

La fiabilitat de la informació financera i el seu impacte per a analistes i inversors. El cas de Pescanova

NATÀLIA AMAT, ROGER MERCADER i PATRÍCIA CRESPO
Universitat Pompeu Fabra

Data de recepció: 03/03/13

Data d'acceptació: 30/05/13

RESUM

Pescanova era a principis del 2013 una empresa capdavantera del seu sector i una de les empreses més admirades d'Espanya. De forma inesperada, el 28 de febrer de 2013 va comunicar la decisió de no formular els comptes anuals de 2012 com a conseqüència d'una sèrie d'incerteses i dificultats financeres; a partir de llavors es van desencadenar un conjunt de fets que qüestionaven la fiabilitat de la informació financera disponible.

Aquest cas analitza l'empresa en dues parts. En la primera es facilita la informació que hi havia disponible fins al dia 28 de febrer de 2013. Amb aquestes dades es tracta d'identificar fortaleses i debilitats i avaluar l'empresa des del punt de vista bancari i des de la perspectiva dels inversors. A continuació, en la segona part, s'afegeix informació sobre els fets que es van produir a partir del 28 de febrer per analitzar de nou l'empresa.

És un cas que posa de manifest la importància de la transparència i la fiabilitat de la informació empresarial.

PARAULES CLAU

Anàlisis d'empreses, Fiabilitat, Maquillatge comptable, Pescanova, Transparència.

ABSTRACT

Pescanova was in early 2013 a leader in its sector and one of the most admired companies in Spain. Unexpectedly, on 28 February 2013 the company communicated the decision of not formulating the annual accounts of 2012 as a result of a number of uncertainties and financial difficulties; and from that moment on, they triggered a set of facts that questioned the reliability of the financial information available.

This case discusses the company into two parts. In the first part, it provides information that was available until 28 February 2013. With this information you are asked to identify strengths and weaknesses; and assess the business from the Bank's point of view and from the perspective of investors.

Then, in the second part, it adds information about the events that took place from 28 February to reassess the company.

This case highlights the importance of financial information's transparency and reliability.

KEYWORDS

Business analysis, reliability, transparency, creative accounting, Pescanova.

PRIMER PART

Pescanova fins al 28 de febrer de 2013

«Pescanova i el seu President són mereixedors del Premi no només pel compte de resultats sinó també per l'orgull i sentiment que ser gallec és un valor afegit.»

ALBERTO NÚÑEZ FEIJOO, President de Galícia.
En el lliurament del Premi Grelo de Oro (2007)

1. Introducció: Dels orígens a l'actualitat

Pescanova va ser fundada l'any 1960 a Vigo (Galícia). L'empresa va néixer de l'experiència professional tant de José Fernández López, el fundador, com del seu germà Antonio. Tots dos havien creat prèviament dues empreses especialitzades en el sector del congelat. Es van establir en un lloc estratègic, el port de Vigo, el més important d'Europa en distribució de productes del mar. Des dels anys 80 fins a l'actualitat l'ha presidit Manuel Fernández de Sousa, un empresari, l'èxit del qual ha estat reconegut amb múltiples guardons, com el premi a la Trajectòria Empresarial concedit l'any 2012 i lliurat pel Ministre d'Indústria. Des de l'any 1985, Pescanova cotitza en borsa.

Ja en els seus inicis, Pescanova va desenvolupar la ultra-congelació, una tecnologia pionera per a la manufactura del peix, que poc després de ser pescat es neteja, trosseja, congela i empaqueta a bord dels vaixells factoria en molt poc temps (120 minuts com a màxim), a una temperatura molt baixa (inferior a -40 °C), fet que permet conservar al màxim l'estructura física dels productes. A més, el producte es conserva durant més temps i es pot extreure dels llunyans caladors de l'hemisferi Sud del planeta, fins llavors inaccessible per a la indústria de la pesca.

També ha estat pionera en l'aqüicultura, creant plantes de cultiu de turbot a Espanya i Portugal; salmó a Xile i llagostins a Amèrica Llatina. En aquests projectes l'empresa ha invertit centenars de milions d'euros. A l'octubre de 2007, durant la inauguració de la piscifactoria de turbots de Mira (Portugal) amb una inversió de 350 milions d'euros, José Sócrates, primer ministre de Portugal, declarava: *«Pescanova és una bona empresa, perquè té ambició, i també perquè és un dels símbols empresarials de Galícia i, per a tots els portuguesos és un orgull tenir un altre element d'unió entre Portugal i Galícia»*.

Un fet característic de Pescanova és la seva integració vertical: pesca (peixos, crustacis i cefalòpodes), conrea en piscifactories (salmó, turbot i llagostins), transforma, distribueix i comercialitza els seus productes arribant fins al supermercat.

Un altre factor clau ha estat la seva estratègia de màrqueting i de política de marca, basada en una imatge de marca molt familiar que ofereix productes de qualitat i confiança.

La companyia ha seguit una estratègia de creixement, fonamentada sobretot en l'adquisició d'empreses i en la creació de noves unitats de negoci, com l'aqüicultura o els plats preparats, per exemple. Actualment, opera en una trentena de països dels cinc continents, amb presència en els

caladors més importants a nivell mundial (Xile, Argentina, Namíbia...). Així, pot accedir a les millors fonts de subministrament de productes marins.

