

Marc Perdrix Ferragut

El impacto del Private Equity en la rentabilidad y eficiencia operativa: estudio de dos casos empresariales en España

TREBALL DE FI DE GRAU

Àrea temàtica: Mercats i actius financers

Grau d'Administració i Direcció d'Empreses



FACULTAT D'ECONOMIA i EMPRESA
Universitat Rovira i Virgili

Reus

Curs 2025-26

Contenido

1. Introducción.....	5
1.1. Justificación del tema.....	5
1.2. Objetivos	5
1.3. Estructura del trabajo	6
2. Marco teórico del Private Equity	7
2.1 Definición y características.....	7
2.2. Diferencias entre el private equity y otras formas de inversión similares.....	8
2.2.1 Venture Capital.....	8
2.2.2 Hedge funds	9
2.2.3 Business Angels.....	9
2.3. Historia y evolución	9
2.3.1. Orígenes en EE. UU.	10
2.3.2. Expansión en Europa.....	10
2.4. Principales actores del sector	11
2.4.1. Firmas gestoras	11
2.4.2. Fondos de inversión	11
2.4.3. Inversores Institucionales	12
2.4.4. Family offices y capital privado individual	12
2.5. Tipos de operaciones.....	13
2.5.1. Leveraged Buyouts (LBO) y Leveraged Buy-IN (LBI).....	13
2.5.2. Growth Capital	14
2.5.3. Otras operaciones (MBO, MBI, Turnaround).....	15
2.6. Ciclo de vida de un fondo de private equity	16
2.7. Marco regulatorio en Europa	18
2.7.1. Directiva AIFMD	18
2.7.2. Regulaciones fiscales y contables	19
2.7.3. Papel de asociaciones europeas	20
2.8 Tendencias del sector y situación actual	21
2.8.1. Fondos ESG	21
2.8.2. Crecimiento en sectores emergentes.....	22
3. Parte práctica: Selección de los casos.	23

3.1. Metodología de la investigación	24
4. Caso práctico I: Naturgy	25
4.1. Selección del caso	25
4.1.1. Criterio de selección	25
4.1.2. Breve descripción de la empresa	25
4.1.3. Contexto sectorial.....	26
4.2. Descripción de la operación	26
4.2.1. Actores implicados	26
4.2.2. Tipo de operación	27
4.2.3. Cambios organizativos y de gobernanza.....	28
4.2.4. Objetivos de la inversión	28
4.3. Análisis económico-financiero y estratégico.....	28
4.3.1. Evolución en el balance	29
4.3.2. Evolución en la cuenta de pérdidas y ganancias	32
4.3.3. Evolución de los flujos de efectivo	34
4.3.4. Ratios de endeudamiento y liquidez.....	36
4.3.5. Ratios de rentabilidad y palanca	37
5. Caso práctico II: Telepizza	39
5.1. Selección del caso	39
5.1.1. Criterio de selección	39
5.1.2. Breve descripción de la empresa	39
5.1.3. Contexto sectorial.....	40
5.2. Descripción de la operación	41
5.2.1 Actores implicados	41
5.2.2. Tipo de operación	42
5.2.3. Cambios organizativos y de gobernanza.....	42
5.2.4. Objetivos de la inversión	42
5.3. Análisis económico-financiero y estratégico.....	43
5.3.1. Evolución en el balance	43
5.3.2. Evolución en la cuenta de pérdidas y ganancias	45
5.3.3. Evolución de los flujos de efectivo	46
5.3.4. Ratios de endeudamiento y liquidez.....	47

5.3.5. Ratios de rentabilidad y palanca	48
6. Discusión de resultados y conclusiones	50
6.1. Resumen de hallazgos.....	50
6.1.1. Hallazgos en el caso I: Naturgy	50
6.1.2. Hallazgos en el caso II: Telepizza	52
6.2. Análisis de los objetivos del estudio	53
6.3. Limitaciones del estudio.....	55
7. Bibliografía	57
8. Anexos	60
8.1. Hoja de cálculo de Excel Naturgy 2015-2017	60
8.2. Hoja de cálculo de Excel Naturgy 2021-2023	60
8.3. Hoja de cálculo de Excel Telepizza 2015-2017	60

1. Introducción

1.1. Justificación del tema

Hoy en día existen múltiples formas de incrementar el valor de una empresa tanto para sobrepasar a la competencia como para alcanzar nuevos objetivos. Cada vez el entorno empresarial es más dinámico y adaptarse a él se ha convertido en una necesidad para seguir creciendo. Bajo estas circunstancias, el *private equity* se ha consolidado en las últimas décadas como una estrategia financiera clave ya que la inyección de capital y conocimientos que es capaz de aportar un fondo sin relación previa a la empresa le puede dar pie a acelerar su expansión de forma significativa.

Esta técnica que emergió en Estados Unidos se ha convertido en una herramienta ampliamente utilizada en la inmensa mayoría de mercados internacionales. En España, se ha experimentado un crecimiento notable principalmente impulsado por el fortalecimiento del entorno económico español y la llegada de nuevos inversores extranjeros en busca de oportunidades en el territorio nacional.

El *private equity* me llamó la atención porque es un tipo de actividad financiera generalmente menos conocida o estudiada en comparación con formas de inversión más tradicionales y accesibles. De ahí surgió mi interés en poder realizar un trabajo que me permitiera analizar cómo una técnica que requiere de una elevada inversión, planificación y visión a largo plazo podía afectar a empresas de mi propio país. Estudiar la evolución de operaciones en grandes compañías después de haber unido fuerzas con fondos de *private equity* podría permitirme entender los efectos de este tipo de inversión.

1.2. Objetivos

En las operaciones de *private equity* los objetivos que se buscan alcanzar pueden ser diferentes según los intereses de las empresas involucradas. En algunos casos el objetivo puede ser mejorar las ratios de rentabilidad optimizando la gestión financiera con el fin de aumentar el valor de la empresa y facilitar una futura venta. En otros casos el objetivo trasciende más allá de un aumento de beneficios, algunos fondos buscan penetrar en nuevos mercados o mejorar el posicionamiento de la compañía.

El principal objetivo de este trabajo es analizar el impacto del *private equity* en la rentabilidad y eficiencia operativa de las empresas adquiridas, a partir de un estudio de dos casos reales.

Para responder a esta cuestión he identificado otros objetivos más específicos que me permitirán desglosar diferentes temas que abarcaré a lo largo del trabajo.

- Comparar los distintos tipos de operaciones de *private equity* identificando posibles ventajas y riesgos de cada tipo y analizar cómo afecta la tipología de operación en las empresas.
- Evaluar la progresión económico-financiera de las empresas seleccionadas a partir de haber entrado en una operación de *private equity* mediante el estudio de balances, cuentas de resultados, flujos de efectivo e indicadores clave.
- Examinar el impacto de la operación de *private equity* en la rentabilidad de la empresa, prestando especial atención a indicadores como el ROE y su implicación en la rentabilidad para los accionistas.
- Detectar los cambios realizados en la estructura de endeudamiento y en la liquidez de la compañía a partir de la operación en *private equity* valorando su sostenibilidad financiera a corto y largo plazo.

1.3. Estructura del trabajo

El siguiente trabajo está dividido en dos grandes apartados:

1. El marco teórico: conceptos necesarios para la comprensión del estudio
2. La parte práctica: estudio de dos casos, discusión de resultados y conclusiones

En el primer apartado se definirá qué es el *private equity*, dónde se originó y cuáles son las diferencias con otros tipos de actividades financieras. También veremos el tipo de operaciones que se pueden utilizar, qué agentes están implicados y cuál es el ciclo de vida de estas inversiones. A partir de aquí, podremos entender también la regulación y tendencias actuales que afectan actualmente a los fondos. Estos conocimientos nos van a permitir establecer las bases para poder abordar el segundo apartado y analizar las empresas seleccionadas.

En el segundo apartado detallaremos cuáles han sido los criterios de selección de las empresas que han sido objeto de análisis en este trabajo y describiremos brevemente sus actividades económicas. Continuaremos explicando la operación de *private equity* que realizaron con sus respectivos fondos. A partir de aquí analizaremos la evolución económico-financiera a partir de diferentes ratios y datos relevantes que nos permitirán ver la progresión de las empresas. Para finalizar, discutiremos los resultados encontrados y verificaremos la eficacia de dichas operaciones.

2. Marco teórico del Private Equity

2.1 Definición y características

El término *private equity* proviene de la combinación de las palabras “private” (privado) y “equity” (capital o patrimonio). (Traducción Jurídica, 2025).

“Lo definiremos como el capital invertido por un fondo de inversiones o inversionistas particulares (nacionales o internacionales), en empresas con altas expectativas de crecimiento o empresas con un crecimiento estancado y que buscan su resurgimiento.” (Fuentes Roncallo & Benítez Yavar, 2007)

El objetivo de este tipo de operaciones es que tanto el fondo que proporciona financiación como las empresas que la reciben salgan mutuamente beneficiadas del acuerdo. Para poder alcanzar este objetivo la compañía debe mejorar su rendimiento y aumentar su valor en el mercado. De este modo, cuando finalice la operación, el fondo podrá vender la parte que adquirió inicialmente y recuperar una cantidad mayor del capital inicial invertido. Al mismo tiempo, la empresa se verá fortalecida por esta fusión temporal y saldrá de la operación siendo más independiente y competitiva.

Los fondos que se involucran en una operación de *private equity* aportan a las empresas correspondientes una financiación equivalente a la parte del capital que adquieren. Para estas empresas poder acceder a una inyección de capital significativa les da la posibilidad de mejorar procesos internos, tratar de penetrar en nuevos mercados o llegar a nuevos acuerdos.

Los fondos de *private equity*, aparte de la considerable aportación de capital, también brindan a las empresas asesoramiento estratégico y de gestión. Asimismo, acumulan una amplia experiencia en este tipo de operaciones y cuentan también con una amplia experiencia a la hora de tratar con otras empresas, por lo tanto, saben cómo gestionarlas, lo que les permite transferir nuevos conocimientos. Además, están dotados de una estructura organizativa mucho mayor a la de las compañías participadas por lo que pueden agilizar la toma de decisiones y procesos.

Este es uno de los principales valores añadidos del *private equity*. Cuando una empresa busca financiarse a través de un banco tradicional, este solo le concederá un préstamo que la empresa deberá gestionarlo por su cuenta, devolverlo con intereses y es su única responsabilidad cumplir con las condiciones del acuerdo. En cambio, en una operación de *private equity* el fondo se convierte en socio temporal, por lo que se involucra activamente en la gestión y acompaña a la empresa en el proceso de crecimiento y consolidación. Como el fondo ofrece liquidez a cambio de una participación en el capital,

la compañía no debe al fondo ningún tipo de deuda financiera pero sí que añade un nuevo inversor como accionista. Es por eso por lo que se debe tratar de aprovechar al máximo la financiación recibida para que el aumento de valor de la compañía compense la participación cedida al fondo.

