ENRIC PRATS MIR

ANTON URBIOLA NIUBÓ

ANÀLISI ECONÒMICOFINANCERA DE PUIG BRANDS, S.A. EN EL CONTEXT DE LA SEVA SORTIDA A BORSA (2021-2024)

TREBALL DE FI DE GRAU

ÀREA TEMÀTICA: ANÀLISI DELS ESTATS FINANCERS

Doble grau ADE + FIC

DEPARTAMENT D'ECONOMIA
Universitat Rovira i Virgili

Facultat d'Economia i Empresa

Reus, juny 2026

ÍNDEX

Resum **1**

Resumen **1**

Abstract **2**

1. Presentació **3**

2. Introducció **3**

2.1. Plantejament de recerca 5

2.2. Objectius del treball 5

2.2.1 Objectiu general **5**

2.2.2 Objectius específics **6**

2.3. Metodologia 6

2.3.1 Metodologia quantitativa **6**

2.3.2 Metodologia qualitativa **7**

2.4. Fonts d'informació 7

2.5. Limitacions de la metodologia 7

3. Descripció de Puig Brands, S.A. **8**

3.1. Història i evolució 8

3.2. Principals línies de negoci i posicionament 9

3.2.1 Beauty & Fashion (Perfumeria i Moda) **9**

3.2.2 Beauty & Skincare (Dermocosmètica) **9**

3.2.3 Derma (Salut i bellesa amb base científica) **10**

3.3 Posicionament estratègic global 10

4. Estudi del Balanç de situació **10**

4.1 Actiu 10

4.1.1 Actiu no corrent **10**

4.1.2 Actiu corrent **12**

4.1.3 Conclusions de l'actiu **16**

4.2 Patrimoni Net i Passiu 16

4.2.1 Patrimoni Net **16**

4.2.2 Passiu no corrent **20**
4.2.3 Passiu Corrent **23**
4.2.4 Conclusions del Passiu i Patrimoni Net **27**
5. Estudi del Compte de Pèrdues i Guanys **28**
5.1 Ingressos 28
5.2 Cost de vendes i marge brut 30
5.3 Despeses operatives 31
5.3.1 Despeses de publicitat i promoció **32**
5.3.2 Despeses de personal **33**
5.3.3 Altres despeses operatives i partides no recurrents **33**
5.4 Resultat operatiu (EBIT) i EBITDA 34
5.5 Resultat financer 36
5.6 Resultat abans d'impostos 37
5.7 Resultat net atribuït 37
5.8 Conclusions Compte Pèrdues i Guanys 38
6. Estudi de l'Estat de Fluxos d'Efectiu **38**
6.1 Fluxos d'efectiu d'explotació 39
6.1.1 Variació del capital circulant **39**
6.2 Fluxos d'efectiu d'inversió **41**
6.2.1 Inversions en actiu fix (CAPEX) **41**
6.2.2 Adquisicions i operacions corporatives **42**
6.3 Fluxos d'efectiu de finançament 44
6.3.1 Ampliació de capital (IPO) **44**
6.4 Variació neta de tresoreria i posició final 45
6.5 Anàlisi de la qualitat dels fluxos i free cash flow 45
6.6 Conclusions Estats de Flux d'Efectiu 47
7. Anàlisi de Ràtios Financeres **47**
7.1 Ràtios de liquiditat 48
7.2 Ràtios de solvència i palanquejament financer 49

7.3 Ràtios de rendibilitat 50

7.4 Ràtios de marges 51

7.5 Ràtios d'eficiència operativa 51

7.6 Ràtios de productivitat 52

7.7 Conclusions de l'anàlisi de les Ràtios Financeres 52

8. Valoració relativa per múltiples de mercat 53

8.1 Introducció a la metodologia de valoració relativa 53

8.2 Selecció d'empreses comparables 54

8.3 Selecció dels múltiples de valoració 55

8.4 Resultats de la valoració per múltiples 56

8.5 Comparació amb valoracions pre-IPO de Puig Brands, S.A. 57

8.6 Discussió dels resultats 58

8.7 Conclusions de la valoració relativa per múltiples 60

9. Conclusions 61

Referències bibliogràfiques 63

ÍNDEX DE TAULES

Taula 1. Repartiment de les accions segons el seu tipus 18
Taula 2. Ràtios Solvència i Palanquejament financer 49
Taula 3. Múltiples Comparables i Valoració Implícita tancament 2024 56
Taula 4. Rang Valoració Implícita per múltiple 57

ÍNDEXS DE GRÀFICS

Gràfic 1. Composició de l'Actiu No Corrent 2024 10
Gràfic 2. Evolució de l'Actiu No Corrent 2021-2024 10
Gràfic 3. Composició de l'Actiu Corrent 2024 13
Gràfic 4. Evolució de l'Actiu Corrent en els períodes 2021-2024 13
Gràfic 5. Composició del Patrimoni Net l'any 2024 17
Gràfic 6. Evolució del Patrimoni Net en els períodes 2021-2024 17
Gràfic 7. Composició del Passiu No Corrent 2024 20
Gràfic 8. Evolució del Passiu No Corrent 2021-24 20
Gràfic 9. Composició del Passiu Corrent 2024 24
Gràfic 10. Evolució del Passiu Corrent 2021-2024 24
Gràfic 11. Evolució del compte de creditors i proveïdors 2021-2024 25
Gràfic 12. Evolució dels Altres Passius Corrents 2021-2024 (M€) 27
Gràfic 13. Evolució del Marge Brut 2021-2024 (M€) 30
Gràfic 14. Evolució de les Despeses Operatives 2021-2024 (M€) 31
Gràfic 15. Evolució de Despeses en publicitat i promoció 2021-2024 (M€) 32
Gràfic 16. Evolució EBIT i EBITDA 2021-2024 (M€) 34
Gràfic 17. Evolució EBITDA i marge EBITDA 35
Gràfic 18. Evolució RAI 2021-2024 37
Gràfic 19. Evolució del EFE 2021-2024 (M€) 39
Gràfic 20. Evolució FEI 2021-2024 (M€) 41
Gràfic 21. Evolució del flux de CAPEX 2021-2024 (M€) 42
Gràfic 22. Evolució Adquisicions i Operacions Corp. 2021-2024 (M€) 43
Gràfic 23. Evolució FCF 2021-2024 (M€) 46

Resum

L'objectiu del TFG és analitzar l'evolució econòmica i financera de la multinacional Puig Brands, S.A. abans, durant i després de la seva sortida a borsa per poder veure com ha afectat el procés d'entrada a borsa en la seva estructura econòmica i financera, rendibilitat i posició en el sector de luxe.

En primer lloc, el treball presentarà les diferents hipòtesis plantejades, així com els objectius i la metodologia utilitzada, juntament amb una explicació detallada de l'empresa Puig Brands, S.A. Seguidament, s'explicarà la situació econòmica-financera de l'empresa, comparant la seva evolució abans, durant i després de la sortida a borsa, i així identificar els principals efectes procedents del procés d'Oferta Pública Inicial (OPI) sobre la seva situació patrimonial i de resultats. Com a tercera part, es desenvoluparà una anàlisi sectorial del mercat de luxe, fent una anàlisi comparativa amb els diferents competidors de l'empresa des d'una perspectiva econòmica, financera i borsària, mitjançant l'ús dels indicadors principals. Finalment, el treball conclourà amb una anàlisi de l'actualitat de l'empresa i es resoldran les conclusions de les hipòtesis presentades a l'inici.

Paraules clau: Puig Brands, S.A., OPI, mercat de luxe.

Resumen

El objetivo del TFG es analizar la evolución económica y financiera de la multinacional Puig Brands, S.A. antes, durante y después de su salida a bolsa, para poder ver cómo ha afectado el proceso de entrada a bolsa en su estructura económica y financiera, rentabilidad y posición en el sector del lujo.

En primer lugar, el trabajo presentará las diferentes hipótesis planteadas, así como los objetivos y la metodología utilizada, junto con una explicación detallada de la empresa Puig Brands, S.A. A continuación, se explicará la situación económico-financiera de la empresa, comparando su evolución antes, durante y después de la salida a bolsa, para así identificar los principales efectos procedentes del proceso de Oferta Pública Inicial (OPI) sobre su situación patrimonial y de resultados. En una tercera parte, se llevará a cabo un análisis sectorial del mercado del lujo, realizando un análisis comparativo con los distintos competidores de la empresa desde una perspectiva económica, financiera y bursátil, mediante el uso de los indicadores más relevantes. Por último, el trabajo concluirá con un análisis de la situación actual de la empresa y la resolución de las hipótesis planteadas al principio.

Palabras clave: Puig Brands, S.A., OPI, mercado del lujo.

Abstract

The aim of this final degree project is to analyse the economic and financial evolution of the multinational company Puig Brands, S.A. before, during and after its stock market listing, in order to assess how the listing process has affected its economic and financial structure, profitability and position within the luxury sector.

First, the project will present the different hypotheses put forward, as well as the objectives and methodology used, together with a detailed explanation of Puig Brands, S.A. Next, the economic and financial situation of the company will be explained, comparing its evolution before, during and after the stock market listing, so as to identify the main effects arising from the Initial Public Offering (IPO) process on its equity position and results. As a third part, a sectoral analysis of the luxury market will be developed, carrying out a comparative analysis with the company's different competitors from an economic, financial and stock market perspective, using the main indicators. Finally, the project will conclude with an analysis of the company's current situation and the conclusions of the hypotheses presented at the outset will be resolved.

Keywords: Puig Brands, S.A., IPO, luxury market.

1. Presentació

El treball es basa en la realització d'un estudi exhaustiu de la situació econòmica i financera de Puig Brands, S.A., corresponent a l'exercici 2024, amb la finalitat d'analitzar la seva estructura patrimonial i la capacitat real de generació de valor. S'emmarca dins l'àmbit de l'anàlisi d'estats financers, considerant aquesta disciplina com a instrument essencial per interpretar la realitat econòmica d'una empresa a partir de la informació comptable publicada.

El nucli de la recerca es desenvolupa a través de l'estudi sistemàtic del balanç de situació, el compte de pèrdues i guanys i l'estat de fluxos d'efectiu, amb l'objectiu de comprendre la composició dels actius i passius, l'origen i sostenibilitat del resultat, així com la consistència entre creixement, rendibilitat i estructura de finançament. Tota aquesta anàlisi es realitzarà per al període 2021-2024. A partir d'aquest diagnòstic, s'incorpora l'anàlisi de ràtios financeres, que permeten aprofundir en aspectes com la rendibilitat econòmica i financera, el nivell d'endeutament, la solvència i l'eficiència operativa. Es valora la seva evolució temporal i la seva coherència estructural.

De manera complementària, i una vegada establerta la base financera anterior, es realitza una aproximació a les mètriques de valoració associades a la sortida a borsa de la companyia l'any 2024, examinant els múltiples als quals va començar a cotitzar i l'evolució posterior del preu de l'acció. Aquesta anàlisi permet contextualitzar si les expectatives implícites en el mercat es corresponen amb la realitat econòmica observada en els estats financers.

Finalment, s'incorporarà una breu reflexió sobre les projeccions implícites en la valoració actual, partint dels resultats obtinguts en l'anàlisi financera prèvia i considerant el context sectorial en què opera la companyia.

Des del punt de vista acadèmic, podrem realitzar estudis propis de l'anàlisi d'estats financers. També aplicarem la direcció financera i la valoració d'empreses, aplicant eines quantitatives i criteris interpretatius amb l'objectiu d'oferir una lectura rigorosa i fonamentada de la situació de Puig Brands, S.A.

2. Introducció

El sector del luxe és un dels segments més dinàmics i globalitzats de l'economia contemporània. Està integrat per empreses dedicades a la moda, la perfumeria, la cosmètica, els complements, la joieria i altres productes i serveis d'alt valor afegit. La seva activitat es caracteritza per una demanda fortament vinculada a la percepció de marca, la diferenciació, la innovació i el posicionament estratègic en mercats internacionals.

Segons els informes anuals de referència elaborats per Bain & Company (2023) i Deloitte – Global Powers of Luxury Goods (2023), la indústria global del luxe va assolir l'any 2023 una facturació estimada d'1.500 milions d'euros, mentre que el segment de *personal luxe goods* va assolir els 362.000 milions d'euros, amb un creixement del 4% respecte al 2022. Aquest comportament valida un creixement sostingut, amb una taxa mitjana anual (CAGR) d'aproximadament 6% entre 1996 i 2022.

Segons Deloitte (2023), aquest creixement ha estat impulsat principalment per:

- **L'expansió de les classes mitjanes en mercats emergents**, sobretot a la Xina i al Sud-est Asiàtic, que en els últims anys han incrementat sensiblement la demanda de marques internacionals.
- **La digitalització del consum i l'auge del comerç electrònic prèmium**, que representa ja al voltant del 22% de les vendes totals del sector.
- **L'augment de la despesa en perfumeria i cosmètica**, segments classificats com a *accessible luxury*, els quals han registrat creixements de doble dígit entre 2021 i 2023, convertint-se en una de les categories més resilients.
- **La consolidació de marques globals capaces d'atraure públic jove (generació Z i Millennials),** que ja representen entre el 20% i el 25% de la demanda global.

Malgrat aquest moviment favorable, el sector del luxe també presenta vulnerabilitats que condicionen la seva gestió financera: elevada competència, ritmes d'innovació accelerats, volatilitat en les preferències del consumidor i una dependència significativa de la fortalesa de la marca com a actiu intangible (Deloitte, 2023).

Segons l'Informe Anual de Puig Brands, S.A. (2023a), el grup opera en més de 150 països i combina marques pròpies i participacions en firmes de prestigi internacional, això consolida la seva posició competitiva. La seva activitat exigeix una estructura financera sòlida i una capacitat d'inversió constant en innovació, desenvolupament de producte i estratègia de marca.

L'any 2024, Puig Brands, S.A. va protagonitzar una de les *Initial Public Offering* (IPO, en català Oferta Pública Inicial) més significatives del mercat espanyol recent, convertint-se en un dels pocs grups familiars europeus del sector del luxe que opten per cotitzar en mercats regulats. Aquesta sortida a borsa respon a un conjunt d'objectius estratègics establerts en el Prospecte d'IPO registrat a la Comissió Nacional del Mercat de Valors (CNMV) (Puig Brands, S.A., 2024a).

2.1. Plantejament de recerca

Puig Brands, S.A. va sortir a cotització el 3 de maig de 2024 a un preu de 24,50€ per acció, amb un EV[1]/EBITDA[2] implícit proper a 17,7x. A tancament del 2024, vuit mesos després, l'acció va tancar a 17,84€, un 27,2% per sota del preu de sortida. El múltiple de valoració es va reduir fins a 11,8x EV/EBITDA (Puig Brands, S.A., 2024b).

Aquesta caiguda és paradoxal si s'observen els fonaments del grup durant el mateix període: ingressos +11,3%, EBITDA ajustat +14,1%, deute net reduït en 442 milions d'euros, *leverage* net situat en 1,1x EBITDA i *free cash flow*[3] creixent un 39,5%. El balanç és estructuralment més sòlid, els marges milloren i la generació de caixa s'intensifica. Així i tot, el mercat castiga l'acció. Aquesta divergència entre fonaments operatius i valoració de mercat és l'eix principal del treball. La hipòtesi que es planteja és la següent:

> *"El preu de mercat de Puig Brands, S.A. a tancament de 2024 no mostra adequadament la solidesa dels seus fonaments econòmics i financers, i el descompte respecte als seus comparables s'explica per factors aliens al rendiment operatiu de la companyia".*

La pregunta d'investigació que articula el treball es pot formular en termes més directes: *està justificada la caiguda del preu de les accions de Puig Brands, S.A. després de la seva sortida a borsa, o bé el mercat infravalora una empresa amb fonaments sòlids?*

Per respondre-la, el treball recorre els estats financers del grup entre el 2021 i el 2024 amb criteris tècnics de l'anàlisi financera: estructura del balanç, qualitat del resultat, sostenibilitat dels fluxos, ràtios financeres i, finalment, valoració per múltiples comparables. Cada capítol aporta evidència per validar o refutar la hipòtesi. La valoració de mercat s'aborda, en darrer lloc, un cop establerta la base fonamental, per contrastar si les expectatives implícites en el preu es corresponen amb la realitat econòmica observada.

2.2. Objectius del treball

2.2.1 Objectiu general

Fer una anàlisi integral dels estats financers de Puig Brands, S.A. amb l'objectiu d'avaluar la seva estructura patrimonial, la qualitat del resultat, la rendibilitat econòmica i financera i la

[1] Enterprise Value.
[2] Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization.
[3] Free cash flow (FCF): flux de caixa generat per l'activitat operativa menys les inversions en actius fixos. Representa el diners disponible per als accionistes i creditors.

sostenibilitat de la generació de caixa, i contrastar posteriorment aquests resultats amb les mètriques de valoració observades en el mercat.

2.2.2 Objectius específics

- Analitzar l'evolució de les principals magnituds economicofinancera de la companyia durant el període d'estudi.
- Estudiar detalladament les partides principals del balanç, el compte de pèrdues i guanys i l'estat de fluxos d'efectiu.
- Avaluar la liquiditat, solvència i estructura de finançament mitjançant ràtios financeres clau.
- Valorar la rendibilitat econòmica (ROA) i financera (ROE), així com la seva consistència amb el nivell de risc assumit.
- Analitzar els múltiples als quals la companyia va començar a cotitzar (sobretot PER i altres ràtios de mercat).
- Comparar l'evolució posterior del preu i dels múltiples amb la realitat financera observada.
- Formular una reflexió sobre les expectatives implícites en la cotització actual a partir dels resultats obtinguts.

2.3. Metodologia

La metodologia utilitzada combina eines quantitatives d'anàlisi financera amb una interpretació qualitativa orientada a contextualitzar els resultats.

2.3.1 Metodologia quantitativa

- Anàlisi vertical i horitzontal dels estats financers. L'anàlisi horitzontal serà respecte als exercicis 2024 i 2023, per veure la informació que la companyia transmet a la memòria. En particular, les notes explicatives i la memòria són eines clau per interpretar les variacions dels estats financers. És a dir, per a cada partida analitzada dels estats financers es consultarà la seva nota corresponent a la memòria per a donar resposta a l'evolució de les magnituds.
- Càlcul de ràtios de liquiditat, solvència, endeutament, rendibilitat i eficiència.
- Estudi de l'evolució temporal del resultat, dels marges i dels fluxos d'efectiu.
- Anàlisi de mètriques de mercat (preu d'oferta, BPA, PER i altres múltiples).

- Comparació entre rendibilitat interna i valoració externa.

2.3.2 Metodologia qualitativa

- Interpretació crítica dels resultats obtinguts.
- Contextualització sectorial del model de negoci dins del sector del luxe.
- Anàlisi de la coherència entre creixement, estructura de capital i valoració.

Aquest enfocament permet estructurar l'estudi a partir d'una base comptable objectiva i, posteriorment, incorporar una lectura de mercat d'acord amb aquesta base.

2.4. Fonts d'informació

Ens fonamentarem exclusivament en fonts secundàries oficials i verificables.

- **Dades primàries:** No s'han recollit dades primàries, atès que l'anàlisi es basa en informació financera publicada.
- **Dades secundàries:** Comptes anuals consolidats de Puig Brands, S.A. corresponents als exercicis 2021, 2022, 2023 i 2024, incloent-hi balanç, compte de pèrdues i guanys, estat de fluxos d'efectiu i memòria. Dins de la memòria trobem notes explicatives, polítiques comptables, informació per segments, detall de combinacions de negocis i altres revelacions significatives que ajuden a aprofundir en l'anàlisi.
- **Bases de dades financeres:** Refinitiv per a l'extracció d'indicadors comptables i informació financera publicada.
- **Informació de mercat:** Dades relatives al preu d'oferta, evolució de la cotització i ràtios borsàries.
- **Literatura acadèmica:** Articles especialitzats en anàlisi d'estats financers i valoració empresarial localitzats a través de bases de dades acadèmiques.
- **Informes sectorials:** Publicacions d'organismes i consultores especialitzades per contextualitzar l'entorn competitiu.

2.5. Limitacions de la metodologia

L'estudi presenta diverses limitacions a considerar:

- **Nivell d'agregació de la informació:** Tot i tractar-se d'una empresa cotitzada, determinades partides es presenten de manera agregada, i pot limitar una desagregació més precisa d'algunes variables.

- **Expectatives de mercat no observables:** Les ràtios de valoració reflecteixen expectatives futures que no sempre poden inferir-se directament a partir dels estats financers històrics.
- **Període d'anàlisi:** El període 2021–2024 pot estar condicionat per factors conjunturals (recuperació postpandèmica, tensions inflacionistes i canvis en la demanda), que poden afectar la interpretació de tendències estructurals.
- **Absència de projeccions pròpies:** no incorporarem models de valoració basats en projeccions internes detallades, sinó que es limita a interpretar les expectatives implícites en el mercat a partir de la informació disponible.

3. Descripció de Puig Brands, S.A.

3.1. Història i evolució

Puig Brands, S.A. és una empresa familiar catalana fundada l'any 1914 per Antonio Puig Castelló, inicialment amb el nom d*'Antonio Puig, S.A.* i dedicada a la comercialització de productes de perfumeria i cosmètica (Puig Brands, S.A., s.d.). Des dels seus inicis, la companyia va destacar per una aposta decidida per la innovació, la internacionalització i la construcció d'un dossier de marques icòniques.

Etapes clau de l'evolució històrica

- **Primers anys (1914–1950 s):** La companyia va començar com un negoci familiar de perfumeria a Barcelona. El llançament del perfum *Milady* i posteriorment *Aigua Lavanda Puig* va consolidar la presència de la marca a l'Estat espanyol.
- **Expansió internacional (1960 s–1980 s):** A partir dels anys seixanta, Puig Brands, S.A. va iniciar un procés d'expansió internacional. Va obrir filials a França i als Estats Units. L'adquisició de llicències per produir i distribuir perfums de dissenyadors com Paco Rabanne o Carolina Herrera va marcar un canvi de rumb que va situar la companyia en un nou segment de mercat: la perfumeria selectiva global.
- **Diversificació i consolidació (1990 s–2010 s):** Durant aquestes dècades, Puig Brands, S.A. es va consolidar com un actor mundial en perfumeria i moda. La incorporació de marques com Nina Ricci (1998), la participació més gran en Jean-Paul Gaultier (2011) i la integració de divisions de moda van reforçar la seva posició en el segment del luxe accessible. Paral·lelament, va impulsar divisions dedicades a la dermocosmètica i el *personal care*, amb marques com Uriage, la qual va adquirir el juny del 2011.

- **Etapa de creixement i professionalització (2015–2024):** L'empresa va adoptar un model de govern corporatiu, tot mantenint el caràcter familiar. Va reforçar els seus eixos estratègics: sostenibilitat i digitalització. A partir del 2020, Puig va mostrar un fort creixement, especialment en categories de fragàncies prèmium i *skincare*; amb l'adquisició de participació majoritària de *Tilbury*. Aquest procés d'expansió, juntament amb l'augment de la competència i la necessitat de finançament per continuar adquirint marques, va derivar en la decisió de sortir a borsa l'any 2024. Així, Puig Brands, S.A. arriba a l'actualitat com un grup global del sector del luxe, amb una presència consolidada en més de 150 països i un dossier de marques reconegudes internacionalment.

3.2. Principals línies de negoci i posicionament

Puig Brands, S.A. estructura la seva activitat en tres grans divisions estratègiques, les quals li permeten operar en segments complementaris dins del mercat del luxe (Puig Brands, S.A., 2023a; 2024).

3.2.1 Beauty & Fashion (Perfumeria i Moda)

És la divisió més emblemàtica i d'on prové la major part de la facturació. Inclou:

- **Fragàncies de marques pròpies:** *Paco Rabanne, Carolina Herrera, Jean Paul Gaultier, Nina Ricci*.
- **Fragàncies amb llicències de moda:** *Benetton, Comme des Garçons*, entre d'altres.
- **Divisió de moda amb marques i col·laboracions de dissenyadors reconeguts:** Aquesta línia es caracteritza per una alta rendibilitat, gràcies a la força de marca, el posicionament *prèmium* i la seva distribució global (Puig Brands, S.A., 2023a; 2024).

3.2.2 Beauty & Skincare (Dermocosmètica)

Inclou marques especialitzades en cosmètica i tractament, com ara:

- **Charlotte Tilbury** (una de les adquisicions més importants del grup).
- **Dr. Barbara Sturm, Apivita, Uriage,** i altres marques de skincare d'alt creixement.

Aquest segment té una de les taxes d'expansió més elevades del sector, impulsat per la demanda global de productes de tractament i per l'auge de consumidors més joves (Puig Brands, S.A., 2023a; 2024).

3.2.3 Derma (Salut i bellesa amb base científica)

Categoria emergent on Puig Brands, S.A. busca créixer a través de productes de benestar, tractaments dermatològics i innovacions basades en tecnologia i investigació científica (Farmaventas, 2023).

3.3 Posicionament estratègic global

Puig Brands, S.A. ha construït un model basat en:

- **Integració vertical**: control de creació, producció, distribució i llançament.
- **Construcció de marca**: inversió constant en màrqueting, creativitat i notorietat internacional.
- **Diversificació geogràfica**: Europa i Amèrica com a mercats madurs i Àsia com a principal focus de creixement.
- **Innovació contínua** en producte, tecnologies de sostenibilitat i experiència de marca.