No només la producció està internacionalitzada, sinó que la comercialització també: el 51% de les seves vendes s'efectuen fora d'Espanya. En la figura 1 es presenta un quadre resum amb els principals fets de la història de la companyia.

Dècada 1960	José Fernández López funda Pescanova S.A. l'any 1960.
	Construcció del primer vaixell congelador del món: <i>Lemos</i> , l'any 1961.
	S'opera per primera vegada en aigües sud-africanes i s'adquireix l'empresa C.O.P.I.B.A. a Chapela per disposar d'una planta frigorífica.
Dècada 1970	Desenvolupament de la primera xarxa logística de congelats d'Espanya gràcies a la incorporació de 60 camions frigorífics de gran tonatge per a la distribució.
	El Grup Pescanova s'amplia amb noves empreses en països com Moçambic (Pescamar Ltda.), Guinea (Afripesca), Camerun, el Marroc, Uruguai (Pesquerías Belnova SANO) i altres.
Dècada 1980	El fill del fundador, Manuel Fernández de Sousa, passa a presidir la companyia.
	Mentre l'activitat comercial s'expandeix cap a Europa gràcies a la creació de filials a Portugal i França, l'activitat pesquera s'amplia als caladors de Xile, Argentina, Austràlia, Mauritània o Escòcia, entre d'altres.
	Construcció de dues noves fàbriques a Espanya: Frinova (aliments precuinats ultracongelats) i Bajamar Séptima (elaboració i comercialització de pizzes).
	Inici de les activitats d'aqüicultura.
Dècada 1990	Creació de NovaNam Ltd, empresa pesquera a Namíbia.
	Fundació de Pescanova Inc. a EUA i Pescanova Itàlia per a la comercialització.
Dècada 2000	Adquisició de noves empreses per a la producció (Fricatamar, Congepesca...) i comercialització de congelats (Pescafina...).
	Inversions en piscifactories a Mira (Portugal) i Xove (Lugo).
	Consolidació del sistema d'integració vertical en el qual es basa l'empresa, des de l'obtenció dels productes fins a la col·locació en els punts de venda. Disposa de 120 vaixells.

Figura 1. Principals fets en la història de Pescanova.

L'empresa disposa d'un conjunt molt ampli de filials. En una bona part d'elles, controla la majoria de les accions i les inclou en els comptes consolidats amb el mètode d'integració global. A més, també té participacions minoritàries en altres societats que no formen part del grup consolidat (vegeu figura 2).

Avui dia, Pescanova és una multinacional situada entre les deu empreses del sector amb més volum de facturació a nivell mundial, amb una àmplia oferta de productes: peix capturat i ultracongelat en alta mar; marisc salvatge, productes de piscifactoria; i altres elaborats com a plats preparats, pizzes, pasta de full, etc. Té una flota pròpia de més de 100 vaixells, prop de 50 instal·lacions d'aqüicultura, més de 30 plantes de processament, opera amb més de 70 espècies marines, ven amb 16 marques comercials pròpies i dóna treball a unes 10.500 persones.

Per finançar el creixement, l'empresa va fer fins a sis ampliacions de capital des de 1999. L'última, en 2012, havia estat de 125 milions d'euros. També en el 2012 va fer una emissió de bons als mercats financers internacionals de 60 milions d'euros.

Empresa	Participació %	Activitat
Novanam limited (Namibia)	49	Producció i comercialització de productes del mar
Boapesca S.A. (Espanya)	50	Altres serveis
Harinas y Sémolas del Noroeste, S.A. (Espanya)	50	Producció i comercialització de farines especials
American Shipping, S.A. (Uruguay)	19	Producció i comercialització de productes del mar
Abad Exim Pvt Ltd. (India)	32	Producció i comercialització de productes del mar
Abad Overseas Private Ltd. (India)	45	Producció i comercialització de productes del mar
Eyethu Nueva (Cape Town)	49	Producció i comercialització de productes del mar
Pesqueria Yelcho, S.A. (Chile)	33,3	Producció i comercialització de productes del mar

Figura 2. Societats associades més significatives no incloses en el consolidat.

2. La indústria de productes del mar

Espanya és el segon país amb un major volum de consum per càpita d'aquest tipus de productes de tota la Unió Europea, superat únicament per Portugal (FAO, 2013). El 2010 va tenir un consum per càpita de productes pesquers de 34'4 kilograms i 239€ anuals. Del total del consum de productes derivats de la pesca, el peix congelat representa un 43% del volum (138 mil tones); i un 32% de la despesa (730 milions d'euros). D'altra banda, un 32% dels espanyols consumeix peix congelat com a mínim una vegada per setmana; i un 20,8%, dues o tres vegades setmanals (Martin, 2012).

El sector dels productes congelats, malgrat la crisi financera, mostra uns ingressos creixents. En el cas concret de Pescanova, s'ha aconseguit incrementar les vendes en un 35% entre 2005 i 2011. En els dos últims anys ha passat de produir 4.000 tones de turbot a 8.000 tones a l'any; de produir 57.000 tones de gambes a 73.000 tones, i ha augmentat de 32.000 tones de salmó a 52.000 tones a l'any. I tot de producció pròpia. En el mes de setembre de 2012, la unitat de piscifactories ja generava el 33% dels ingressos de Pescanova.