Es importante recalcar que, en muchos casos el fondo se financia para poder llevar a cabo la adquisición de las compañías mediante deuda, pero esta no se traslada en ningún momento a la empresa participada.

2.2. Diferencias entre el private equity y otras formas de inversión similares

En este apartado analizaremos otras formas de inversión que son similares o que en algunas situaciones se asocian erróneamente al *private equity*. Esto nos permitirá ver las diferencias entre ellas, aclarar ciertos conceptos y descubrir qué la convierte en una forma de inversión única.

2.2.1 Venture Capital

El *venture capital* es una forma de financiación enfocada en empresas emergentes. El objetivo principal es impulsar su expansión y hacer que la compañía crezca hasta su etapa de madurez buscando obtener la mayor rentabilidad posible. Este tipo de operaciones, al producirse en empresas que se encuentran en fases iniciales, tienen un alto potencial de crecimiento junto con un riesgo considerable ya que las compañías aún no están consolidadas.

“Exceptuando algunos pocos casos, la literatura ubica las operaciones tipo Venture Capital dentro de una categoría más amplia, denominada *private equity*, es decir, las operaciones de los fondos tipo Venture Capital se entienden como un caso particular de las operaciones más generales, que son las realizadas por los fondos tipo *private equity*.” (Arango Vásquez & Durango Gutiérrez , Agosto 01 de 2014)

La diferencia entre estos dos tipos de operaciones es que la primera se centra únicamente en empresas jóvenes y con una visión innovadora. La segunda, en cambio, abarca una mayor variedad de compañías incluyendo también empresas consolidadas.

Por este motivo, el *venture capital* se considera una subcategoría dentro del *private equity* puesto que se enfoca exclusivamente en financiación temprana y de alto riesgo.

2.2.2 Hedge funds

“Los Hedge Funds (HF) son fondos de inversión especializados en invertir sus respectivos patrimonios en valores muy especulativos, utilizando y exprimiendo la ingeniería financiera, así como las denominadas técnicas de arbitraje y un alto grado de apalancamiento financiero (GAF)” (Blanzquez Hernandez, 2005)

Utilizan distintos tipos de activos como materia prima, divisas, bonos o acciones entre otros instrumentos financieros. Estos fondos suelen estar dirigidos a particulares o instituciones que están dotados de un alto poder adquisitivo y un perfil capaz de asumir un riesgo más elevado.

La principal diferencia entre los *hedge funds* y el *private equity* es que este último se centra en la gestión activa de la empresa y se involucra de forma directa en su crecimiento a largo plazo. Los *hedge funds* buscan rentabilidad a corto o medio plazo mediante estrategias especulativas aprovechando ineficiencias del mercado para invertir en activos sin participar en su gestión.

2.2.3 Business Angels

Los *business angels* actúan de forma completamente independiente con su propio capital a cambio de una parte minoritaria de empresas generalmente emergentes.

“Aportan capital y, en mayor o menor medida, se involucran en la gestión con el fin de facilitar el camino al emprendedor y evitar, en base a su experiencia, que cometa errores típicos en cuanto a la gestión y lanzamiento de su startup. Suelen aportar contactos y relaciones de valor que sirven para promocionar la startup en un sector determinado.” (García Martínez & Ortega García, 2011)

Por lo general, suelen operar en etapas tempranas cuando la compañía está en proceso de crecimiento.

Pese a que igual que en el *private equity* el inversor se involucra en la gestión de la compañía hay ciertas diferencias a destacar. Este último actúa bajo un fondo y los *business angels* son inversores individuales. Además, su inversión, al tratarse de una sola persona, suele ser menor en comparación con los fondos profesionales.

2.3. Historia y evolución

Los inicios del *private equity* se remontan a varias décadas atrás. Comprender cómo surgió, cuáles fueron sus inicios y cómo ha ido evolucionando con el paso del tiempo es esencial para entender su importancia en la actualidad.

2.3.1. Orígenes en EE. UU.

Según (Wikipedia, 2024) las primeras firmas de *private equity* tuvieron sus inicios en los Estados Unidos justo después de la Segunda Guerra Mundial. Durante ese periodo, el país salió beneficiado del conflicto bélico y se encontraba en un momento de abundancia económica. En cambio, los bancos, mostraban una fuerte aversión al riesgo, ya que buscaban estabilidad después de unos últimos años de incertidumbre. Todo el sistema bancario estaba pasando por un periodo extremadamente conservador. Las entidades financieras se enfocaban en créditos seguros, bonos y empresas consolidadas con resultados estables.

Ante esta situación, el *private equity* surgió impulsado por la búsqueda de nuevas formas de financiación por parte de empresas emergentes con proyectos innovadores que carecían de activos que pudieran ofrecer como garantía. Estas empresas necesitaban capital para impulsar sus negocios, pero al ser consideradas operaciones demasiado arriesgadas por los bancos, el *private equity* nació como una solución de financiación alternativa.

Aunque, como hemos mencionado anteriormente, las primeras firmas surgieron en la década de 1940, el verdadero auge tuvo lugar alrededor de 1970. En esa época los fondos empezaron a realizar operaciones de mayor envergadura mediante el uso de apalancamiento financiero. Este paso permitió aumentar la financiación posible y aumentar el número de adquisiciones. Estas grandes operaciones consolidaron al *private equity* como una estrategia de inversión única capaz de transformar todo tipo de empresas mejorando su rentabilidad mediante la intervención en su gestión.

2.3.2. Expansión en Europa

Una vez ya se consolidó en Estados Unidos, el *private equity* se empezó a expandir hacia nuevas zonas. En Europa, entre la década de 1980 y 1990 empezaron a llegar fondos internacionales. En esa época la regulación europea era bastante estricta y había una menor tradición de inversión en este tipo de operaciones, pero la expansión se produjo de forma rápida debido a los buenos resultados que ofrecía esta estrategia.

Progresivamente se fueron creando firmas locales que se caracterizaron por replicar el modelo que ya había funcionado en Estados Unidos, pero con una utilización de deuda más cautelosa. A partir del año 2000, la eliminación de barreras comerciales en los países europeos sumado a la llegada de inversores institucionales aceleró el crecimiento del *private equity* estableciéndolo como un mercado maduro.

2.4. Principales actores del sector

Para comprender el funcionamiento de este tipo de operaciones es esencial tener en cuenta quienes son los actores que están involucrados en ellas. En este apartado examinaremos sus roles dentro del proceso de inversión y veremos cuáles son sus interacciones.

2.4.1. Firmas gestoras

Su rol es conocido en inglés como *General Partner* consiste en gestionar los fondos de inversión a través de profesionales especializados.

La firma gestora es la sociedad “encargada de gestionar el patrimonio de múltiples inversores a través de diferentes fondos de inversión.” (Universidad Internacional de la Rioja, 2021)

Estas firmas no se ocupan directamente de adquirir empresas, sino que crean y administran fondos independientes. Una misma firma es capaz de tener simultáneamente distintos fondos en activo con diferentes inversores, objetivos y temporalidades. Pese a que los planes de inversión se establecen en la creación de cada fondo, la posibilidad de manejar varios de forma paralela sin esperar a la desinversión de uno anterior permite a la firma gestora tener una amplia gama de inversores pendientes con diferentes objetivos financieros.

Gracias a la gestión de los fondos, los gestores de las firmas reciben una compensación económica para cubrir los gastos que supone el hecho de llevar a cabo estas operaciones. Aparte de estos ingresos por gestión, la firma también puede cobrar un bonus en caso de que las ganancias superen un umbral de rentabilidad acordado. Este último ingreso, llamado *carried interest*, sirve como incentivo para aumentar la rentabilidad y conseguir que tanto la propia firma como los inversores se vean beneficiados.

2.4.2. Fondos de inversión

Según (La Pizarra de Andres, 2024), los fondos de inversión son el vehículo a través del cual pasa el dinero aportado por los inversores hacia los activos o empresas seleccionadas en las cuales se adquieren participaciones para invertir el capital.

Todos los fondos han estado antes creados y se gestionan por una única firma gestora. Cada uno está dotado de su propio capital aportado por los inversores, los objetivos financieros y el horizonte temporal en el que se quiere realizar la operación.

El principal objetivo de estos fondos es maximizar los beneficios para sus inversores. Para conseguirlo de la forma más segura posible se invierte en empresas que se

encuentren en diferentes países y sectores. De esta forma se diversifica la inversión, lo cual representa un modo de minimizar riesgos y maximizar las posibilidades de éxito.

Todos los fondos de inversión tienen un ciclo de vida definido que tiene distintas fases clave. La fase que da comienzo a un fondo es la de inversión, después se gestiona la empresa durante el periodo acordado y para dar por acabada la operación se produce la fase de desinversión. Sin embargo, el detalle del proceso de estas etapas se desarrollará con mayor profundidad en los próximos apartados del trabajo.

2.4.3. Inversores Institucionales

Los inversores institucionales forman parte de los actores con más peso en la contribución de recursos a los fondos de *private equity*.

Se trata de “grandes organizaciones que negocian valores en nombre de sus clientes, lo que les permite disfrutar de prioridad en las operaciones y comisiones más bajas en el mercado. Su actividad profesional se basa en los intereses y objetivos de sus clientes, y gestionan una cantidad significativa de fondos.” (Churakova, 2025)

Entre los principales tipos de inversores institucionales se encuentran los fondos de pensiones, compañías de seguros, fondos soberanos, fundaciones y universidades, entre otros. Todos ellos cuentan con grandes estructuras y con distintos departamentos especializados en inversión y análisis de riesgo que se interesan en diferentes servicios y productos financieros.

Su papel principal en estas operaciones es el de aportar el capital necesario para que el fondo de la firma gestora pueda empezar a invertir y a partir de ahí, negociar acuerdos con empresas que requieran de financiación para adquirir una parte de sus compañías. A cambio, los inversores institucionales obtienen una participación proporcional en las ganancias que provienen de las inversiones que realizan los fondos.

2.4.4. Family offices y capital privado individual

Como acabamos de comentar, en el sector del *private equity*, los inversores que aportan la mayor parte del capital son generalmente instituciones, aun así, existen otros agentes que también participan en estas operaciones.

“Una *family office* (FO) es una empresa privada que gestiona inversiones y fideicomisos para una familia (Amit, Liechtenstein y Prats, 2009). El capital financiero de la empresa es el propio capital de la familia, a menudo acumulado durante generaciones por ésta.” (Rivo Lopez, Gonzalez Vazquez, & Rodriguez Lopez, 2011)

Esta estructura tiene dos distintas vertientes, *single family offices*, cuando administran los recursos económicos de una sola familia o *multi family offices*, en caso de gestionar el patrimonio de varias.