Aquest posicionament l'ha convertit en un dels grups de luxe més competitius a escala global. Els seus productes són referents en perfumeria i cosmètica *prèmium* (Puig Brands, S.A., 2023a; 2024).

4. Estudi del Balanç de situació

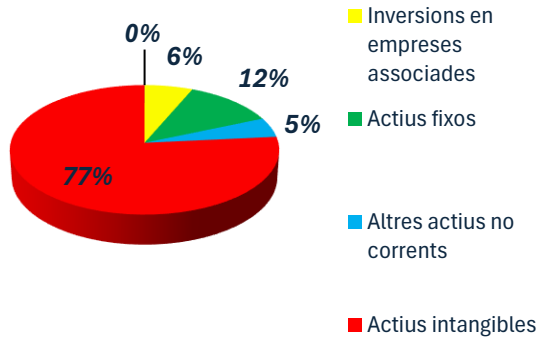
El detall de cadascuna de les partides, es pot veure en més detall en l'Annex I, que hi ha el detall del balanç de situació.

4.1 Actiu

4.1.1 Actiu no corrent

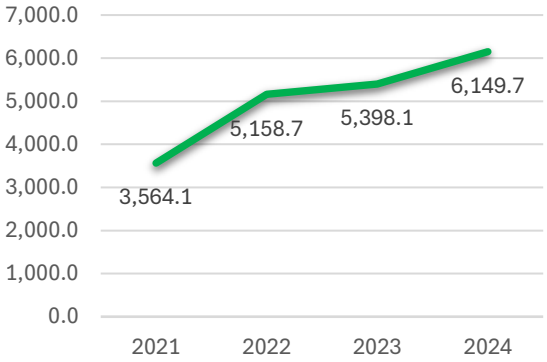
En els gràfics 1 i 2 es presenta la composició de l'Actiu No Corrent l'any 2024, així com la seva evolució durant el període 2021-2024.

Gràfic 1. Composició de l'Actiu No Corrent 2024



Font: elaboració pròpia a partir dels comptes anuals consolidats.

Gràfic 2. Evolució de l'Actiu No Corrent 2021-2024



Font: elaboració pròpia a partir dels comptes anuals consolidats.

L'actiu no corrent, tal com es pot veure en el gràfic 2, mostra una expansió notable durant el període 2021–2024, passant de 3.564,1 milions d'euros a 6.149,7 milions d'euros, un increment acumulat del 73%. Aquest creixement no és homogeni entre partides, sinó que es concentra de manera molt clara en els actius intangibles, que el 2024 representen aproximadament el 77% del total de l'actiu no corrent. L'estructura indica que ens trobem davant d'un model de negoci fortament basat en actius immaterials, sobretot marques i adquisicions, més que en infraestructura productiva tradicional.

Les partides que analitzarem en aquest apartat són:

- Actius Intangibles (*Intangible Assets*).
- Immobilitzat material (*Property, Plant and Equipment*).

4.1.1.1 Actius intangibles

Els actius intangibles passen de 2.660,8 milions d'euros l'any 2021 a 4.705,7 milions d'euros el 2024, amb un increment del 77%. Aquesta partida és el principal motor del creixement de l'actiu no corrent. Dins d'aquesta categoria, el *Goodwill* ascendeix a 2.083,9 milions d'euros el 2024, mentre que la resta d'intangibles (principalment marques, patents i altres drets) sumen 2.621,8 milions d'euros. El fet que gairebé la meitat dels intangibles corresponguin a *Goodwill* implica que una part important del valor comptable deriva d'adquisicions realitzades per sobre del valor net dels actius adquirits. Això té dues implicacions clares:

1. El creixement ha estat significativament inorgànic.
2. La sostenibilitat del balanç depèn de la capacitat futura de generar rendibilitat suficient sobre aquestes adquisicions.

Durant el període analitzat, el creixement dels actius intangibles i, especialment, del *Goodwill* s'explica principalment per una estratègia activa d'adquisicions orientada a consolidar el posicionament del grup en el segment de perfumeria i cosmètica prèmium.

Entre les operacions principals destaquen: l'adquisició d'una participació majoritària a *Charlotte Tilbury*, marca global de maquillatge de luxe amb fort creixement internacional; la presa de control de *Byredo*, firma sueca especialitzada en perfumeria artística i posicionament; la incorporació de *Dr. Barbara Sturm*, marca alemanya de skincare d'alta gamma amb enfocament científic; i l'adquisició de *Loto del Sud*, marca colombiana de cosmètica natural amb presència a Amèrica Llatina (Puig Brands, S.A., 2021; 2022; 2023b; 2024c).

Aquest conjunt d'operacions ha ampliat de forma clara la cartera de marques pròpies del grup i ha comportat el reconeixement comptable d'actius intangibles identificables (principalment marques) així com d'un increment substancial del *Goodwill*, derivat de l'excés pagat sobre el valor raonable dels actius nets adquirits. Aquestes adquisicions expliquen, en gran manera, l'expansió estructural de l'actiu no corrent, observada en el període 2021–2024. És important destacar que la memòria especifica que el *Goodwill* no s'amortitza i està sotmès a proves anuals de deteriorament mitjançant projeccions de fluxos de caixa descomptats.

4.1.1.2 Immobilitzat material (Property, Plant & Equipment, PPE)

L'immobilitzat material net augmenta de 399,6 milions d'euros el 2021 a 745,4 milions d'euros el 2024 (+86%). Aquest creixement importa perquè mostra que l'expansió no s'ha basat només en adquisicions: també hi ha hagut un reforç de la base productiva i operativa.

Dins d'aquesta partida destaca l'increment dels *Right of Use Assets* (Actius per dret d'ús), que passen de 188,7 milions d'euros el 2021 a 365,1 milions d'euros el 2024. Aquesta evolució reflecteix més ús d'arrendaments capitalitzats i implica compromisos operatius futurs. Segons la memòria, aquest increment es deu a:

- Inversions en centres logístics i operatius.
- Integració d'actius físics procedents d'adquisicions.
- Augment dels *Right of Use Assets* derivats de nous contractes d'arrendament (aplicació d'IFRS[4] 16).

[4] International Financial Reporting Standards.

Segons la Nota 6 de la memòria, l'immobilitzat material creix un 16,56% l'any 2024. Aquesta evolució és d'acord amb el comportament del segment principal del grup, Fragàncies i moda, que registra un increment del 13,5% en ingressos i del 15,3% en resultat operatiu.

La proximitat entre aquestes variacions apunta al fet que la inversió en actius materials acompanya el creixement operatiu del negoci i respon a necessitats reals d'expansió productiva i comercial, sense evidències de desalineació entre inversió i rendiment. Des del punt de vista estructural, la combinació d'intangibles elevats amb un augment paral·lel del PPE suggereix una estratègia dual: consolidació de marques i reforç de capacitat productiva.

4.1.2 Actiu corrent

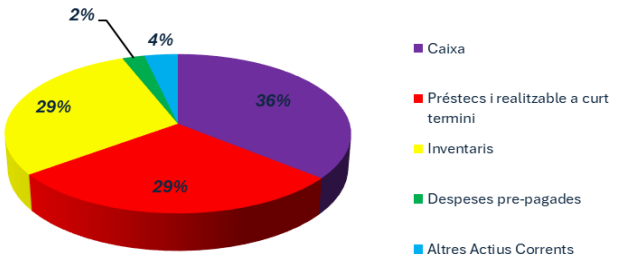
En les gràfiques 3 i 4, es presenta la composició de l'Actiu Corrent el 2024 i la seva evolució durant el període 2021-2024. En el gràfic 4 s'observa que, l'actiu corrent, augmenta de 1.526,7 milions d'euros el 2021 a 2.453,5 milions d'euros el 2024, un creixement acumulat aproximat del 61%. Aquesta evolució és consistent amb l'expansió del negoci observada en l'actiu no corrent. La composició de l'actiu corrent el 2024 es distribueix principalment entre:

- **Efectiu i equivalents (Cash & Cash Equivalents):** 882,7 milions d'euros.
- **Crèdits i comptes a cobrar a curt termini (Loans & Receivables- Short-Term):** 704,3 milions d'euros.[5]
- **Existències (Inventories):** 720,3 milions d'euros.

Aquestes tres partides concentren pràcticament la totalitat de l'actiu corrent i, per tant, són les que determinen la qualitat del circulant. Des d'un punt de vista estructural, no es detecta una concentració anòmala en cap partida concreta; l'estructura és relativament equilibrada entre liquiditat, crèdit comercial i existències. Pel que fa a l'actiu corrent operatiu, la seva evolució mostra una estabilitat relativa malgrat el creixement dels ingressos. Les existències disminueixen de 788,9 a 720,3 milions d'euros, mentre que els clients i deutors augmenten de 484,8 a 567,5 milions d'euros. Aquest comportament suggereix que l'empresa ha estat capaç de sostenir el creixement de vendes sense incrementar proporcionalment el volum d'estoc, fet que podria indicar una millora en la gestió de la rotació d'inventaris o una optimització logística. L'increment dels comptes a cobrar és coherent amb l'augment de l'activitat comercial, sobretot en el segment de Fragàncies i moda.

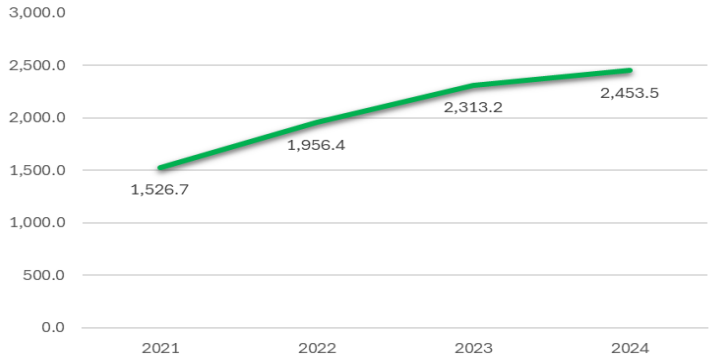
[5] La línia *Crèdits i comptes a cobrar a curt termini* de Refinitiv (704,3 milions d'euros) agrupa els *Deutors comercials nets* (562,0 milions d'euros), els *Crèdits fiscals a curt termini* (136,7 milions d'euros) i A*ltres crèdits no comercials*. El detall per partides es troba a l'Annex I.

Gràfic 3. Composició de l'Actiu Corrent 2024[6]



Font: elaboració pròpia a partir dels comptes anuals consolidats.

Gràfic 4. Evolució de l'Actiu Corrent en els períodes 2021-2024



Font: elaboració pròpia a partir dels comptes anuals consolidats.

4.1.2.1 Efectiu i equivalents

L'efectiu es manté en nivells elevats i relativament estables:

- **2021:** 692,7 milions d'euros.
- **2022:** 710,1 milions d'euros.
- **2023:** 856 milions d'euros.
- **2024:** 882,7 milions d'euros.

L'increment és moderat en comparació amb el creixement del negoci. No s'observa una acumulació extraordinària de caixa ni tampoc una reducció que indiqui tensions de liquiditat. Això fa pensar que:

[6] Les categories del gràfic corresponen a la classificació agregada de Refinitiv. El detall per partides amb la nomenclatura dels comptes anuals es troba a l'Annex I.

- Capacitat de generació de caixa operativa.
- Absència, aparentment, de problemes immediats de liquiditat.
- Possible preparació per afrontar inversions o reduir deute (a confirmar amb l'anàlisi del passiu).

La posició de tresoreria de l'empresa es manté en nivells elevats i relativament estables durant el període analitzat. En concret, el 2024 el grup presenta aproximadament 882,6 milions d'euros d'efectiu i equivalents, lleugerament per sobre dels 852,9 milions d'euros registrats el 2023, una evolució moderada de la liquiditat i en línia amb el creixement de l'activitat. En termes de pes dins de l'estructura del balanç, la tresoreria representa prop del 10% del total d'actius i aproximadament un terç de l'actiu corrent, proporció que es pot considerar confortable des d'una perspectiva financera, ja que mostra la capacitat per atendre compromisos a curt termini sense evidència d'una acumulació excessiva de caixa.

Així mateix, la composició de la tresoreria mostra que una part important es manté en equivalents d'efectiu, els quals, d'acord amb la memòria dels estats financers, corresponen principalment a dipòsits en institucions financeres amb venciment inferior a tres mesos. Aquesta estructura suggereix una gestió activa de la tresoreria orientada a mantenir un alt grau de liquiditat alhora que s'optimitza la rendibilitat dels excedents de caixa. El volum de liquiditat disponible no evidencia tensions financeres a curt termini i reforça la capacitat de l'empresa per afrontar les seves obligacions operatives. Alhora, aquesta posició de caixa és coherent amb una estructura financera sòlida i amb l'accés de la companyia als mercats de capital, en un context marcat per la seva sortida a borsa l'any 2024.

4.1.2.2 Crèdits comercials i comptes a cobrar

Els comptes a cobrar passen de 358,8 milions d'euros el 2021 a 704,3 milions d'euros 2024, pràcticament es dupliquen. L'augment dels comptes a cobrar de Puig Brands, S.A. fins als 567,5 milions d'euros el 2024 (484,7 milions d'euros el 2023) s'explica previsiblement pel creixement del volum de negoci, l'expansió de la xarxa comercial i més exposició al canal de distribuïdors i grans *retailers*. No obstant això, des d'una perspectiva d'anàlisi financera convé contrastar si l'evolució dels comptes a cobrar és proporcional al creixement de les vendes, ja que un increment més intens podria reflectir un allargament dels terminis de cobrament o més concentració del risc comercial. Per tant, convé analitzar el període mitjà de cobrament o *Days Sales Outstanding* (DSO) i comparar-lo amb companyies comparables del sector de perfumeria i cosmètica, com l'Oréal o Estée Lauder, on habitualment se situa aproximadament entre 35 i 60 dies, segons els seus informes anuals (L'Oréal, 2024a; Finbox, 2024).

A partir del volum de vendes del grup i del saldo de clients, el DSO (estimat de Puig Brands, S.A. se situa al voltant dels 40 dies, calculat com el quocient entre els comptes a cobrar i les vendes anuals, multiplicat per 365 dies. Fet que indica uns terminis de cobrament alineats amb els estàndards del sector. L'anàlisi de l'antiguitat dels saldos mostra que prop del 82% dels comptes a cobrar no estan vençuts, mentre que els saldos amb retard superior a 90 dies es mantenen prop del 5% del total, fet que suggereix un nivell de morositat contingut.

Finalment, convé revisar l'evolució de les provisions per insolvències, que són el principal indicador del risc de crèdit associat al creixement del saldo de clients. En aquest cas, la provisió disminueix lleugerament fins als 16,3 milions d'euros, malgrat l'augment del saldo brut. No s'evidencia un deteriorament notable de la qualitat creditícia de la cartera.

4.1.2.3 Existències

Les existències augmenten de 363,1 milions d'euros el 2021 a 720,3 milions d'euros el 2024, gairebé es dupliquen. La composició de l'any 2024 és:

- **Matèries primeres (*Raw Materials*):** 183,3 milions d'euros.
- **Productes en curs (Work in Progress):** 169,4 milions d'euros.
- **Productes acabats (Finished Goods):** 495,4 milions d'euros.

El creixement més gran es produeix en producte acabat. Això pot indicar:

- Un volum més elevat de producció per sostenir creixement.
- Anticipació de la demanda.
- Expansió internacional amb necessitat d'estoc local.

La informació relativa a les existències es detalla a la Nota 12 *Inventories* de la memòria consolidada de Puig Brands, S.A. Segons aquesta nota, les existències inclouen matèries primeres, producte en curs i producte acabat, valorats al cost, o bé, al valor net realitzable, el menor dels dos. La memòria també indica que les provisions corresponen principalment a inventari obsolet o de rotació lenta, risc habitual en el sector de perfumeria i cosmètica a causa de canvis de *packaging*, reformulacions o discontinuació de productes.

L'inventari brut es redueix de 905,2 milions d'euros el 2023 a 848,0 milions d'euros el 2024 (−6%). La composició mostra una disminució del producte acabat i de les matèries primeres, mentre que el producte en curs augmenta, això pot indicar una reducció de l'estoc comercial després d'un període d'acumulació.

Paral·lelament, les provisions sobre existències augmenten de 116,4 milions d'euros a 127,7 milions d'euros, elevant la cobertura aproximadament del 12,8% al voltant del 15% de l'inventari brut. Aquest increment indica una gestió prudent del risc d'obsolescència i possiblement un ajust d'inventari de rotació lenta.

Finalment, la reducció de l'inventari combinada amb l'augment de les provisions el 2024 podria reflectir també un procés de racionalització o sanejament d'estocs en el període previ a la sortida a borsa, pràctica relativament habitual per millorar la qualitat del balanç abans d'una IPO.

4.1.3 Conclusions de l'actiu

Entre 2021 i 2024 l'actiu total passa de 5.090 a 8.603 milions d'euros (+69%). El creixement és clarament inorgànic. Això ve explicat per l'estratègia d'adquisició de marques *prèmium* iniciada amb *Charlotte Tilbury* i *Byredo* i completada amb Dr. *Barbara Sturm*. Els actius intangibles representen el 77% de l'actiu no corrent i el *goodwill* ascendeix a 2.084 milions d'euros.

Aquesta concentració podria llegir-se com un risc, però no ho és. Les proves anuals de deteriorament mitjançant *Discounted Cash Flow* (DCF) (Nota 16 de la memòria) no han generat correccions significatives, i la generació de caixa prevista dona suport al valor comptable de les marques. L'immobilitzat material creix un 86% en paral·lel, senyal que l'expansió també ha reforçat la base operativa: logística, *retail* i capacitat productiva. L'actiu corrent manté una estructura equilibrada i la tresoreria ronda els 883 milions d'euros de forma estable. La reducció de les existències el 2024, en un context de vendes creixents, apunta a una millora real en la gestió del circulant que el *cash flow* confirmarà després.

4.2 Patrimoni Net i Passiu

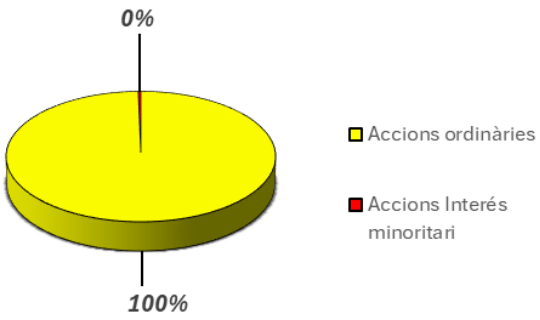
El detall del Patrimoni Net i del Passiu es poden veure en l'Annex I.

4.2.1 Patrimoni Net

En les gràfiques 5 i 6 es presenta la composició del Patrimoni net el 2024 i la seva evolució durant el període 2021-2024.

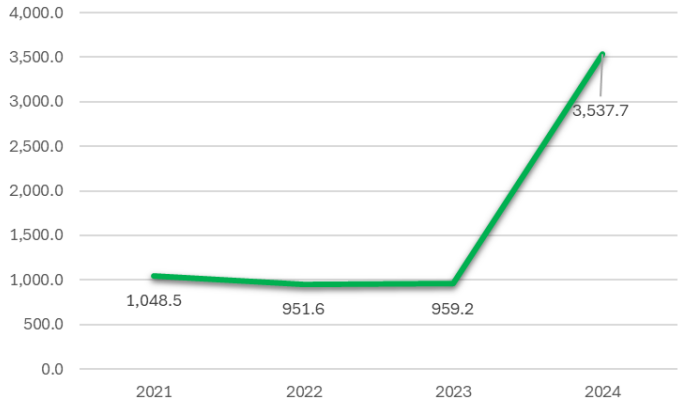
El patrimoni net mostra una evolució desigual al llarg del període 2021–2024; visible en el gràfic 6 que es veu en aquesta pàgina. Entre 2021 i 2022 es produeix una contracció del 9,24%, passant de 1.048,5 milions d'euros a 951,6 milions d'euros. El 2023 presenta una estabilització pràcticament neutra (+0,8%), situar-se en 959,2 milions d'euros. No obstant això, el 2024 es registra un salt fins als 3.537,7 milions d'euros, una variació absoluta de 2.578,5 milions d'euros i un creixement del 268,7% respecte al 2023.

Gràfic 5. Composició del Patrimoni Net l'any 2024



Font: elaboració pròpia a partir dels comptes anuals consolidats.

Gràfic 6. Evolució del Patrimoni Net en els períodes 2021-2024



Font: elaboració pròpia a partir dels comptes anuals consolidats.

En termes acumulats, el patrimoni net es multiplica per 3,37 vegades entre 2021 i 2024 (+237,4%). Aquest creixement no és progressiu ni homogeni, sinó que es concentra gairebé íntegrament en l'exercici 2024. L'expansió del 2024 no s'explica per increments significatius del capital social, sinó que es concentra en les reserves i resultats acumulats. En concret:

- **Patrimoni net - No aportat (Reserves i guanys acumulats) (*Equity Non-Contributed (Reserves & Retained Earnings*):** passa de 911,8 milions d'euros (2023) a 3.477,9 milions d'euros (2024).
- **Guanys acumulats (*Retained Earnings*):** augmenta de 1.018,9 milions d'euros a 3.584,5 milions d'euros.

El 2024 suposa un reforç patrimonial considerable, amb implicacions potencials en:

- La millora de la solvència estructural.
- La reducció del grau de palanquejament financer (si el passiu no ha crescut proporcionalment).
- L'increment de la capacitat d'autofinançament.

Aquesta és l'anàlisi extreta del balanç. Per aprofundir més en detall, hem consultat l'epígraf de la Nota 23 de la memòria, i hem pogut extreure informació referent a diversos apartats de la partida del Patrimoni net els quals es detallen a continuació.

4.2.1.1 Capital Social

El 31 de desembre de 2023, el capital social de la societat ascendia a 144 milions d'euros, representat per 475.000.000 accions de Classe A i 25.000.000 accions de Classe B. En aquell moment, la companyia encara no cotitzava en mercats regulats.

Durant el primer semestre de 2024, en el marc de l'IPO, es va formalitzar una ampliació de capital per un import total d'1.250 milions d'euros. D'aquest import, únicament 3,1 milions d'euros corresponen a valor nominal de les noves accions emeses, mentre que 1.246,9 milions d'euros es van registrar com a prima d'emissió. En total, es van emetre 51.020.408 noves accions de Classe B íntegrament subscrites i desemborsades.

Això és important, ja que evidencia que el reforç patrimonial no es produeix mitjançant un increment substancial del capital nominal, sinó a través de la prima d'emissió, que concentra pràcticament el 99,8% dels recursos captats en l'operació. Malgrat la reducció del capital nominal respecte al 2023 (de 144 milions d'euros

a 128,5 milions d'euros), el patrimoni net global augmenta de forma molt clara, i això confirma que el principal impacte de l'IPO s'ha registrat en reserves, concretament en la prima d'emissió.

Paral·lelament, es van dur a terme diverses conversions d'accions de Classe A en accions de Classe B, amb l'objectiu d'adaptar l'estructura accionarial al nou context de societat cotitzada. Aquestes conversions no van suposar entrada de recursos addicionals, però sí una modificació important en la distribució dels drets polítics i econòmics. Les accions A equivalen a cinc vots, mentre que les accions B equivalen a un sol vot. Ambdues, tenen el mateix dret econòmic; per tant, en un repartiment de dividends, no presentarien diferències.

A la taula 1 es mostra la distribució de les accions de l'empresa l'any 2024.

Taula 1. Repartiment de les accions segons el seu tipus

	Núm. accions (en milions d'euros)	Ponderació	Drets/Vot	Número dret a vot	Accions Puig Brands, S.A.	Dret vot Puig Brands, S.A.	% Sobre el total de drets a vot
Classe A	393.367	69,23%	5	1.966.835	393.367	1.966.835	100%
Classe B	174.820	30,77%	1	174.820	24.262	24.262	14%
Total	**568.187**	**100,00%**		**2.141.655**	**417.629**	**1.991.097**	**93%**

Font: elaboració pròpia a partir dels comptes anuals consolidats.

Com a resultat d'aquest conjunt d'operacions, el 31 de desembre de 2024 el capital social queda fixat en 128,5 milions d'euros, representat per 568.187.026 accions, distribuïdes entre

393.367.348 accions de Classe A (valor nominal de 0,30€) i 174.819.678 accions de Classe B (valor nominal de 0,06€). L'estratègia que la direcció de la companyia tenia amb l'IPO el maig del 2024, va ser deixar les accions de tipus A en mans de la família fundadora, per mantenir el control majoritari dels drets de vot. De tal manera que la composició de capital queda de la següent manera: Exea Inversió Empresarial (vehicle de la família Puig Brands, S.A.) posseeix el 73,5% de les accions. Aquest 73,5% representa el 93% de les accions amb dret a vot. La família, el 2024 va recompensar el 0,9% de les accions. El capital flotant (*freefloat*) de les accions és del 25,6%. Els inversors de referència del *freefloat* són The Vanguard Group, Inc. i BlackRock.