Les altres empreses espanyoles del sector també han experimentat creixements, encara que menors. A més, al contrari del que està succeint en el conjunt del sector alimentari, amb les marques blanques guanyant terreny; en el sector dels congelats les marques de fabricant van registrar l'any 2011 un creixement d'un 2%.

3. Informació financera disponible fins al 28 de febrer de 2013

A continuació, en les figures 3, 4 i 5 s'adjunten els comptes de pèrdues i guany, els balanços de situació i algunes ràtios de Pescanova. També es fa referència a dades de les mitjanes sectorials. A la figura 6, s'adjunta l'estat de fluxos d'efectiu. Els comptes de Pescanova i algunes de les filials estan auditades per BDO des de l'any 2002 i sempre s'ha emès una opinió favorable i sense excepcions.

Pèrdues i Guanyos	2011	%	2010	%	2009	%	2008	%	2002	%	Mirjana sectorial (2011)
Ingressos	1.686.764	100,00	1.586.180	100	1.490.363	100	1.356.958	100	872.752	100	100
Vendes	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
Cost de vendes	1133025	67,17	1.080.810	68,14	958.291	64,30	911.932	67,20	586.158	67,16	-
Marge brut	537.639	31,87	484.015	30,51	514.685	34,53	431.309	31,78	277.703	31,82	-
Altres despeses	415.784	24,65	377.549	23,80	412.998	27,71	334.356	24,64	239.270	27,42	-
BAIL	121.855	7,22	106.466	6,71	101.687	6,82	96.953	7,14	38.433	4,40	1,95
Ingressos financers	-402	-0,02	-2.512	-0,16	-968	-0,06	-1.912	-0,14	12.456	1,43	0,55
Despeses financeres	56.677	3,36	54.270	3,42	55.215	3,70	56.724	4,18	20.705	2,37	0,90
BAI	64.776	3,84	49.684	3,13	45.504	3,05	38.317	2,82	30.184	3,46	1,61
Impost de societats	13.174	0,78	11.293	0,71	8.412	0,56	5.457	0,40	4.747	0,54	0,41
Benefici Net	50.421	2,99	36.860	2,32	32.584	2,19	25.604	1,89	13.486	1,55	1,30

Font: Amadeus.

Figura 3. Compte de pèrdues i guanyos consolidats de Pescanova dels anys 2008-2011 i 2002 en milers d'euros i percentatges.

	2011	%	2010	%	2009	%	2008	%	2002	%	Mitjana sectorial (2011)
Actius											
Actiu no corrent	1.120.143	49,21	1.123.169	51,28	1.129.682	54,36	1.065.154	51,55	308.963	40,69	26,69
Immobilitzat intangible	108.811	4,78	109.646	5,01	311.580	1,52	25.635	1,24	14.164	1,87	1,54
Immobilitzat 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
Altres actius fixos	6.550	0,29	13.627	0,62	96.475	4,64	95.702	4,63	83.407	10,98	8,16
Actiu corrent	1.156.338	50,79	1.066.973	48,72	948.592	45,64	1.001.245	48,45	450.339	59,31	73,31
Existències	676.805	29,73	578.608	26,42	499.213	24,02	501.920	24,29	210.878	27,77	26,29
Deutors	279.989	12,30	284.211	12,98	244.427	11,76	252.871	12,24	185.057	24,37	34,68
Altres actius corrents	56.908	2,50	72.707	3,32	105.051	5,05	96.261	4,66	16.433	2,16	12,34
Tresoreria	142.636	6,27	131.447	6,00	99.901	4,81	150.193	7,27	37.972	5,00	5,27
TOTAL ACTIU	2.276.481	100	2.190.142	100	2.078.274	100	2.066.399	100	759.303	100	100

	2011	%	2010	%	2009	%	2008	%	2002	%	Mirjana sectorial (2011)
Passiu i Patrimoni net											
Patrimoni net	643.412	28,26	596.843	27,25	444.459	21,39	439.971	21,29	157.258	20,71	30,49
Capital	116.683	5,13	116.683	5,33	116.683	5,61	78.000	3,77	78.000	10,27	5,51
Altres patrimoni net	526.729	23,14	480.160	21,92	327.776	15,77	361.971	17,52	79.258	10,44	24,98
Passiu no corrent	812.753	35,70	691.273	31,56	642.647	30,92	637.771	30,86	182.049	23,98	11,32
Deute a llarg termini	810.131	35,59	687.823	31,41	508.094	24,45	630.476	30,51	159.772	21,04	10,02
Altres passius no corrents	2.622	0,12	3.450	0,16	1.34.553	6,47	7.295	0,35	22.278	2,93	1,27
Passiu corrent	820.316	36,03	902.026	41,19	991.168	47,69	988.657	47,84	419.995	55,31	58,19
Préstecs a curt termini	196.041	8,61	172.418	7,87	306.068	14,73	253.587	12,27	233.263	30,72	21,02
Creditors	487.200	21,40	596.400	27,23	682807	32,85	570.300	27,60	139.806	18,41	19,12
Altres passius corrents	137.075	6,02	133.208	6,08	2.293	0,11	164.770	7,97	46.927	6,18	18,06
TOTAL PATRIMONI NET I PASSIU	2.276.481	100	2.190.142	100	2.078.274	100	2.066.399	100	759.303	100	100

Font: Amadeus.

Figura 4. Balanços de situació consolidats de Pescanova (anys 2008-2011 i 2002) en milers d'euros i percentatges.