Por otra parte, los inversores privados individuales, son personas que deciden invertir por su propia cuenta. Pese a que su aportación económica suele ser significativamente menor que la de los inversores institucionales, su participación es para los fondos una forma de diversificar la base de inversores. En distintas ocasiones estas personas pueden aportar contactos y experiencia sectorial.

Tanto los *family offices* como los inversores individuales, buscan obtener rentabilidad económica y tratar de hacer crecer su patrimonio. El factor que los diferencia de los demás es que por lo general suelen participar en proyectos con impacto social alineados con los valores o los objetivos de las familias o individuos que representan.

2.5. Tipos de operaciones

A continuación, analizaremos los distintos tipos de operaciones que pueden llevar a cabo los fondos de *private equity*. Cada una de ellas tiene sus propias particularidades y tienen sus propios objetivos, estrategia financiera y perfil de riesgo. Conocer las diferencias entre estas modalidades es esencial para poder identificar sus ventajas y desventajas.

2.5.1. Leveraged Buyouts (LBO) y Leveraged Buy-IN (LBI)

Los *leveraged buyouts* y *leveraged buy-in* se basan en adquisiciones apalancadas. Estas forman parte de uno de los tipos de operaciones más comunes dentro del *private equity*.

El LBO consiste en “fondos que compran posiciones mayoritarias a accionistas existentes de compañías consolidadas con beneficios y flujos de caja relativamente predecibles. Operaciones normalmente estructuradas mediante el uso de una combinación de capital y deuda” (Lamothe Fernández & García Argüelles, Mayo de 2023)

La diferencia principal es que en un LBO se adquiere el control total manteniendo la gestión existente, mientras que en un LBI se compra una participación significativa y normalmente se introduce o modifica el equipo gestor.

La característica que la diferencia de otro tipo de operaciones es, como hemos mencionado anteriormente, el uso del apalancamiento financiero. El hecho de adquirir

la compañía con una parte de deuda no impide al fondo ejercer control total sobre las compañías.

El fondo confía en el crecimiento de las empresas en las que invierte con el objetivo de amortizar la deuda con los flujos de caja de las mismas empresas. Pese a que el uso de apalancamiento puede ser una gran ventaja ya que permite acceder a una mayor financiación y, por lo tanto, hay más capital para invertir, también supone un riesgo, ya que, si no se consigue la rentabilidad esperada, el fondo puede tener dificultades para cumplir con las obligaciones financieras. Por este motivo las operaciones de LBO y LBI se suelen realizar en empresas consolidadas que presentan una estructura estable y unos ingresos constantes.

Los *leveraged buyouts* y *leveraged buy-in* también se caracterizan por obtener participaciones mayoritarias en las empresas en las que el fondo invierte. El porcentaje de participación adquirido suele estar entre el 50% y el 100% de las compañías. Esto se debe a que el objetivo es tomar el control de la gestión para poder implementar cambios significativos con el objetivo de incrementar su valor durante el periodo de la operación.

Si la empresa que se trata de adquirir figura en el mercado bursátil deberá presentar informes financieros de forma pública obligatoriamente y estará supervisada bajo un marco regulatorio más estricto. Por ese motivo, el fondo, generalmente, buscará que la compañía salga de bolsa para poder tener mayor control y no depender de otros accionistas.

2.5.2. Growth Capital

El *growth capital*, o capital de crecimiento, constituye otro tipo de operación muy común dentro del *private equity*.

“Como componente crucial de la financiación mediante capital , el capital de crecimiento permite a las empresas escalar sin incurrir en una deuda sustancial” (Diversification, 2025)

El riesgo del *growth capital* es menor, ya que, como hemos mencionado anteriormente, el nivel de endeudamiento es considerablemente menos elevado, sin embargo, esto también provoca que la rentabilidad sea más moderada. Estas compañías buscan expandirse desarrollando nuevos productos o entrando en nuevos mercados sin perder el control de la gestión.

El *growth capital* está destinado a empresas que buscan una expansión de la mano de un fondo con experiencia. En este caso el fondo prefiere no asumir los riesgos asociados

a un endeudamiento elevado. Estas operaciones, a diferencia de los LBO, se caracterizan por la adquisición de participaciones minoritarias generalmente entre el 10% y el 49% del capital. Esto permite al fondo participar en el asesoramiento de las decisiones aportando experiencia y contactos sin tener que estar pendiente de la gestión diaria.

2.5.3. Otras operaciones (MBO, MBI, Turnaround)

En los apartados anteriores hemos analizado los tipos de operaciones más comunes en el *private equity*: los *leveraged buyouts*, *leveraged buy-in* y el *growth capital*. Aparte de estas tres técnicas, existen otras operaciones que los fondos utilizan para cumplir con otro tipo de objetivos generalmente más específicos. Aunque son menos habituales, es fundamental entender en qué se diferencian entre sí para comprender la diversidad de estrategias dentro del sector y la finalidad de cada una de ellas.

MBO (Management Buyout) y MBI (Management Buy-In): Estos términos “se asocian a la adquisición de empresas por parte de directivos junto con empresas de capital riesgo. Aunque hay varios tipos de adquisición de empresas por parte de directivos, se pueden dividir en dos grandes grupos en función del origen de los directivos compradores: si ya trabajan en la empresa se denomina Management Buy Out (MBO) y si no trabajan en ella se trata de un Management Buy In (MBI).” (Hernandez Gazzo & Escribens Olaechea, 2007)

El MBO permite a los gestores actuales tomar el control de la compañía. Los antiguos directivos se convierten en los actuales propietarios obteniendo una participación mayoritaria de la misma compañía. El fondo se convierte en copropietario manteniendo una participación minoritaria, aportando financiación y asesorando estratégicamente a los directivos.

En MBI, es un equipo externo de gestores el que compra la empresa. El fondo financia la operación, aportando capital a cambio de una participación minoritaria. Los nuevos directivos son los encargados de asumir la responsabilidad de mejorar la gestión y aumentar el valor del negocio de cara a una futura venta. Es una operación arriesgada para el fondo, especialmente durante los primeros años de la operación, porque el nuevo equipo encargado en la gestión es nuevo y por lo tanto no tiene experiencia previa en la empresa.

Turnaround: Esta operación destaca por centrarse en empresas con dificultades financieras. El objetivo es reestructurar la compañía para influir en los procesos y mejorar la rentabilidad. El fondo interviene de forma activa en la gestión tratando de estabilizar la empresa.

2.6. Ciclo de vida de un fondo de private equity

Seguidamente analizaremos el ciclo de vida de una inversión en *private equity* para comprender las diferentes etapas que tienen estas operaciones y ver el rol de los actores en cada una de ellas. Es importante comprender que cada firma gestora tiene sus propias formas de actuar y según el tipo de objetivos que busque alcanzar y la tipología de operaciones que decida llevar a cabo las temporalidades pueden ser ligeramente distintas.

El ciclo de vida de un fondo se divide en distintas etapas, sus números o títulos pueden variar según la fuente consultada. A continuación, presento la estructura que he seleccionado basada en: (We Family Offices, 2022) (Notebook Finance, 2025) y (Finary, 2025)

1. Captación de capital

En esta primera etapa, la firma gestora determina los objetivos del siguiente fondo que quiere crear. Se establece un horizonte temporal en el que se prevé llevar a cabo la operación y se estima el capital necesario para completar la inversión. A continuación, se contacta a los inversores interesados y se negocia con ellos el acuerdo para gestionar la aportación económica y el reparto de beneficios. Esta aportación no se desembolsa necesariamente toda al inicio, el fondo puede pedirlo progresivamente. El éxito de esta fase es esencial para la creación del fondo porque establece las bases de la estrategia que se seguirá y reúne el capital necesario para realizarla. Su duración puede ser de aproximadamente entre uno o dos años dependiendo del tipo de operación y de la agilidad del acuerdo.

2. Despliegue de capital

Esta etapa corresponde a la fase de inversión que ocurre cuando el fondo ya ha sido cerrado y se ha obtenido el capital suficiente para empezar a invertir. La firma gestora busca oportunidades en el mercado, identificando empresas que requieran de financiación con un potencial de crecimiento interesante. Una vez encontradas, se hace un estudio de sus cuentas para ver sus ingresos, costes, rentabilidades, deudas y otros indicadores que puedan ayudar a conocer el estado de la empresa. En caso de que la gestora esté interesada, negocian el tipo de operación (*LBO, Growth Capital...*) y se procede a ejecutar la inversión. Esta fase suele tener una duración de entre 2 a 3 años. Durante este periodo, también puede haber distintas etapas de inversión en nuevas empresas al mismo tiempo que se empieza a gestionar otras que ya han sido adquiridas con anterioridad.

3. Fase de gestión

En esta etapa el fondo trabaja en la empresa participada para incrementar el valor de la compañía. La gestión activa del fondo será determinante para los resultados económicos finales. Esto se debe a que si la toma de decisiones es buena y los resultados de la empresa se ven incrementados repercutirá beneficiando a los inversores que aportaron capital. Pese a que durante esta etapa el fondo está unido a la empresa, la misión es prepararla para la futura desinversión. La fase de gestión suele durar de media entre 5 y 6 años.

4. Fase de desinversión

En esta etapa el fondo busca vender las empresas en las que ha estado trabajando los últimos años para poder recuperar la inversión inicial y materializar las ganancias obtenidas a raíz de la gestión.

“La fase de desinversión representa el momento culminante donde se materializa efectivamente el retorno para los inversores, validando toda la estrategia implementada. Típicamente, esta etapa ocurre entre cinco y ocho años después de la inversión inicial, una vez cumplidos los objetivos previstos de creación de valor, aunque el timing dependerá de la estrategia específica del fondo.” (Perez, 2024-2025)

A la hora de realizar la venta el fondo puede optar por diferentes alternativas:

- Venta a otra compañía: Alguna empresa del sector que esté interesada en absorberla para ganar cuota de mercado y reducir costes.
- Salida a bolsa: Opción viable en caso de que la compañía haya demostrado una cierta estabilidad y tener el tamaño necesario.
- Venta a otro fondo de *private equity*: Este nuevo fondo puede continuar el proceso de crecimiento aportando otra visión u otros conocimientos.

Es clave decidir en qué momento se realiza la desinversión puesto que se busca obtener el mayor retorno posible.

5. Liquidación del fondo

La liquidación del fondo es una etapa que no muchas fuentes de información tienen en cuenta. Esta consiste en un recuento que realiza la firma gestora de los resultados de todas las operaciones con el fin de conocer el rendimiento total obtenido durante los años en los que el capital ha estado invertido. Una vez realizados estos cálculos se reparten los beneficios según los acuerdos establecidos en la primera fase. Este reparto se divide entre los inversores, por haber aportado capital, y la firma gestora, por su labor

en la gestión de las inversiones. En caso de que los resultados hayan sido mejores de los esperados, como ya se ha explicado anteriormente, la firma puede cobrar el *carried interest* como incentivo. Finalmente se cierran las cuentas, se realizan informes de resultados y se auditan los estados financieros para demostrar que se ha cumplido con las normativas. Tras esta fase el fondo concluye definitivamente su actividad y se pone fin a su ciclo de vida.