4.2.1.2 Prima d'emissió i costos associats

La prima d'emissió generada en l'IPO ascendeix a 1.246,9 milions d'euros, constituint el principal element explicatiu de l'increment del patrimoni net en l'exercici 2024. D'acord amb les Normes Internacionals de Comptabilitat (NIC) número 32, els costos incrementals directament atribuïbles a l'emissió d'accions, per un import de 33,7 milions d'euros (25,2 milions d'euros després d'impostos), han estat deduïts directament del patrimoni net. Aquesta pràctica segueix la normativa internacional i no afecta el compte de resultats. Per tant, l'impacte net de l'operació sobre el patrimoni és substancial i explica la major part de l'increment patrimonial observat en l'anàlisi quantitativa prèvia.

4.2.1.3 Accions pròpies

El 31 de desembre de 2023, la societat mantenia en autocartera 6.450.627 accions per un import de 105,9 milions d'euros. Durant el 2024, es van produir lliuraments d'accions vinculades a plans d'incentius per a directius i membres del Consell d'Administració, així com vendes puntuals d'accions en autocartera.

Com a conseqüència, el 31 de desembre de 2024, Puig Brands, S.A. posseeix 4.886.667 accions pròpies per un import de 80,3 milions d'euros, una reducció del 24,2% en valor respecte a l'exercici anterior. Aquest moviment redueix la deducció del patrimoni net associada a autocartera. Això contribueix lleugerament al reforç patrimonial.

4.2.1.4 Reserves

Com es pot veure en la Nota 23 de la memòria, les reserves no distribuïbles ascendeixen a 79,7 milions d'euros el 31 de desembre de 2024, en comparació amb 29,8 milions d'euros a tancament de 2023, fet que suposa un increment de 49,8 milions d'euros. Aquest augment es deu principalment a moviments interns de Puig Brands, S.A., i no constitueix el factor determinant del creixement patrimonial, tot i que sí que reforça la base de recursos propis no

distribuïbles. La memòria també destaca diversos moviments en reserves durant el 2023 vinculats a intercanvis d'accions, opcions de compra i venda, reclassificacions d'interessos minoritaris i adquisicions de participacions. No obstant això, aquests moviments no tenen una magnitud comparable a l'impacte estructural de l'IPO de 2024.

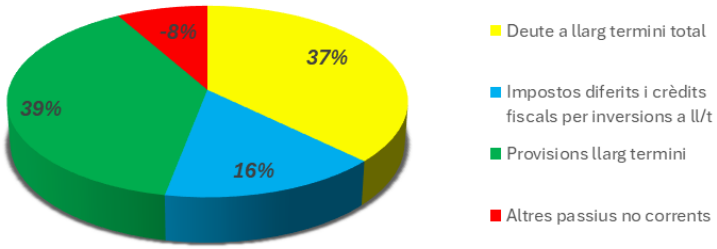
4.2.1.5 Dividends

El 5 d'abril de 2024, abans de l'IPO, la Junta General d'Accionistes va aprovar una distribució de dividends amb càrrec a prima d'emissió per import de 186,1 milions d'euros. Aquesta distribució no s'ha registrat amb càrrec al resultat de 2024, sinó contra reserves generades per l'IPO. L'objectiu que buscava la família Puig Brands, S.A. amb aquesta distribució era monetitzar el valor de la seva participació, abans de l'entrada del *freefloat*.

4.2.2 Passiu no corrent

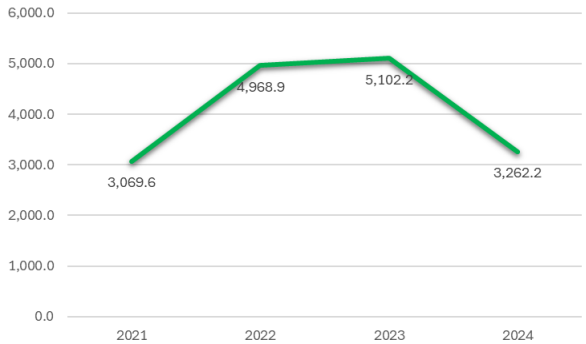
En els Gràfics 7 i 8 es pot veure la distribució del passiu no corrent i la seva evolució durant el període 2021-2024.

Gràfic 7. Composició del Passiu No Corrent 2024[7]



Font: elaboració pròpia a partir dels comptes anuals consolidats.

Gràfic 8. Evolució del Passiu No Corrent 2021-24



Font: elaboració pròpia a partir dels comptes anuals consolidats.

[7] Les categories del gràfic corresponen a la classificació agregada de Refinitiv. El detall per partides amb la nomenclatura dels comptes anuals es troba a l'Annex I.

El passiu no corrent mostra dues fases ben diferenciades, tal com es pot veure en el gràfic 8. Entre el 2021 i el 2023 es manté en nivells elevats, passant de 3.069,6 milions d'euros el 2021 a 5.102,2 milions d'euros el 2023, amb un increment acumulat del 66%. Aquest augment es concentra principalment en les provisions a llarg termini i en altres passius no corrents, així com en un nivell elevat de deute financer estructural.

El 2024, però, marca un punt d'inflexió, amb una reducció fins a 3.262,2 milions d'euros, una disminució de 1.840 milions d'euros respecte al 2023 (-36%). Aquesta caiguda es deu principalment a la reducció de provisions i altres passius no corrents, així com a la disminució del deute financer a llarg termini. L'evolució del període 2021–2024 dibuixa una fase d'expansió amb més palanquejament financer fins al 2023, seguida d'un procés de reequilibri i simplificació del passiu estructural el 2024, en línia amb el canvi financer del grup derivada de la sortida a borsa.

4.2.2.1 Deute financer a llarg termini

El deute financer a llarg termini es redueix de 2.044,4 milions d'euros el 2023 a 1.453,1 milions d'euros el 2024, és a dir, una disminució de 591 milions d'euros (-28,9%). Dins d'aquest import:

- **El deute no convertible a llarg termini:** 1.129,9 milions d'euros.
- **Les obligacions per arrendaments (IFRS 16):** 323,2 milions d'euros.

L'anàlisi del deute financer a llarg termini de Puig Brands, S.A. permet valorar el nivell d'endeutament estructural i la capacitat de la companyia per sostenir-la mitjançant la generació de fluxos de caixa. Segons els estats financers consolidats del 2024, el deute financer a llarg termini ascendeix aproximadament a 1.129,9 milions d'euros, una xifra considerablement inferior als 1.788 milions d'euros registrats el 2023, és a dir, una reducció d'uns 659 milions d'euros. La reducció apunta a un procés de desendeutament financer.

Aquest moviment pot respondre a amortitzacions de deute, reclassificacions cap al curt termini o operacions de refinançament. En el cas de Puig Brands, S.A., també s'ha d'interpretar en el context de la sortida a borsa de la companyia el 2024, ja que és habitual que les empreses redueixin l'endeutament abans d'accedir als mercats de capitals per presentar una estructura financera més sòlida davant els inversors.

L'anàlisi completa d'aquesta partida requereix, a més, la informació de la memòria, que detalla la tipologia dels instruments de finançament, el cost del deute i el calendari de venciments, factors que determinen el risc financer.

4.2.2.2 Passius per impost diferit

Els passius per impost diferit ascendeixen aproximadament a 619 milions d'euros el 2024, això representa prop d'un 19% del passiu no corrent. És una partida de pes dins l'estructura del passiu, tot i tenir un pes inferior al del deute financer i al de les provisions analitzades anteriorment.

Segons la Nota 14 de la memòria (Taxes), la major part d'aquests passius diferits s'origina en diferències temporànies associades a actius intangibles reconeguts en combinacions de negocis, sobretot marques i relacions amb clients identificades en el procés de *purchase price allocation*. Quan aquests actius s'incorporen al balanç a valor raonable, però la seva base fiscal és inferior o nul·la, es genera el corresponent passiu per impost diferit.

Aquest fenomen es pot observar clarament en adquisicions recents del grup, com la compra de *Dr. Barbara Sturm*, on el reconeixement d'actius intangibles en el procés d'adquisició va generar passius fiscals diferits associats. L'anàlisi dels impostos diferits es connecta directament amb l'estudi previ de les provisions a llarg termini. En ambdós casos, una part gran de les obligacions del passiu no corrent té origen en operacions de creixement inorgànic:

- Les provisions reflecteixen compromisos futurs vinculats a opcions de compra o contraprestacions variables associades a adquisicions de marques.
- Els impostos diferits deriven de les diferències fiscals generades pel reconeixement comptable dels actius intangibles adquirits.

Aquestes dues partides mostren que una part important del passiu de Puig Brands, S.A. no respon, únicament, a endeutament financer, sinó també a efectes comptables i compromisos derivats de l'estratègia d'adquisició de marques que ha caracteritzat el creixement del grup en els darrers anys. Aquesta estructura del passiu complementa l'anàlisi del deute financer i mostra el pes que tenen les operacions corporatives en la configuració del balanç de la companyia.

4.2.2.3 Provisions a llarg termini

Les provisions a llarg termini representen obligacions estimades derivades d'esdeveniments passats, el pagament dels quals es produirà previsiblement en exercicis futurs. En l'anàlisi del passiu de Puig Brands, S.A., aquesta partida té un pes una partida notable dins del passiu no corrent. Segons els estats financers consolidats del 2024, les provisions a llarg termini ascendeixen a aproximadament 1.513,2 milions d'euros, xifra que representa al voltant del

46% del passiu no corrent,[8] i es va situar com una de les principals obligacions a llarg termini de la companyia. Segons la Nota 27 de la memòria (*Provisions and other liabilities*), la part principal d'aquesta partida correspon a passius derivats de combinacions de negocis, sobretot opcions de compra sobre participacions minoritàries i contraprestacions variables (*earn-outs*) associades a adquisicions de marques. Aquest tipus d'estructures són habituals en l'estratègia d'adquisicions del grup, ja que permeten que els fundadors o antics accionistes mantinguin inicialment una participació minoritària mentre Puig Brands, S.A. es reserva el dret d'adquirir-la en el futur a un preu vinculat al rendiment del negoci.

A diferència del deute financer analitzat anteriorment, aquestes obligacions no impliquen un cost financer explícit ni un calendari de pagaments fix, ja que el seu valor depèn de projeccions de negoci i del compliment de determinats objectius de rendiment de les marques adquirides.

L'elevat pes d'aquesta partida confirma que una part important del passiu a llarg termini de Puig Brands, S.A. no respon únicament a endeutament financer, sinó també a compromisos derivats de la seva estratègia de creixement inorgànic i adquisició de marques. Aquest fet complementa l'anàlisi prèvia del passiu financer i posa de manifest que l'estructura del balanç del grup està fortament condicionada per les operacions corporatives realitzades en els darrers anys.

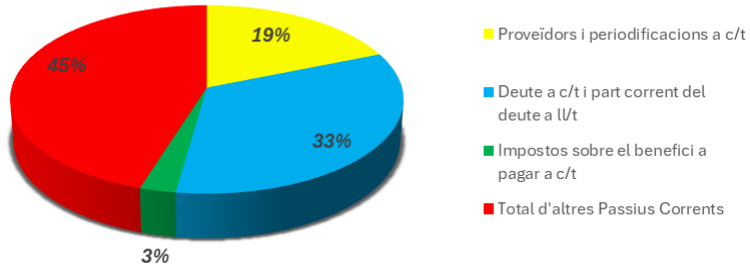
4.2.3 Passiu Corrent

El passiu corrent mostra una evolució clarament expansiva en el període 2021–2024, amb una intensificació notable en l'últim exercici, com es veu en el gràfic 9 i 10.

Entre el 2021 i el 2023 el passiu corrent passa de 972,7 milions d'euros a 1.649,9 milions d'euros, un increment acumulat del 69,6%. Aquest augment ja reflectia més pressió financera a curt termini, vinculada al creixement del deute financer corrent i a l'augment de les provisions a curt termini. Ara bé, és el 2024 quan es produeix el salt més gran: el passiu corrent ascendeix fins a 1.803,3 milions d'euros, amb un increment interanual de 153,4 milions d'euros (+9,3%) respecte al 2023 i de 830,6 milions d'euros (+85,4%) respecte al 2021.

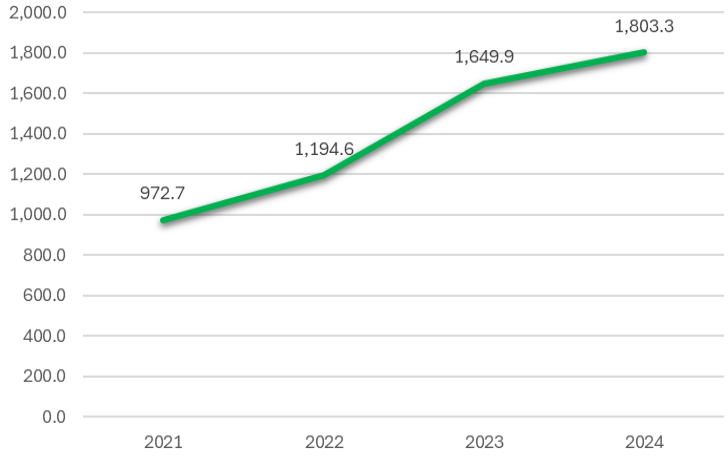
[8] El percentatge difereix del gràfic 7 perquè aquest exclou la partida negativa *D'altres passius no corrents.*

Gràfic 9. Composició del Passiu Corrent 2024



Font: elaboració pròpia a partir dels comptes anuals consolidats.

Gràfic 10. Evolució del Passiu Corrent 2021-2024



Font: elaboració pròpia a partir dels comptes anuals consolidats.

Aquest comportament implica un canvi estructural en la composició del finançament del grup, amb una dependència més elevada de recursos exigibles a curt termini. En termes relatius, el pes del passiu corrent sobre el total del passiu i patrimoni net augmenta de manera sostinguda, amb implicacions directes sobre la pressió de liquiditat i el perfil de risc financer. El detall sencer del passiu corrent, com tot el balanç de situació, es pot veure en l'Annex I.

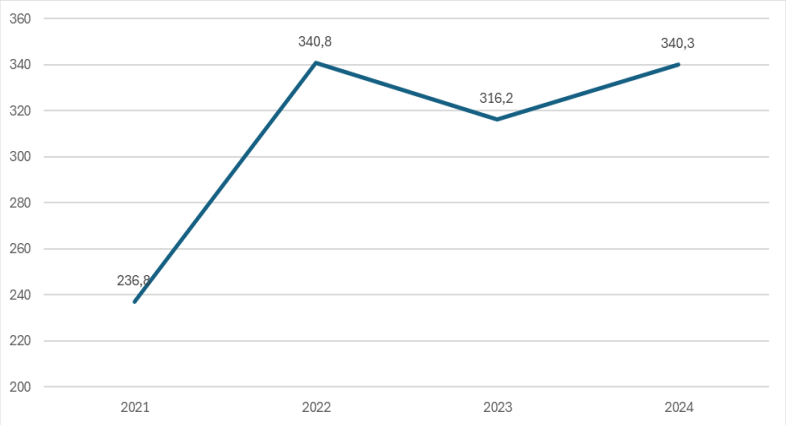
4.2.3.1 Proveïdors i periodificacions

El gràfic 11 mostra l'evolució del compte de creditors i proveïdors. Tal com es pot observar, entre el 2021 i el 2024 l'increment acumulat és del +43,7%. Hi ha un increment important de l'exercici 2021 al 2022, amb una lleugera correcció el 2023 i recuperació el 2024.

Aquest increment és d'acord amb el creixement dels ingressos del grup, que passen de 4.304,1 milions d'euros el 2023 a 4.789,8 milions d'euros el 2024, tal com s'indica a l'Annex III dels comptes anuals de Puig Brands, S.A. Aquest creixement implica un volum més gran d'operacions, i es tradueix en un increment de les compres, serveis contractats i despeses

meritades pendents de pagament i impacta directament en el saldo de proveïdors i periodificacions.

Gràfic 11. Evolució del compte de creditors i proveïdors 2021-2024



Font: elaboració pròpia a partir dels comptes anuals consolidats.

Addicionalment, el context de l'exercici 2024 està marcat per la sortida a borsa, i pot haver generat efectes indirectes sobre aquesta partida. En particular, aquest tipus d'operacions sol implicar un increment de despeses associades (honoraris legals, financers, auditoria, etc.) i de costos operatius lligats al procés de reorganització i adaptació a mercat, molts dels quals es registren com a despeses meritades pendents de pagament en el tancament de l'exercici. Això ajuda a entendre l'augment de les periodificacions dins la partida.

La correcció observada el 2023 es pot interpretar com un ajust després del creixement més intens registrat el 2022, mentre que la recuperació el 2024 indica que la partida continua evolucionant en coherència tant amb el nivell d'activitat com amb el context extraordinari de l'exercici.

4.2.3.2 Deute a curt termini i part corrent del deute a llarg termini

El deute financer a curt termini ascendeix a 601,7 milions d'euros el 2024, xifra que equival al 33% del passiu corrent de Puig Brands, S.A. Aquesta partida inclou tant els préstecs bancaris amb venciment inferior a dotze mesos com la porció corrent del deute financer a llarg termini.

Segons la Nota 25 de la memòria (deutes amb entitats de crèdit), aquest deute correspon principalment a finançament bancari utilitzat pel grup, incloent-hi préstecs i línies de crèdit destinades a cobrir necessitats de liquiditat i a finançar determinades operacions corporatives.

Aquesta és la principal partida del passiu corrent que és endeutament financer estricte, a diferència dels altres passius corrents o dels comptes a pagar a proveïdors, que tenen una

naturalesa operativa. Per aquest motiu, el seu volum és important per valorar la posició de liquiditat i les necessitats de refinançament a curt termini de la companyia.

La interpretació d'aquesta partida s'ha de realitzar juntament amb l'anàlisi del deute financer a llarg termini i amb la posició de tresoreria del grup, ja que els tres elements determinen l'estructura global de finançament de l'empresa. Entre 2021 i 2024 l'increment acumulat és del +228,3%, amb un creixement constant que s'accelera notablement a partir de 2023, sent la partida amb més impacte en el creixement del passiu corrent.

L'increment acumulat des del 2021 és del +228%. Segons la Nota 25 de la memòria consolidada, el deute a curt termini ascendeix a 527,2 milions d'euros el 2024. Aquesta xifra difereix dels 601,7 milions d'euros citats anteriorment perquè Refinitiv consolida en una mateixa línia el deute bancari i els passius per arrendament a curt termini (IFRS 16) de 74,5 milions d'euros (Nota 17 de la memòria). Aquesta Nota també detalla el calendari de venciments del deute financer. Hi ha concentracions importants a curt termini i en els exercicis 2025–2027.

A més, la mateixa Nota 25 de la memòria especifica que l'import no disposat de línies de crèdit ascendeix a 905 milions d'euros el 2024, i amplia la liquiditat potencial del grup. Per tant, malgrat l'augment significatiu del deute corrent, tal com diu la Nota anterior, l'empresa manté el compliment dels requisits financers i la disponibilitat de finançament addicional i redueix el risc immediat de tensió.

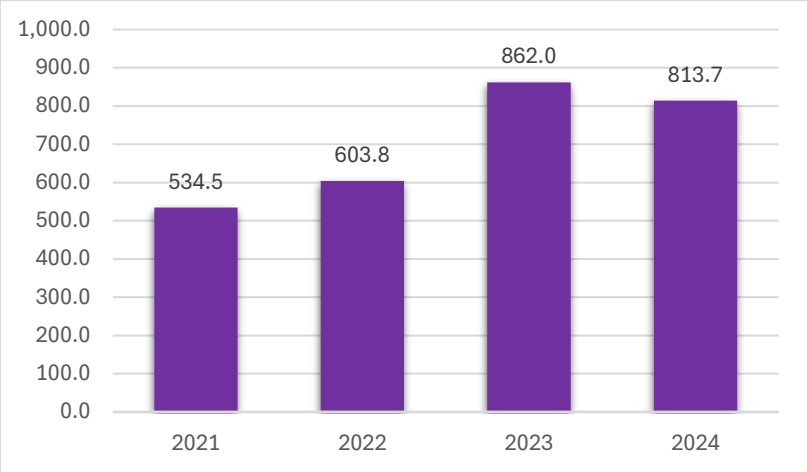
Tot i això, la reducció del deute net, que passa de 1.509,7 milions d'euros el 2023 a 1.068,1 milions d'euros el 2024 (segons la definició de la companyia; vegeu apartat 8.1 per a la reconciliació amb les xifres de Refinitiv), tal com s'indica en l'Annex III dels comptes anuals de 2024 de Puig Brands, S.A., mostra una millora estructural global del nivell d'endeutament. Aquesta millora es relaciona amb la sortida a borsa. És una estratègia que emprèn les empreses que passaran a cotitzades per sanejar el balanç.

4.2.3.3 Altres passius corrents

La partida presenta un fort increment el 2023 i una correcció el 2024 (-11,1%), tal com s'observa en el gràfic 12. Les provisions a curt termini (227,3 milions d'euros) i els altres passius corrents (586,5 milions d'euros) sumen conjuntament 813,8 milions d'euros el 2024, aproximadament el 45% del passiu corrent. Al gràfic 9, ambdues partides s'agrupen sota la categoria "Altres passius corrents" per claredat visual. Es tracta, per tant, de la principal obligació a curt termini del grup.

Segons la Nota 29 de la memòria, aquesta partida inclou principalment deutes fiscals i de Seguretat Social (102,5 milions d'euros), així com altres conceptes de menor importància, com passius financers a valor raonable, altres passius diversos, passius derivats de combinacions de negocis i passius per arrendaments.

Gràfic 12. Evolució dels Altres Passius Corrents 2021-2024 (M€)[9]



Font: elaboració pròpia a partir dels comptes anuals consolidats.

Aquesta composició mostra que no es tracta d'endeutament financer estricte, sinó sobretot de passius operatius vinculats al funcionament ordinari del negoci. En particular, el pes dels deutes per altres serveis i de les provisions operatives indica una elevada concentració d'obligacions associades al volum d'activitat, a la despesa comercial i a la gestió ordinària del grup. La mateixa memòria precisa que les provisions operatives inclouen meritacions de comissions, devolucions i altres serveis, això confirma aquesta interpretació.

També cal notar que dins d'aquesta partida s'inclogui una porció menor de passius derivats de combinacions de negocis per import de 14,6 milions d'euros, vinculats a opcions de compra sobre minoritaris que esdevenen exigibles a curt termini. Aquest element connecta aquesta partida amb l'anàlisi prèvia de les provisions a llarg termini, i corrobora que una part de les obligacions corrents del grup també deriva de la seva estratègia d'adquisicions.

4.2.4 Conclusions del Passiu i Patrimoni Net

L'IPO de maig de 2024 transforma l'estructura financera del grup. Abans de l'operació, Puig Brands, S.A. presentava un perfil palanquejat. Concretament, patrimoni net de 959 milions d'euros, deute total de 2.461 milions d'euros i deute sobre patrimoni del 257%. L'ampliació de 1.250 milions d'euros (1.247 via prima d'emissió) multiplica el patrimoni respecte el 2023 per 3,7 fins als 3.538 milions d'euros i redueix el deute net en 442 milions d'euros.

[9] Els valors estan expressats en milions d'euros.

El resultat és directe: deute sobre patrimoni del 58%, *leverage* net d'1,1x EBITDA i cobertura d'interessos de 9,8x. Puig Brands, S.A. deixa de ser una companyia palanquejada per convertir-se en una empresa amb estructura de capital conservadora. El passiu no corrent cau un 36%, principalment per la cancel·lació parcial de deute amb els fons de l'IPO i per l'ajust a la baixa del valor raonable dels *earn-outs* (Nota 27 de la memòria).

El passiu corrent puja un 9,3%, però per motius conjunturals: deute a curt termini i periodificacions de l'IPO (honoraris, retencions del premi a empleats). No hi ha tensió de liquiditat. Les línies de crèdit no disposades són de 905 milions d'euros, un matalàs que el *quick* ràtio de 0,96x no captura.

Menció a part mereix l'estructura de vot dual. La família conserva el 93% dels drets de vot amb el 73,5% del capital econòmic. És legítima i habitual en grups familiars europeus del luxe (LVMH i Hermès tenen estructures similars).

5. Estudi del Compte de Pèrdues i Guanys

A l'Annex II es troben totes les partides del compte de Pèrdues i Guanys de la companyia per al període 2021-2024. Aquest mostra una trajectòria de creixement sostingut dels ingressos durant el període 2021–2024, acompanyada d'una evolució dels marges que requereix una anàlisi detallada per diferenciar el rendiment operatiu recurrent dels efectes extraordinaris vinculats, principalment, a les adquisicions i a la sortida a borsa de la companyia el 2024.

L'anàlisi s'estructura seguint la cascada del compte de resultats: ingressos, marge brut, despeses operatives, resultat operatiu (EBIT), resultat financer, resultat abans d'impostos i resultat net atribuït. Per a cada partida, s'examina tant la xifra absoluta com l'evolució dels marges relatius, amb l'objectiu d'identificar la qualitat i sostenibilitat del resultat.

5.1 Ingressos

Els ingressos nets consolidats de Puig Brands, S.A. experimenten un creixement acumulat del 85,3% en el període 2021–2024, passant de 2.585,0 milions d'euros a 4.789,8 milions d'euros. L'evolució any rere any mostra una acceleració progressiva: +40,0% el 2022, +18,9% el 2023 i +11,3% el 2024.