RÀTIOS	2011	2010	2009	2008	2002	Mitjana sectorial (2011)
Liquiditat						
Liquiditat (Actiu corrent / Passiu corrent)	1,4	1,2	1,0	1,0	1,1	1,5
Tresoreria (Realitzable més Disponible / Passiu corrent)	0,6	0,5	0,5	0,5	0,6	0,68
Disponibilitat (Disponible / Passiu corrent)	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	0,21
Endeutament						
Endeutament (Passiu / Actiu)	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	1,43
Qualitat del deute (Passiu corrent / Passiu)	0,5	0,6	0,6	0,6	0,7	0,83
Cobertura de despeses financeres (BAIL / Despeses financeres)	2,1	2,0	1,8	1,7	1,9	0,009
Palanquejament financer (BAI/BAII) x (Actiu / Patrimoni net)	1,9	1,7	2,1	1,9	3,8	—
Gestió d'actius						
Rotació de l'actiu (Vendes / Actiu)	0,7	0,7	0,7	0,7	1,1	2,11
Terminis						
Terminis d'existències	218,0	195,4	190,1	200,9	131,3	53,7
Terminis de cobrament	61,2	66,3	60,6	68,7	78,2	59,98
Terminis de pagament	156,9	201,4	260,1	228,3	87,1	39,03
Rendibilitat i autofinançament						
Rendibilitat econòmica (ROI) (BAIL / Actiu)	5,4%	4,9%	4,9%	4,7%	5,1%	4,16%
Rendibilitat financera (ROE) (Benefici net / Patrimoni net)	7,8%	6,2%	7,3%	5,8%	8,6%	9,09%

Font: Amadeus i SABI.

Figura 5. Principals ràtios economicofinanceres de Pescanova (anys 2008-2011 i 2002) i del sector.

	Xifres en milers d'euros	
	2011	2010
Resultat brut abans d'impostos i socis externs	64.776	49.684
Amortitzacions	61.671	56.883
Resultats d'operacions interrompudes	(1.181)	(1.531)
Resultat vendes d'actius	(588)	(551)
Impost sobre societats	(15.740)	(11.293)
Altres resultats que no generen mov. de fons	(8.262)	(10.512)
Recursos generats per les operacions	103.242	82.680
Variació en actiu/passiu corrent operatiu	(192.217)	(49.628)
Fluxos nets d'efectiu procedents de les activitats d'explotació	(88.975)	33.052
Adquisicions d'actius fixos materials i immaterials	(86.722)	(65.368)
Alienació d'actius i cobraments d'inversions	12.610	31.362
Alienació d'altres inversions	6.406	7.438
Subvencions i altres ingressos diferits	(1.470)	(4.346)
Fluxos nets d'efectiu empleats en les activitats d'inversió	(69.176)	(30.914)
Fluxos nets d'efectiu generats abans de l'activitat de finançament	(158.151)	2.138
Emissió d'instruments de Patrimoni	12.568	6.097
Disposicions de deute financer a llarg termini	447.485	294.412
Amortitzacions de deute financer a llarg termini	(307.245)	(128.578)
Flux net de deute financer amb venciment a curt termini	26.256	(133.772)
Pagaments de dividendes de la Societat dominant	(9.724)	(8.751)
Fluxos nets d'efectiu de l'activitat de finançament	169.340	29.408
Fluxos nets totals	11.189	31.546
Variació d'efectiu i altres medis líquids	11.189	31.546
Efectiu i altres medis líquids inicials	131.447	99.901
Efectiu i altres medis líquids finals	142.636	131.447

Figura 6. Estat de fluxos d'efectiu de Pescanova.

En les figures 7, 8 i 9 s'adjunten dades del tercer trimestre de 2012, que són les últimes informacions financeres facilitades per l'empresa fins al 28 de febrer de 2013.

	2011	9 mesos de 2011	9 mesos de 2012	%
Facturació consolidada	1.671	1.056	1.149	8,9
EBITDA	184	117	127	8,8
Marge (%)	11%	11,1%	11,1%	
EBIT	122	73	80	9,3%
Marge (%)	7,3%	6,9%	6,9%	
Benefici després d'impostos	50,1	24,3	24,9	2,2%

Figura 7. Facturació i resultats de Pescanova del tercer trimestre de 2012 (dades en milions d'euros i percentatges).

		2011	9 mesos 2012	9 mesos 2012	
Aqüicultura	Facturació	284,5	284,5	387,8	
	Crustacis	293,5	191,9	277,7	
	Peix	171,8	116,5	110,1	
	EBITDA %	63,2 13,6%	44,5 14,4%	38,1 9,8%	
	Crustacis %	29,1 9,9%	17,6 9,2%	35,9 12,9%	
	Peix %	34,1 19,8%	26,9 23,1%	2,2 2%	
	Negoci tradicional	Facturació	1.205,3	747,1	761,5
		EBITDA %	120,4 10%	72,5 9,7%	89,8 11,8%
TOTAL	Facturació	1.670,7	1.055,6	1.149,3	
	EBITDA	183,5%	117%	127,9	
	%	11%	11,1%	11,1%	

Figura 8. Facturació i EBITDA per línies de negoci de Pescanova del tercer trimestre de 2012 (dades en milions d'euros i percentatges).