2.7. Marco regulatorio en Europa

Las firmas gestoras encargadas de crear fondos que realizan operaciones de *private equity* deben seguir un marco regulatorio específico a la hora de actuar. Este sector no tiene una regulación concreta o exclusiva como producto financiero. Se considera que las sociedades gestoras están dentro del grupo de los *Alternative Investment Fund Managers* (AIFM) y por lo tanto deben seguir la regulación de la Directiva sobre Gestores de Fondos de Inversión Alternativos (AIFMD). Asimismo, debemos tener en cuenta que cada país puede tener sus propias normativas para gestionar el cumplimiento fiscal y la transparencia de las operaciones. Estas regulaciones pueden complementar o modificar las ya previamente establecidas en el marco europeo.

2.7.1. Directiva AIFMD

La Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, conocida como AIFMD (Alternative Investment Fund Managers Directive), fue aprobada el 8 de junio de 2011 y entró en vigor el 21 de julio de 2011. Esta directiva representa el mayor marco regulador de la Unión Europea para las gestoras de fondos de inversión alternativos.

“El objetivo de la presente Directiva es establecer un mercado interior para los gestores de fondos de inversión alternativos (GFIA) y un marco armonizado y riguroso de regulación y supervisión de las actividades en el interior de la Unión” (Boletín Oficial del Estado, 2011)

Esta directiva se creó con el fin de asentar las bases de la regularización, pero también se vió impulsada por “la quiebra de Lehman Brothers y el impacto que la misma tuvo, tanto en el sector financiero como en la economía real, avivó un fuego que ya había prendido con anterioridad. Los políticos europeos se creyeron en la obligación de regular un sector al que veían, sino como causante de los males que empezaban a sucederse, sí como una especie de bomba de relojería que en cualquier momento podría agravar aún más una situación que ya de por sí estaba complicándose mucho.” (Caro, 2012)

Entre los diferentes objetivos de la AIFMD destacamos los siguientes:

- Poner límites al endeudamiento de los fondos a la hora de invertir con el fin de reducir riesgos sistemáticos en la economía europea. Los gestores deben demostrar que pueden hacerse cargo del nivel de endeudamiento que están asumiendo y que no están poniendo en riesgo la estabilidad económica del sistema financiero.
- Incrementar la transparencia de cara a los inversores que participan en la financiación y a las autoridades reguladoras. Para ello, la AIFMD exige presentar cada cierto tiempo informes detallados sobre ingresos, costes, endeudamiento, composición de la cartera, futuros objetivos estratégicos...
- Dotar a las autoridades correspondientes como la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) de permisos para poder supervisar las actividades de los fondos y facilitar la información que requieran.
- Demostrar sensatez de cara a los inversores estableciendo normas contractuales claras sobre la política de inversión, la valoración de los activos o la correcta valoración de los activos.
- Favorecer el mercado europeo incentivando la gestión de fondos de inversión dentro de la Unión Europea. La Directiva introduce una especie de permiso denominado "pasaporte europeo" que permite a las firmas que operan en un estado miembro actuar en otros estados de la UE sin necesidad de solicitar nuevas licencias.

Haber implementado este nuevo mecanismo ha supuesto una profesionalización del sector. Estas normativas provocan un aumento de la confianza de los inversores y fortalecen la estabilidad del mercado financiero europeo. Además, el marco permite que los fondos puedan competir entre sí con las mismas condiciones evitando así posibles desigualdades entre ellos.

2.7.2. Regulaciones fiscales y contables

Además de las normativas establecidas por el AIFMD los fondos de *private equity* deben tener en cuenta otras regulaciones fiscales y contables.

En el ámbito fiscal, la finalidad es que las firmas gestoras declaren y tributen las cantidades correspondientes de forma transparente. Las cuentas deben presentarse de forma periódica al organismo que se encargue de su supervisión para evitar posibles prácticas ilegales como la elusión fiscal. En este caso cada estado miembro tiene el derecho de aplicar sus propias reglas tributarias, por lo que existen países más atractivos que otros en cuanto a tributación se refiere. Progresivamente la Unión

Europea está tratando de igualar sus normas fiscales para reducir las disparidades y que todos los países puedan jugar con reglas parecidas. Este proceso aún se está desarrollando y avanza lentamente dado que es complicado coordinar acuerdos fiscales entre tantos estados.

A nivel contable, también se deben presentar informes financieros de forma periódica puesto que es fundamental reflejar la situación económica en la que se encuentran. En este caso las firmas gestoras deben seguir las NIIF (Normas Internacionales de Información Financiera) que fueron establecidas por el IASB (International Accounting Standards Board) con el objetivo de que la presentación de los estados financieros sea clara y todas las compañías sigan un modelo común.

2.7.3. Papel de asociaciones europeas

Aparte de las normativas del marco regulatorio, también existen asociaciones europeas que se encargan de ayudar a las firmas gestoras a la hora de presentar los datos financieros y cumplir con las obligaciones legales ante los organismos responsables. Estas asociaciones no buscan un beneficio económico, son sin ánimo de lucro y todo lo que generan con eventos y cuotas de los miembros se reinvierte para continuar haciendo su labor. Los responsables que se encuentran detrás de estas asociaciones son una junta directiva formada por representantes de las gestoras que forman parte de ellas. Esto provoca que sus objetivos coincidan con las necesidades reales del sector.

Invest Europe, antiguamente llamada EVCA, “es la mayor asociación mundial que representa a proveedores de capital privado, abarcando los sectores europeos de capital privado, capital riesgo e infraestructuras, así como a sus inversores, incluyendo algunos de los mayores fondos de pensiones y aseguradoras del continente. La organización busca fomentar una comprensión más profunda de la gestión de activos, facilitando la inversión de capital y la experiencia en empresas para generar rentabilidad para los inversores sin restricciones regulatorias innecesarias.” (Sweep, 2025)

Su papel es ayudar a reducir las dificultades que tienen las gestoras a la hora de enfrentarse a problemas regulatorios o burocráticos tratando de unificar criterios y promover la transferencia. Invest Europe también se caracteriza por interactuar como interlocutor ante instituciones europeas regulatorias ofreciendo propuestas y recomendaciones en el nombre de la industria. Esto permite que las firmas puedan dialogar entre ellas y tras llegar a acuerdos o propuestas comunes se presenten de forma unificada a través de la asociación ganando de este modo capacidad de influencia.

2.8 Tendencias del sector y situación actual

El sector del *private equity*, como cualquier forma de inversión, crece y evoluciona cada año a pasos agigantados. Identificar hacia qué dirección se expande y cuál es su situación actual es clave para comprender las operaciones y transacciones que gestionan las gestoras.

2.8.1. Fondos ESG

Las siglas ESG hacen referencia a “*Environmental, Social, and Governance*”. Estos fondos se caracterizan por incorporar criterios ambientales, sociales y de gobernanza a la hora de invertir.

“La dimensión ambiental abarca la gestión de residuos, manejo del agua y el uso de otros recursos ambientales. La dimensión social incluye el análisis de los involucrados: clientes, empleados y todos aquellos afectados por la presencia de la empresa, como las personas que viven cerca de una unidad industrial. El gobierno corporativo se centra en el impacto que tienen los involucrados, ya que se relaciona específicamente con los accionistas y la administración de las compañías, al tiempo que aborda la estructura de los consejos, las remuneraciones de los directivos y los derechos de los accionistas.” (Ulrich, 2016)

Estos criterios son cada vez más comunes a la hora de invertir en *private equity* ya que tanto gestoras como inversionistas están cada vez más concienciados sobre las buenas prácticas que pueden aportar las empresas.

Estas son algunas de las acciones que pueden tomar este tipo de fondos:

Tienen en cuenta en qué empresas se fijan a la hora de invertir, evitando totalmente las que lleven a cabo prácticas en contra de su filosofía. Esto se puede deber a que la empresa contamina en exceso con su producción, tiene problemas con el trato a trabajadores o presenta una gobernanza débil.

Nunca invertirían en empresas con prácticas negativas, pero cuando estas no existen, y el fondo invierte en ellas, se busca mejorar su desempeño ESG mediante acciones. Estas pueden ser, por ejemplo, reducir niveles de emisiones o acústicos, mejorar contratos o tratar de fortalecer la convivencia entre trabajadores haciendo “*team building*” entre otras prácticas.

Los fondos ESG también suelen invertir en empresas de sectores como las energías renovables, salud o educación entre otros. Esto se debe a que estos sectores suelen tener una gran cantidad de empresas ya concienciadas que entienden y están alineadas con los valores que representa ESG.

2.8.2. Crecimiento en sectores emergentes

Al inicio del *private equity* los fondos invertían en sectores muy comunes y tradicionales como la construcción, defensa, agricultura o manufacturas. Hoy en día la tendencia ha evolucionado hacia otro tipo de sectores más novedosos.

Según (Pictet Asset Management, 2025) el sector tecnológico es el que ha experimentado un mayor crecimiento económico durante los últimos años. Muchas empresas de inteligencia artificial, ciberseguridad o software, entre otros, han revolucionado el mercado en muy poco tiempo asentándose como compañías influyentes. Los fondos tienen cada vez más presente estos nuevos sectores debido a que las rentabilidades que han demostrado ser capaces de ofrecer, son muy llamativas para los inversores.

Esta evolución refleja un cambio claro de tendencia que se ha llevado a cabo debido a que las gestoras han detectado nuevas oportunidades de mercado. Su interpretación es que, mientras los sectores tradicionales tenían un crecimiento muy estable, los sectores emergentes podían ofrecer retornos considerablemente mayores.

3. Parte práctica: Selección de los casos.

La parte práctica constituye la segunda parte de este trabajo. La introducción y el marco teórico ayudan a dar contexto para tener los conocimientos suficientes a la hora de afrontar el contenido que presento a continuación.

Para llevar a cabo este apartado he seleccionado dos empresas que han pasado por una operación de *private equity*. Seguidamente, explicaré el motivo por el cual han sido seleccionadas, qué actividades económicas desarrolla cada una y cuál es el sector y la competencia que las rodean.

El principal objetivo es analizar las cuentas consolidadas de las compañías para ver su evolución con el paso del tiempo y evaluar el efecto del *private equity* en ellas. Podremos observar cómo la intervención de una firma gestora a través de un fondo puede modificar la conducta económica de una empresa.

La idea principal de este trabajo era comparar los tres años antes del acuerdo entre empresa y firma gestora con tres años durante la operación donde el fondo ya estuviera interviniendo en la gestión de la empresa. Esto lo he conseguido hacer con una de las dos empresas estudiadas, en este caso, Naturgy, que se adaptaba perfectamente al perfil de compañía que estaba buscando.