El salt quantitatiu més gran es produeix entre 2021 i 2022 (+1.034,6 milions d'euros), exercici en el qual conflueixen la recuperació postpandèmica i l'impacte de les adquisicions realitzades (*Charlotte Tilbury, Byredo*). Els exercicis posteriors mostren taxes de creixement elevades, però progressivament més moderades, evolució lògica amb una base d'ingressos cada vegada més àmplia. .

El creixement orgànic del 2024 se situa en el 10,9%, xifra similar o lleugerament superior al creixement del mercat global de fragàncies *prèmium*, que el 2024 s'ha mantingut al voltant del 10-12% segons informes sectorials (Research Nester, 2024; Industry Research, 2024).

Segons la Nota 8 de la memòria, els ingressos nets resulten d'aplicar als ingressos bruts (5.380,8 milions d'euros el 2024) les deduccions per descomptes comercials (505,8 milions d'euros), devolucions (110,2 milions d'euros) i altres suports promocionals, amb una taxa de deducció sobre vendes brutes de l'11,0%. Aquesta proporció, relativament estable respecte al 2023 (10,7%), suggereix que el creixement dels ingressos nets indica un augment real de l'activitat comercial i no una reducció artificial de les deduccions.

Per segments, segons la Nota 6 de la memòria, *Fragàncies i Moda* continua sent el principal motor del negoci, amb 3.538,0 milions d'euros d'ingressos el 2024 (73,9% del total), seguit de maquillatge amb 763,0 milions d'euros (15,9%) i cura de la pell (*Skincare*) amb 516,2 milions d'euros (10,8%). L'evolució interanual mostra un creixement del 13,6% en *Fragàncies i Moda* i del 19,8% a *Skincare*, mentre que maquillatge registra una lleu contracció de l'1,3%, i podria indicar una normalització del creixement de *Charlotte Tilbury* després d'anys d'expansió accelerada.

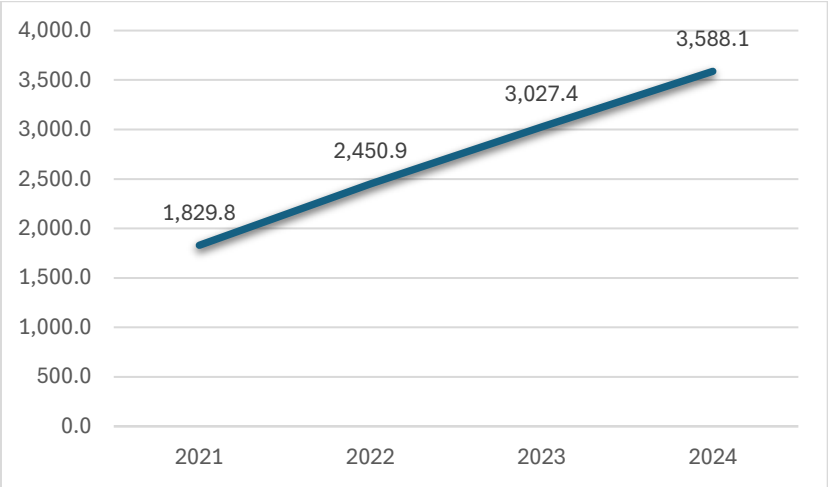
Tres factors expliquen principalment la dinàmica de creixement del grup: en primer lloc, la fortalesa estructural del segment de fragàncies, on marques com R*abanne, Carolina Herrera i Jean Paul Gaultier* mantenen una forta demanda global, amb *Good Girl de Carolina Herrera*, que ja és el perfum femení líder mundial (Puig Brands, S.A., 2024d); en segon lloc, el bon comportament dels mercats d'Amèrica del Nord i Àsia, amb els Estats Units com a mercat de més creixement i la recuperació d'Àsia (especialment la Xina i *Travel Retail*) després de la debilitat d'exercicis anteriors (Cosmetics Business, 2024; Moodie Davitt Report, 2024; CPP-Luxury, 2024); i, en tercer lloc, l'estratègia de premiumització, consistent a incrementar el pes de productes de major valor afegit dins del dossier, i permet créixer en vendes sense deteriorar els marges (Glossy, 2024; Premium Beauty News, 2024).

La Nota 7 de la memòria revela que EMEA (Europe, Middle East and Africa) concentra el 54,7% dels ingressos (2.620,0 milions d'euros), seguida d'Amèrica amb el 35,8% (1.714,6 milions d'euros) i Àsia-Pacífic amb el 9,5% (455,1 milions d'euros). L'exposició relativament limitada al mercat asiàtic, on el sector del luxe presenta les majors expectatives de creixement a mitjà termini, és tant una oportunitat com un factor diferencial respecte de competidors com l'Oréal o LVMH amb més penetració en aquesta regió.

5.2 Cost de vendes i marge brut

El Marge Brut experimenta una progressió positiva en els 4 anys, tal com es veu en el gràfic 13.

Gràfic 13. Evolució del Marge Brut 2021-2024 (M€)[10]



Font: elaboració pròpia a partir dels comptes anuals consolidats.

El cost de vendes ascendeix a 1.201,7 milions d'euros el 2024, xifra inferior als 1.276,7 milions d'euros del 2023, malgrat l'increment dels ingressos. Segons la Nota 9 de la memòria, aquesta partida es desglossa en costos d'aprovisionament i producció (1.068,0 milions d'euros), pèrdues d'inventari per obsolescència (70,3 milions d'euros) i variació bruta d'existències (63,3 milions d'euros). La reducció del cost de vendes en termes absoluts, en un context de creixement dels ingressos, indica una millora significativa de l'eficiència productiva.

Com a resultat, el marge brut arriba als 3.588,1 milions d'euros el 2024, amb un marge brut relatiu del 74,9%. Segons la Nota 9 de la memòria, el cost de vendes de 2023 ascendia a 1.088,9 milions d'euros, fet que situa el marge brut d'aquell exercici en el 74,7%. La millora interanual és, per tant, de 0,2 punts percentuals, una estabilitat que reflecteix el manteniment d'un marge brut estructuralment elevat, proper al 75%, característic de les companyies de bellesa de luxe.

Aquesta solidesa s'explica pel *pricing power* (la capacitat de traslladar als preus la inflació dels costos d'aprovisionament) del segment *prèmium*, per un mix de producte orientat a marques del sector del luxe amb elevat valor afegit i per l'estabilització dels costos d'aprovisionament.

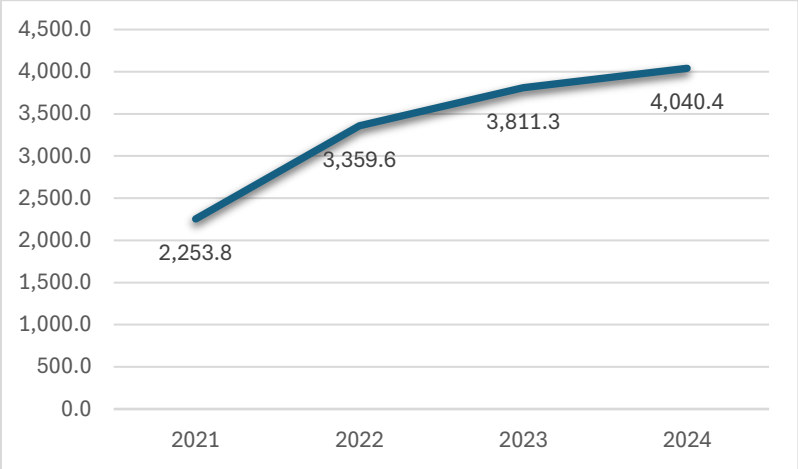
[10] Els valors estan expressats en milions d'euros.

A més, l'estabilització dels costos de matèries primeres (alcohol, olis essencials, *packaging*) després de les tensions inflacionàries de 2022-2023 ha contribuït a la millora del marge brut.

5.3 Despeses operatives

En el gràfic 14 es mostra l'evolució de les despeses operatives totals al període 2021-2024. Es pot observar que aquestes ascendeixen a 4.040,4 milions d'euros l'any 2024 (3.811,3 milions d'euros el 2023), amb un increment del 6,0%, inferior al creixement dels ingressos (11,3%). Aquesta evolució confirma un efecte de palanquejament operatiu positiu: el grup creix en ingressos a un ritme superior al de les despeses, i es tradueix en una millora dels marges operatius.

Gràfic 14. Evolució de les Despeses Operatives 2021-2024 (M€)[11]



Font: elaboració pròpia a partir dels comptes anuals consolidats.

Dins de les despeses operatives, les partides principals són les despeses de venda, generals i administratives (SGA), que ascendeixen a 2.829,4 milions d'euros, i que es poden descompondre en dues categories principals: les despeses comercials i de publicitat, per 1.551,3 milions d'euros, i la resta de les despeses de SGA, per 1.278,1 milions d'euros.

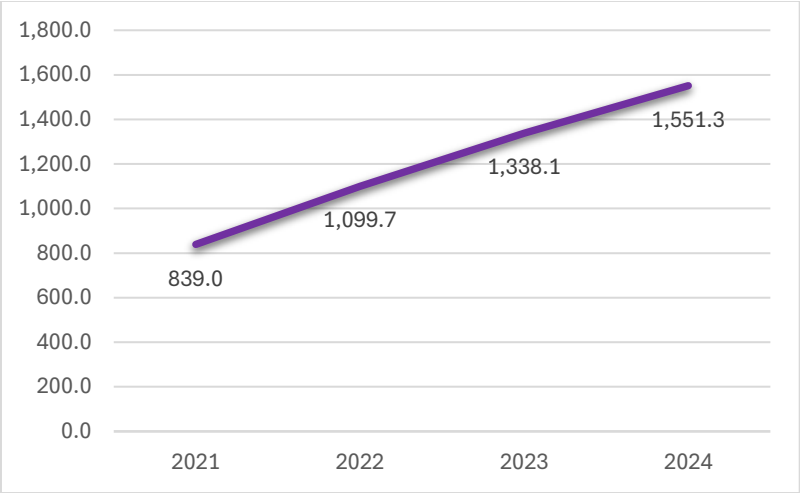
El mateix Marc Puig, president i Chief Executive Officer (CEO) del grup, va destacar en la presentació de resultats que "*el rigor i la disciplina ens han permès millorar la rendibilitat, fins i tot absorbint costos extraordinaris no recurrents com el premi de l'IPO atorgat a tots els empleats de Puig Brands, S.A.*". Efectivament, l'EBITDA ajustat va créixer un 12,3% fins als 969 milions d'euros,[12] amb un marge del 20,2% (+20 punts bàsics), millorant lleugerament el *guidance*[13] malgrat l'increment de la inversió en publicitat i marca.

[11] Els valors estan expressats en milions d'euros.
[12] Segons la definició de la companyia, que exclou els costos directes d'IPO però no el premi excepcional als empleats; vegeu apartat 5.4 per a la xifra normalitzada completa.
[13] Guidance: previsió de resultats futurs que l'empresa comunica als inversors.

5.3.1 Despeses de publicitat i promoció

En el gràfic 15 s'observa l'evolució de les despeses publicitàries per al període 2021-2024.

Gràfic 15. Evolució de Despeses en publicitat i promoció 2021-2024 (M€)[14]



Font: elaboració pròpia a partir dels comptes anuals consolidats.

Aquestes són la partida més gran del compte de resultats, amb 1.551,3 milions d'euros el 2024 (1.338,1 milions d'euros el 2023), el 32,4% dels ingressos nets. Aquesta ràtio és característica del sector de perfumeria i cosmètica de luxe, on la inversió en marca, notorietat i experiència de consumidor és central en el model de negoci. L'increment interanual del 15,9% reflecteix la decisió estratègica d'augmentar la inversió en construcció de marca, sobretot en el context de la sortida a borsa i de l'expansió internacional.

La intensitat d'inversió publicitària de Puig Brands, S.A. (32,4% sobre ingressos) se situa en línia amb la d'altres referents del sector com Estée Lauder o Coty , i per sobre d'empreses amb major component industrial com l'Oréal (aproximadament 30%). Aquesta estructura de costos confirma el posicionament de Puig Brands, S.A. com a empresa de marques, centrada en la marca (*brand-centric*) (L'Oréal, 2024a; Coty Inc., 2024).

El valor es genera principalment a través de la percepció de marca i no de la producció industrial. El fet que el creixement del màrqueting (+15,9%) superi el dels ingressos (+11,3%) és una decisió estratègica deliberada: en companyies de luxe en fase d'expansió post-IPO, la inversió intensiva en construcció de marca té com a objectiu consolidar el posicionament global de les marques, donar suport al llançament de nous productes i preparar el terreny per al creixement futur. Aquesta intensitat d'inversió publicitària, tot i comprimir temporalment el marge operatiu, és un indicador de la prioritat estratègica del grup per al reforç de la notorietat de marca a escala internacional.

[14] Els valors estan expressats en milions d'euros.

5.3.2 Despeses de personal

Les despeses de personal ascendeixen a 964,6 milions d'euros el 2024 (761,1 milions d'euros el 2023), un increment del 26,7% que supera significativament el creixement dels ingressos. Ara bé, una part important d'aquest augment s'explica per costos no recurrents vinculats a la sortida a borsa. Segons la Nota 11 de la memòria, la partida de *despeses addicionals de personal* inclou 94,3 milions d'euros corresponents a un premi excepcional als empleats amb motiu de l'IPO, així com 43,4 milions d'euros en remuneracions plurianuals.

La plantilla mitjana el 2024 és de 10.909 empleats (9.612 el 2023 segons la mateixa Nota, amb una mitjana d'11.124 per a l'exercici complet), i mostra l'efecte de les incorporacions derivades d'adquisicions i de l'expansió de la xarxa comercial. Ajustant per l'efecte no recurrent de l'IPO, les despeses de personal recurrents se situarien al voltant de 870 milions d'euros, amb un creixement orgànic proper al 14%, més alineat amb l'expansió del negoci. Segons la mateixa Nota, el desglossament dels costos de personal mostra que els salaris representen 645,1 milions d'euros, les cotitzacions socials 127,2 milions d'euros, els costos de pensions 16,0 milions d'euros i les despeses addicionals de personal 176,3 milions d'euros. L'increment dels salaris respecte al 2023 (+16,3%) respon fonamentalment a l'augment de la plantilla i a l'efecte de la inflació sobre les retribucions. En el sector de bellesa de luxe, la despesa de personal se situa habitualment entre el 10% i el 18% dels ingressos, en funció del pes del *retail* propi davant la distribució majorista; en el cas de Puig Brands, S.A., la ràtio del 20,1% el 2024 (18,2% ajustant pel cost de l'IPO) reflecteix l'expansió de la xarxa comercial pròpia i l'aposta per equips de màrqueting, creativitat i gestió de marca (L'Oréal, 2024a; Coty Inc., 2024).

5.3.3 Altres despeses operatives i partides no recurrents

La Nota 10 de la memòria identifica 146,6 milions d'euros en altres despeses operatives el 2024, dels quals 119,5 milions d'euros corresponen a costos directament vinculats a l'IPO, 17,8 milions d'euros a costos de transacció d'adquisicions i 9,3 milions d'euros a altres conceptes (principalment l'esponsorització de la *Puig Women's America's Cup*). Aquestes partides, de naturalesa no recurrent, distorsionen la lectura del resultat operatiu i han de ser ajustades per obtenir una visió fidel del rendiment operatiu subjacent.

Les despeses d'amortització i deteriorament ascendeixen a 210,5 milions d'euros el 2024 (174,1 milions d'euros el 2023); segons la Nota 12 de la memòria, desglossades en amortització d'immobilitzat material (93,4 milions d'euros), amortització d'intangibles (41,2 milions d'euros) i amortització d'actius per dret d'ús (75,9 milions d'euros). L'increment del 20,9% és consistent amb l'expansió de la base d'actius analitzada en l'estudi del balanç.

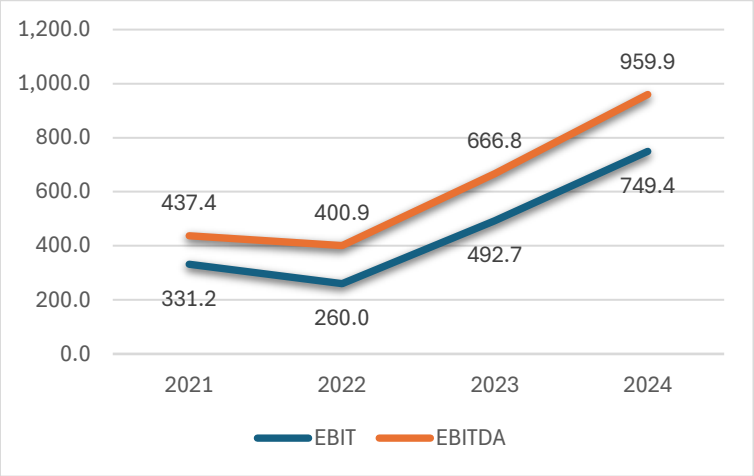
Cal destacar que les marques no s'amortitzen (vida útil indefinida), això implica que l'amortització d'intangibles es concentra en programari i altres drets amb vida útil definida.

Aquesta política comptable, d'acord amb la NIC 38, fa que l'EBITDA sigui una mètrica clau per avaluar el rendiment operatiu del grup, ja que elimina l'efecte de les amortitzacions i permet una comparació més directa amb competidors que poden tenir polítiques d'amortització diferents. En companyies del sector luxe, l'EBITDA sol situar-se entre el 20% i el 30% dels ingressos; el 20,0% de Puig Brands, S.A. (21,7% normalitzat) se situa en el rang inferior d'aquest interval, si bé és propi d'una empresa en fase d'inversió i expansió.

5.4 Resultat operatiu (EBIT) i EBITDA

El gràfic 16 mostra l'evolució de l'EBIT i EBITDA per al període 2021-2024. Tal com es pot observar, l'EBIT ascendeix a 749,4 milions d'euros el 2024, enfront dels 492,7 milions d'euros del 2023, un increment del 52,1%. El marge EBIT se situa en el 15,6%, millorant de forma apreciable respecte a l'11,4% del 2023 i al 7,2% del 2022. Tanmateix, cal tenir present que el 2023 i, especialment, el 2022 van estar impactats per efectes no recurrents de signe contrari.

Gràfic 16. Evolució EBIT i EBITDA 2021-2024 (M€)[15]



Font: elaboració pròpia a partir dels comptes anuals consolidats.

Segons la Nota 6 de la memòria, el resultat operatiu per segments és de 758,7 milions d'euros el 2024 (692,97 milions d'euros el 2023), xifra que difereix de l'EBIT reportat de 749,4 milions d'euros a causa dels costos no recurrents i les eliminacions que no s'assignen a cap segment concret.

[15] Els valors estan expressats en milions d'euros.

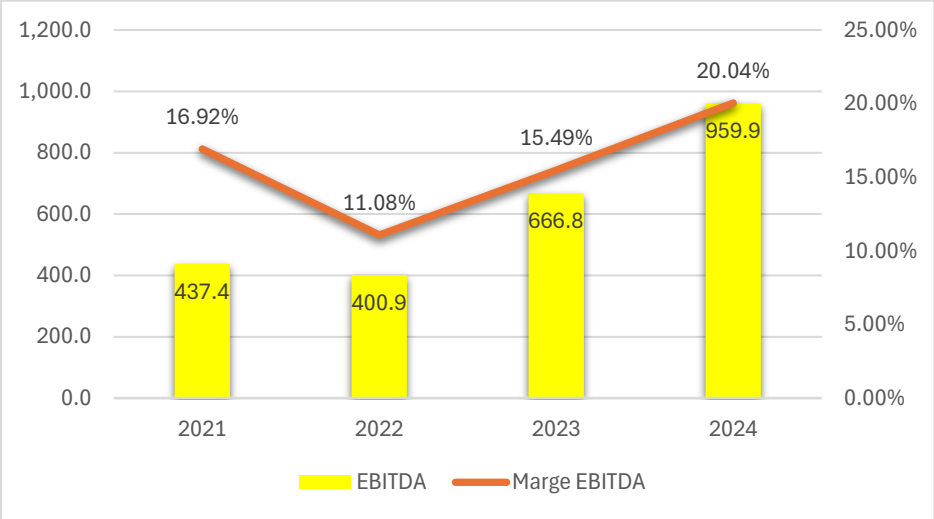
L'EBITDA assoleix els 959,9 milions d'euros el 2024 (666,8 milions d'euros el 2023), amb un marge del 20,0%. L'EBITDA normalitzat[16] se situaria al voltant de 1.039,5 milions d'euros, amb un marge ajustat del 21,7%. Aquesta xifra resulta més representativa de la capacitat recurrent de generació de resultat operatiu del grup.

Per segments, la Nota 6 de la memòria revela diferències notables en rendibilitat. *Fragàncies i Moda* genera un resultat operatiu de 677,6 milions d'euros amb un marge del 19,2%, que es manté com el segment més rendible. Maquillatge obté 44,1 milions d'euros (marge del 5,8%), xifra inferior als 62,2 milions d'euros de 2023, i evidencia una compressió dels marges en aquest segment, possiblement associada a més inversió en expansió de *Charlotte Tilbury*. *Skincare* aporta 37,1 milions d'euros (marge del 7,2%), millorant respecte als 43,6 milions d'euros de 2023 en termes de marge relatiu donat el menor volum de vendes.

La lectura creuada dels segments permet concloure que la rendibilitat del grup recau fonamentalment en el negoci de fragàncies, on Puig Brands, S.A. disposa d'una posició competitiva consolidada i de marques amb alt poder de fixació de preus. Els segments de *Maquillatge* i *Skincare*, tot i ser estratègics per al creixement futur, es troben encara en fase d'inversió, amb marges inferiors als del negoci de fragàncies.

En el gràfic 17 es detalla l'evolució del Resultat abans d'interessos, impostos, depreciacions i amortitzacions (EBITDA), juntament amb el seu marge per al període 2021–2024:

Gràfic 17. Evolució EBITDA i marge EBITDA



Font: elaboració pròpia a partir dels comptes anuals consolidats.

[16] L'EBITDA normalitzat és l'EBITDA reportat ajustat per l'eliminació de partides no recurrents. En aquest cas, s'exclouen els 119,5 milions d'euros en costos directes de l'OPI i els 94,3 milions d'euros del premi excepcional als empleats, ambdós identificats a la Nota 10 i Nota 11 de la memòria respectivament.

5.5 Resultat financer

El resultat financer presenta un canvi de signe molt significatiu: passa de −87,4 milions d'euros el 2023 a +19,4 milions d'euros el 2024. Segons la Nota 13 de la memòria, el resultat es desglossa en ingressos financers (106,5 milions d'euros), despeses financeres (−76,8 milions d'euros) i diferències de canvi (−10,3 milions d'euros).

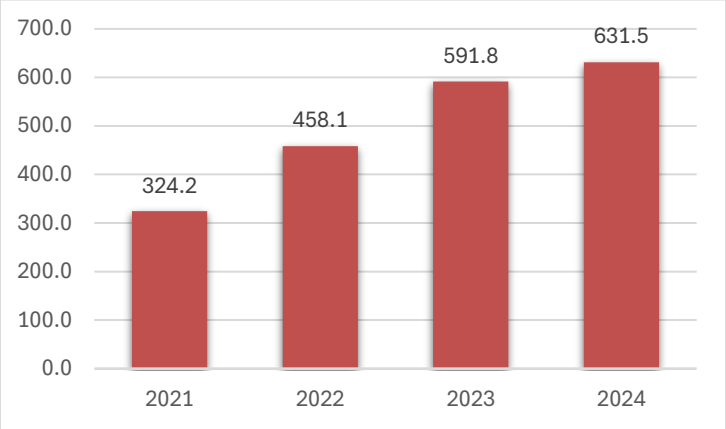
La partida determinant és l'anomenada *Altres ingressos financers* (Nota 27 de la memòria), per import de 86,6 milions d'euros. Segons la Nota 27 de la memòria, quan Puig Brands, S.A. adquireix una marca, sovint, acorda amb els venedors contraprestacions variables (*earn-outs*) valorades a valor raonable en cada tancament. El 2024, la revisió a la baixa de les projeccions de rendiment ha reduït el passiu per *earn-outs* de 185,9 milions d'euros a 106,8 milions d'euros, reconeixent-se la diferència com a ingrés financer. El 2023, en canvi, la revisió a l'alça va generar una despesa de 25,8 milions d'euros. Aquesta asimetria explica, per si sola, un diferencial de 112,4 milions d'euros entre exercicis i constitueix una partida no operativa, no recurrent i d'elevada volatilitat. Les despeses financeres per deute bancari augmenten a 67,9 milions d'euros (54,4 milions d'euros el 2023), increment que la Nota 13 de la memòria s'atribueix al finançament de l'adquisició de *Dr. Barbara Sturm* i la compra de minoritaris. Les diferències de canvi (−10,3 milions d'euros) milloren respecte al 2023 (−45,7 milions d'euros), exercici afectat per la depreciació del dòlar i la lliura, a més del peso argentí.[17] Eliminant l'efecte dels *earn-outs*, el resultat financer recurrent se situaria al voltant de −67 milions d'euros,[18] xifra d'acord amb el nivell d'endeutament descrit en la Nota 25 de la memòria

[17] Puig Brands, S.A. té operacions internacionals significatives als Estats Units (dòlar), Regne Unit (lliura) i Argentina (peso). Les fluctuacions d'aquestes monedes impacten directament els resultats consolidats en €.
[18] Càlcul aproximat basat en les despeses financeres reportades a la Nota 13 dels comptes anuals, eliminant l'efecte dels earn-outs i altres partides financeres no recurrents.