	2011	30/09/2012
Actius no corrents	1.120	1.124
Actius corrents	1.156	1.154
Existències	677	701
Actius Biològics	260	248
Altres existències	417	453
Total actiu	2.276	2.278
Valor de l'empresa (Patrimoni)⁽¹⁾	643	756
Passiu a llarg termini	813	766
Passiu a curt termini	820	756
Creditors comercials	487	459
Total patrimoni net més passiu	2.276	2.278

(1) El valor de l'empresa inclou subvencions de capital.

Figura 9. Balanç de situació de Pescanova del tercer trimestre de 2011 i 2012 (dades en milions d'euros).

4. Opinió dels analistes i evolució de la cotització

«Pescanova: una joia del nostre mercat»

Opinió d'un analista de borsa (22 d'octubre de 2012)

En els últims anys, Pescanova ha comptat amb molt bones valoracions per part dels analistes. A la fi de febrer de 2013, quan Pescanova cotitzava a 16,6 euros l'acció, la majoria dels analistes recomanaven la compra de les seves accions (vegeu figura 10).

Entitat analista	Data de recomanació	Recomanació	Preu Objectiu
Ahorro Corporación	22/02/2013	Comprar	21,10
Exane BNP Paribas	21/02/2013	Outperform ⁵¹	20
EVA Dimensiones	17/01/2013	Comprar	–
BPI	25/02/2013	Compra fort	22
BBVA	17/01/2013	Outperform	19
Espirito Santo	13/02/2013	Compra fort	23,99

Font: Bloomberg.

Figura 10. Recomanacions dels principals analistes sobre Pescanova (període gener-febrer 2013).

Com es comprova a la figura 11, el preu de l'acció de Pescanova ha oscil·lat entre els 5,348 euros i els 41,39 euros. Des de principis de l'any 2003 fins al 2008, la tendència va ser clarament creixent. No obstant això, amb l'inici de la crisi, el preu va començar a baixar, i aquesta nova tendència es va mantenir fins a finals de l'any 2010. De l'1 de gener de 2013 fins al 28 de febrer l'acció es va revaloritzar un 24% fins a 16,6 euros.



Font: Invertia.com.

Figura 11. Evolució del preu de l'acció de Pescanova de 1985 fins al 28 de febrer de 2013.

51. *Outperform* significa que l'analista preveu que l'acció tindrà un rendiment superior a la mitjana del mercat i recomana la compra i augmentar la seva participació en la cartera.

A la figura 12, s'adjunten també diverses ràtios borsàries.

Ràtio	2012	2011	2010
PER	2,69	2,18	3,27
Preu / Cash flow	1,12	0,97	1,28
Preu / Valor comptable	0,24	0,22	0,27
Dividend net per acció (euros)	0,39	0,55	0,47
Rendibilitat per dividend	3,96	2,15	
Benefici net (milions d'euros)	51,83	50,10	36,30
EBITDA (milions d'euros)	197,81	183,52	163,30
Benefici per acció (euros)	2,10	2,59	1,73

Font: www.expansion.com

Figura 12. Evolució de les principals ràtios financeres de Pescanova (anys 2010-2012).

Es demana:

1. Fer una anàlisi dels estats financers de Pescanova per identificar fortaleses i debilitats.
2. Valorar Pescanova des de la perspectiva de la concessió d'un préstec per part d'una entitat de crèdit.
3. Recomanaria la compra d'accions de Pescanova el dia 28 de febrer de 2013 tenint en compte que cotitzava a 16,6 euros?

Per resoldre els punts proposats, cal utilitzar només la informació facilitada a les pàgines anteriors.

PROPOSICIÓ DE SOLUCIÓ DE LA PRIMERA PART

1. Fer una anàlisi dels estats financers de Pescanova per identificar fortalezes i debilitats

De l'anàlisi dels comptes dels últims anys, i comparant amb el sector, s'observen les següents fortalezes i debilitats (figura 13). D'acord amb els seus últims comptes consolidats, auditats amb opinió favorable i sense excepcions per BDO Auditores, l'any 2011 va guanyar 50 milions d'euros, un 38% més que un any abans. L'empresa sempre generava uns guanys creixents.

	Fortalesa	Debilitat
Liquiditat	És molt similar a la del sector. El fons de maniobra es positiu i creixent.	
Endeutament	El deute és de bona qualitat. La cobertura de les despeses financeres és elevada.	El deute és elevat.
Gestió dels actius		La rotació dels actius és més baixa que el sector i es va reduint.
Terminis	L'elevat termini de pagament pot ser conseqüència de la bona capacitat de negociació de l'empresa.	Els terminis són pitjors que els del sector i evolucionen de manera desfavorable. Els terminis d'estocs i pagament són molt elevats.
Vendes	Importants creixements.	
Beneficis	Importants creixements.	
ROI i ROE	Són positius.	No són gaire elevats.

Figura 13. Principals fortalezes i debilitats detectades en els comptes de Pescanova.

A més, cal destacar que es tracta d'una empresa capdavantera, que està en un sector en creixement, amb una imatge de marca molt reconeguda i amb un lideratge que ha rebut importants premis.