Al intentar buscar una segunda empresa surgieron varias complicaciones:

- Pese a que, como ya hemos mencionado en el marco teórico, el *private equity* en el mercado español está en constante crecimiento, aún existe una escasez de empresas españolas que hayan confiado en firmas gestoras para este tipo de operaciones.
- Hay empresas que sí han pasado por este tipo de operaciones, pero no conservan públicamente sus cuentas consolidadas tras varios años. Esto dificulta y limita mucho el análisis de los resultados.
- Un factor que desconocía antes de empezar con este trabajo es que hay una cantidad significativa de fondos que adquieren prácticamente la totalidad de las empresas con el objetivo de sacarlas de bolsa para no mostrar resultados públicamente. Esto es lo que sucede con la inmensa mayoría de operaciones de LBI y LBO tradicionales. Este hecho provoca que muchas empresas que podrían encajar con lo que estaba buscando no se puedan analizar adecuadamente.
- Por último, otro factor que también ha dificultado el estudio ha sido el efecto de la pandemia por COVID-19 ya que distorsiona ciertos resultados económicos.

Para ello he intentado seleccionar empresas pertenecientes a sectores poco afectados.

Dado estas complicaciones que no esperaba encontrarme al iniciar este estudio, he decidido elegir como segunda empresa Telepizza. Con esta empresa me topé con la tercera problemática comentada, la firma gestora que adquirió la mayoría de la empresa decidió sacarla de bolsa para no verse en la obligación de hacer públicos sus resultados. Aun así, he decidido analizar el trienio en el que empieza la operación en los que sí hay datos porque considero que también puede ser interesante comprender el motivo por el que una firma gestora se interesa en una empresa y analizar qué oportunidades pudo haber identificado.

3.1. Metodología de la investigación

Para analizar las dos empresas seleccionadas, en este caso, Naturgy y Telepizza, he seguido los siguientes pasos:

- En primer lugar, me he asegurado de que en sus páginas corporativas estuvieran publicadas las cuentas anuales consolidadas de los años de interés para el estudio.
- Una vez descargadas, he comprobado que, a pesar del paso del tiempo siguieran criterios contables parecidos para que el análisis de la evolución de los resultados fuera comparable.
- Seguidamente, he reutilizado una hoja de cálculo en Excel que ya había utilizado en trabajos académicos anteriores y lo he adaptado con el fin de garantizar la coherencia del estudio.
- Por último, he introducido todos los datos de las cuentas consolidadas de las empresas en la hoja de Excel y he seleccionado los resultados y los ratios que he considerado más interesantes para analizarlas en los apartados posteriores.

4. Caso práctico I: Naturgy

4.1. Selección del caso

La primera empresa que he seleccionado para este estudio es Naturgy.

4.1.1. Criterio de selección

He decidido optar por esta compañía por los siguientes motivos:

- Es una empresa española. Prefería seleccionar una compañía nacional porque creo que poder hacer este análisis con empresas que tienen sede y aportan muchos puestos de trabajo a ciudadanos españoles podría ser un valor añadido. Además, al desenvolver su actividad económica en el entorno local, afecta de forma directa a la economía del país.
- Es una empresa muy grande. Tiene una gran influencia a nivel nacional ya que aparte de presentar altos niveles de facturación, forma parte del IBEX 35. Además, consta de una plantilla con más de 6000 empleados actualmente.
- Transparencia en datos económicos. Después de producirse la operación de *private equity* la empresa continuó cotizando en bolsa como ya lo hacía anteriormente. Por ese motivo los datos de las cuentas anuales consolidadas se muestran en la web corporativa de forma pública incluso después de la operación.
- El bajo efecto del COVID. En comparación con otros sectores como el turismo, comercio o hostelería, las empresas eléctricas como Naturgy no sufrieron tanto la crisis del COVID. Esto provoca que los resultados que vayamos a analizar no se vean tan afectados.

4.1.2. Breve descripción de la empresa

Su historia se remonta a 1843 donde “bajo el nombre de Sociedad Catalana para el Alumbrado por Gas (SCAG), fue de los primeros en llevar la luz a las calles y espacios públicos de Barcelona, ofreciendo así el primer servicio público implantado en la ciudad condal.” (Naturgy, 2025).

Durante más de 180 años la empresa ha ido evolucionando y reinventándose hasta convertirse en una de las mayores empresas eléctricas a nivel nacional con presencia en otros muchos países como Australia, Estados Unidos, Argentina o Chile.

Uno de los cambios más relevantes en los últimos años tuvo lugar en 2018. Tras la implantación de un nuevo plan de vulnerabilidad energética “la compañía diseñó una nueva marca, Naturgy, y modificó la denominación social, que pasó de Gas Natural SDG

a Naturgy Energy Group. La nueva marca dejaba atrás la palabra «gas» para vincularse a un concepto más amplio de energía y aportaba una visión internacional para todos aquellos países en los que la compañía estaba presente.” (Naturgy, 2025).

Hoy en día, la empresa, con sede en Barcelona, continúa expandiéndose para cumplir tanto las expectativas con sus inversionistas como sus compromisos medioambientales a la par que ofrece unos servicios de calidad a una gran cantidad de clientes.

4.1.3. Contexto sectorial

Como hemos mencionado anteriormente, Naturgy es una empresa que se dedica al sector energético. Este sector está compuesto por un número reducido de compañías puesto que las barreras de entrada son muy elevadas. Para poder competir con las empresas ya existentes se necesita una gran cantidad de capital, experiencia y una estructura organizativa capaz de trabajar coordinadamente para hacer frente a una competencia muy establecida.

Aproximadamente el 50% de los ingresos de la compañía provienen del mercado nacional. Según los datos recopilados en (Energías Renovables, 2025), los principales competidores de Naturgy en España son:

- Iberdrola, con orígenes que se remontan a principios del siglo XX, destaca por su fuerte apuesta en energías renovables y la descarbonización.
- Endesa, fundada en 1944, destaca por ser una de las empresas que más han invertido en los últimos años en la transición energética.
- Repsol, originalmente era una empresa estatal, se constituyó formalmente en 1987, destaca por su diversificación en gas, petróleo, refinado, electricidad, entre otras.

4.2. Descripción de la operación

En este apartado explicaré cómo se produjo la operación de *private equity* en Naturgy. Analizaremos en qué momento se produjo, cuáles fueron los actores implicados, qué tipo de operación de las que hemos visto en el marco teórico se llevó a cabo y cuáles eran los principales objetivos que se querían alcanzar con el acuerdo.

4.2.1. Actores implicados

Repsol: en 2018 decidieron vender su participación del 20.072% por un cambio de estrategia en su portafolios de inversiones con la intención de tratar de simplificarlo. Con

la venta, obtuvieron unas plusvalías de alrededor de 400 millones de euros, lo que hacía que la venta fuera una oportunidad interesante.

CVC Capital Partners: esta firma gestora especializada en capital privado adquirió la participación vendida por Repsol mediante Rioja Bidco Shareholdings, una sociedad constituida para realizar la operación y facilitar la estructura fiscal y financiera que hacía función de fondo para los inversores. Obteniendo esta participación minoritaria el fondo buscaba tener una posición influyente, pero sin controlar la empresa por completo. “Rioja Bidco, como comprador, suscribió con Repsol un contrato de compraventa de 200.858.658 acciones de Gas Natural (ahora Naturgy), representativas del 20,072% de su capital social.” (CapitalMadrid, 2018)

Corporación Financiera Alba: es un grupo vinculado a la familia March, una familia empresarial históricamente muy potente en España. Aportaron “el 25,7% de Rioja Bidco por 500 millones de euros, con lo que tendrá en sus manos, de forma indirecta, el 5,1% de Gas Natural Fenosa (Naturgy)” (CincoDías, 2018) .Por tanto, podemos decir que la totalidad vendida por Repsol fue adquirida entre CVC Partners y Corporación Financiera Alba.

Otros accionistas de Naturgy: En ese momento el mayor accionista era Critería Caixa con un 24%, CVC mediante su vehículo de inversión se posicionó como el segundo mayor accionista junto a Global Infrastructure Partners (GIP), que ya poseía en ese entonces alrededor del 20 %.

Entidades financieras: En esta operación se utilizó una parte de deuda para hacer frente a la compra de la participación de la empresa. Múltiples bancos ofrecieron préstamos para que el fondo pudiera llevar a cabo la compra.

4.2.2. Tipo de operación

La operación que realizó la firma gestora CVC Capital Partners en la adquisición del 20,072% de Naturgy se clasifica como una entrada accionarial minoritaria de *private equity*.

Se considera una operación minoritaria dado que la participación adquirida por el fondo es menor al 50%, lo que implica que no obtienen un control absoluto. Aproximadamente el 50% de la adquisición se financió con entidades de crédito, lo que supone el uso de apalancamiento financiero con el objetivo de maximizar la rentabilidad de la inversión utilizando los flujos de caja de Naturgy para devolver la deuda.

Es importante destacar que esta operación no puede clasificarse como un *buyout* total, ya que la participación adquirida no le otorga al fondo el control total de la compañía.

Esto implica que la toma de decisiones en Naturgy seguirá compartida entre distintos accionistas.

4.2.3. Cambios organizativos y de gobernanza

Esta operación, que como ya hemos mencionado anteriormente se llevó a cabo en el año 2018 no implicó ningún tipo de OPA ni cambios significativos en la distribución del control de la compañía. El bloque de acciones que anteriormente pertenecía a Repsol pasó a manos de CVC Capital Partners y Corporación financiera Alba lo que permitió distribuir la inversión entre ambos actores. Los puestos de responsabilidad que anteriormente pertenecían a Repsol pasaron a ser de CVC.

Tras la adquisición, Naturgy decidió reducir el número de miembros del consejo de 17 a 12. CVC obtuvo 2 puestos en el consejo lo que le permitió tener presencia institucional dentro de la empresa. De este modo, pese a no contar con un control mayoritario sí que tenían voz en multitud de decisiones.

4.2.4. Objetivos de la inversión

Con la participación adquirida en Naturgy, CVC buscaba alcanzar los siguientes objetivos:

Participar en una empresa segura y predecible: Naturgy es una empresa que lleva muchos años en el sector y que está muy consolidada tanto a nivel nacional como internacional por lo que representa un movimiento de inversión controlado. Esta empresa es capaz de generar retornos significativos de forma recurrente lo que hace que tenga un flujo de caja constante y se considere que sea una inversión de bajo riesgo.

Fortalecer su presencia: A partir de este acuerdo, CVC refuerza su presencia en el sector energético ofreciendo a sus inversores la oportunidad de diversificar sus carteras. Al invertir en una empresa española con mucha presencia en la península ibérica también permiten a sus inversores que amplíen la diversificación geográfica de sus inversiones.

