓN</b>	<b>(69.176)</b>	<b>(30.914)</b>
<b>FLUJOS NETOS DE EFECTIVO GENERADOS ANTES DE LA ACTIVIDAD DE FINANCIACIÓN</b>	<b>(158.151)</b>	<b>2.138</b>
Emisión de instrumentos de Patrimonio	12.568	6.097
Disposiciones de deuda financiera a largo plazo	447.485	294.412
Amortizaciones de deuda financiera a largo plazo	(307.245)	(128.578)
Flujo neto de deuda financiera con vencimiento a corto plazo	26.256	(133.772)
Pagos de dividendos de la sociedad dominante	(9.724)	(8.751)
<b>FLUJOS NETOS DE EFECTIVO DE LA ACTIVIDAD DE FINANCIACIÓN</b>	<b>169.340</b>	<b>29.408</b>
<b>FLUJOS NETOS TOTALES</b>	<b>11.189</b>	<b>31.546</b>
<b>VARIACIÓN DE EFECTIVO Y OTROS MEDIOS LIQUIDOS</b>	<b>11.189</b>	<b>31.546</b>
<b>EFECTIVO Y OTROS MEDIOS LIQUIDOS INICIALES</b>	<b>131.447</b>	<b>99.901</b>
<b>EFECTIVO Y OTROS MEDIOS LIQUIDOS FINALES</b>	<b>142.636</b>	<b>131.447</b>

**Figura 6. Estado de flujos de efectivo de Pescanova**

En las figuras 7, 8 y 9 se adjuntan datos del tercer trimestre de 2012, que son las últimas informaciones financieras facilitadas por la empresa hasta el 28 de febrero de 2013.

	2011	9 meses de 2011	9 meses de 2012	%
<b>Facturación consolidada</b>	1.671	1.056	1.149	8,9
<b>EBITDA</b>	184	117	127	8,8
Margen (%)	11%	11,1%	11,1%	
<b>EBIT</b>	122	73	80	9,3%
Margen (%)	7,3%	6,9%	6,9%	
<b>Beneficio después de impuestos.</b>	50,1	24,3	24,9	2,2%

**Figura 7. Facturación y resultados de Pescanova del tercer trimestre de 2012 (datos en millones de euros y porcentajes).**



		2011	9 meses 2012	9 meses 2012
<b>Acuicultura</b>	<b>Facturación</b>	284,5	284,5	387,8
	<b>Crustáceos</b>	293,5	191,9	277,7
	<b>Pescados</b>	171,8	116,5	110,1
	<b>EBITDA</b>	63,2	44,5	38,1
	<b>%</b>	13,6%	14,4%	9,8%
	<b>Crustáceos</b>	29,1	17,6	35,9
	<b>%</b>	9,9%	9,2%	12,9%
	<b>Pescados</b>	34,1	26,9	2,2
	<b>%</b>	19,8%	23,1%	2%
<b>Negocio tradicional</b>	<b>Facturación</b>	1.205,3	747,1	761,5
	<b>EBITDA</b>	120,4	72,5	89,8
	<b>%</b>	10%	9,7%	11,8%
<b>TOTAL</b>	<b>Facturación</b>	1.670,7	1.055,6	1.149,3
	<b>EBITDA</b>	183,5%	117%	127,9
	<b>%</b>	11%	11,1%	11,1%

**Figura 8. Facturación y EBITDA por líneas de negocio de Pescanova del tercer trimestre de 2012 (datos en millones de euros y porcentajes).**

	2011	30/09/2012
<b>Activos no corrientes</b>	<b>1.120</b>	<b>1.124</b>
<b>Activos corrientes</b>	<b>1.156</b>	<b>1.154</b>
<b>Existencias</b>	<b>677</b>	<b>701</b>
Activos Biológicos	260	248
Otras existencias	417	453
<b>Total activo</b>	<b>2.276</b>	<b>2.278</b>
<b>Valor de la empresa (Patrimonio) (1)</b>	<b>643</b>	<b>756</b>
<b>Pasivo a largo plazo</b>	<b>813</b>	<b>766</b>
<b>Pasivo a corto plazo</b>	<b>820</b>	<b>756</b>
<b>Acreedores comerciales</b>	<b>487</b>	<b>459</b>
<b>Total patrimonio neto más pasivo</b>	<b>2.276</b>	<b>2.278</b>

(1) El valor de la empresa incluye subvenciones de capital.