5.6 Resultat abans d'impostos

El gràfic 18 mostra la comparació entre el Resultat abans d'impostos (RAI) dels diferents períodes 2021-2024:

Gràfic 18. Evolució RAI 2021-2024



Font: elaboració pròpia a partir dels comptes anuals consolidats.

El resultat abans d'impostos (RAI) ascendeix a 631,5 milions d'euros el 2024 (591,8 milions d'euros el 2023), amb un increment del 6,7%. Aquesta taxa de creixement, molt inferior a la de l'EBIT (+52,1%), s'explica pel fet que el 2023 incloïa un efecte positiu de 187,8 milions d'euros per revaloració d'existències en adquisicions, mentre que el 2024 incorpora 119,5 milions d'euros en costos d'IPO que redueixen el RAI. La despesa fiscal ascendeix a 150,0 milions d'euros (143,3 milions d'euros el 2023), situant la taxa impositiva efectiva en el 23,7%, lleugerament per sota del 24,2% del 2023. L'estabilitat de la taxa fiscal suggereix que els ajustos no recurrents no generen distorsions significatives en la tributació.

5.7 Resultat net atribuït

El resultat net atribuït als accionistes de la societat dominant ascendeix a 530,7 milions d'euros el 2024, enfront dels 465,2 milions d'euros del 2023, la qual cosa suposa un increment del 14,1%. El marge net se situa en l'11,1%. Millora respecte al 10,8% de l'exercici anterior.

El resultat per acció bàsic (BPA) assoleix els 0,98€ el 2024, enfront de 0,82€ el 2023, amb un increment del 19,5%. El nombre d'accions mitjà ponderat el 2024 és de 540,5 milions d'accions, inferior als 567,0 milions d'accions del 2023, a conseqüència dels moviments d'autocartera i de les conversions d'accions vinculades a l'IPO. El BPA normalitzat, ajustant per partides no recurrents, se situa en 1,24€, xifra que reflecteix millor la capacitat recurrent de generació de benefici per acció. La participació de minoritaris es redueix de 34,7 milions d'euros el 2023 a 11,9 milions d'euros el 2024, evolució alineada amb l'adquisició de participacions minoritàries a Byredo i Prado Investments descrita en l'anàlisi del passiu.

5.8 Conclusions Compte Pèrdues i Guanys

Els ingressos passen de 2.585 milions d'euros a 4.789,8 milions d'euros entre 2021 i 2024 (+85% acumulat). El creixement de l'últim exercici és de l'11,3%, lleugerament per sobre del mercat global de fragàncies *prèmium* (10–12%). Això significa que Puig Brands, S.A. guanya quota de mercat, no que es limita a seguir la tendència del sector.

L'important per a la hipòtesi no són les xifres absolutes sinó la qualitat del resultat. El marge brut es manté estable al voltant del 75%, propi de les companyies de bellesa de luxe. L'EBITDA ajustat creix un 14,1% fins als 969 milions d'euros, amb expansió del marge de 20 punts bàsics. L'EBIT creix un 52%, per sobre dels ingressos, i valida el palanquejament financer operatiu positiu.

Els costos no recurrents de l'IPO (213,8 milions d'euros en total: 119,5 milions d'euros directes i 94,3 milions d'euros del premi excepcional a empleats) distorsionen la lectura del benefici net reportat, que cau aparentment un 26,5%. Ajustant per aquestes partides, el resultat recurrent continua creixent a doble dígit. Els titulars negatius de la primera presentació post-IPO van erosionar el sentiment del mercat, però no reflectien deteriorament operatiu.

Per segments, la rendibilitat recau sobre *Fragàncies i Moda* (marge operatiu del 19,2% sobre el 73,9% dels ingressos). *Maquillatge i Skincare* aporten menys marge, però creixen, especialment *Skincare* amb un +19,8% interanual. La concentració en fragàncies és elevada i comparable a Interparfums, que cotitza a 18,5x EV/EBITDA, dada útil per a la discussió del descompte. El resultat financer canvia de signe (de −87,4 a +19,4 milions d'euros) per la revisió a la baixa dels *earn-outs*. És no recurrent: ajustant per aquesta partida, el resultat financer recurrent queda al voltant de −67 milions d'euros, coherent amb el nivell de deute.

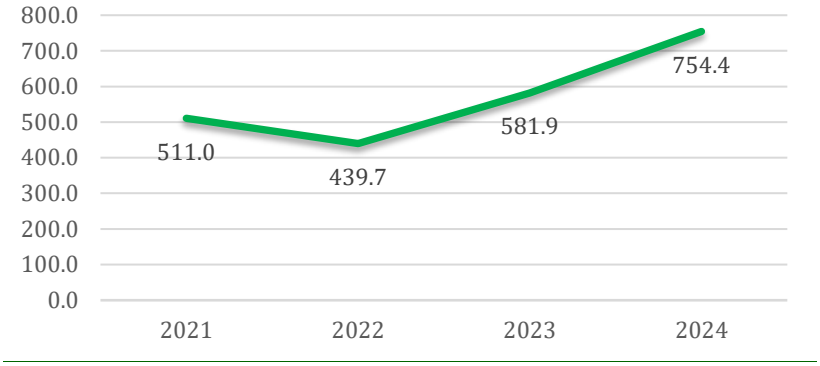
6. Estudi de l'Estat de Fluxos d'Efectiu

L'estat de fluxos d'efectiu constitueix el tercer pilar de l'anàlisi dels estats financers i permet avaluar la capacitat real de l'empresa per generar tresoreria, finançar la seva expansió i atendre les seves obligacions. A diferència del compte de pèrdues i guanys, que està subjecta a criteris de meritació comptable, el flux d'efectiu posa de manifest moviments reals de caixa i ofereix, per tant, una perspectiva complementària i sovint més reveladora de la salut financera del grup. A l'Annex III es mostren les partides de l'Estat de Fluxos d'Efectiu (EFE) per als anys d'estudi. L'anàlisi s'estructura en tres blocs: fluxos d'explotació (operatius), fluxos d'inversió i fluxos de finançament. Per a cadascun, s'examina l'evolució durant el període 2021–2024 i es contrasten les xifres amb la informació de les notes de la memòria per identificar els factors explicatius i la qualitat dels fluxos generats.

6.1 Fluxos d'efectiu d'explotació

En el gràfic 19 es presenta l'evolució del flux d'efectiu d'explotació (*operating cash flow*) per al període 2021–2024:

Gràfic 19. Evolució del EFE 2021-2024 (M€)[19]



Font: elaboració pròpia a partir dels comptes anuals consolidats.

Els fluxos d'efectiu d'explotació constitueixen l'indicador més fiable per avaluar la capacitat de generació de caixa operativa del negoci. Segons l'estat de fluxos d'efectiu consolidat, Puig Brands, S.A. genera un flux net d'explotació de 754,4 milions d'euros en 2024 (581,9 milions d'euros en 2023), fet que representa un increment del 29,6% i confirma que la conversió del resultat en tresoreria.

6.1.1 Variació del capital circulant

El punt de partida del flux operatiu és el resultat atribuït, que ascendeix a 530,6 milions d'euros (465,2 milions d'euros el 2023), al qual s'afegeix el resultat de minoritaris per 11,9 milions d'euros (34,7 milions d'euros el 2023). L'estat de fluxos aplica posteriorment els ajustos per partides que no impliquen moviment d'efectiu, entre els quals destaquen les amortitzacions per 210,5 milions d'euros (Nota 12 de la memòria), la despesa financera neta per 58,2 milions d'euros (Nota 25 de la memòria) i les despeses d'arrendament financer per 8,9 milions d'euros (Nota 17 de la memòria). També es reverteix el resultat de les participades per −61,1 milions d'euros (Nota 18 de la memòria), atès que aquest ingrés no implica entrada de caixa fins que es materialitza en forma de dividends rebuts, que s'inclouen posteriorment al flux d'inversió.

Un element diferencial el 2024 és la partida *D'altres ajustos*, que registra −15,3 milions d'euros (enfront de +26,2 milions d'euros el 2023). Segons la Nota 13 de la memòria, altres ingressos financers per 86,6 milions d'euros corresponen al canvi de valoració dels *earn-outs* (Nota 27 de la memòria), partida no monetària que ha de ser eliminada en el flux d'efectiu. La variació

[19] Els valors estan expressats en milions d'euros.

d'aquest ajust entre 2023 i 2024 reflecteix, per tant, l'impacte asimètric dels *earn-outs* descrit en l'anàlisi del resultat financer. És a dir, el que era un ingrés no monetari que s'elimina el 2024, era una despesa no monetària que també s'eliminava al 2023.

El flux brut d'explotació (*Gross Cash flow*), és a dir, el flux generat abans de la variació del capital circulant ascendeix a 713,2 milions d'euros (776,4 milions d'euros el 2023). La reducció respecte a l'exercici anterior s'explica fonamentalment pel menor volum d'ajustaments no monetaris positius, encara que el resultat subjacent és superior.

La variació del capital circulant és un dels elements més reveladors del flux operatiu. El 2024, el capital circulant aporta +41,2 milions d'euros de tresoreria, en contrast amb l'any 2023, en el qual va consumir −194,4 milions d'euros. Aquesta inversió de signe, de 235,6 milions d'euros, és el principal factor que explica la millora del flux d'explotació entre els dos exercicis.

El desglossament del capital circulant, detallat en la Nota 30 de la memòria, revela els següents moviments durant l'any 2024: les existències alliberen +77,6 milions d'euros de caixa (−162,5 milions d'euros el 2023), evolució d'acord amb la reducció de l'inventari brut analitzada en el balanç (Nota 20); els comptes a cobrar comercials consumeixen −77,0 milions d'euros (−96,8 milions d'euros el 2023), increment proporcional al creixement dels ingressos; els proveïdors comercials aporten +5,8 milions d'euros (−26,8 milions d'euros el 2023), va estabilitzar després de la reducció de l'exercici anterior.

Les dues partides restants, altres actius corrents (−92,5 milions d'euros) i altres passius corrents (+127,3 milions d'euros), presenten variacions de magnitud inusualment elevada que mereixen una anàlisi específica, atès que estan parcialment vinculades a la sortida a borsa.

Pel que fa als altres actius corrents, la Nota 21 de la memòria mostra un increment significatiu dels crèdits fiscals pendents de liquidació (Nota 14 de la memòria), que passen de 85,6 milions d'euros a 136,7 milions d'euros (+51,1 milions d'euros). Aquest augment pot estar associat, en part, als crèdits fiscals generats pels costos de l'IPO: d'acord amb la NIC 32, els 33,7 milions d'euros de costos directes de l'emissió d'accions (Nota 23 de la memòria) es van deduir directament del patrimoni net per un import net d'impostos de 25,2 milions d'euros, la qual cosa implica el reconeixement d'un actiu fiscal per la diferència de 8,5 milions d'euros. A més, els comptes a cobrar amb parts vinculades augmenten de 13,9 milions d'euros a 53,0 milions d'euros (Nota 33 de la memòria), increment que reflecteix moviments vinculats a la reestructuració accionarial prèvia i posterior a l'IPO.

Pel que fa als altres passius corrents, la Nota 29 de la memòria revela que els deutes per altres serveis passen de 352,9 milions d'euros a 429,1 milions d'euros (+76,2 milions d'euros), increment que inclou meritacions d'honoraris legals, d'assessorament financer i de comissions

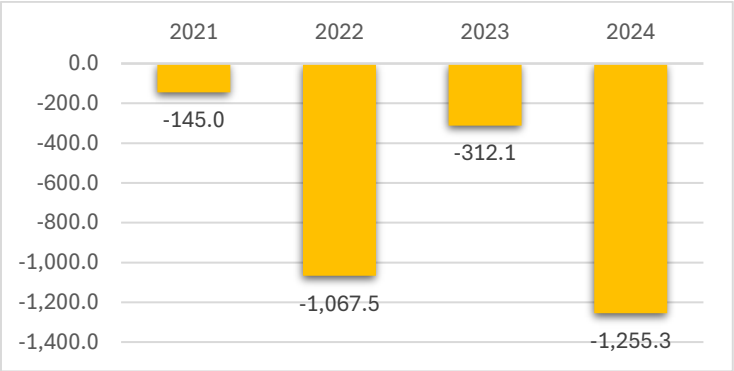
bancàries vinculades al procés de sortida a borsa. Igualment, els deutes fiscals i de Seguretat Social augmenten de 71,2 milions d'euros a 102,5 milions d'euros (+31,3 milions d'euros), variació que pot reflectir les retencions fiscals associades al premi excepcional als empleats de 94,3 milions d'euros reconegut amb motiu de l'IPO (Nota 11 de la memòria). Les provisions operatives també creixen (+25,3 milions d'euros), de manera d'acord amb l'augment de l'activitat comercial.

L'efecte net de la sortida a borsa sobre el capital circulant és ambigu: d'una banda, genera un consum de caixa a través dels crèdits fiscals i comptes a cobrar amb parts vinculades; de l'altra, aporta tresoreria a través de les meritacions de serveis i retencions fiscals encara no pagades a tancament d'exercici. La lectura conjunta d'aquests moviments indica que, sota l'efecte temporal de l'IPO, el negoci operatiu mostra una normalització del circulant després del 2023, especialment en existències, confirmant la millora en la gestió d'estocs apuntada en l'anàlisi del balanç.

6.2 Fluxos d'efectiu d'inversió

El gràfic 20 detalla els Fluxos d'Efectiu d'Inversió (FEI) per al període 2021-2024.

Gràfic 20. Evolució FEI 2021-2024 (M€)[20]



Font: elaboració pròpia a partir dels comptes anuals consolidats.

S'observa que els fluxos d'inversió assoleixen −1.255,3 milions d'euros el 2024, un volum molt superior als −312,1 milions d'euros del 2023 i el més elevat del període analitzat el 2022 (−1.067,5 milions d'euros, exercici de l'adquisició de Byredo). Aquesta xifra indica la intensitat de les operacions corporatives realitzades durant l'exercici.

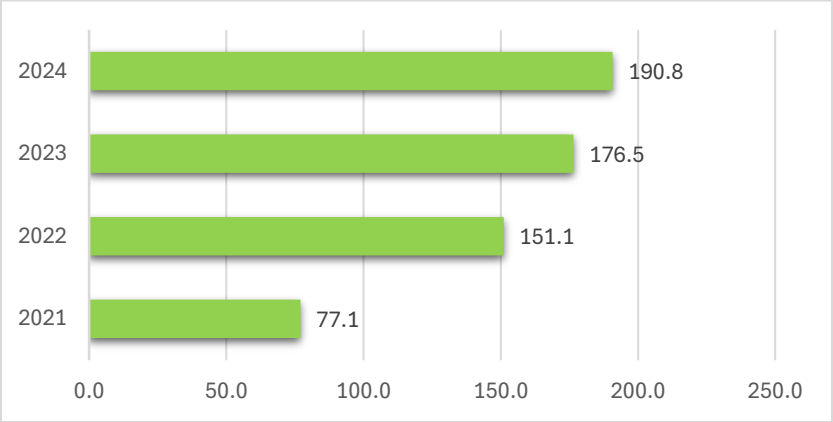
6.2.1 Inversions en actiu fix (CAPEX)

Les inversions en immobilitzat material i intangible, Capital Expenditure (CAPEX), com es veu en el gràfic 21, ascendeixen a 190,8 milions d'euros el 2024 (176,5 milions d'euros el 2023),

[20] Els valors estan expressats en milions d'euros.

segons les notes 15 i 16 de la memòria. En termes relatius, el CAPEX representa el 4,0% dels ingressos nets, proporció moderada que és característica del model de negoci del sector de luxe, on la inversió es concentra més en actius intangibles (marques, adquisicions) i en publicitat que en infraestructura productiva.

Gràfic 21. Evolució del flux de CAPEX 2021-2024 (M€)[21]



Font: elaboració pròpia a partir dels comptes anuals consolidats.

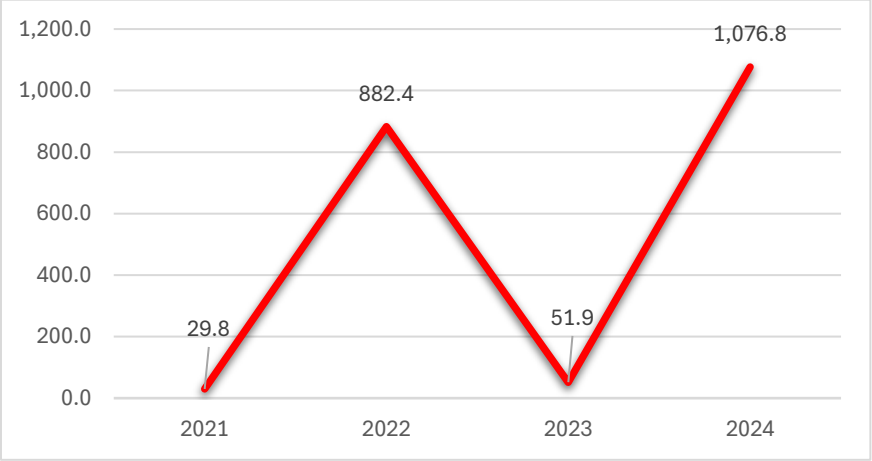
L'evolució del CAPEX al llarg del període 2021–2024 mostra un increment progressiu: 77,1 milions d'euros el 2021, 151,1 milions d'euros el 2022, 176,5 milions d'euros el 2023 i 190,8 milions d'euros el 2024. Aquesta trajectòria és consistent amb l'expansió de la xarxa comercial, la inversió en centres logístics i operatius i la integració d'actius procedents d'adquisicions, tal com s'ha descrit en la Nota 6 de la memòria en relació amb el creixement de l'immobilitzat material. El *free cash flow* (flux d'explotació menys CAPEX) se situa en 563,5 milions d'euros el 2024 (404,0 milions d'euros el 2023). La generació de caixa lliure creix de forma sostinguda.

6.2.2 Adquisicions i operacions corporatives

La partida més gran del flux d'inversió el 2024 és el conjunt d'adquisicions i compres de participacions minoritàries, que totalitzen els 1.076,8 milions d'euros. Segons les Notes 3 i 5 de la memòria, aquest import es desglossa en dos components principals. El gràfic 22 mostra l'evolució d'aquesta partida.

[21] Els valors estan expressats en milions d'euros.

Gràfic 22. Evolució Adquisicions i Operacions Corp. 2021-2024 (M€)[22]



Font: elaboració pròpia a partir dels comptes anuals consolidats.

En primer lloc, l'adquisició del 65% de *Dr. Barbara Sturm* per 275,8 milions d'euros en efectiu (Nota 5 de la memòria), operació que ha generat un fons de comerç de 313,4 milions d'euros i ha incorporat intangibles identificables (marca i relacions amb clients) per 182 milions d'euros a valor raonable. La Nota 5 de la memòria precisa que els costos de transacció associats van ascendir a 5,7 milions d'euros (registrats en el compte de resultats, Nota 10 de la memòria) i que es van acordar opcions put-call sobre el 35% restant valorades inicialment en 159,7 milions d'euros (Nota 27 de la memòria).

En segon lloc, la compra de participacions minoritàries a Byredo AB i Prado Investments, Ltd per una contraprestació total de 856,8 milions d'euros (Nota 3 de la memòria). Segons la Nota 27 de la memòria, aquesta operació va reduir els passius per combinacions de negocis de 2.177,7 milions d'euros a 1.072,9 milions d'euros, ja que una part considerable del pagament va cancel·lar les opcions *put-call*[23] prèviament registrades com a passiu. La diferència entre la contraprestació pagada i el passiu cancel·lat (181,6 milions d'euros) va generar un impacte positiu en reserves. Paral·lelament, Puig Brands, S.A. va renegociar l'opció *put-call* sobre Charlotte Tilbury, estenent-la del 2026 al període 2026–2031, amb un impacte positiu en patrimoni net de 197,5 milions d'euros derivat de la revisió de múltiples i l'extensió temporal del descompte.

La resta del flux d'inversió inclou dividends rebuts de 14,7 milions d'euros (25,5 milions d'euros el 2023), segons la Nota 18 de la memòria, que corresponen a la retribució de les inversions en associades com Isdin, Granado o Lonia; moviments nets d'actius financers per +18,0 milions d'euros (Nota 19 de la memòria), que indiquen una desinversió neta; i préstecs nets a

[22] Els valors estan expressats en milions d'euros.
[23] Opció put-call: dret contractual que permet a Puig Brands, S.A. comprar (call) participacions minoritàries a un preu futur acordat, o als anteriors accionistes vendre-les (put) al mateix preu. Es registren com a passius fins que s'exerceixen.

parts vinculades per −5,8 milions d'euros (Nota 33 de la memòria), xifra notablement inferior als −79,1 milions d'euros de 2023, exercici en el qual es van concedir préstecs a la família Puig Brands, S.A. en el context de la reestructuració accionarial prèvia a l'IPO.

6.3 Fluxos d'efectiu de finançament

Els fluxos de finançament registren una entrada neta de +538,3 milions d'euros el 2024, en contrast amb la sortida de −98,0 milions d'euros del 2023. El canvi de signe s'explica per la sortida a borsa i els moviments de deute associats.

6.3.1 Ampliació de capital (IPO)

La partida principal és l'ampliació de capital per 1.377,1 milions d'euros (Nota 23 de la memòria), corresponent a l'emissió de 51.020.408 noves accions de Classe B en el marc de l'IPO, amb un preu de col·locació de 24,50€ per acció. Tal com s'ha analitzat en l'estudi del patrimoni net, d'aquest import, només 3,1 milions d'euros corresponen a valor nominal i la resta (1.246,9 milions d'euros) a prima d'emissió. Addicionalment, es van emetre 17.166.618 accions addicionals de Classe B subscrites pels accionistes minoritaris per 420,6 milions d'euros (Nota 3 i 27 de la memòria).

6.3.2 Moviments de deute

L'exercici 2024 es caracteritza per un intens procés de desendeutament. Puig Brands, S.A. va obtenir nous préstecs per 658,6 milions d'euros (Nota 25 de la memòria), principalment línies de crèdit revolvent per finançar l'adquisició de *Dr. Barbara Sturm* i la compra de minoritaris, que posteriorment van ser reemborsades. Simultàniament, els reemborsaments de deute bancari i interessos ascendeixen a 1.224,9 milions d'euros, xifra que inclou amortitzacions ordinàries per 266 milions d'euros i amortitzacions anticipades parcials per 200 milions d'euros de dos préstecs contractats el 2022, segons la Nota 25 de la memòria.

El resultat net d'aquests moviments és una reducció del deute financer de −566,3 milions d'euros (658,6 − 1.224,9 milions d'euros), d'acord amb la reducció del deute net de 1.509,7 milions d'euros a 1.068,1 milions d'euros descrita en l'anàlisi del passiu. La ràtio de palanquejament financer (deute net / EBITDA ajustada) se situa en 1,1x, confortablement per sota del llindar de 2,0x fixat per la companyia com a objectiu a mitjà termini.

El reemborsament de deute d'arrendaments (IFRS 16) ascendeix a 79,6 milions d'euros (62,8 milions d'euros el 2023), segons la Nota 17 de la memòria. L'augment reflecteix els compromisos per arrendament vinculats a l'expansió de la xarxa comercial i logística.

6.3.3 Dividends i autocartera

Puig Brands, S.A. va distribuir dividends per 192,5 milions d'euros el 2024 (181,3 milions d'euros el 2023). Segons la Nota 23 de la memòria, la major part d'aquesta distribució correspon al dividend de 186,1 milions d'euros amb càrrec a prima d'emissió aprovat el 5 d'abril de 2024, abans de l'IPO, al qual s'afegeixen els dividends ordinaris de l'exercici. Els moviments d'autocartera van ser mínims (−0,4 milions d'euros nets), en contrast amb els −108,4 milions d'euros de 2023 quan Puig Brands, S.A. va adquirir 21 milions d'accions pròpies de Puig, S.L. per 344,8 milions d'euros, compensats parcialment per lliuraments i vendes d'accions vinculades a plans d'incentius.

6.4 Variació neta de tresoreria i posició final

La combinació dels tres blocs de fluxos genera un increment net de tresoreria de +29,7 milions d'euros el 2024 (+142,9 milions d'euros el 2023). La posició de tresoreria final se situa en 882,6 milions d'euros, lleugerament per sobre dels 852,9 milions d'euros del tancament de 2023. Segons la Nota 22 de la memòria, aquesta tresoreria es compon de 528,7 milions d'euros en comptes corrents bancaris i 353,9 milions d'euros en equivalents d'efectiu (dipòsits a termini inferior a tres mesos).

L'efecte de les diferències de canvi sobre la tresoreria és de −7,7 milions d'euros el 2024 (−29,0 milions d'euros el 2023). La millora és en línia amb la menor volatilitat canviària observada el 2024 respecte al 2023, exercici en el qual, com s'ha descrit en la Nota 13 de la memòria, la depreciació del dòlar i la lliura esterlina va tenir un impacte significatiu. L'exposició multinacional de Puig Brands, S.A., amb operacions a EMEA (55% dels ingressos), Amèrica (36%) i Àsia-Pacífic (10%), genera un risc de canvi estructural que, no obstant això, queda parcialment mitigat per la política de cobertura de divises descrita en la Nota 26 de la memòria (instruments financers derivats).