4.3. Análisis económico-financiero y estratégico

En este apartado entraremos a analizar los resultados económicos de la empresa. Dado que la operación de *private equity* se realizó en el año 2018, se ha analizado los resultados de la compañía de los tres años previos: 2015, 2016 y 2017. Estos resultados se compararán con los más recientes disponibles actualmente: 2021, 2022, y 2023. En estos periodos CVC continuaba formando parte de Naturgy y influenció sus cuentas mediante su gestión y decisiones estratégicas.

4.3.1. Evolución en el balance

Tabla 1: Balance Activo Naturgy (2015-2017)

Naturgy Balance consolidado (millones de €)							
ACTIVO		2017		2016		2015	
Intangible		9.921	21%	10.920	24%	10.525	22%
Material		22.654	48%	23.627	51%	23.693	49%
Financero y otros		3.664	8%	3.544	8%	4.187	9%
Total no corriente		36.239	76,6%	38.091	82,3%	38.405	79,8%
Activos no corrientes mantenidos		1682	4%	0	0%	955	2%
Existencias		720	2%	758	2%	826	2%
Deudores comerciales y otros		4.994	11%	4.999	11%	5.191	11%
Otros activos financieros corrientes		462	1%	389	1%	365	1%
Efectivo y equivalentes		3.225	7%	2.067	4%	2.390	5%
Total corriente		11.083	23,4%	8.213	17,7%	9.727	20,2%
Total Activo		47.322	100%	46.304	100%	48.132	100%

Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales consolidadas de Naturgy (2015–2017)

La mayor parte del activo de la empresa recae en los activos materiales. Durante estos tres años representan aproximadamente el 50% del total del activo. Esto se debe mayoritariamente a todas las infraestructuras de generación y transporte de energía propias. El segundo grupo más relevante es el intangible que representa entorno a un 22% del total. Generalmente en empresas eléctricas esta partida suele estar compuesta por derechos de concesiones, distintos tipos de licencias y, en menor medida, los softwares industriales.

Lo más destacable de este apartado es que durante este periodo el activo corriente representa un 20%. Este puede parecer un nivel bajo en comparación con empresas de otros sectores y dar pie a pensar que la compañía podría tener problemas a la hora de hacer frente a pagos a corto plazo. En el caso de Naturgy no es el caso, es totalmente normal ya que se trata de una empresa con ingresos estables y que destaca por una fuerte inversión en estructura. El hecho de que el peso del activo no corriente sea del 80% indica que la compañía decide dedicar la mayoría de capital a los activos que le pueden permitir generar valor a largo plazo.

Tabla 2: Balance Activo Naturgy (2021-2023)

Naturgy Balance consolidado (millones de €)							
ACTIVO		2023		2022		2021	
Intangible		5.969	16%	5.972	15%	5.734	15%
Material		18.666	49%	17.379	43%	16.587	43%
Financero y otros		4.629	12%	5.017	12%	4.936	13%
Total no corriente		29.264	77,2%	28.368	70,2%	27.257	71,3%
Activos no corrientes mantenidos		0	0%	0	0%	40	0%
Existencias		1.254	3%	1.828	5%	878	2%
Deudores comerciales y otros		3.254	9%	5.801	14%	5.714	15%
Otros activos financieros corrientes		435	1%	408	1%	395	1%
Efectivo y equivalentes		3.686	10%	3.985	10%	3.965	10%
Total corriente		8.629	22,8%	12.022	29,8%	10.992	28,7%
Total Activo		37.893	100%	40.390	100%	38.249	100%

Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales consolidadas de Naturgy (2021–2023).

En este periodo, seis años más tarde, destacamos dos cambios notables.

En primer lugar, ha habido una reducción destacable en el activo material respecto al balance 2015-2017. Pese a que continúa siendo la partida más significativa del activo, en el periodo anterior la media era de 23.000 millones mientras que en este es de 17.500 millones. Esta reducción explicaría su estrategia de rotación de activos. Naturgy está siguiendo una nueva estrategia de negocio tratando de vender activos de generación de energía convencional como el carbón o energías menos eficientes para poder adaptarse a las nuevas tendencias. Esta reducción también se debe a la depreciación de activos tradicionales que son cada vez menos utilizados.

En segundo lugar, resaltamos que el peso del activo corriente ha aumentado significativamente en relación con el activo total. En el periodo anterior representaba un 20% mientras que en este alcanza un 27% de media. Este aumento se debe a que el total del activo ha disminuido principalmente por la reducción de los activos materiales por lo que a pesar de que el activo corriente se haya mantenido relativamente estable representa una proporción mayor del total. Este cambio en el balance refleja una mayor liquidez de la empresa y, por lo tanto, una mayor agilidad a corto plazo.

Seguidamente analizaremos la estructura del Patrimonio Neto y del Pasivo:

Tabla 3: Balance Patrimonio Neto y Pasivo Naturgy (2015-2017)

Naturgy Balance consolidado (millones de €)							
PASIVO Y PN		2017		2016		2015	
Patrimonio neto		18.305	38,7%	19.005	40,3%	18.518	38,5%
Ingresos diferidos		842	2%	842	2%	853	2%
Provisión		1.129	2%	1.248	3%	1.488	3%
Deudores financieros a largo		15.916	34%	15.003	32%	15.653	33%
Otros pasivos no corrientes		3.522	7%	3.840	8%	3.487	7%
Total no corriente		21.409	45,2%	20.933	44,4%	21.481	44,6%
Provisión		183	0%	158	0%	193	0%
Deudores financieros a corto		2.543	5%	2.599	6%	2.595	5%
Pasivos asociados a activos		621	1%	0	0%	585	1%
Acreedores comerciales y otros		3.920	8%	4.072	9%	4.008	8%
Otros pasivos corrientes		341	1%	347	1%	752	2%
Total corriente		7.608	16,1%	7.176	15,2%	8.133	16,9%
Total Pasivo y PN		47.322	100%	47.114	100%	48.132	100%

Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales consolidadas de Naturgy (2015–2017)

El Patrimonio Neto se mantiene estable durante este periodo con una media de 18.600 millones simbolizando alrededor del 39% del total.

El Pasivo no Corriente está formado principalmente por los deudores financieros a largo plazo representando una tercera parte del total con una media de 15.500 millones. Esto representa una cierta dependencia de financiación a largo plazo para poder llevar a cabo sus actividades intensas en capital.

El Pasivo Corriente se mantiene en niveles bajos representando aproximadamente el 16 % del total. Esto es normal en esta tipología de empresas ya que su actividad no depende de ciclos rápidos, generalmente no tienen un volumen alto de compras a corto plazo.

Tabla 4: Balance Patrimonio Neto y Pasivo Naturgy (2021-2023)

Naturgy Balance consolidado (millones de €)							
PASIVO Y PN		2023		2022		2021	
Patrimonio neto		11.929	31,5%	9.979	24,7%	8.873	23,2%
Ingresos diferidos		951	3%	926	2%	889	2%
Provisión		1.848	5%	1.656	4%	1.146	3%
Deudores financieros a largo		15.442	41%	15.950	39%	16.901	44%
Otros pasivos no corrientes		633	2%	2.100	5%	1.118	3%
Total no corriente		18.874	49,8%	20.632	51,1%	20.054	52,4%
Provisión		543	1%	700	2%	589	2%
Deudores financieros a corto		2.544	7%	2.302	6%	1.698	4%
Pasivos asociados a activos		0	0%	0	0%	26	0%
Acreedores comerciales y otros		3.721	10%	6.562	16%	6.803	18%
Otros pasivos corrientes		282	1%	215	1%	206	1%
Total corriente		7.090	18,7%	9.779	24,2%	9.322	24,4%
Total Pasivo y PN		37.893	100%	40.390	100%	38.249	100%

Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales consolidadas de Naturgy (2021–2023).

En este periodo destacamos dos cambios relevantes:

El Patrimonio Neto del periodo muestra un resultado medio de 10.260 millones, una cifra significativamente inferior en comparación con los años anteriores. Esta reducción se explica principalmente por una disminución de las reservas causada por la crisis de la COVID y por un incremento en el reparto de dividendos.

En cuanto al Pasivo Corriente los acreedores comerciales siguen siendo la partida más relevante pese a mostrar una disminución considerable pasando de 6.803 a 3.721 millones en los últimos dos años. Las provisiones se han triplicado pasando de unos 180 a 610 millones de un trienio a otro, aun así, siguen representando una parte muy pequeña del pasivo.

Pese a que el Pasivo Corriente no haya aumentado, su peso dentro del balance sí ha crecido pasando de 16% a 22,5% de media entre periodos, principalmente debido a la reducción del tamaño total que ha estado influida por la caída del Patrimonio Neto. Esto no debería suponer un problema para Naturgy, ya que, al analizar el Activo hemos destacado un aumento del Activo Corriente por lo que la empresa gestiona su capital de forma coherente y dispondrá de liquidez suficiente para hacer frente a pagos a corto plazo.

4.3.2. Evolución en la cuenta de pérdidas y ganancias

Tabla 5: Cuenta de resultados Naturgy (2015-2017)

Naturgy (millones de €)							
Cuenta de resultados	2017		2016		2015		
Ingresos de explotación	23.306	100,0%	21.908	100,0%	26.015	100,0%	
Otros ingresos de explotación	238	1,0%	240	1,1%	257	1,0%	
Coste de aprovisionamiento	16.679	71,6%	14.611	66,7%	17.997	69,2%	
Costes de personal	1.031	4,4%	974	4,4%	973	3,7%	
Otros gastos de explotación	1.984	8,5%	1.991	9,1%	2.360	9,1%	
Resultado por enajenación de inmo.	23	0,1%	51	0,2%	0	0,0%	
Imputación de subvenciones	42	0,2%	41	0,2%	64	0,2%	
EBITDA	3.915	16,8%	4.664	21,3%	5.006	19,2%	
Amortizaciones	1.648	7,1%	1.707	7,8%	1.750	6,7%	
Deterioro por pérdidas crediticias	155	0,7%	315	1,4%	0	0,0%	
Otros resultados	0	0,0%	122	0,6%	5	0,0%	
Resultado de explotación	2.112	9,1%	2.764	12,6%	3.261	12,5%	
Ingresos financieros	111	0,5%	124	0,6%	140	0,5%	
Gastos financieros	808	3,5%	937	4,3%	1.032	4,0%	
Otros resultados financieros	-2	0,0%	-2	0,0%	-2	0,0%	
Resultado Financiero	-699	-3,0%	-815	-3,7%	-894	-3,4%	
Resultado de entidades valoradas	14	0,1%	-98	-0,4%	-4	0,0%	
BAT	1.427	6,1%	1.851	8,4%	2.363	9,1%	
Impuesto sobre beneficios	190	0,8%	333	1,5%	573	2,2%	
BN	1.237		1.518		1.790		

Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales consolidadas de Naturgy (2015–2017)

Durante el periodo (2015-2017) destacamos unos Ingresos de Explotación muy estables que rondan los 24.000 millones. El coste de aprovisionamiento fue la partida que más impactó en el EBITDA, aunque este continuó siendo positivo, representando una media del 19% de los ingresos de explotación.