**Figura 9. Balance de situación de Pescanova del tercer trimestre de 2011 y 2012 (datos en millones de euros).**

#### **4. Opinión de los analistas y evolución de la cotización**

*“Pescanova: una joya de nuestro mercado”*

Opinión de un analista de bolsa (22 de octubre de 2012)

En los últimos años, Pescanova ha contado con muy buenas valoraciones por parte de los analistas. A finales de febrero de 2013, cuando Pescanova cotizaba a 16,6 euros la

acción, la mayoría de los analistas recomendaban la compra de sus acciones (ver figura 10).

Entidad analista	Fecha de recomendación	Recomendación	Precio Objetivo
Ahorro Corporación	22/02/2013	Comprar	21,10€
Exane BNP Paribas	21/02/2013	Outperform <sup>2</sup>	20€
EVA Dimensiones	17/01/2013	Comprar	-
BPI	25/02/2013	Compra fuerte	22€
BBVA	17/01/2013	Outperform	19€
Espirito Santo	13/02/2013	Compra fuerte	23,99€

**Figura 10. Recomendaciones de los principales analistas sobre Pescanova (período enero-febrero 2013). Fuente: Bloomberg.**

Cómo se comprueba en la figura 11, el precio de la acción de Pescanova ha oscilado entre los 5,348 euros y los 41,39 euros. Desde principios del año 2003 hasta el 2008, la tendencia fue claramente creciente. No obstante, con el inicio de la crisis, el precio empezó a bajar, y esta nueva tendencia se mantuvo hasta finales del año 2010. Del 1 de enero de 2013 hasta el 28 de febrero la acción se revalorizó un 24% hasta 16,6 euros.



**Figura 11. Evolución del precio de la acción de Pescanova de 1985 hasta el 28 de febrero de 2013 (Fuente: invertia.com).**

En la figura 12, se adjuntan también varias ratios bursátiles.

<sup>2</sup>Outperform significa que el analista prevé que la acción tendrá un rendimiento superior a la media del mercado y recomienda la compra y aumentar su participación en la cartera.

<b>Ratio</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
PER	2,69	2,18	3,27
Precio / Cash flow	1,12	0,97	1,28
Precio / Valor contable	0,24	0,22	0,27
Dividendo neto por acción (euros)	0,39	0,55	0,47
Rentabilidad por dividendo	3,96	2,15	
Beneficio neto (millones de euros)	51,83	50,10	36,30
EBITDA (millones de euros)	197,81	183,52	163,30
Beneficio por acción (euros)	2,10	2,59	1,73

**Figura 12. Evolución de las principales ratios financieras de Pescanova (años 2010-2012). Fuente: www.expansion.com**

**Se pide:**

1. Hacer un análisis de los estados financieros de Pescanova para identificar fortalezas y debilidades.
2. Valorar Pescanova desde la perspectiva de la concesión de un préstamo por parte de una entidad de crédito.
3. ¿Recomendaría la compra de acciones de Pescanova el día 28 de febrero de 2013 teniendo en cuenta que cotizaba a 1 6,6 euros?

Para resolver los puntos propuestos, hay que utilizar sólo la información facilitada en las páginas anteriores.

## Propuesta de solución de la Primera Parte

### 1. Hacer un análisis de los estados financieros de Pescanova para identificar fortalezas y debilidades.

Del análisis de las cuentas de los últimos años, y comparando con el sector, se observan las siguientes fortalezas y debilidades (figura 13). De acuerdo con sus últimas cuentas consolidadas, auditados con opinión favorable y sin excepciones por BDO Auditoras, el año 2011 ganó 50 millones de euros, un 38% más que un año antes. La empresa siempre generaba unas ganancias crecientes.

	<b>Fortaleza</b>	<b>Debilidad</b>
<b>Liquidez</b>	Es muy similar a la del sector. El fondo de maniobra se positivo y creciente.	
<b>Endeudamiento</b>	La deuda es de buena calidad. La cobertura de los gastos financieros es elevada.	La deuda es elevada.
<b>Gestión de los activos</b>		La rotación de los activos es más baja que el sector y es va reduciendo.
<b>Plazos</b>	El elevado plazo de pago puede ser consecuencia de la buena capacidad de negociación de la empresa.	Los plazos son peores que los del sector y evolucionan de manera desfavorable. Los plazos de stocks y pago son muy elevados.
<b>Ventas</b>	Importantes crecimientos	
<b>Beneficios</b>	Importantes crecimientos	
<b>ROI y ROE</b>	Son positivos	No son demasiado elevados.