6.5 Anàlisi de la qualitat dels fluxos i free cash flow

El *free cash flow* (FCF), definit com el flux d'explotació menys CAPEX, ascendeix a 563,5 milions d'euros el 2024 (404,0 milions d'euros el 2023), amb un creixement del 39,5%. La ràtio de conversió de caixa (FCF / resultat net atribuït) se situa en el 106%, això indica que el grup converteix més del 100% del seu benefici en caixa lliure. Aquesta ràtio supera clarament el 87% del 2023, exercici en què l'acumulació d'inventari va penalitzar la generació de caixa.

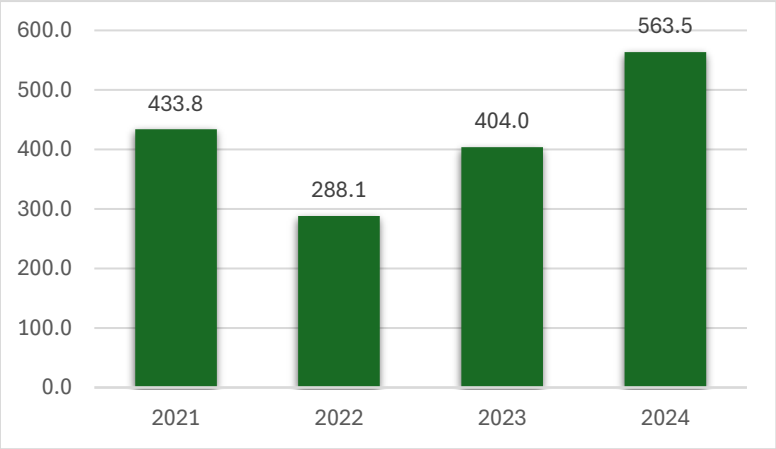
L'evolució de l'FCF al llarg del període 2021–2024 confirma una trajectòria ascendent: 433,8 milions d'euros (2021), 288,1 milions d'euros (2022), 404,0 milions d'euros (2023) i 563,5 milions d'euros (2024). El descens del 2022 s'explica per l'efecte del capital circulant (−158,4

milions d'euros) i pel fort increment del CAPEX (+74,0 milions d'euros fins als 151,1 milions d'euros), factors vinculats a la integració de les adquisicions realitzades aquest exercici. La recuperació posterior confirma que les inversions realitzades generen retorn en forma de més flux de caixa operatiu.

Pel que fa a la sostenibilitat, l'FCF de 2024 cobreix sobradament el dividend distribuït (192,5 milions d'euros), amb una ràtio de cobertura de 2,9x. Això implica que Puig Brands, S.A. disposa d'un marge ampli per finançar el creixement futur (orgànic i inorgànic) sense comprometre la política de retribució als accionistes ni incrementar l'endeutament, un tret que els inversors valoren en companyies recentment cotitzades.

En conclusió, l'estat de fluxos d'efectiu de 2024 dibuixa una imatge en línia amb la transformació financera de Puig Brands, S.A.: un negoci operatiu que genera caixa de manera creixent i consistent, combinat amb un any d'inversió intensa en la consolidació de marques, finançat principalment amb els recursos captats en l'IPO i amb el sanejament del balanç. La normalització del capital circulant, la generació d'un FCF superior als 560 milions d'euros i la ràtio de palanquejament financer d'1,1x deixen una posició de partida sòlida per als exercicis futurs. En el gràfic 23 es presenta l'evolució del flux de caixa lliure (*free cash flow*) per al 2021-2024:

Gràfic 23. Evolució FCF 2021-2024 (M€)[24]



Font: elaboració pròpia a partir dels comptes anuals consolidats.

[24] Els valors estan expressats en milions d'euros.

6.6 Conclusions Estats de Flux d'Efectiu

El flux d'explotació assoleix 754,4 milions d'euros el 2024 (+29,6% interanual). La clau és la inversió de signe del capital circulant: passa de consumir 194 milions d'euros el 2023 a aportar 41 milions d'euros el 2024, sobretot per l'alliberament d'inventari (+77,6 milions d'euros) que corrobora la millora de gestió d'estocs observada en el balanç.

El flux d'inversió és de −1.255 milions d'euros, el segon més alt del període després del 2022. Reflecteix una decisió estratègica clara: usar els fons de l'IPO per accelerar adquisicions (Dr. Barbara Sturm i adquisició de minoritaris de Byredo i Prado: 1.132,6 milions d'euros en total) i reforçar l'operativa (CAPEX: 190,8 milions d'euros en inversions en PPE, més 79,6 milions d'euros en reemborsaments d'arrendaments IFRS 16).

El flux de finançament és de +538,3 milions d'euros, dominat pels 1.250 milions d'euros de l'IPO. Aquesta tresoreria es fa servir per reduir deute en 442 milions d'euros i distribuir un dividend de 186 milions d'euros contra prima d'emissió, aprovat abans de l'IPO. És legítima, però els inversors entrants han pogut percebre-la com una transferència de valor dels nous als antics accionistes, cosa que probablement ha contribuït al deteriorament del sentiment.

La mètrica clau d'aquest capítol és el *free cash flow*: 563,5 milions d'euros el 2024 (+39,5%). La conversió de caixa (FCF sobre benefici net atribuït) és del 106%. Puig Brands, S.A. converteix més del 100% del seu resultat comptable en caixa lliure disponible. És un nivell excepcional dins del sector i supera el 87% del 2023, exercici penalitzat per l'acumulació d'inventari. L'FCF cobreix 2,9 vegades el dividend distribuït.

7. Anàlisi de Ràtios Financeres

L'anàlisi de ràtios financeres permet sintetitzar la informació continguda en els estats financers i oferir una visió integrada de la liquiditat, la solvència, l'eficiència operativa i la rendibilitat de Puig Brands, S.A. diferència de l'estudi individualitzat de cada estat financer, les ràtios estableixen relacions entre magnituds que permeten avaluar la coherència global del model de negoci i identificar tendències que no s'observen en l'anàlisi de partides aïllades. Per a l'anàlisi de ràtios s'ha utilitzat la base de dades Refinitiv, plataforma estàndard de dades financeres que recopila informació de mercats regulats. Refinitiv fa servir el cost de béns venuts (COGS) de la seva base de dades pròpies, que pot diferir dels importants reportats a la memòria de Puig Brands, S.A. Aquestes discrepàncies s'assenyalaran quan siguin importants per a la interpretació dels resultats.

L’anàlisi s'estructura en cinc blocs: liquiditat, solvència i palanquejament financer, rendibilitat, eficiència operativa i productivitat. Per a cada ràtio, s'examina l'evolució temporal 2021–2024 i, quan és pertinent, es contrasta amb la informació de les notes de la memòria per contextualitzar els resultats.

7.1 Ràtios de liquiditat

A l’Annex IV es presenta l'evolució de la ràtio de liquiditat en els períodes 2021-2024, així com la forma de càlcul per a cada variable.

La ràtio de liquiditat corrent se situa en 1,36x el 2024 (1,40x el 2023, 1,64x el 2022 i 1,57x el 2021). La tendència és lleugerament descendent, la qual cosa reflecteix el creixement proporcionalment més gran del passiu corrent respecte a l’actiu corrent, tal com s'ha descrit en l’anàlisi del balanç. No obstant això, el nivell d'1,36x es manté per sobre del llindar d'1,0x i indica que l’empresa disposa d'actius corrents suficients per cobrir les seves obligacions a curt termini.

La ràtio de liquiditat ràpida (*quick*), que exclou les existències de l'actiu corrent, se situa en 0,96x el 2024 (0,92x el 2023, 1,11x el 2022 i 1,20x el 2021). El descens progressiu s'explica per l'increment del passiu corrent, especialment del deute financer a curt termini, que passa de 183,3 milions d'euros el 2021 a 601,7 milions d'euros el 2024 (Nota 25 de la memòria), combinat amb un creixement més moderat de la tresoreria. El fet que el *quick* se situï lleugerament per sota d'1,0x el 2024 no és necessàriament un senyal d'alarma, atès que Puig Brands, S.A. disposa de 905 milions d'euros en línies de crèdit no disposades (Nota 25 de la memòria) que proporcionen un coixí de liquiditat addicional no reflectit en aquesta ràtio.

La ràtio de liquiditat i, el Deute Financer Net, milloren relativament a causa que, com s'esmenta en la Nota 19, Puig Brands, S.A. va cancel·lar comptes a cobrar del consolidat mitjançant *Factoring* sense recurs, per import de 136 milions d'euros. Aquesta maniobra també la van fer en l'exercici 2023 per 126 milions d'euros i que segueix la tendència de millorar la posició deutora de l'empresa durant la IPO.

El capital circulant sobre actius totals se situa en el 8% el 2024, en línia amb el 9% del 2023, però per sota de l'11% del 2021–2022. Aquesta compressió segueix la transformació del balanç descrita anteriorment: un actiu que creix per adquisicions (principalment no corrent) i un passiu corrent que augmenta pel deute financer i els meritaments vinculats a l'IPO (Nota 29 de la memòria).

7.2 Ràtios de solvència i palanquejament financer

A la taula 2 es presenta l'evolució de les ràtios de solvència i de palanquejament financer durant els períodes 2021-2024, així com la seva forma de càlcul.

Taula 2. Ràtios Solvència i Palanquejament financer[25]

RÀTIOS DE SOLVÈNCIA I PALANQUEJAMENT — PUIG BRANDS SA					
Ràtio	**Descripció / Font**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**
Deute Total / Actius Totals	**Total Debt % of Total Assets**	**23.1%**	**29.4%**	**31.9%**	**23.9%**
Deute total (M€)	Debt - Total	1,177.0	2,091.9	2,460.9	2,054.8
Deute Total / Patrimoni Net	**Total Debt % of Total Equity**	**112.3%**	**219.8%**	**256.6%**	**58.1%**
Patrimoni net (M€)	Common Equity - Total	1,040.4	944.9	949.9	3,526.1
Deute Total / Capital Total	**Total Debt % of Total Capital**	**52.9%**	**68.7%**	**72.0%**	**36.7%**
Ràtio de Cobertura d'Interessos (x)	EBIT / Despeses financeres	12.3x	7.9x	8.3x	9.8x
Deute Net (M€)	**Deute total – Tresoreria**	**484.4**	**1,381.9**	**1,604.9**	**1,170.4**
Deute Net / EBITDA (x)	Deute net / EBITDA	1.1x	3.4x	2.4x	1.2x
Nota: objectiu intern ≤2,0x (presentació FY2024)	*Guidance companyia*	*n.d.*	*n.d.*	*n.d.*	*≤2.0x*

Font: elaboració pròpia a partir dels comptes anuals consolidats.

El deute total sobre actius totals se situa en el 23,9% el 2024, una reducció significativa respecte al 31,9% del 2023 i al 29,4% del 2022, i pràcticament en línia amb el 23,1% del 2021. Aquesta evolució mostra l'impacte directe del desendeutament finançat amb els recursos de l'IPO: la reducció del deute total de 2.460,9 milions d'euros a 2.054,8 milions d'euros, combinada amb l'increment dels actius totals fins als 8.603,2 milions d'euros, situa el palanquejament financer en nivells preadquisicions.

La ràtio de deute sobre patrimoni net experimenta el canvi més gran de totes les ràtios analitzades: passa del 256,6% el 2023 al 58,1% el 2024. Aquesta variació, de gairebé 200 punts percentuals, s'explica íntegrament per l'increment del patrimoni net derivat de l'IPO (de 949,9 milions d'euros a 3.526,1 milions d'euros, Nota 23 de la memòria). És un canvi que modifica el perfil de risc financer de la companyia de la companyia: Puig Brands, S.A. passa de ser una empresa fortament palanquejada a tenir una estructura de capital conservadora. L'estructura del capital es pot veure en l'apartat 4.2 d'aquest treball. El deute sobre capital total (deute + patrimoni net) confirma la mateixa lectura: passa del 72,0% el 2023 al 36,7% el 2024. En termes d'estructura de capital, això implica que el finançament del grup es reequilibra a favor dels recursos propis, reduint la dependència del deute i, per tant, el cost del capital i el risc de refinançament.

La ràtio de cobertura d'interessos (EBIT / despeses financeres) se situa en 9,8x el 2024 (8,3x el 2023 i 7,9x el 2022). La millora progressiva confirma que la capacitat de generació de resultat operatiu creix a un ritme superior al del cost del deute.

[25] Els valors que no són ràtios, estan expressats en milions d'euros.

Un nivell de 9,8x es considera molt confortable i indica que l'empresa podria absorbir una reducció substancial del resultat operatiu abans de tenir dificultats per atendre les despeses financeres. La ràtio de palanquejament financer (deute net / EBITDA ajustada) d'1,1x, segons la presentació de resultats FY2024[26], reforça aquesta conclusió i se situa còmodament per sota del llindar de 2,0x fixat per la companyia.

7.3 Ràtios de rendibilitat

La rendibilitat sobre els fons propis (ROE) se situa en el 23,7% el 2024, una reducció notable respecte al 49,1% del 2023, tal com es presenta a l'Annex IV en la taula de ràtios de rendibilitat. No obstant això, la lectura directa d'aquesta evolució seria enganyosa sense considerar que el denominador (patrimoni net) s'ha multiplicat per 3,7 vegades per l'efecte de l'IPO. El resultat net ha crescut un 14,1%, però el patrimoni net ha augmentat un 271%, i mecànicament comprimeix el ROE.

Segons la descomposició DuPont,[27] la descomposició del ROE en els seus components revela que el 2024 presenta un marge sobre actius (*pretax* ROA) del 7,7% (8,0% el 2023), pràcticament estable; una rotació d'actius del 0,59x (0,58x el 2023), també estable; i un multiplicador de patrimoni net (actius / *equity*) de 3,63x (7,76x el 2023). És aquest últim factor el que explica la caiguda del ROE: la reducció del palanquejament financer, tot i ser positiva des del punt de vista del risc, comprimeix mecànicament la rendibilitat financera. Això és com preveu la teoria financera: un menor palanquejament financer implica menys risc, però també menys amplificació del retorn.

El 23,7% de ROE, tot i ser inferior al del 2023, continua sent un nivell atractiu en termes absoluts i d'acord amb empreses del sector de luxe amb estructures de capital similars posteriors a una IPO.

La rendibilitat sobre actius totals (ROA) se situa en el 6,7% el 2024, estable respecte al 6,7% del 2023 i al 6,8% del 2022. Aquesta estabilitat és remarcable perquè es produeix en un context d'expansió significativa dels actius totals (de 7.711 milions d'euros a 8.603 milions d'euros), i el creixement del resultat ha estat proporcionat al creixement de la base d'actius. El ROA mesura l'eficiència amb què l'empresa utilitza els seus actius per generar benefici, i la seva estabilitat valida que les adquisicions realitzades (Dr. Barbara Sturm, minoritaris de Byredo) no han diluït la rendibilitat del conjunt.

[26] Fiscal Year 2024.

[27] Anàlisi DuPont: metodologia que descompon la rendibilitat sobre el patrimoni net (ROE) en tres factors: marge de benefici (ROA), rotació d'actius i multiplicador de patrimoni net (palanquejament financer financer). Permet identificar quins factors impulsen o frenen la rendibilitat.

El retorn sobre capital invertit (ROIC) se situa en el 13,1% el 2024 (15,8% el 2023). La lleugera reducció s'explica, de nou, per l'increment de la base de capital invertit després de l'IPO. El ROIC és la mètrica més útil per avaluar si l'empresa genera valor per als seus accionistes: un ROIC del 13,1% que supera sensiblement el cost del capital estimat (WACC) del 10–13% indicat en la Nota 16 de la memòria per a les CGUs del grup apunta al fet que Puig Brands, S.A. continua creant valor, tot i que el marge de creació de valor s'ha reduït respecte a exercicis anteriors.

7.4 Ràtios de marges

L'evolució dels marges operatius sintetitza l'analitzat en el compte de pèrdues i guanys. El marge brut se situa en el 74,9% el 2024, el marge EBITDA en el 20,0% i el marge EBIT en el 15,6%. El marge net és de l'11,3% (11,6% el 2023). Cal recordar que les ràtios de Refinitiv utilitzen el marge brut calculat amb el Cost of Goods Sold (COGS) de la base de dades (1.201,7 milions d'euros el 2024, però 1.276,7 milions d'euros el 2023), i genera un marge brut del 70,3% el 2023 que difereix del 74,7% obtingut amb el cost de vendes de la memòria (1.088,9 milions d'euros), tal com s'ha explicat a la secció 5.2.

La taxa impositiva efectiva se situa en el 23,7% el 2024 (24,2% el 2023), estable i dins dels paràmetres esperats per a un grup multinacional amb presència fiscal diversificada. El 47,4% del 2021 és atípic i reflecteix ajustos fiscals extraordinaris d'aquell exercici.

7.5 Ràtios d'eficiència operativa

Les ràtios d'eficiència operativa mesuren la velocitat amb què l'empresa converteix les seves partides del circulant en efectiu. Constitueixen un complement essencial de l'anàlisi del capital circulant realitzat a la secció del flux d'efectiu.

El període mitjà de cobrament (*Average Receivables Collection Days*) se situa en 48,7 dies el 2024 (42,9 dies el 2023 i 40,4 dies el 2022). L'allargament progressiu és d'acord amb l'expansió de la xarxa comercial i l'exposició més gran al canal de distribució, però el nivell es manté dins del rang sectorial de 35–60 dies comentat en l'anàlisi del balanç. L'augment de gairebé 6 dies en un exercici mereix atenció en pròxims tancaments per confirmar si es tracta d'un efecte puntual o d'una tendència estructural.

El període mitjà de pagament (*Average Payables Payment Days*) se situa en 67,2 dies el 2024 (64,6 dies el 2023), un increment lleuger que reflecteix la capacitat de Puig Brands, S.A. per negociar terminis de pagament favorables amb els proveïdors, atribut habitual en companyies amb posició de mercat dominant.

La rotació d'existències (*Inventory Turnover*) és d'1,59x el 2024 (1,80x el 2023 i 2,36x el 2022), equivalent a 230 dies d'estoc (203 dies el 2023 i 155 dies el 2022). L'increment progressiu dels dies d'inventari és la ràtio més preocupant d'aquesta secció. Cal recordar que la Nota 20 de la memòria mostra que l'inventari brut s'ha reduït el 2024 (848,0 milions d'euros vs. 905,2 milions d'euros el 2023), però la ràtio de rotació empitjora perquè el cost de vendes de Refinitiv (1.201,7 milions d'euros) és inferior al del 2023 (1.276,7 milions d'euros). Utilitzant el cost de vendes de la memòria (1.088,9 milions d'euros el 2023 i 1.201,7 milions d'euros el 2024), la rotació seria més comparable entre exercicis. En tot cas, el nivell de 200–230 dies d'estoc és superior al de competidors com l'Oréal (aproximadament 146 dies), un punt que mereix atenció (Gurufocus, 2024).

El cicle de caixa net (*Average Net Trade Cycle Days*) se situa en 211 dies el 2024 (181 dies el 2023), a causa de l'allargament conjunt dels períodes de cobrament i d'inventari. Aquest cicle mesura el nombre de dies entre el pagament als proveïdors i el cobrament als clients, i el seu augment implica més necessitat de finançament del circulant. No obstant això, cal recordar que el flux d'explotació ha millorat el 2024, i l'allargament del cicle és compensat per altres fonts de finançament del circulant (meritacions i passius operatius). A l'Annex IV es presenta l'evolució de les ràtios d'eficiència operativa durant el període 2021-2024.

7.6 Ràtios de productivitat

Les vendes per empleat se situen en 440.885 €/empleat el 2024 (466.414 €/empleat el 2023). La lleugera reducció s'explica per l'increment de la plantilla derivat de l'adquisició de *Dr. Barbara Sturm* i de l'expansió de la xarxa de *retail* propi (Nota 11 de la memòria), l'efecte de la qual sobre els ingressos encara no s'ha materialitzat plenament. El resultat net per empleat és de 44.318 €/empleat (48.607 €/empleat el 2023), amb la mateixa explicació de fons.

Els actius totals per empleat ascendeixen a 710.069 €/empleat (802.256 €/empleat el 2023). La reducció mostra que la plantilla ha crescut proporcionalment més que la base d'actius, tendència consistent amb el pas d'una estructura corporativa prèvia a l'IPO (menys empleats, més externalització) a una organització més integrada i amb més recursos propis en màrqueting, *retail* i operacions.

7.7 Conclusions de l'anàlisi de les Ràtios Financeres

Les ràtios sintetitzen les observacions dels capítols anteriors. Puig Brands, S.A. presenta un perfil sòlid en liquiditat, solvència, rendibilitat i eficiència, amb un únic punt de seguiment que mereix atenció continuada.

La liquiditat es manté en nivells adequats. La ràtio corrent és d'1,36x i el *quick* ràtio de 0,96x. El descens progressiu del *quick* ràtio reflecteix l'augment del passiu corrent, sobretot del deute financer a curt termini, però queda matisat per les línies de crèdit no disposades (905 milions d'euros) i la tresoreria estable.

La solvència experimenta el canvi més gran. Deute sobre patrimoni net del 58% (vs. 257% el 2023), cobertura d'interessos 9,8x i *leverage* net 1,1x EBITDA. Puig Brands, S.A. passa d'un perfil agressivament palanquejat a una estructura conservadora, la qual cosa millora la qualificació creditícia implícita i redueix el cost del capital. En una valoració sectorial, aquest canvi hauria de justificar una prima, no un descompte.

La rendibilitat és la dada més matisada. El ROE cau del 49,1% al 23,7%, cosa que sembla problemàtica fins que es descompon per DuPont: el marge sobre actius abans d'impostos i la rotació es mantenen estables. El que canvia és el multiplicador de patrimoni net, que passa de 7,76 a 3,63 per l'efecte de l'IPO. La caiguda és mecànica i desitjable: reflecteix menys risc financer, no menys rendibilitat econòmica. El ROIC del 13,1% se situa per sobre del rang de WACC (10–13%) que la mateixa memòria estima, i el grup continua creant valor.

L'eficiència operativa conté l'única dada que mereix seguiment: 230 dies d'inventari el 2024 davant els 146 de l'Oréal. És coherent amb un grup en expansió amb marques en diferents fases del cicle de vida i estoc local en mercats nous, però convé vigilar-lo en pròxims tancaments. Els terminis de cobrament i pagament es mantenen en paràmetres sectorials.

8. Valoració relativa per múltiples de mercat

8.1 Introducció a la metodologia de valoració relativa

La valoració relativa per múltiples de mercat és una de les eines més utilitzades en l'anàlisi *d'equity research* per estimar el valor implícit d'una companyia. El mètode consisteix a aplicar les ràtios de valoració d'empreses comparables, denominades *peers* o *comps,* a les magnituds financeres de l'empresa analitzada, obtenint així un rang de valor implícit que permet contrastar-lo amb el preu de mercat.

En el cas de Puig Brands, S.A., aquesta metodologia resulta especialment pertinent per dues raons. D'una banda, la companyia va sortir a borsa el 3 de maig de 2024 a un preu de 24,50€ per acció, valorant-se implícitament en aproximadament 13.900 milions d'euros de capitalització borsària i uns 15.000 milions d'euros *d'Enterprise Value* (EV). D'altra banda, el preu de tancament a 31 de desembre de 2024 se situava en 17,84€. Això implica una caiguda del 27,2% en menys de vuit mesos de cotització.

Aquesta diferència entre la valoració inicial i la de mercat al tancament de l'exercici és el nucli de la qüestió que es pretén abordar en aquesta secció. L'anàlisi s'estructura en cinc fases: selecció d'empreses comparables, selecció dels múltiples de valoració, càlcul de la valoració implícita, incloent-hi mitjana, mediana i rang, comparació amb les valoracions atribuïdes a Puig Brands, S.A. en el moment de IPO, i discussió crítica dels resultats.

Cal assenyalar que, al llarg d'aquesta secció, s'utilitzen dues bases de càlcul per als indicadors de Puig Brands, S.A.: d'una banda, les dades estandarditzades de la base de dades Refinitiv, ara LSEG (EBITDA de 959,9 milions d'euros) i, de l'altra, les magnituds ajustades reportades per la mateixa companyia (EBITDA ajustat de 969 milions d'euros, que exclou els costos extraordinaris de l'IPO). Així mateix, el deute net difereix segons la font: 1.170 milions d'euros segons la definició estandarditzada de Refinitiv (deute total de 2.054,8 milions d'euros menys efectiu de 884,4 milions d'euros) i 1.068 milions d'euros segons la definició de la companyia. En cada càlcul s'especifica la base emprada.

8.2 Selecció d'empreses comparables

La selecció de comparables es fonamenta en quatre criteris: model de negoci (bellesa *prèmium* i/o fragàncies), posicionament de marca (luxe o luxe accessible), estructura de marges (marge brut superior al 60%) i presència internacional àmplia. En aquest treball, s'han seleccionat quatre empreses cotitzades que compleixen totalment o parcialment aquests criteris (veure la taula de criteris a l'Annex V).