Después de descontar amortizaciones, depreciaciones, intereses e impuestos el BN continuó siendo positivo en los tres años con un resultado medio de 1.500 millones. El mejor ejercicio de estos tres años fue en 2015 donde tanto los Ingresos de Explotación como el BN fueron los más altos. Cuando CVC entró en el capital de Naturgy se puede afirmar que la empresa no se encontraba en una situación óptima porque sus resultados estaban en una tendencia descendiente.

Tabla 6: Cuenta de resultados Naturgy (2021-2023)

Naturgy (millones de €)							
Cuenta de resultados	2023		2022		2021		
Ingresos de explotación	22.617	100,0%	33.965	100,0%	22.140	100,0%	
Otros ingresos de explotación	255	1,1%	183	0,5%	119	0,5%	
Coste de aprovisionamiento	15.106	66,8%	27.194	80,1%	16.529	74,7%	
Costes de personal	580	2,6%	547	1,6%	940	4,2%	
Otros gastos de explotación	1.780	7,9%	1.511	4,4%	1.315	5,9%	
Resultado por enajenación de inmo.	17	0,1%	8	0,0%	5	0,0%	
Imputación de subvenciones	52	0,2%	50	0,1%	49	0,2%	
EBITDA	5.475	24,2%	4.954	14,6%	3.529	15,9%	
Amortizaciones	1.742	7,7%	1.532	4,5%	1.462	6,6%	
Deterioro por pérdidas crediticias	208	0,9%	228	0,7%	99	0,4%	
Otros resultados	-55	-0,2%	-111	-0,3%	133	0,6%	
Resultado de explotación	3.470	15,3%	3.083	9,1%	2.101	9,5%	
Ingresos financieros	313	1,4%	164	0,5%	200	0,9%	
Gastos financieros	817	3,6%	837	2,5%	598	2,7%	
Otros resultados financieros	-14	-0,1%	8	0,0%	4	0,0%	
Resultado Financiero	-518	-2,3%	-665	-2,0%	-394	-1,8%	
Resultado de entidades valoradas	90	0,4%	128	0,4%	90	0,4%	
BAT	3.042	13,5%	2.546	7,5%	1.797	8,1%	
Impuesto sobre beneficios	768	3,4%	697	2,1%	358	1,6%	
BN	2.274		1.849		1.439		

Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales consolidadas de Naturgy (2021–2023).

En este periodo destacamos que el Ingreso de Explotación del año 2021 y 2023 ha ido en la misma línea que en ejercicios anteriores, mientras que en 2022 hubo un aumento sustancial llegando a 33.965 millones. Esto se debió a un año muy favorable para el sector impulsado principalmente por los conflictos en la guerra de Ucrania.

Igual que en los periodos anteriores, el EBITDA simboliza de media un 18,5% del peso del Ingreso de explotación, pero esta vez con una clara tendencia positiva ya que en el último año representó el 24,2% del total. El BN de los tres años sigue siendo positivo, también con una tendencia alcista lo que demuestra que la empresa ha sabido gestionar de forma efectiva la crisis del COVID y ha conseguido mejorar sus resultados de forma consecutiva.

Si comparamos el año 2017, justo antes de la entrada de CVC en la operación, con 2023, el último año en que tenemos resultado disponible, El BN pasa de 1.237 a 2.274 millones lo que supone un incremento del 84%.

4.3.3. Evolución de los flujos de efectivo

Tabla 7: Estado flujos de efectivo Naturgy (2015-2017)

Naturgy (millones de €)				
Estado de flujos de efectivo	2017	2016	2015	
Flujos de Efectivo de las Actividades de Explotación	2.768	3.375	3.500	
Flujos de Efectivo de Actividades de Inversión	-1.606	-1.854	-1.560	
Flujos de Efectivo de Actividades de Financiación	232	-1.857	-3.023	
Deudas y otros	1.516	-334	-1.953	
Dividendos	-1.284	-1.523	-1.070	
Total Flujo de Efectivo del periodo	1.394	-336	-1.083	
Financiamiento interno e inversiones	2017	2016	2015	
BN	1.237	1.518	1.790	
DIV	-1.284	-1.523	-1.070	
Amortizaciones	1.648	1.707	1.750	
Total financiamiento interno (BN-DIV)+Amortizaciones	1.601	1.702	2.470	
Inversiones	-1.606	-1.854	-1.560	
Diferencia	-5	-152	910	

Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales consolidadas de Naturgy (2015–2017)

En los años anteriores a la operación, el flujo de las actividades de explotación empezaba a decaer ligeramente pasando de 3.500 a 2.768 millones. Esta disminución suele ir en muchos casos de la mano de la caída del EBITDA como ya hemos comentado anteriormente. Este resultado puede llegar a ser una señal de que la empresa esté vendiendo con un menor margen y que por lo tanto no sea tan eficaz.

Los flujos de Inversión se mantienen constantes alrededor de -1.650 millones, lo cual demuestra que la empresa está invirtiendo de forma organizada y constante en nuevos activos con el objetivo de crecer y expandirse de forma equilibrada.

En los flujos de financiación se puede observar un cambio radical pasando de -3.023 a 232 millones. En 2015, Naturgy trataba de agilizar lo más rápido posible el pago de préstamos que le habían sido concedidos. En 2017, como ya hemos mencionado al analizar el balance, la empresa se prepara para una rotación de activos por cambios de normativas. Para llevar a cabo nuevas adquisiciones necesitará de más financiación lo cual provoca un aumento en los cobros por emisión de instrumentos de deuda y, por lo tanto, el flujo de financiación disminuye.

Respecto al financiamiento interno constatamos una disminución considerable por lo que podemos decir que la capacidad de autofinanciación de la empresa estaba decayendo.

Tabla 8: Estado flujos de efectivo Naturgy (2021-2023)

Naturgy (millones de €)				
Estado de flujos de efectivo	2023	2022	2021	
Flujos de Efectivo de las Actividades de Explotación	4.857	4.242	1.001	
Flujos de Efectivo de Actividades de Inversión	-2.739	-1.486	1.896	
Flujos de Efectivo de Actividades de Financiación	-2.263	-2.854	-2.851	
Deudas y otros	-639	-1.354	-1.144	
Dividendos	-1.624	-1.500	-1.707	
Total Flujo de Efectivo del periodo	-145	-98	46	
Financiamiento interno e inversiones	2023	2022	2021	
BN	2.274	1.849	1.439	
DIV	-1.624	-1.500	-1.707	
Amortizaciones	1.742	1.532	1.462	
Total financiamiento interno (BN-DIV)+Amortizaciones	2.392	1.881	1.194	
Inversiones	-2.739	-1.486	1.896	
Diferencia	-347	395	3.090	

Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales consolidadas de Naturgy (2021–2023).

En 2021, los flujos de actividades de explotación son bajos debido principalmente a la recuperación de la crisis de COVID. Tanto en 2022 como en 2023 los resultados superan con creces los años anteriores a la operación llegando hasta 4.857 millones. Este crecimiento está altamente relacionado con los crecimientos en EBITDA mencionados en la tabla 6.

En 2021, para recuperarse del COVID, Naturgy debía conseguir el máximo capital posible para hacer frente a las deudas y por lo tanto aprovechó para vender activos. De cara a los años siguientes continuó invirtiendo en activos para expandirse y destacar por encima de la competencia llegando hasta -2739 millones en 2023.

En este periodo los flujos de financiación son muy constantes manteniéndose en una media de 2.600 millones debido a que la empresa va pagando de forma progresiva sus deudas con las entidades financieras.

Por último, destacamos que el financiamiento interno pese a ser de media parecido al periodo anterior, se encuentra en una tendencia alcista duplicándose en dos años pasando de 1.194 a 2.392 millones, lo que hace a la compañía más independiente puesto que tiene más recursos para autofinanciarse.

4.3.4. Ratios de endeudamiento y liquidez

Tabla 9: Ratios endeudamiento y liquidez Naturgy (2015–2017; 2021–2023)

Naturgy Ratios endeudamiento y liquidez	2015	2016	2017		2021	2022	2023
Pasivo / (Pasivo + PN)	61,5%	59,7%	61,3%		76,8%	75,3%	68,5%
Calidad de la deuda (Pasivo corriente / Pasivo total)	27,5%	25,5%	26,2%		31,7%	32,2%	27,30%
Liquidez (AC/PC)	1,2	1,14	1,46		1,18	1,23	1,22
Solvencia (AT / Pasivo Total)	1,63	1,65	1,63		1,3	1,33	1,46
Cobertura prestamos (Deuda financiera / EBITDA)	3,65	3,77	4,71		5,27	3,68	3,29

Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales consolidadas de Naturgy (2015–2017; 2021–2023).

La primera ratio nos muestra como Naturgy ha sufrido un aumento en su dependencia de deuda, pasando de una media del 61% a 73,5% de un trienio a otro. Esto se debe a factores como la crisis del COVID y el aumento de inversión. Actualmente esta ratio está disminuyendo lo cual indica que la empresa busca reducir la dependencia de recursos ajenos.

La calidad de la deuda nos muestra que la mayor parte de ella es a largo plazo. Durante los años 2021 y 2022 se produjo un ligero aumento, pero por lo general se ha mantenido muy estable entorno al 27% sin cambios notables. Que esta ratio no sea elevada genera estabilidad en la empresa ya que no se requiere de una gran liquidez inmediata.

En la ratio de liquidez, observamos un aumento significativo en el año 2017 llegando a 1.46. Esto es debido a 1.516 millones de deuda en los flujos de caja que repercuten en el efectivo del balance y que, por lo tanto, llevan a un aumento del Activo Corriente. Ese año fue una excepción, en general esta ratio se ha mantenido constante, siempre por encima de 1 lo cual indica que la empresa puede hacerse cargo de sus pasivos corrientes.

Respecto a la solvencia, en el primer periodo observamos unos resultados muy sólidos y constantes con un resultado de 1.64 de media, lo que demuestra que la empresa puede hacerse cargo de sus pasivos. En el segundo periodo la ratio disminuye por una disminución del patrimonio neto como ya vimos al analizar el balance. Aun así, la tendencia es positiva y parece que Naturgy está en camino de llegar a los resultados pre-pandemia.

Por último, la cobertura de préstamos nos muestra que, pese a que Naturgy ha sufrido un aumento de dependencia de la deuda como hemos visto en la primera ratio, el EBITDA generado es suficiente para atender las obligaciones financieras. Los últimos datos disponibles (2023), nos muestran los mejores datos de los dos periodos llegando

a un resultado de 3.29, además siguiendo con una buena tendencia. Esto se debe también al aumento del EBITDA, observados en la tabla 6.