**Figura 13. Principales fortalezas y debilidades detectadas en las cuentas de Pescanova.**

Además, hay que destacar que se trata de una empresa líder, que está en un sector en crecimiento, con una imagen de marca muy reconocida y con un liderazgo que ha recibido importantes premios.

### 2. Valorar Pescanova desde la perspectiva de la concesión de un préstamo por parte de una entidad de crédito

Desde el punto de vista de una institución de crédito que estuviera estudiando hacer un préstamo a Pescanova, se podrían hacer las siguientes consideraciones:

- Se trata de una empresa muy posicionada en un sector en crecimiento.
- Las ventas y los beneficios han experimentado importantes aumentos.

- La liquidez ayuda a determinar si la empresa será capaz de devolver la cantidad que se le ha concedido. En este caso, las ratios parecen suficientes y son cercanas a los valores del sector. Por lo tanto, parece que Pescanova no tendría que tener problemas para pagar sus deudas.
  - El endeudamiento ayuda a prever si la empresa puede tener problemas de solvencia en un futuro. Pescanova tiene un endeudamiento elevado, pero menor a la media del sector, y además se ha mantenido estable durante los últimos años. Por otro lado, la calidad de la deuda es buena, así como la cobertura de los gastos financieros. Un aspecto positivo para la banca es que la empresa llegó a hacer hasta seis ampliaciones de capital en los últimos años para financiar el crecimiento.
  - Sus préstamos representan alrededor de un 50% del activo no corriente, es decir, podría disponer de garantías libres para nuevos préstamos.
  - Los plazos de stocks y clientes no son favorables, pero tiene un plazo de pago elevado.
- En conclusión, parece que un analista bancario se mostraría favorable respecto a la concesión de un préstamo a Pescanova, a pesar de que habría que ver también el importe, el plazo y las garantías.

### **3. ¿Recomendaría la compra de acciones de Pescanova el día 28 de febrero de 2013 teniendo en cuenta que cotizaba a 16,6 euros?**

En primer lugar, hay que tener presente que todos los analistas recomendaban comprar u *outperform* en relación con las acciones de Pescanova. Por otro lado, según datos de la Figura 11, el PER (Precio/Beneficio por acción) era bajo, lo cual indicaba que la acción estaba “barata”.

Además, la evolución de los beneficios es muy positiva y la rentabilidad por dividendo ha aumentado, hecho que también hace la compra más atractiva a los accionistas orientados al largo plazo o no especulativos.

En conclusión, al igual que en la pregunta anterior la respuesta sería positiva y se podría recomendar la compra de acciones de Pescanova.

## Segunda Parte. La evolución de Pescanova a partir del 28 de febrero de 2013

*“Hay crisis anunciadas y crisis imprevistas, como la de Pescanova, que hasta hacía unos días era de una de las empresas más admiradas de España y ahora está entre las más problemáticas.”*

Fernando Barciela, periodista (10 de marzo de 2013)

El 28 de febrero de 2013, unos minutos antes de vencer el límite porque las empresas cotizadas formulen cuentas, Pescanova anuncia a la Comisión Nacional del Mercado de Valores que no lo hará y que solicitará el precurso de acreedores dados los problemas de liquidez. Este mismo día en el consejo, dos de sus miembros (Damm y Luxemport) se negaron a firmar las cuentas. Dos días antes, el 26 de febrero BDO había presentado al comité de auditoría un borrador provisional del informe, individual y consolidado, de las cuentas de 2012 del que resultaba una auditoría limpia y sin excepciones.

A partir del anuncio de la presentación del precurso del 28 de febrero de 2013, se produjeron toda una serie de acontecimientos que crearon una gran alarma social (ver figura 14).