- **L'Oréal (EPA: OR):**[28] líder global del sector de bellesa amb un dossier diversificat que inclou des de *mass market* fins a luxe. Marge EBITDA del 24,5% i capitalització de 210.000 milions d'euros al tancament de 2024. És el principal referent sectorial per la seva escala i presència en tots els segments. Els seus múltiples constitueixen el límit superior del rang de valoració dels comparables, atesa la seva escala i diversificació superiors a les de Puig Brands, S.A.
- **LVMH (EPA: MC):**[29] conglomerat de luxe amb divisió de perfums i cosmètica que representa aproximadament el 10% de les vendes del grup. Marge EBITDA del 27%. Tot i que no és un *pure play* de bellesa, la seva divisió de fragàncies és directament comparable i el seu múltiple indica la prima de luxe.

[28] EPA fa referència a Euronext Paris, el principal mercat de valors de França. OR és el codi de cotització (ticker) de L'Oréal en aquest mercat.
[29] MC és el ticker de LVMH per al mercat Euronext Paris.

- **Coty (NYSE: COTY):**[30] companyia de fragàncies i cosmètica amb un model similar al de Puig Brands, S.A., orientada a fragàncies *prèmium* amb llicències de marques de luxe. Marge EBITDA del 17,8% i nivell d'endeutament molt superior (3,3x ND/EBITDA), fet que redueix el seu múltiple.
- **Interparfums (NASDAQ: IPAR):**[31] empresa especialitzada en fragàncies de luxe sota llicència. Marge EBITDA del 22% i mida inferior (~900 milions d'euros en vendes). El seu múltiple més elevat reflecteix la puresa del model i el creixement.

S'ha optat per no incloure Estée Lauder (NYSE: EL) a causa de la seva situació operativa atípica, marcada per la contracció de les vendes al mercat xinès, la pressió sobre els marges de maquillatge i un procés de reestructuració que va comprimir el marge EBITDA fins al voltant del 10%, molt per sota de la mitjana sectorial, el 2024, que distorsionaria els múltiples.

8.3 Selecció dels múltiples de valoració

S'utilitzen tres múltiples complementaris, cadascun amb avantatges i limitacions específiques:

- **Enterprise Value / EBITDA (EV/EBITDA):** és el múltiple més utilitzat en l'anàlisi del sector de bellesa perquè neutralitza les diferències d'estructura de capital, de política d'amortització i de fiscalitat entre empreses (Damodaran, 2012). En un sector on les marques amb vida utilitària no s'amortitzen segons la NIC 38 i on el nivell d'endeutament varia àmpliament (des de l'1,1x de Puig Brands, S.A. fins al 3,3x de Coty), l'EV/EBITDA proporciona la comparació més homogènia. A més, és el múltiple de referència utilitzat pels bancs col·locadors en la valoració pre-OPI de Puig Brands, S.A. (ION Analytics, 2024).
- **Enterprise Value / Sales (EV/Sales):** és útil per a empreses en fase de creixement o amb marges en expansió, com és el cas de Puig Brands, S.A. en els segments de maquillatge i *skincare*. A més, és menys susceptible a distorsions per partides no recurrents (com els 119,5 milions d'euros en costos directes de l'OPI i els 94,3 milions d'euros en premis excepcionals als empleats) que afecten l'EBITDA i el benefici net reportats.
- **Price / Earnings (P/E):** tot i ser menys robust que els anteriors per les distorsions fiscals i financeres, el P/E és àmpliament seguit pels inversors i permet una comparació directa de la rendibilitat per acció. S'exclou Coty del càlcul del P/E per la

[30] NYSE fa referència a la Borsa de Nova York. COTY és el ticker de Coty Inc. en aquest mercat.
[31] NASDAQ fa referència al mercat electrònic nord-americà de valors tecnològics. IPAR és el ticker d'Interparfums en aquest mercat.

distorsió generada pel seu elevat endeutament i partides no recurrents que fan que la ràtio sigui poc significativa.

8.4 Resultats de la valoració per múltiples

Les dades de Puig Brands, S.A. utilitzades per al càlcul corresponen al tancament de l'exercici 2024. Les fonts principals són Refinitiv i els comptes anuals consolidats publicats per la companyia. La taula 3 es mostren els múltiples i la seva valoració implícita per la companyia i els seus comparables. Els indicadors clau són: ingressos nets de 4.789,8 milions d'euros, EBITDA estandarditzat de 959,9 milions d'euros (EBITDA ajustat reportat de 969 milions d'euros), resultat net atribuït de 530,7 milions d'euros, deute net de 1.170,4 milions d'euros segons Refinitiv (1.068 milions d'euros segons la companyia) i 563,3 milions d'accions en circulació. *L'Enterprise Value* resultant és d'11.315,6 milions d'euros (Refinitiv, 2024) i la capitalització borsària de 10.133,6 milions d'euros.

Els múltiples propis de Puig Brands, S.A. a tancament de 2024 són: EV/EBITDA d'11,8x, EV/Sales de 2,36x i P/E de 18,2x. Tots ells se situen per sota de la mitjana i la mediana dels comparables seleccionats. Tots anticipen un descompte implícit notable. La proximitat entre la mitjana i la mediana per a cada múltiple (16,1x i 16,5x en EV/EBITDA, 3,2x i 3,5x en EV/Sales) indica l'absència de valors extrems distorsionadors en la mostra, i reforça la representativitat dels resultats i la idoneïtat dels comparables seleccionats.

Taula 3. Múltiples Comparables i Valoració Implícita tancament 2024

Empresa	EV/EBITDA	EV/Sales	P/E	Marge EBITDA	Preu impl. EBITDA	Preu impl. Sales
L'Oreal	20,5x	4,5x	31,5x	24,5%	32,85€	36,19€
LVMH	14,5x	3,2x	22,5x	27,0%	22,63€	25,13€
Coty	10,9x	1,3x	n/m	17,8%	16,50€	8,98€
Interparfums	18,5x	3,8x	28,0x	22,0%	29,45€	30,23€
Mitjana	**16,1x**	**3,2x**	**27,3x**	**-**	**25,36€**	**25,13€**
Mediana	**16,5x**	**3,5x**	**28,0x**	**-**	**26,04€**	**27,68€**
Puig (real)	**11,8x**	**2,36x**	**18,2x**	**20,0%**	**17,84€**	**17,84€**

Font: elaboració pròpia a partir de StockAnalysis.com (múltiples dels comparables) i Refinitiv i comptes anuals consolidats de Puig Brands, S.A. (dades financeres de Puig Brands, S.A., 2024).

La taula anterior revela que, per als tres múltiples, el preu de tancament de Puig Brands, S.A. (17,84€) se situa considerablement per sota de la valoració implícita. Utilitzant la mitjana dels *peers*, el preu implícit per EV/EBITDA és de 25,36€ i per EV/Sales de 25,13€ .

Amb la mediana, una mesura més robusta davant valors extrems, el preu implícit per EV/EBITDA és de 26,04€ i per EV/Sales de 27,68€. El descompte implícit de Puig Brands, S.A. respecte a la mitjana del sector és del 27%[32] per EV/EBITDA. Cal notar que la mitjana de Coty, amb un perfil de risc molt més elevat per la seva estructura de deute, redueix la mitjana i la mediana del grup. Si s'exclogués Coty de la mostra, la mediana d'EV/EBITDA pujaria de 16,5x a 18,5x i ampliaria encara més el descompte implícit de Puig Brands, S.A. Aquesta sensibilitat a la composició de la mostra és una limitació important de la metodologia que es discuteix a la secció 8.6.

En la Taula 4 es mostra el rang de valoració implícita per a cada múltiple.

Taula 4. Rang Valoració Implícita per múltiple

Múltiple	Mínim	Mediana	Mitjana	Màxim	Puig (real)
EV/EBITDA	16,50€	**26,04€**	25,36€	32,85€	**17,84€**
EV/Sales	8,98€	**27,68€**	25,13€	36,19€	**17,84€**
P/E (3 comps.)	22,05€	**27,44€**	26,79€	30,87€	**17,84€**

Font: elaboració pròpia. Preus implícits calculats aplicant els múltiples dels peers a les magnituds de Puig Brands, S.A. FY2024.

L'anàlisi del rang revela un patró consistent: en els tres múltiples, el preu de mercat de Puig Brands, S.A. (17,84€) se situa per sota o molt pròxim al valor més baix del rang dels *peers*. Això suggereix que el mercat està valorant Puig Brands, S.A. amb un descompte molt pronunciat respecte al conjunt del sector de bellesa, un resultat que requereix explicació.

8.5 Comparació amb valoracions pre-IPO de Puig Brands, S.A.

L'IPO de Puig Brands, S.A., executada el 3 de maig de 2024, va ser la més gran d'Espanya des de 2015 i la més gran d'Europa aquell any. El preu de col·locació es va fixar en 24,50€ per acció, l'extrem superior del rang indicatiu de 22,00€ a 24,50€, valorant la companyia en aproximadament 13.900 milions d'euros de capitalització borsària. L'operació va ser múltiples vegades sobre subscrita. La demanda institucional era forta i el sentiment del mercat, positiu (Puig Brands, S.A., 2024e).

Segons l'anàlisi pre-IPO publicada per ION Analytics (Dealogic) l'abril de 2024, els bancs col·locadors -amb Goldman Sachs i JP Morgan com a coordinadors globals- utilitzaven com a comparables L'Oreal, Estee Lauder, Coty i LVMH, amb un EV/EBITDA mitjana de 16,7x

[32] El descompte implícit de Puig Brands, S.A. respecte a la mitjana del sector és del 27% per EV/EBITDA, calculat com la diferència entre la mitjana dels comparables (16,1x) i el múltiple de Puig Brands, S.A. (11,8x) en relació amb la mitjana [(16,1 − 11,8) / 16,1].

(rang de 14x a 23,7x). Aplicat a l'EBITDA de l'any 2023 de Puig Brands, S.A. (849 milions d'euros ajustat), aquest múltiple mitjà implicava un EV de 14.100 milions d'euros. Algunes fonts situaven el valor entre 12.000 i 14.000 milions d'euros d'EV, mentre que inversors optimistes valoraven Puig Brands, S.A. per sobre de 14.000 milions d'euros.

La valoració final de 13.900 milions d'euros de capitalització (aproximadament 15.000 milions d'euros d'EV post-IPO considerant el deute net de ~1.068 milions d'euros) implicava un EV/EBITDA d'aproximadament 17,7x sobre l'EBITDA ajustat del 2023 (849 milions d'euros). Aquest múltiple estava alineat amb la mitjana dels *peers* pre-IPO i incloïa un descompte d'entre el 18% i el 25% respecte a l'Oreal, tal com és habitual a les IPO per incentivar la participació dels inversors (l'anomenat *IPO discount*). Galderma, l'altra gran IPO europea del 2024, també va sortir amb un descompte d'aproximadament el 25% respecte als seus peers (IFR, 2024). És un precedent directe.

La taula anterior il·lustra un fenomen destacable: malgrat que els fonaments operatius de Puig Brands, S.A. han millorat substancialment entre l'IPO i el tancament de 2024, l'EBITDA ajustat ha crescut un 14,1%, els ingressos un 11,3% i el marge EBITDA ha passat del 20,0% al 20,2%, el múltiple de valor s'ha comprimit dràsticament. L'EV/EBITDA ha passat de 17,7x a 11,8x, una contracció del 33,3%. L'EV/Sales ha passat de 3,5x a 2,36x (-32,6%).

Aquesta compra de múltiple, combinada amb la millora dels fonaments, confirma que la caiguda del preu de l'acció no respon a un deteriorament del negoci sinó a un canvi dràstic en la percepció del risc i les expectatives del mercat (veure Annex V).

8.6 Discussió dels resultats

La diferència entre la valoració de l'IPO (externa) i la del tancament de l'any 2024 (pròpia) és considerable, una compressió de gairebé 6 punts d'EV/EBITDA, i mereix una anàlisi detallada. En aquest treball, s'identifiquen sis factors explicatius principals, de naturalesa diversa.

1. Estructura de vot dual i descompte de govern corporatiu. La família Puig retè el 93% dels drets de vot amb el 73,5% del capital econòmic (Nota 23 de la memòria). Aquesta estructura genera un descompte de valor per als accionistes minoritaris. La literatura acadèmica situa el descompte per vot dual entre el 5% i el 15%. En el cas de Puig Brands, S.A., la concentració de drets de vot és de forma apreciable superior a la de l'Oreal (al voltant del 33%) i comparable a la de LVMH (al voltant del 48%), però amb menys *free float* relatiu.

2. *Track* rècord borsari limitat. Puig Brands, S.A. cotitza des de maig de 2024, amb menys de vuit mesos d'historial al tancament de l'exercici. La falta d'un *track* rècord prolongat de compliment de previsions i comunicació amb el mercat genera incertesa i un major descompte

per part dels inversors institucionals. Com va assenyalar l'anàlisi d'IR Impact (2024), la caiguda del preu post-IPO erosiona la confiança dels inversors i el capital reputacional necessari per a futures operacions de mercat.

3. Concentració en fragàncies. Puig Brands, S.A. obté el 73,9% dels seus ingressos del segment de fragàncies i moda, una concentració molt superior a la de l'Oreal o LVMH. No obstant això, és important notar que Interparfums, amb una concentració en fragàncies encara més gran, cotitza a 18,5x EV/EBITDA. La concentració per si sola, doncs, no explica el descompte total.

4. Impacte dels costos extraordinaris de l'IPO en la percepció dels inversors. L'any 2024 inclou 119,5 milions d'euros en costos directes d'OPI i 94,3 milions d'euros en premis excepcionals als empleats -un total de 213,8 milions d'euros de partides no recurrents. El primer informe de resultats post-IPO va mostrar una caiguda del 26,5% en el benefici net reportat respecte al 2023, generant titulars negatius que van erosionar el sentiment dels inversors.

5. Context sectorial i macroeconòmic. El sector de bellesa de luxe va experimentar durant el segon semestre de 2024 una moderació del creixement, sobretot en el mercat xinès. L'entorn de tipus d'interessos elevats de 2024 tendeix a comprimir els múltiples de valor de les empreses de creixement. A tall d'exemple, Coty ha vist el seu múltiple caure des de 16,7x a principis de 2024 fins a 10,9x a tancament de 2024.

6. *Lock-up* i pressió sobre el *free float*. L'estructura de l'IPO amb un *free float* limitat (^28% del capital) i l'existència d'acords de *lock-up*[33] amb expiració esglaonada (juny 2025 per a les accions Classe B) genera una expectativa de pressió potencial que pot deprimir el preu a curt termini.

7. Limitacions de la metodologia. La valoració per múltiples presenta limitacions intrínseques: la sensibilitat a la selecció de comparables (incloure o excloure Coty desplaça notablement la mitjana, de 16,5x a 18,5x EV/EBITDA), la dependència del moment del cicle borsari, i la impossibilitat de capturar factors específics de creixement futur que un model de fluxos de caixa descomptats (*Discounted Cash Flow*, o DCF) si podria reflectir -en particular, les perspectives de Puig Brands, S.A. en skincare (amb Dr. Barbara Sturm), l'expansió a Àsia-Pacífic i la millora progressiva de marges prevista per la companyia.

[33] Els acords de lock-up són compromisos contractuals pels quals els accionistes significatius es comprometen a no vendre les seves accions durant un període determinat posterior a l'OPI, amb l'objectiu d'estabilitzar el preu de cotització en el debut borsari. En el cas de Puig Brands, S.A., el lock-up sobre les accions de Classe B va expirar el juny de 2025.

8.7 Conclusions de la valoració relativa per múltiples

L'anàlisi de valoració relativa per múltiples de mercat permet extreure'n cinc conclusions principals.

En primer lloc, Puig Brands, S.A. cotitza amb un descompte notable respecte als seus *peers*. A tancament de 2024, el seu EV/EBITDA d'11,8x se situa un 29% per sota de la mitjana del sector (16.5x). El preu de mercat (17,84€) és inferior al preu implícit per qualsevol dels tres múltiples considerats, tant en mitjana com en mediana.

En segon lloc, la valoració de l'IPO (EV/EBITDA de ~17,7x) era en línia amb els múltiples del sector en aquell moment i incloïa un descompte habitual del 18-25% respecte a l'Oreal. La compressió posterior del múltiple, de 17,7x a 11,8x, una caiguda de 5,9 punts, és el factor explicatiu principal de la caiguda del 27,2% del preu de l'acció, no el deteriorament operatiu.

En tercer lloc, els fonaments operatius de Puig Brands, S.A. han millorat: l'EBITDA ajustat ha crescut un 14,1% (de 849 milions d'euros a 969 milions d'euros), els ingressos un 11,3%, i el marge EBITDA s'ha expandit en 20 punts bàsics fins al 20,2%. A més, el deute net s'ha reduït en 442 milions d'euros fins a 1.068 milions d'euros (*leverage* d'1,1x). El perfil financer millora de forma clara.

En quart lloc, el descompte actual s'explica per una confluència de factors: l'estructura de vot dual, el *track* rècord borsari limitat, la concentració en fragàncies, l'impacte que es percep dels costos no recurrents, el context sectorial de moderació i la dinàmica de *lock-up*. Cap d'aquests factors és, individualment, determinant; és la seva combinació la que genera la prima de risc implícita.

En cinquè lloc, la sensibilitat de la valoració és elevada. Un desplaçament del múltiple EV/EBITDA de l'11,8x actual a la mitjana del sector (16.5x) implicaria un preu de 26,04€, un potencial de revaloració del 46%. A la inversa, si Puig Brands, S.A. convergís cap al múltiple de Coty (10,9x), el preu seria de 16,50.

Aquesta conclusió és coherent amb el consens d'analistes recopilat per Investing.com, que a tancament de 2024 situava el preu objectiu mitjà en 19,28€ (17 analistes, amb un rang de 14,00€ a 26,60€). El consens és de recomanació de compra. Així mateix, la comunitat d'analistes identifica un potencial de revaloració substancial, probablement condicionat a la normalització del descompte per novetat borsària i la verificació continuada de la trajectòria de creixement (Investing.com, 2024).

9. Conclusions

La pregunta d'investigació d'aquest treball, plantejava si la caiguda del preu de les accions de Puig Brands, S.A. després de la seva sortida a borsa l'any 2024 estava justificada pels seus fonaments econòmics i financers. L'anàlisi realitzada permet respondre-la de manera clara: no està justificada pels fonaments. El mercat infravalora una empresa amb fonaments sòlids i creixents, i el descompte s'explica per factors aliens al rendiment operatiu de la companyia. Les conclusions dels capítols 4 a 8 ho confirmen de manera consistent.

El balanç presenta una companyia amb actius de qualitat, intangibles coberts per fluxos i una estructura de capital conservadora després de l'IPO (*leverage* 1,1x EBITDA, cobertura d'interessos 9,8x). El compte de resultats reforça creixement orgànic superior al sectorial, expansió del marge EBITDA i palanquejament financer operatiu positiu, amb la caiguda aparent del benefici net explicada per costos no recurrents de l'IPO. Els fluxos d'efectiu evidencien una capacitat de generació de caixa excepcional: 106% de conversió i + 39,5% de creixement de l'FCF. Les ràtios situen Puig Brands, S.A. dins o per sobre del sector en les quatre dimensions analitzades.

La valoració per múltiples del capítol 8, però, contrasta aquesta imatge amb la realitat del mercat. EV/EBITDA d'11,8x, un 29% per sota de la mitjana del sector (16,5x). El preu de 17,84€ queda per sota del preu implícit per qualsevol dels tres múltiples, tant en mitjana com en mediana. La caiguda del 27,2% des de l'IPO s'explica gairebé íntegrament per compressió del múltiple (de 17,7x a 11,8x) mentre els fonaments milloren.

Per tots aquests resultats, la hipòtesi plantejada en aquest treball es valida. El preu de mercat de Puig Brands, S.A. a tancament de 2024 no mostra adequadament la solidesa dels fonaments. Hi ha un descompte estructural respecte als comparables que l'anàlisi financera, per si sol, no aconsegueix explicar. La caiguda post-IPO no respon a factors operatius. Es tracta d'una reavaluació de les expectatives i de la prima de risc aplicada pel mercat.

Els sis factors explicatius identificats en el capítol 8 són aliens al rendiment operatiu: estructura de vot dual, *track record* borsari limitat, concentració en fragàncies, percepció dels costos no recurrents de l'IPO, context sectorial i dinàmica de *lock-up*. Cap és individualment determinant, però la seva combinació genera la prima de risc implícita. Alguns són estructurals i persistents (estructura accionarial), d'altres són temporals i s'haurien de normalitzar a mesura que el grup consolidi el seu *track record* i es dilueixi l'efecte dels costos no recurrents.

La sensibilitat de la valoració és elevada. Una convergència del múltiple EV/EBITDA cap a la mitjana sectorial (16,5x) implicaria un preu objectiu de 26,04€, un potencial de revaloració del

46%. És alineat amb el consens d'analistes, que a tancament de 2024 situa el preu objectiu mitjà en 19,28€ amb recomanació de compra (17 analistes).[34]

El treball confirma una observació clàssica de l'anàlisi financera: el preu de mercat i el valor econòmic poden divergir de manera notable durant períodes prolongats. La funció de l'anàlisi financera no és predir el preu, sinó formar un judici sobre el valor. En el cas de Puig Brands, S.A., aquest judici apunta a una infravaloració del mercat que probablement anirà corregint-se a mesura que els factors no operatius perdin pes.

L'anàlisi presentada té tres limitacions. La valoració s'ha fet només per múltiples; un DCF complementari hauria triangulat millor la valoració intrínseca, limitació que es reconeix en el capítol 8.6. El període de cotització post-IPO és de menys de vuit mesos, fet que limita les conclusions sobre la dinàmica de mercat a mitjà termini. Els sis factors del descompte s'han identificat qualitativament, però no s'ha quantificat el pes individual de cadascú; aquest exercici requeriria models economètrics fora de l'abast del treball.

Queden obertes tres línies de recerca. La primera és un DCF que permeti estimar el valor intrínsec de manera independent als múltiples. La segona, revisar l'evolució del preu un cop caduqui el lock-up i el mercat hagi absorbit l'estructura de vot dual. La tercera, quantificar economètricament el pes de cadascun dels sis factors de descompte identificats, per passar d'una interpretació qualitativa a evidència contrastable.

[34] El consens de 17 analistes recollits per Investing.com a tancament de 2024 (inclou Goldman Sachs, J.P. Morgan, Citi, Barclays, BNP Paribas Exane, Kepler Capital, Berenberg Bank, Bank of America Securities, entre d'altres) situava el preu objectiu mitjà en 19,28€ amb recomanació de compra.

Referències bibliogràfiques

Bain & Company. (2023). Long live luxury: Converge to expand through turbulence. https://www.bain.com/insights/long-live-luxury-converge-to-expand-through-turbulence

Cosmetics Business. (2024, 15 de febrer). Fragrance spurs Puig to double-digit growth. Recuperat el 13 de gener de 2026 de https://cosmeticsbusiness.com/fragrance-spurs-puig-to-double-digit-growth-in

Coty Inc. (2024). Annual Report 2024 (Form 10-K). https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1024305/000102430524000012/filename1.htm

CPP-Luxury. (2024, 12 de març). Puig Group reports exceptional financials full year 2024. Recuperat el 20 de febrer de 2026 de https://cpp-luxury.com/puig-group-reports-exceptional-financials-full-year-2024/

Damodaran, A. (2012). Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset (3a ed.). John Wiley & Sons.