2. Valorar Pescanova des de la perspectiva de la concessió d'un préstec per part d'una entitat de crèdit

Des del punt de vista d'una institució de crèdit que estigués estudiant fer un préstec a Pescanova, es podrien fer les següents consideracions:

- Es tracta d'una empresa molt posicionada en un sector en creixement.
- Les vendes i els beneficis han experimentat importants augments.
- La liquiditat ajuda a determinar si l'empresa serà capaç de retornar la quantitat que se li ha concedit. En aquest cas, les ràtios semblen suficients i són properes als valors del sector. Per tant, sembla que Pescanova no hauria de tenir problemes per pagar els seus deutes.
- L'endeutament ajuda a preveure si l'empresa pot tenir problemes de solvència en un futur. Pescanova té un endeutament elevat, però menor a la mitjana del sector, i a més s'ha mantingut estable durant els últims anys. D'altra banda, la qualitat del deute és bona, així com la cobertura de les despeses financeres. Un aspecte positiu per a la banca és que l'empresa va arribar a fer fins a sis ampliacions de capital en els últims anys per finançar el creixement.
- Els seus préstecs representen al voltant d'un 50% de l'actiu no corrent, és a dir, podria disposar de garanties lliures per a nous préstecs.
- Els terminis d'estocs i clients no són favorables, però té un termini de pagament elevat.

En conclusió, sembla que un analista bancari es mostraria favorable respecte a la concessió d'un préstec a Pescanova, a pesar que caldria veure també l'import, el termini i les garanties.

3. Recomanaria la compra d'accions de Pescanova el dia 28 de febrer de 2013 tenint en compte que cotitzava a 16,6 euros?

En primer lloc, cal tenir present que tots els analistes recomanaven comprar o *outperform* en relació amb les accions de Pescanova. D'altra banda, segons dades de la Figura 11, el PER (Preu/Benefici per acció) era baix, la qual cosa indicava que l'acció estava «barata».

A més, l'evolució dels beneficis és molt positiva i la rendibilitat per dividend ha augmentat, fet que també fa la compra més atractiva als accionistes orientats al llarg termini o no especulatiu.

En conclusió, igual que en la pregunta anterior la resposta seria positiva i es podria recomanar la compra d'accions de Pescanova.

SEGONA PART

L'evolució de Pescanova a partir del 28 de febrer de 2013

«Hi ha crisis anunciades i crisis imprevistes, com la de Pescanova, que fins a uns dies enrere era d'una de les empreses més admirades d'Espanya i ara està entre les més problemàtiques.»

FERNANDO BARCIELA, periodista (10 de març de 2013)

El 28 de febrer de 2013, uns minuts abans de vèncer el límit perquè les empreses cotitzades formulin comptes, Pescanova anuncia a la Comissió Nacional del Mercat de Valors que no ho farà i que sol·licitarà el preconcurs de creditors donats els problemes de liquiditat. Aquest mateix dia en el consell, dos dels seus membres (Damm i Luxemport) es van negar a signar els comptes. Dos dies abans, el 26 de febrer, BDO havia presentat al comitè d'auditoria un esborrany provisional de l'informe, individual i consolidat, dels comptes de 2012 del que resultava una auditoria neta i sense excepcions.

A partir de l'anunci de la presentació del preconcurs del 28 de febrer de 2013, es van produir tot un seguit d'esdeveniments que van crear una gran alarma social (vegeu figura 14).

28 de febrer	Pescanova anuncia que no formularà els comptes de 2012. La CNMV suspèn la cotització de les seves accions.
1 de març	Pescanova sol·licita el preconcurs de creditors.
4 de març	La CNMV aixeca la suspensió de les accions de Pescanova que tornen a caure: un 60%, de 17,4 a 6,9 euros.
6 de març	Pescanova anuncia que ha designat a Houlihan Lokey com a assessor financer i ha començat el procés de renegociació del seu deute financer. Poc després es fa públic que hi ha un desquadre entre el deute real (4.000 milions d'euros) i el que s'havia declarat fins a aquell moment 1.522 milions d'euros).
11 de març	La CNMV anuncia que està investigant Pescanova per possible «abús de mercat». L'empresa suspèn la contractació de Houlihan Lokey. Les accions es desplomen.
12 de març	La CNMV reconeix que hi ha «discrepàncies» significatives entre la comptabilitat i les xifres del deute bancari. Requereixen l'assistència dels seus auditors per aclarir les diferències.
14 de març	En un comunicat signat pel president de Pescanova, aquest assegura que el consell d'administració ha aprovat per unanimitat el seu pla de reestructuració.
15 de març	Tres consellers de Pescanova (José Carceller, de Damm; François Tesch, de Luxempont; i José Antonio Pérez-Nievas) desmenteixen al president i asseguren que no van votar cap pla al consell. La CNMV exigeix a Pescanova que aclareixi els seus comptes abans del 5 d'abril.
19 de març	Representants de Pescanova es reuneixen amb la banca creditora. La companyia demana que mantinguin la liquiditat, però segueixen sense revelar el seu deute. Damm exigeix un altre consell d'administració.
4 d'abril	Pescanova celebra un nou consell i sol·licita el concurs de creditors. Acomiada a l'auditor BDO i anuncia que demana el concurs de creditors.
8 d'abril	Pescanova presenta una demanda contra BDO.
21 d'abril	L'advocat Joaquín Yvancos, que ha presentat una querrela criminal contra el consell de Pescanova, la CNMV i l'auditoria BDO, en nom dels accionistes minoritaris de la companyia.
22 d'abril	Manos Limpias ha presentat una demanda contra Manuel Fernández de Sousa, per presumptes delictes de falsedat en document mercantil, delictes societari, insolvència punible, maquinació per alterar el preu de les coses i delictes fiscal.
25 d'abril	El jutge declara el concurs voluntari de Pescanova, destitueix el consell d'administració i nomena a Deloitte administrador concursal de l'empresa.
12 d'abril	El fiscal anticorrupció imputa a Manuel Fernández de Sousa i tres consellers afins per ús d'informació privilegiada.