<b>28 de febrero</b>	Pescanova anuncia que no formulará las cuentas de 2012. La CNMV suspende la cotización de sus acciones.
<b>1 de marzo</b>	Pescanova solicita el precurso de acreedores.
<b>4 de marzo</b>	La CNMV levanta la suspensión de las acciones de Pescanova que vuelven a caer: un 60%, de 17,4 a 6,9 euros.
<b>6 de marzo</b>	Pescanova anuncia que ha designado a Houlihan Lokey como asesor financiero y ha empezado el proceso de renegociación de su deuda financiera. Poco después se hace público que hay un descuadre entre la deuda real (4.000 millones de euros) y el que se había declarado hasta aquel momento 1.522 millones de euros).
<b>11 de marzo</b>	La CNMV anuncia que está investigando a Pescanova por posible “abuso de mercado”. La empresa suspende la contratación de Houlihan Lokey. Las acciones se desploman.
<b>12 de marzo</b>	La CNMV reconoce que hay “discrepancias” significativas entre la contabilidad y las cifras de la deuda bancaria. Requieren la asistencia de sus auditores para aclarar las diferencias.
<b>14 de marzo</b>	En un comunicado firmado por el presidente de Pescanova, este asegura que el consejo de administración ha aprobado por unanimidad su plan de reestructuración.

<b>15 de marzo</b>	Tres consejeros de Pescanova (José Carceller, de DAMM; François Tesch, de Luxempart; y José Antonio Pérez-Nievas) desmienten al presidente y aseguran que no votaron ningún plan al consejo. La CNMV exige a Pescanova que aclare sus cuentas antes del 5 de abril.
<b>19 de marzo</b>	Representantes de Pescanova se reúnen con la banca acreedora. La compañía pide que mantengan la liquidez, pero siguen sin revelar su deuda. DAMM exige otro consejo de administración.
<b>4 de abril</b>	Pescanova celebra un nuevo consejo y solicita el concurso de acreedores. Despide al auditor BDO y anuncia que pide el concurso de acreedores.
<b>8 de abril</b>	Pescanova presenta una demanda contra BDO.
<b>21 de abril</b>	El abogado Joaquín Yvancos, que ha presentado una querrela criminal contra el consejo de Pescanova, la CNMV y la auditoría BDO, en nombre de los accionistas minoritarios de la compañía.
<b>22 de abril</b>	Manos Limpias ha presentado una demanda contra Manuel Fernández de Sousa, por presuntos delitos de falsedad en documento mercantil, delito societario, insolvencia punible, maquinación para alterar el precio de las cosas y delito fiscal.
<b>25 de abril</b>	El juez declara el concurso voluntario de Pescanova, destituye al consejo de administración y nombra a Deloitte administrador concursal de la empresa.
<b>12 de mayo</b>	El fiscal anticorrupción imputa a Manuel Fernandez de Sousa y tres consejeros afines por uso de información privilegiada.

**Figura 14. Cronología de los últimos hechos (febrero-abril 2013).**

Además, durante el mes de marzo, abril y mayo de 2013 los medios de comunicación fueron divulgando nuevos datos que permitían entrever la magnitud del problema:

-Según Expansión (25 de abril de 2013): *"Fernández de Sousa ha reconocido a la CNMV que había una doble contabilidad a Pescanova y que podría haberse creado a través de una compleja red de 80 sociedades que han permitido al grupo esconder pérdidas y deuda...La empresa habría pedido líneas de financiación a sus bancos en base a contratos de transporte marítimo de mercancías, en los que realmente no había ni transporte ni mercancía"*.

-La empresa había escondido deuda, básicamente, a través de la no consolidación de filiales que controlaba, a pesar de que en algunos casos no tenía participaciones mayoritarias.

-La Central de Información de Riesgos del Banco de España ya informaba mucho antes del 28 de febrero que la deuda del grupo superaba los 2.500 millones de euros.

-El afloramiento de estas deudas dejaba la empresa en situación de quiebra por las pérdidas acumuladas que no se habían declarado con antelación. Se daba por hecho que la auditoría forense que estaba realizando KPMG demostraría que la empresa había tenido importantes pérdidas en los últimos años.

-El presidente de la empresa Manuel Fernández de Sousa había ido vendiendo acciones en los últimos meses sin informar al consejo ni a la CNMV. Su participación que era del 28,1% hace dos años, había pasado al 14,2% hace un año y ahora era del 7,45%. Según la fiscalía las ventas anteriores al 28 de febrero de 2013 le evitaron unas pérdidas de 15,6 millones de euros. La fiscalía también imputó a otros consejeros como Alfonso Paz-Andrade y José Alberto Barreras, por el mismo motivo puesto que evitaron pérdidas por valor de 3,4 millones de euros y 6,3 millones de euros, respectivamente. En cambio, en los últimos meses, el miembro del consejo de administración Demetrio Carceller de DAMM había aumentado la participación hasta el 6,2%.