Deloitte. (2023). Global Powers of Luxury Goods 2023. https://www.wjinitiative2030.org/wp-content/uploads/2024/03/Deloitte_Global-Powers-of-Luxury-Goods-2023.pdf

Farmaventas. (2023, 8 de gener). Puig crea la divisió Derma per als productes de venda en farmàcia. Recuperat el 5 de febrer de 2026 de https://www.farmaventas.es/noticias-del-sector/11594-puig-creadora-de-marcas-del-sector-cosmetico-crea-la-division-derma-para-los-productos-de-venta-en-farmacia.html

Finbox. (2024). Estée Lauder: Days sales outstanding. https://finbox.com/NYSE:EL/explorer/days_sales_out

Glossy. (2024, 20 de febrer). Puig reports double-digit growth in 2024, with fragrance driving the charge. Recuperat l'1 de març de 2026 de https://www.glossy.co/beauty/puig-reports-double-digit-growth-in-2024-with-fragrance-driving-the-charge/

Gurufocus. (2024). L'Oréal days inventory. https://www.gurufocus.com/term/days-inventory/LRLCY

Industry Research. (2024). Fragrance and perfume market size & forecast 2035. https://www.industryresearch.biz/market-reports/fragrance-and-perfume-market-103458

International Financing Review. (2024, 5 de març). A tale of two IPOs: Douglas pongs as Galderma shines. Recuperat el 10 de gener de 2026 de

https://www.ifre.com/equities/2047821/a-tale-of-two-ipos-douglas-pongs-as-galderma-shines

Interparfums. (2025, 25 de febrer). Record 2024 Fourth Quarter and Full Year Results [Nota de premsa]. https://www.globenewswire.com/news-release/2025/02/25/3032430/7735/en/Interparfums-Inc-Reports-Record-2024-Fourth-Quarter-and-Full-Year-Results.html

Investing.com. (2024). Puig Brands, S.A. – Consensus estimates. https://www.investing.com/equities/puig-brands-sa-consensus-estimates

ION Analytics. (2024, 22 de gener). Luxury premium: Puig to test investor price sensitivity. Recuperat 22 de març https://ionanalytics.com/insights/dealogic/luxury-premium-puig-to-test-investor-price-sensitivity-over-best-ipo-assets/

IR Impact. (2024, 14 de novembre). Why Puig Brands' post-IPO performance shows confidence must take precedence over the stock price. Recuperat el 30 de gener 2026 de https://www.ir-impact.com/2024/11/why-puig-brands-post-ipo-performance-shows-confidence-must-take-precedence-over-the-stock-price/

L'Oréal. (2024a). Annual report 2024. https://www.loreal-finance.com/fr/system/files?file=2025-03/LOREAL_DEU_2024_UK.pdf

L'Oréal. (2024b). FY 2024 Results. Yahoo Finance. https://finance.yahoo.com/news/loreal-sa-lrlcf-fy-2024-070232218.html

LVMH. (2025). 2024 Full Year Results. https://www.lvmh.com/en/publications/lvmh-achieves-a-solid-performance-despite-an-unfavorable-global-economic-environment

MarketScreener. (2024). Puig Brands, S.A. – Finances. https://www.marketscreener.com/quote/stock/PUIG-BRANDS-S-A-169448985/finances/

Moodie Davitt Report. (2024, 26 de febrer). Puig outperforms beauty market in 2024 with 4,790 million in sales. Recuperat el 7 de febrer de 2026 de https://moodiedavittreport.com/puig-outperforms-beauty-market-in-2024-with-e4790-million-in-sales/

Premium Beauty News. (2024, 27 de febrer). Puig reports double-digit growth. Recuperat el 13 de març de 2026 de https://www.premiumbeautynews.com/en/puig-reports-double-digit-growth,25148

Puig Brands, S.A. (s.d.). Història de Puig. https://www.puig.com/es/history/

Puig Brands, S.A. (2021). Puig announces partnership with Charlotte Tilbury [Nota de premsa]. https://www.puig.com/en/newsroom/puig-announces-partnership-with-charlotte-tilbury

Puig Brands, S.A. (2022). Puig acquires a majority stake in Byredo [Nota de premsa]. https://www.puig.com/en/newsroom/puig-acquires-a-majority-stake-in-byredo

Puig Brands, S.A. (2023a). Informe anual 2023. Puig Brands, S.A.

Puig Brands, S.A. (2023b). Puig acquires a majority stake in Loto del Sur [Nota de premsa]. https://www.puig.com/en/newsroom/puig-acquires-a-majority-stake-in-loto-del-sur

Puig Brands, S.A. (2024). Comptes anuals consolidats 2024. Puig Brands, S.A.

Puig Brands, S.A. (2024a). Prospectus relating to the initial public offering of class B shares of Puig Brands, S.A. Comisión Nacional del Mercado de Valores. https://uploads.puig.com/uploads/Prospectus_Puig_a1dd7fa8d0.pdf

Puig Brands, S.A. (2024b). IPO Press Release [Nota de premsa]. https://uploads.puig.com/uploads/Press_release_Puig_IPO_ENG_4a8b1ae7ed.pdf

Puig Brands, S.A. (2024c). Puig acquires majority stake in Dr. Barbara Sturm [Nota de premsa]. https://www.puig.com/en/newsroom/puig-acquires-majority-stake-in-dr-barbara-sturm

Puig Brands, S.A. (2024d). Puig achieves record results in 2024 [Nota de premsa]. https://www.puig.com/en/newsroom/Puig-achieves-record-results-in-2024/

Puig Brands, S.A. (2024e). Market Segment Sheet (MSS). https://uploads.puig.com/uploads/MSS_PUIG_docx_25510f8b30_c7b80d76c3.pdf

Refinitiv. (2024). Financial statements data: Puig Brands, S.A. [Base de dades]. Refinitiv Eikon. [Base de dades de subscripció, sense URL pública.]

Research Nester Analytics. (2024). Perfume and fragrance market size & share, growth trends 2036. https://www.researchnester.com/reports/fragrance-perfume-market/5376

StockAnalysis.com. (2024). Financial statistics and ratios: L'Oréal, LVMH, Coty i Interparfums [Base de dades]. https://stockanalysis.com

INDEX

Annex I. Balanç de situació consolidat de Puig Brands, S.A. 2

Annex II. Compte de pèrdues i guanys consolidat de Puig Brands, S.A. 4

Annex III. Estat de fluxos d'efectiu consolidat de Puig Brands, S.A. 6

Annex IV. Taules Ràtios Financeres..... 8

Annex V. Taules Valoració per múltiples 9

Annex I. Balanç de situació consolidat de Puig Brands, S.A.

***Balanç Situació consolidat de Puig Brands, S.A*[1]**

BALANÇ CONSOLIDAT (milions d'euros)	2024	2023	2022	2021
ACTIU NO CORRENT				
Actius intangibles — net	4.705,72	4.114,27	4.062,28	2.660,76
Fons de comerç (Goodwill)	2.083,92	1.745,69	1.726,96	1.012,25
Altres intangibles (marques, patents...)	2.621,80	2.368,58	2.335,31	1.648,51
Immobilitzat material (PPE) — net	745,43	614,26	510,97	399,62
Actius per dret d'ús (IFRS 16)	365,08	287,92	239,87	188,65
Participacions en associades	395,19	375,21	344,82	346,46
Actius per impost diferit (LP)	171,83	146,56	123,90	85,07
Altres actius no corrents	131,56	147,80	116,77	72,24
TOTAL ACTIU NO CORRENT	**6.149,72**	**5.398,11**	**5.158,73**	**3.564,14**
ACTIU CORRENT				
Existències — net	720,32	788,87	626,34	363,13
Matèries primeres	183,34	191,07	163,93	111,85
Productes en curs	169,35	153,01	168,22	86,47
Productes acabats	495,36	561,15	385,26	236,82
Provisions per obsolescència	(127,73)	(116,36)	(91,07)	(72,01)
Deutors comercials — net	562,01	474,43	384,80	316,27
Deutors comercials brut	578,29	491,58	402,81	333,30
Provisions per insolvències	(16,28)	(17,16)	(18,01)	(17,03)
Crèdits fiscals a curt termini	136,75	85,62	51,50	41,53
Despeses pre-pagades i altres actius corrents	144,45	98,00	180,56	112,14
Caixa, equivalents i inv. financeres CP	884,44	852,90	710,05	692,66
TOTAL ACTIU CORRENT	**2.453,49**	**2.313,19**	**1.956,38**	**1.526,71**
TOTAL ACTIU	**8.603,21**	**7.711,30**	**7.115,11**	**5.090,85**
PATRIMONI NET				
Capital social	128,50	144,00	114,70	4,20
Accions pròpies (AUTO CARTERA)	(80,28)	(105,91)	0,00	0,00
Reserves i resultats acumulats	3.477,89	911,81	830,15	1.036,21
Resultats acumulats (*Retained Earnings*)	3.584,45	1.018,87	908,05	1.119,43
Ajust. de conversió acumulat	(106,57)	(107,05)	(77,90)	(83,22)
Patrimoni net atribuïble a la matriu	**3.526,11**	**949,91**	**944,85**	**1.040,42**

[1] Els valors estan expressats en milions d'euros.

BALANÇ CONSOLIDAT (milions d'euros)	2024	2023	2022	2021
Interessos minoritaris	11,58	9,30	6,75	8,07
TOTAL PATRIMONI NET	**3.537,69**	**959,21**	**951,60**	**1.048,49**
PASSIU NO CORRENT				
Deute financer LP (no convertible)	1.129,93	1.788,85	1.662,31	826,61
Obligacions per arrendament LP (IFRS 16)	323,18	255,56	208,70	167,16
Total deute financer LP	**1.453,11**	**2.044,41**	**1.871,01**	**993,77**
Passius per impost diferit	619,13	553,74	552,63	398,85
Provisions LP (earn-outs i altres)	1.513,15	2.759,61	2.753,94	1.844,19
Altres passius no corrents	(323,18)	(255,56)	(208,70)	(167,16)
TOTAL PASSIU NO CORRENT	**3.262,21**	**5.102,20**	**4.968,88**	**3.069,64**
PASSIU CORRENT				
Proveïdors comercials	229,49	212,07	238,89	166,54
Periodificacions CP	110,78	104,10	101,90	70,22
Deute financer CP	601,67	416,45	220,92	183,27
Del qual: préstecs bancaris CP	82,72	74,51	48,96	11,14
Del qual: venciment corrent deute LP	444,45	283,86	128,05	134,84
Del qual: arrendaments CP (IFRS 16)	74,50	58,07	43,92	37,29
Impost sobre beneficis exigible CP	47,63	55,32	29,10	18,20
Provisions i altres passius corrents	813,73	861,95	603,83	534,49
TOTAL PASSIU CORRENT	**1.803,32**	**1.649,89**	**1.194,64**	**972,72**
TOTAL PATRIMONI NET I PASSIU	**8.603,22**	**7.711,30**	**7.115,12**	**5.090,85**
MAGNITUDS COMPLEMENTÀRIES (citades al treball)				
Deute total (incl. arrendaments)	2.054,79	2.460,85	2.091,93	1.177,04
Deute net	1.170,35	1.604,86	1.381,88	484,38
Capital circulant (Actiu Corrent – Passiu Corrent)	650,17	663,30	761,74	553,99

Font: Refinitiv Eikon — Company Fundamentals (2021–2024) i comptes anuals consolidats de Puig Brands, S.A. Imports en milions d'euros. Les provisions apareixen en negatiu seguint el criteri de presentació del balanç. La partida "Deutors comercials net" (562,0 milions d'euros) difereix de la línia "Préstecs i crèdits totals CP" (704,3 milions d'euros) perquè aquesta última inclou addicionalment crèdits fiscals i altres crèdits no comercials (Nota 19 de la memòria). La partida "Altres passius no corrents" (−323,18 milions d'euros) correspon a l'eliminació de les obligacions per arrendament LP ja incloses en el deute financer LP, per evitar duplicitat en el total.

Annex II. Compte de pèrdues i guanys consolidat de Puig Brands, S.A.

Compte de pèrdues i guanys consolidat de Puig Brands, S.A.[2]

COMPTE DE RESULTATS (milions d'euros)	2024	2023	2022	2021
Vendes netes (Ingressos nets)	**4.789,78**	**4.304,07**	**3.619,60**	**2.585,01**
Fragancias i Moda	3.538,00	—	—	—
Maquillatge	763,00	—	—	—
Skincare	516,20	—	—	—
Cost de vendes	(1.201,68)	(1.276,72)	(1.168,66)	(755,23)
MARGE BRUT	**3.588,10**	**3.027,35**	**2.450,94**	**1.829,78**
% Marge brut	74,9%	70,3%	67,7%	70,8%
Despeses de publicitat i promoció	(1.551,29)	(1.338,14)	(1.099,68)	(838,96)
% sobre vendes	32,4%	31,1%	30,4%	32,5%
Despeses de personal	(964,61)	(761,10)	(638,56)	(470,63)
Premi IPO empleats (no recurrent)	(94,30)	—	—	—
Altres despeses SG&A	(1.278,10)	(1.184,05)	(1.056,46)	(694,57)
Altres despeses d'explotació (incl. costos IPO)	(9,33)	(12,42)	(34,81)	34,95
Costos directes IPO (no recurrent)	(119,47)	—	—	—
Total despeses operatives	(4.040,39)	(3.811,34)	(3.359,61)	(2.253,81)
EBIT	**749,39**	**492,73**	**259,99**	**331,20**
% Marge EBIT	15,6%	11,4%	7,2%	12,8%
Amortitzacions i depreciacions (D&A)	(210,50)	(174,08)	(140,89)	(106,16)
EBITDA	**959,88**	**666,81**	**400,88**	**437,37**
% Marge EBITDA	20,0%	15,5%	11,1%	16,9%
EBITDA ajustat (excl. no recurrents)	1.039,45	612,52	—	—
Resultat financer net	19,36	(87,40)	(34,86)	(62,36)
Ingressos financers (incl. earn-outs)	106,50	—	—	—
Despeses financeres (deute bancari)	(67,90)	(54,40)	—	—
Diferències de canvi	(10,29)	(45,73)	(9,89)	2,90
Resultat abans d'impostos (RAI/EBT)	**631,45**	**591,80**	**458,10**	**324,17**
Impost sobre beneficis	(149,97)	(143,26)	(101,20)	(153,75)
Taxa impositiva efectiva	23,7%	24,2%	—	—
Resultat net	481,47	448,54	356,90	170,42
Resultat participades (posada en equivalència)	61,06	51,35	55,62	28,49
Interessos minoritaris	(11,88)	(34,68)	(13,03)	22,12

[2] Els valors estan expressats en milions d'euros.

COMPTE DE RESULTATS (milions d'euros)	2024	2023	2022	2021
RESULTAT NET ATRIBUÏT A LA MATRIU	**530,65**	**465,21**	**399,49**	**221,04**
% Marge net	11,1%	10,8%	11,0%	8,6%
BPA bàsic (€/acció)	0,98	0,82	0,70	0,39
BPA normalitzat (€/acció)	1,24	0,48	0,30	0,29
Accions ponderades (M)	540,51	566,96	566,96	566,96

Font: Refinitiv Eikon — Company Fundamentals (2021–2024) i comptes anuals consolidats de Puig Brands, S.A. Imports en milions d'euros. Les dades de segment (Fragancias i Moda, Maquillatge, Skincare) corresponen únicament a 2024 per ser les citades al treball. El cost de vendes de 2023 és 1.276,7 milions d'euros per la classificació de Refinitiv (inclou variació d'existències); la Nota 9 de la memòria el presenta en 1.088,9 milions d'euros per separat.

Annex III. Estat de fluxos d'efectiu consolidat de Puig Brands, S.A.

Estat Fluxos Efectiu consolidat Puig Brands, S.A 2021-2024[3]

ESTAT DE FLUXOS D'EFECTIU (milions d'euros)	2024	2023	2022	2021
FLUXOS D'EXPLOTACIÓ				
Resultat net atribuït	530,65	465,21	399,49	221,04
Interessos minoritaris	11,88	34,68	13,03	(22,12)
Amortitzacions i depreciacions	210,50	169,70	144,95	106,52
Reversió resultat participades	(61,06)	(51,35)	(55,62)	(28,49)
Despesa financera neta (ajust)	67,08	59,46	32,99	26,87
Impost diferit i altres ajustos no monetaris	(40,98)	93,01	76,02	71,84
Del qual: earn-outs (no monetari)	(86,60)	25,80	—	—
Flux brut d'explotació (abans CC)	**713,18**	**776,35**	**598,09**	**443,58**
Variació capital circulant	41,23	(194,42)	(158,42)	67,44
Existències	77,60	(162,50)	—	—
Comptes a cobrar comercials	(77,00)	(96,80)	—	—
Proveïdors comercials	5,80	(26,80)	—	—
Altres actius corrents	(92,50)	42,30	—	—
Altres passius corrents	127,30	49,40	—	—
FLUX NET D'EXPLOTACIÓ	**754,41**	**581,94**	**439,67**	**511,02**
FLUXOS D'INVERSIÓ				
CAPEX (immobilitzat material)	(190,78)	(176,53)	(151,05)	(77,08)
CAPEX / Vendes	4,0%	4,1%	4,2%	3,0%
Adquisicions de negocis	(1.076,76)	(51,90)	(882,40)	(29,84)
Dr. Barbara Sturm (65%)	(275,80)	—	—	—
Minoritaris Byredo i Prado Investments	(856,80)	—	—	—
Dividends rebuts de participades	14,72	25,46	19,93	0,00
Altres inversions / desinversions netes	12,27	(84,08)	(33,95)	(38,07)
FLUX NET D'INVERSIÓ	**(1.255,28)**	**(312,11)**	**(1.067,50)**	**(144,99)**
FLUXOS DE FINANÇAMENT				
Emissió d'accions (OPV)	1.377,09	0,00	0,00	0,00
Del qual: ampliació de capital (OPS)	1.250,00	—	—	—
Recompra accions i AUTO CARTERA	(0,36)	(108,39)	0,00	0,00
Dividends pagats	(192,52)	0,00	0,00	0,00
Del qual: dividend prima d'emissió (pre-IPO)	(186,10)	—	—	—

[3] Els valors estan expressats en milions d'euros.

ESTAT DE FLUXOS D'EFECTIU (milions d'euros)	2024	2023	2022	2021
Nou deute emès LP	658,57	429,78	993,10	286,91
Reemborsament deute LP	(1.304,44)	(238,07)	(216,56)	(608,68)
Reemborsament arrendaments (IFRS 16)	(79,57)	(62,77)	(52,14)	(31,32)
Altres flux de finançament	0,00	(181,32)	(132,00)	(20,48)
FLUX NET DE FINANÇAMENT	**538,35**	**(98,01)**	**644,54**	**(342,25)**
RESUM I INDICADORS CLAU				
Efecte tipus de canvi sobre tresoreria	(7,74)	(28,97)	0,68	(0,89)
VARIACIÓ NETA D'EFECTIU	**29,75**	**142,85**	**17,39**	**22,90**
Saldo inicial d'efectiu	852,90	710,05	692,66	669,76
Saldo final d'efectiu	882,65	852,90	710,05	692,66
Free Cash Flow (FCF = Flux explotació − CAPEX)	**563,50**	**404,02**	**288,08**	**433,81**
Ràtio conversió FCF (FCF / resultat net)	106%	87%	72%	196%
Cobertura dividend (FCF / dividend)	2,9x	—	—	—
Deute net / EBITDA ajustat	1,1x	—	—	—

Font: Refinitiv Eikon — Company Fundamentals (2021–2024) i comptes anuals consolidats de Puig Brands, S.A. Imports en milions d'euros. Mètode indirecte. El CAPEX de 190,8 milions d'euros recull únicament inversions en PPE; els reemborsaments d'arrendaments capitalitzats (IFRS 16) de 79,6 milions d'euros es recullen per separat en la línia de finançament.

Annex IV. Taules Ràtios Financeres

Ràtios Liquiditat 2021-2024[4]

RÀTIOS DE LIQUIDITAT — PUIG BRANDS SA					
Ràtio	**Fórmula**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**
Ràtio de Liquiditat Corrent	**Actiu corrent / Passiu corrent**	**1.57x**	**1.64x**	**1.40x**	**1.36x**
Actiu corrent (M€)	Actiu Corrent Total	1,526.7	1,956.4	2,313.2	2,453.5
Passiu corrent (M€)	Passiu Corrent Total	972.7	1,194.6	1,649.9	1,803.3
Ràtio de Liquiditat Ràpida (Quick Ratio)	**(Actiu corrent – Existències) / Passiu corrent**	**1.20x**	**1.11x**	**0.92x**	**0.96x**
Existències (M€)	Inventories - Total	363.1	626.3	788.9	720.3
Actiu corrent sense existències (M€)	Actiu corrent – Existències	1,163.6	1,330.0	1,524.3	1,733.2
Fons de Maniobra / Actius Totals	**Fons de Maniobra / Actiu Total**	**11%**	**11%**	**9%**	**8%**
Fons de Maniobra (M€)	Actiu corrent – Passiu corrent	554.0	761.7	663.3	650.2
Actiu total (M€)	Total Assets	5,090.9	7,115.1	7,711.3	8,603.2
Nota: Deute financer a curt termini (M€)	*Short-Term Debt & CP of LT Debt*	*183.3*	*220.9*	*416.5*	*601.7*
Línies de crèdit no disposades (M€)	*Nota 25 memòria*	*n.d.*	*n.d.*	*n.d.*	*905.0*

Font: elaboració pròpia a partir dels comptes anuals consolidats.

Ràtios Rendibilitat 2021-2024[5]

RÀTIOS DE RENDIBILITAT — PUIG BRANDS SA					
Ràtio	**Descripció / Font**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**
ROE — Rendibilitat sobre Fons Propis	**Resultat net / Patrimoni net mitjà**	**n.d.**	**40.3%**	**49.1%**	**23.7%**
Resultat net (M€)	Income bef. Disc. Ops.	198.9	412.5	499.9	542.5
Patrimoni net (M€)	Common Equity - Total	1,040.4	944.9	949.9	3,526.1
DuPont — Marge s/ actius (Pretax ROA)	**Benefici pretax / Actiu total**	**n.d.**	**7.5%**	**8.0%**	**7.7%**
DuPont — Rotació d'actius	Vendes / Actiu total	n.d.	0.59x	0.58x	0.59x
DuPont — Multiplicador Patr. Net	Actiu total / Patrimoni net	n.d.	6.10x	7.76x	3.63x
ROA — Rendibilitat sobre Actius Totals	**Resultat net / Actiu total mitjà**	**n.d.**	**6.8%**	**6.7%**	**6.7%**
Actiu total (M€)	Total Assets	5,090.9	7,115.1	7,711.3	8,603.2
ROIC — Retorn sobre Capital Invertit	**EBIT×(1-t) / Capital invertit mitjà**	**n.d.**	**16.1%**	**15.8%**	**13.1%**
Nota: WACC estimat (Nota 16)	*Rang CGUs grup (memòria)*	*n.d.*	*n.d.*	*n.d.*	*10–13%*
Marge Brut	**Benefici brut / Vendes netes**	**70.8%**	**67.7%**	**70.3%**	**74.9%**
Marge EBITDA	EBITDA / Vendes netes	16.9%	11.1%	15.5%	20.0%
Marge EBIT (Operatiu)	EBIT / Vendes netes	12.8%	7.2%	11.5%	15.7%
Marge Net	**Resultat net / Vendes netes**	**7.7%**	**11.4%**	**11.6%**	**11.3%**
Taxa Imposició Efectiva	Impost s/ beneficis / EBT	47.4%	22.1%	24.2%	23.8%
Nota: taxa 2021 atípica (ajustos fiscals extraordinaris	*Income Tax Rate - %*	*47.4%*			

Font: elaboració pròpia a partir dels comptes anuals consolidats.

Ràtios Eficiència Operativa 2021-2024[6]

RÀTIOS D'EFICIÈNCIA OPERATIVA — PUIG BRANDS SA					
Ràtio	**Descripció / Font**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**
Període Mitjà de Cobrament (dies)	**Avg. Receivables Collection Days**	**n.d.**	**40.4**	**42.9**	**48.7**
Rotació de comptes a cobrar (x)	Accounts Receivable Turnover	n.d.	9.07x	8.52x	7.52x
Període Mitjà de Pagament (dies)	**Avg. Payables Payment Days**	**n.d.**	**63.5**	**64.6**	**67.2**
Rotació de comptes a pagar (x)	Payables Turnover	n.d.	5.77x	5.66x	5.44x
Rotació d'Existències (x)	**CoV / Existències mitjanes**	**n.d.**	**2.36x**	**1.80x**	**1.59x**
Dies d'existències (dies)	Avg. Inventory Days	n.d.	154.9	202.9	229.8
Nota: L'Oréal ~146 dies (Gurufocus, 2024)	*Referència sectorial*	*n.d.*	*n.d.*	*n.d.*	*~146 dies*
Cicle de Caixa Net (dies)	**PMC + Dies exist. – PMP**	**n.d.**	**131.8**	**181.1**	**211.3**
Comprovació: PMC + Dies exist. – PMP	Càlcul propi (dies)	n.d.	131.8	181.1	211.3

Font: elaboració pròpia a partir dels comptes anuals consolidats.

[4] Els valors que no son ràtios, estan expressats en milions d'euros.
[5] Els valors que no son ràtios, estan expressats en milions d'euros.
[6] Els valors que no son ràtios, estan expressats en milions d'euros.

Annex V. Taules Valoració per múltiples

Verificació dels criteris de selecció dels comparables

Empresa	Model de negoci	Posicionament	Marge brut 2024	Presència int.
L'Oréal (EPA: OR)	Bellesa (mass market + luxe)	Luxe accessible / luxe	74,2% ✓	Més de 150 països ✓
LVMH (EPA: MC)	Luxe (div. perfums)	Luxe	67,0% ✓	Més de 80 països ✓
Coty (NYSE: COTY)	Fragàncies + cosmètica	Luxe accessible (parcial)	64,4% ✓	Més de 100 països ✓
Interparfums (NASDAQ: IPAR)	Fragàncies luxe	Luxe	63,9% ✓	Més de 100 països ✓

Font: elaboració pròpia a partir dels informes anuals de L'Oréal (2024a), LVMH (2025), Coty Inc. (2024) i Interparfums (2025).

Comparació Múltiples: IPO (maig 2024) vs Tancament 2024

Magnitud	OPV (maig 2024)	Tancament 2024	Variació	Variació (%)
Preu per acció (€)	24.50	17.84	-6.66	-27,2%
Capitalització (milions d'euros)	13.900	10.134	-3.766	-27,1%
Valor d'empresa (milions d'euros)	15.000	11.316	64,4% ✓	Més de 100 països ✓
EBITDA ajustat (milions d'euros)	849 (FY2023)	969 (FY2024)	+120	+14,1%
Ingressos (milions d'euros)	4.304	4.790	+486	+11,3%
VE/EBITDA	17,7x	11,8x	-5,9x	-33,3%
VE/Vendes	3,5x	2,36x	-1,1x	-32,6%
P/E	29,8x	18,2x	-11,6x	-38,9%

*Font: elaboració pròpia a partir de comptes consolidats 2024, ION Analytics i informació de mercat. *P/E IPO calculat sobre Earnings Per Stock (EPS) FY2023 de ~0,82€/acció.*