Figura 14. Cronologia dels últims fets (febrer-abril 2013).

A més, durant el mes de març, abril i maig de 2013 els mitjans de comunicació van anar divulgant noves dades que permetien entreveure la magnitud del problema:

- Segons Expansió (25 d'abril de 2013): *«Fernández de Sousa ha reconegut a la CNMV que hi havia una doble comptabilitat a Pescanova i que podria haver-se creat a través d'una complexa xarxa de 80 societats que han permès al grup amagar pèrdues i deute... L'empresa hauria demanat línies de finançament als seus bancs sobre la base de contractes de transport marítim de mercaderies, en els quals realment no hi havia ni transport ni mercaderia».*
- L'empresa havia amagat deute, bàsicament, a través de la no consolidació de filials que controlava, a pesar que en alguns casos no tenia participacions majoritàries.
- La Central d'Informació de Riscos del Banc d'Espanya ja informava molt abans del 28 de febrer que el deute del grup superava els 2.500 milions d'euros.
- L'aflorament d'aquests deutes deixava l'empresa en situació de fallida per les pèrdues acumulades que no s'havien declarat amb antelació. Es donava per fet que l'auditoria forense que estava realitzant KPMG demostraria que l'empresa havia tingut importants pèrdues en els últims anys.
- El president de l'empresa Manuel Fernández de Sousa havia anat venent accions en els últims mesos sense informar al consell ni a la CNMV. La seva participació que era del 28,1% fa dos anys, havia passat al 14,2% fa un any i ara era del 7,45%. Segons la fiscalia, les vendes anteriors al 28 de febrer de 2013 li van evitar unes pèrdues de 15,6 milions d'euros. La fiscalia també va imputar a altres consellers com Alfonso Paz-Andrade i José Alberto Barreras pel mateix motiu, atès que van evitar pèrdues per valor de 3,4 milions d'euros i 6,3 milions d'euros, respectivament. En canvi, en els últims mesos, el membre del consell d'administració Demetrio Carceller de Damm havia augmentat la participació fins al 6,2%.
- La fiscalia també va imputar a Manuel Fernández de Sousa i Alfonso Paz-Andrade per presumptes delictes de falsejament comptable. Segons la fiscalia en la presentació dels resultats del tercer trimestre del 2012 l'empresa va oferir *«una informació financera positiva de la societat»* i que a partir d'aquelles dades *«diversos analistes financers van recomanar la inversió en Pescanova»* donat que consideraven que la seva cotització havia estat castigada amb excés en el 2012.

- Hi ha problemes en algunes de les piscifactories que estan generant pèrdues importants. La piscifactoria de Portugal, que és la més gran del món, té problemes de captació d'aigua que, de moment, no saben com solucionar.
- Les tensions de liquiditat estan dificultant la compra d'aliments per a les piscifactories.
- A principis de maig del 2013, la Xunta de Galícia comunica la decisió de no avalar el refinançament de Pescanova, tal com li havia demanat Deloitte, l'administrador concursal.

Com es pot comprovar a la figura 15, la cotització de l'empresa es va enfonsar a partir del 28 de febrer de 2013 amb un gran volum d'accions negociades.

Data	Últim	Obertura	Variació %	Màxim	Mínim	Nombre d'accions
12/03/2013	5,91	5,7	-19,30%	6,37	4,81	4.036.749
11/03/2013	7,32	8,85	-17,50%	8,87	7,16	2.048.317
08/03/2013	8,87	10,75	-10,40%	10,75	8,12	4.533.583
07/03/2013	9,9	8,98	21,20%	10,19	8,65	4.145.129
06/03/2013	8,17	6,6	29,70%	8,78	6,5	6.102.349
05/03/2013	6,3	3,6	-9,50%	6,48	3,6	10.128.659
04/03/2013	6,96	6,96	-60,00%	6,96	6,96	81.691
28/02/2013	17,4	16,99	4,60%	17,45	16,99	118.596
27/02/2013	16,64	16,84	-0,80%	16,9	16,4	98.398

Figura 15. Evolució de la cotització de les accions de Pescanova del 27 de febrer al 12 de març de 2013.

En el moment de redactar aquest cas, tant la CNMV com l'auditoria designada com a administradora concursal, Deloitte, estan treballant per desxifrar els comptes i esbrinar amb exactitud la magnitud del problema i el frau. KPMG, l'auditor forense, revisarà a fons tot el funcionament de l'empresa.

Pescanova, que té deutes amb més de 100 entitats de tot el món per valor superior als 3.000 milions d'euros, ha demanat entre 50 i 60 milions d'euros més a les principals entitats afectades que són La Caixa, Banc Sabadell, Banco Popular, Bankia, Novagalicia, Royal Bank of Scotland i Deutsche Bank. Totes elles van analitzar un informe que els va fer arribar Deloitte on es detallava la finalitat del nou crèdit: pagar a proveïdors i col·laboradors.