-La fiscalía también imputó a Manuel Fernández de Sousa y Alfonso Paz-Andrade por presuntos delitos de falseamiento contable. Según la fiscalía en la presentación de los resultados del tercer trimestre de 2012 la empresa ofreció *"una información financiera positiva de la sociedad"* y que a partir de aquellos datos *"varios analistas financieros recomendaron la inversión a Pescanova"* puesto que consideraban que su cotización había sido castigada en exceso en el 2012.

-Hay problemas en algunas de las piscifactorías que están generando pérdidas importantes. La piscifactoría de Portugal, que es la más grande del mundo, tiene problemas de captación de agua que, de momento, no saben cómo solucionar.

-Las tensiones de liquidez están dificultando la compra de alimentos para las piscifactorías.

-A principios de mayo de 2013, la Xunta de Galicia comunica la decisión de no avalar la refinanciación de Pescanova, tal y como le había pedido Deloitte el administrador concursal.

Cómo se puede comprobar a la figura 15, la cotización de la empresa se hundió a partir del 28 de febrero de 2013 con un gran volumen de acciones negociadas.

Fecha	Último	Apertura	Variación %	Máximo	Mínimo	Número de acciones
12/03/2013	<b>5,91</b>	5,7	-19,30%	6,37	4,81	4.036.749
11/03/2013	<b>7,32</b>	8,85	-17,50%	8,87	7,16	2.048.317
08/03/2013	<b>8,87</b>	10,75	-10,40%	10,75	8,12	4.533.583
07/03/2013	<b>9,9</b>	8,98	21,20%	10,19	8,65	4.145.129
06/03/2013	<b>8,17</b>	6,6	29,70%	8,78	6,5	6.102.349
05/03/2013	<b>6,3</b>	3,6	-9,50%	6,48	3,6	10.128.659
04/03/2013	<b>6,96</b>	6,96	-60,00%	6,96	6,96	81.691
28/02/2013	<b>17,4</b>	16,99	4,60%	17,45	16,99	118.596
27/02/2013	<b>16,64</b>	16,84	-0,80%	16,9	16,4	98.398

**Figura 15. Evolución de la cotización de las acciones de Pescanova del 27 de febrero al 12 de marzo de 2013**



En el momento de redactar este caso, tanto la CNMV como la auditoría designada como administradora concursal, Deloitte, están trabajando para descifrar las cuentas y averiguar con exactitud la magnitud del problema y el fraude. KPMG, el auditor forense, revisará a fondo todo el funcionamiento de la empresa.

Pescanova, que tiene deudas con más de 100 entidades de todo el mundo por valor superior a los 3.000 millones de euros, ha pedido entre 50 y 60 millones de euros más a las principales entidades afectadas que son La Caixa, Banco Sabadell, Banco Popular, Bankia, Novagalicia, Royal Bank of Scotland y Deutsche Bank. Todas ellas analizaron un informe que los hizo llegar Deloitte donde se detallaba la finalidad del nuevo crédito: pagar a proveedores y colaboradores.

### **Se pide:**

Considerando la nueva información facilitada, se trata de evaluar si se modificaría la respuesta de las tres cuestiones que se han planteado a la Primera Parte del caso:

1. Hacer un análisis de los estados financieros de Pescanova para identificar fortalezas y debilidades.
2. Valorar Pescanova desde la perspectiva de la concesión de un préstamo por parte de una entidad de crédito.
3. ¿Recomendaría la compra de acciones de Pescanova el día 28 de febrero de 2013 teniendo en cuenta que cotizaba a 16,6 euros?

Por otro lado, se plantean las cuestiones adicionales siguientes al cambio en el diagnóstico de la empresa:

4. ¿Qué cree que ha fallado para llegar hasta aquí?
5. ¿Qué medidas se pueden llevar a cabo para evitar que un caso como este se repita?

## **Propuesta de solución de la Segunda Parte**

### **1. Hacer un análisis de los estados financieros de Pescanova para identificar fortalezas y debilidades.**

En la Primera Parte se había incidido en que la empresa tenía fortalezas y debilidades. Con la nueva información de maquillaje contable, de afloramiento de deudas, de pérdidas, de divisiones en el consejo, de tensiones de liquidez, etc. La empresa pasa a estar en una situación muy complicada.

### **2. Valorar Pescanova desde la perspectiva de la concesión de un préstamo por parte de una entidad de crédito.**

Con la nueva información ninguna entidad de crédito informaría favorablemente a la concesión de un préstamo.

### **3. ¿Recomendaría la compra de acciones de Pescanova el día 28 de febrero de 2013 teniendo en cuenta que cotizaba a 16,6 euros?**

Con la nueva información ningún accionista estaría interesado en adquirir acciones de la empresa al precio mencionado. La prueba está en el hundimiento posterior de la cotización.

### **4. ¿Qué cree que ha fallado para llegar hasta aquí?**

La falta de transparencia en relación con los problemas que estaba teniendo la empresa con las nuevas inversiones (piscifactorías de Portugal y Chile, por ejemplo) y en relación con el endeudamiento y las pérdidas, escondieron a accionistas y bancos la situación real que tenía la empresa.

Por otro lado, hay que aclarar el papel del auditor, puesto que no avisó de lo que estaba pasando. Quizás que sea un problema de engaño por parte de la empresa y/o un problema de error en la tarea de auditoría.

Se pueden haber producido también errores de análisis. Por ejemplo, en las cuentas que había facilitado la empresa por el año 2011 ya había indicios de problemas. Por ejemplo, la figura 6 ya mostraba que podía haber maquillaje contable, puesto que el beneficio antes de impuestos era positivo, pero en cambio, el flujo neto de efectivo de las actividades de explotación era negativo.

Por otro lado, la aplicación de fórmulas Z de predicción de quiebras a las cuentas de 2011 y tercer trimestre de 2012 indicaba que la empresa podía tener importantes problemas para atender sus deudas.

Además, la Central de Información de Riesgos del Banco de España ya informaba mucho antes del 28 de febrero que la deuda del grupo superaba los 2.500 millones de euros.

## **5. ¿Qué medidas se pueden llevar a cabo para evitar que un caso como este se repita?**

Este tipo de problemas se han venido produciendo desde siempre. Sobre todo se trata de situaciones que estallan en años de crisis económicas. El crack de 1929 ya provocó la introducción de importantes regulaciones en materia contable y de auditoría. A posteriori, y con motivo de otros escándalos, como el de Enron el año 2000, por ejemplo; se han reforzado las obligaciones de las empresas en materias de gobierno, auditoría, contabilidad, etc. Pero con el estallido de la burbuja inmobiliaria del 2007 se han vuelto a producir nuevos escándalos (Lehman & Brothers, Maddof, etc.) que han llevado a debatir de nuevo la necesidad de reforzar las medidas que mejoren la transparencia de las empresas y la calidad de su información. El ejemplo de Pescanova indica que se trata de un problema que requiere mejoras regulatorias y que, posiblemente, como la película se trata de la historia interminable.

### **Bibliografía**

ARA (2013): La CNMV suspèn la cotització de Pescanova pels dubtes sobre la seva comptabilitat, *ARA*, 12 de marzo.

BARCIELLA, F. (2013): Pescanova, atrapada en la red, *El País*, 10 de marzo.

DELGADO, C. (2013): La deuda de Pescanova se acerca a 4.000 millones de euros, *El País*, 28 de abril.

DEL POZO, M. (2013): Pescanova, el Enron español, *Expansión*, 25 de abril.

EL PUNT-AVUI (2013): El jutge Ruz imputa el president de Pescanova per haver falsejat els comptes, *El Punt-Avui*, 24 de mayo.

MARTIN, V. (2012): “Consumo de pescados y mariscos”, *Distribución y consumo*, setiembre-octubre.

### **Webgrafia**

<http://bloomberg.com>

<http://www.expansion.com>

FAO (2013): *Consumo de pescado y productos pesqueros*,

<http://www.fao.org/fishery/statistics/global-consumption/se>

<http://invertia.com>

<http://finance.yahoo.com/>

<http://www.pescanova.com>

<http://www.seafoodsource.com/newsarticledetail.aspx?id=20308>