Es demana:

Considerant la nova informació facilitada, es tracta d'avaluar si es modificaria la resposta de les tres qüestions que s'han plantejat en la Primera Part del cas:

1. Fer una anàlisi dels estats financers de Pescanova per identificar fortaleeses i debilitats.
2. Valorar Pescanova des de la perspectiva de la concessió d'un préstec per part d'una entitat de crèdit.
3. Recomanaria la compra d'accions de Pescanova el dia 28 de febrer de 2013 tenint en compte que cotitzava a 16,6 euros?

D'altra banda, es plantegen les qüestions addicionals següents al canvi en el diagnòstic de l'empresa:

4. Què creu que ha fallat per arribar fins a aquí?
5. Quines mesures es poden dur a terme per evitar que un cas com aquest es repeteixi?

PROPOSTA DE SOLUCIÓ DE LA SEGONA PART

1. Fer una anàlisi dels estats financers de Pescanova per identificar fortaleeses i debilitats.

En la Primera Part s'havia incidit que l'empresa tenia fortaleeses i debilitats. Amb la nova informació de maquillatge comptable, d'aflorament de deutes, de pèrdues, de divisions en el consell, de tensions de liquiditat, etc. L'empresa passa a estar en una situació molt complicada.

2. Valorar Pescanova des de la perspectiva de la concessió d'un préstec per part d'una entitat de crèdit.

Amb la nova informació, cap entitat de crèdit informaria favorablement a la concessió d'un préstec.

3. Recomanaria la compra d'accions de Pescanova el dia 28 de febrer de 2013 tenint en compte que cotitzava a 16,6 euros?

Amb la nova informació cap accionista estaria interessat a adquirir accions de l'empresa al preu esmentat. La prova està en l'enfonsament posterior de la cotització.

4. Què creu que ha fallat per arribar fins a aquí?

La falta de transparència en relació amb els problemes que estava tenint l'empresa amb les noves inversions (piscifactories de Portugal i Xile, per exemple) i en relació amb l'endeutament i les pèrdues, van amagar a accionistes i bancs la situació real que tenia l'empresa.

D'altra banda, cal aclarir el paper de l'auditor, ja que no va avisar del que estava passant. Potser que sigui un problema d'engany per part de l'empresa i/o un problema d'error en la tasca d'auditoria.

Es poden haver produït també errors d'anàlisis. Per exemple, en els comptes que havia facilitat l'empresa per l'any 2011 ja hi havia indicis de problemes. Per exemple, la figura 6 ja mostrava que podia haver-hi maquillatge comptable, ja que el benefici abans d'impostos era positiu, però en canvi, el flux net d'efectiu de les activitats d'explotació era negatiu.

D'altra banda, l'aplicació de fórmules Z de predicció de fallides en els comptes de 2011 i tercer trimestre de 2012 indicava que l'empresa podia tenir importants problemes per atendre els seus deutes.

A més, la Central d'Informació de Riscos del Banc d'Espanya ja informava molt abans del 28 de febrer que el deute del grup superava els 2.500 milions d'euros.

5. Quines mesures es poden dur a terme per evitar que un cas com aquest es repeteixi?

Aquest tipus de problemes s'han produït des de sempre. Sobretot es tracta de situacions que esclaten en anys de crisis econòmiques. El crack del 1929 ja va provocar la introducció d'importants regulacions en matèria comptable i d'auditoria. A posteriori, i amb motiu d'altres escàndols, com el de Enron l'any 2000, per exemple; s'han reforçat les obligacions de les empreses en matèries de govern, auditoria, comptabilitat, etc. Però amb l'esclat de la bombolla immobiliària del 2007 s'han tornat a produir nous escàndols (Lehman & Brothers, Maddof, etc.) que han portat a debatre de nou la necessitat de reforçar les mesures que millorin la transparència de les empreses i la qualitat de la seva informació. L'exemple de Pescanova indica que es tracta d'un problema que requereix millores regulatòries i que, possiblement, com la pel·lícula, es tracta de la història interminable.

Referències bibliogràfiques

- LLAURA (2013) La CNMV suspèn la cotització de Pescanova pels deutes sobre la seva comptabilitat, *ARA*, 12 de març.
- BARCIELLA, F. (2013) Pescanova, atrapada en la red, *El País*, 10 de març.
- DELGADO, C. (2013) La deuda de Pescanova se acerca a 4.000 millones de euros, *El País*, 28 d'abril.
- DEL POZO, M. (2013) Pescanova, el Enron español, *Expansión*, 25 d'abril.
- EL PUNT-AVUI (2013) El jutge Ruz imputa el president de Pescanova per haver falsejat els comptes, *El Punt-Avui*, 24 de maig.
- MARTIN, V. (2012) «Consumo de pescados y mariscos», *Distribución y consumo*, setembre-octubre.

Webgrafia

<http://bloomberg.com>

<http://www.expansion.com>

FAO (2013): Consum de peix i productes pesquers, <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>

ACCID

Associació
Catalana de
Comptabilitat i
Direcció

Associació Catalana de Comptabilitat i Direcció

Edif. Col·legi d'Economistes de Catalunya

Pl.- Ga·la Plàcida 32, 4ª planta - 08006 Barcelona

Tel. 93 416 16 04 extensió 2019

info@accid.org - www.accid.org - @Associacio ACCID