4.3.5. Ratios de rentabilidad y palanca

Tabla 10: Ratios rentabilidad y palanca Naturgy (2015–2017; 2021–2023)

Naturgy Ratios rentabilidad y palanca	2015-2017	2021-2023
ROE (BN/PN)	7,36%	20,19%
Margen neto (ROS)	6,12%	7,75%
R. financiera antes de impuestos, rF	8,76%	27,39%
Rendibilidad económica, rA	6,54%	11,89%
Efecto palanca neto, (rA-i)-PF/RP	2,23%	15,51%

Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales consolidadas de Naturgy (2015–2017; 2021–2023).

El ROE nos muestra la rentabilidad financiera obtenida por los accionistas sobre la cantidad que han invertido en la empresa. Podemos observar una gran diferencia entre los dos periodos. En el primer periodo, la empresa obtiene 7,36€ de beneficio por cada 100€ aportados. Durante los años (2021-2023) esta ratio mejoró muchísimo ya que prácticamente se triplicó llegando a 20,19€. Esto implica que la rentabilidad para los accionistas es cada vez mayor, en este caso es debido a una mejora del resultado y una mejor gestión del endeudamiento como veremos en las siguientes ratios.

El Margen Neto también ha mejorado ligeramente de un periodo a otro pasando de 6.12% a 7.75%. Esto implica que, con los últimos datos disponibles, la empresa obtiene 7.75€ de beneficio operativo por cada 100€ vendidos. Que esta ratio haya aumentado señala que la compañía es capaz de vender con un mayor margen.

La rentabilidad financiera antes de impuestos es una ratio parecida a la ROE, pero en vez de utilizar el BN tiene en cuenta el BAT. Esto nos permite ver la rentabilidad durante el ejercicio y el efecto de los impuestos en el resultado final. En este caso vemos una gran diferencia entre los dos periodos, pasando de 8,76% a 27.39%, por lo que se puede confirmar que la empresa mediante su gestión ha aumentado la rentabilidad real del capital propio de los accionistas.

La rentabilidad económica mide la capacidad de la compañía de generar beneficios con los recursos totales invertidos para llevar a cabo la actividad. En el primer periodo por cada 100€ invertidos en la estructura económico se consiguen 6,54€ como beneficio operativo. Durante los años (2021-2023) esta ratio prácticamente se duplica pasando a 11.89%, esto implica que se utilizan con mayor eficacia los recursos de la empresa ya que consiguen mejores resultados con el mismo volumen.

El efecto palanca neto mide el impacto del endeudamiento sobre la rentabilidad financiera. Esta ratio pasa de 2.23% a 15.51% de un periodo a otro, esto demuestra que, con los últimos datos disponibles, Naturgy genera mucho más de lo que cuesta la deuda. Este cambio tan brusco se debe a que durante los años que separan los periodos, el coste de la deuda se ha disminuido al mismo tiempo que la rentabilidad económica se ha disparado. Además, la ratio de apalancamiento ha aumentado significativamente debido a la disminución del Patrimonio Neto.

Después de la operación de *private equity* la empresa está utilizando la deuda de forma mucho más eficiente. La deuda que, como habíamos visto en el apartado anterior, se había disparado, pese a provocar un mayor riesgo financiero, está ayudando a generar más beneficios.

Tabla 11: Análisis GAT, GAO, GAF Naturgy (2015–2017; 2021–2023)

	2015-2017	2021-2023
GAT	4,08	2,83
GAO	2,83	2,32
GAF	1,44	1,22

Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales consolidadas de Naturgy (2015–2017; 2021–2023).

El GAT pasa de 4.08 a 2.83. Cuando este indicador disminuye, los beneficios de la empresa cambian menos ante variaciones en las ventas. Por cada 1% que cambian las ventas, el beneficio neto cambia aproximadamente 2.83%. Esta situación hace que la compañía sea más estable en sus resultados. Incluso con menos sensibilidad en las ventas, la empresa consigue mejorar la rentabilidad económica y financiera.

El GAO disminuyó de 2.83 a 2.32 debido principalmente a la disminución media de los costes fijos de explotación. Por cada 1% que cambian las ventas el beneficio operativo cambia un 2.32%. Esto nos indica que los beneficios operativos son menos sensibles a cambios en las ventas respecto al periodo anterior, lo que demuestra que la empresa tendrá un menor riesgo operativo y unos resultados más estables.

El GAF pasa de 1.44 a 1.22 debido en mayor parte a la disminución media de los intereses. Por cada 1% que cambian los beneficios operativos, el beneficio neto cambia 1.22%. Esto indica que la empresa es menos sensible a la deuda a la hora de generar beneficios. Aunque la deuda haya aumentado en volumen la compañía depende menos de ella por lo que no aumenta el riesgo financiero. Además, ha habido una mejora notable en la relación entre el coste del financiamiento y el resultado operativo.

5. Caso práctico II: Telepizza

5.1. Selección del caso

La segunda empresa que he seleccionado para este estudio es Telepizza.

5.1.1. Criterio de selección

He decidido decantarme por esta compañía por los siguientes motivos:

- Es una empresa española. Telepizza se fundó hace 38 años en Madrid y tiene actualmente su sede principal ubicada en San Sebastián de los Reyes (Madrid). Al igual que en el caso de Naturgy, he preferido seleccionar una compañía con presencia en el territorio nacional ya que afecta directamente a la economía del país.
- Es una empresa de gran tamaño. A nivel global cuenta con alrededor de 10.000 empleados, tiene más de 700 locales en toda España y su presencia llega hasta países de Europa, Sudamérica y Medio Oriente. El hecho de que la empresa tenga tanto volumen la hace más interesante tanto para las firmas gestoras como para el análisis financiero de sus resultados.
- El nulo efecto del COVID. Como en este caso solo analizaremos los años anteriores a la operación de *private equity*, y como esta se produjo entre 2016 y 2019, los resultados no se ven afectados por la crisis de la pandemia.

5.1.2. Breve descripción de la empresa

Según (cronista.com, 2025) Telepizza se fundó en el año 1987 por Leopoldo Fernández Pujals, un empresario de origen cubano que empezó con esta empresa como un negocio familiar. El secreto de su triunfo y de su rápido crecimiento fue la elección de la materia prima y el servicio a domicilio que, en esa época, muy pocos negocios lo habían implementado.

A principios de los años 90' la compañía se fue extendiendo en el territorio nacional a más comunidades autónomas. Para conseguir las mejores materias primas posibles también abrieron fábricas para poder gestionar toda la cadena de valor. Su crecimiento fue tan grande que solo 9 años después de su creación, en 1996, la empresa comenzó a cotizar en bolsa.

Una de las claves determinantes en la historia de Telepizza han sido sus estrategias de marketing. Sus apariciones en exposiciones como la de Sevilla en 1992, propaganda a pie de calle, anuncios digitales y colaboraciones con personajes públicos han hecho que

la pizza destaque más allá de un producto y sea concebida como una experiencia o un momento para compartir en familia o amigos.

Actualmente, Telepizza es una empresa mundialmente conocida que cuenta con una gran plantilla y con presencia en distintos continentes. En los últimos años han sido capaces de vender más de 36 millones de pizzas al año. Hoy en día, la empresa se recupera de la crisis del COVID tratando de adaptar sus productos, recetas, ofertas y formas de pago para llegar a las nuevas generaciones.

5.1.3. Contexto sectorial

Telepizza es una empresa que pertenece al sector de la restauración. Este sector es uno de los más relevantes en la economía española. Hoy en día hay muchas empresas de este tipo principalmente debido a las bajas barreras de entrada. Cualquiera con un capital relativamente bajo puede montar un restaurante enfocado a la venta de pizzas. Lo que realmente diferencia a Telepizza de otras compañías que se dedican a lo mismo es su gran volumen y la capacidad de poder llegar a todos lados con la misma estructura, estrategia e imagen.

Según (Libertad Digital, 2024), teniendo en cuenta que Telepizza es una empresa de comida rápida enfocada en pizzas que tiene una gran presencia a nivel nacional podemos decir que sus mayores competidores son:

- Domino's Pizza: es una de las mayores cadenas globales de pizza con una fuerte presencia en el mercado español. Podríamos decir que es su competidor más directo y la empresa que más se le asemeja.
- Pizza Hut: es también una gran cadena global de pizzas con una presencia menos potente en España en comparación con otros mercados. En 2018 realizarían una alianza estratégica en la que Telepizza se convirtió en máster franquiciado de Pizza Hut.
- Otras cadenas de comida rápida: Empresas como Mc Donald's, KFC o Burger King también son competidores. Pese a que no ofrezcan pizzas también son una opción para los clientes que buscan comida rápida a domicilio por lo que, aunque no comparten los mismos productos, también son competencia.

5.2. Descripción de la operación

En este apartado explicaré cómo se produjo la operación de *private equity* en Telepizza. Veremos en qué momento se produjo el acuerdo, qué actores estuvieron implicados, qué tipo de operación de las estudiadas anteriormente en el marco teórico se llevó a cabo y cuáles eran los principales objetivos que se buscaban alcanzar con el acuerdo.

5.2.1 Actores implicados

KKR: esta firma gestora empezó a formar parte del capital de Telepizza en el año 2012 adquiriendo en ese entonces una participación minoritaria. Tras la salida a bolsa de la compañía a partir de una OPV en 2016, KKR continuó formando parte de la compañía y fue aumentando su participación progresivamente. Esto le permitió influir en la decisión de acuerdo con Pizza Hut en el año 2018. Según (ElConfidencial, 2018), ese mismo año KKR ya era propietaria del 29%, lanzaron una oferta a 6 euros la acción valorándola de este modo en 604.3 millones. Esta operación se acabó completando a finales de marzo de 2019. Su intención era conseguir el control total de la empresa y sacarla de bolsa para que la gestión y los resultados no fuera tan públicos.

Tasty Bidco, S.L.U.: es el vehículo de inversión creado por KKR en 2018 para llevar a cabo la OPA. A través de Tasty Bidco, tanto KKR como otros inversores que se sumaron, aportaron el capital para completar la operación. Esta sociedad permitió facilitar la estructura financiera y fiscal para adquirir Telepizza.

Co-inversores: “Asimismo, participan en la operación, junto con KKR, otras sociedades de inversión vinculadas a Torreal Sociedad de Capital Riesgo (de Juan Abelló), J. Safra Group (del multimillonario de origen sirio-libanés Joseph Safra) y Artá Capital (de la familia March), que, según publica Expansión, se habrían comprometido a aportar unas cantidades máximas de 85 M€, 75 M€ y 40 M€,” (Alimarket, 2019). Estos grupos financieros también se sumaron a la operación aportando capital a Tasty Bidco. Ayudaron a KKR a completar la operación compartiendo posibles beneficios y riesgos, pero sin entrar en el control de la compañía.

Accionistas minoritarios de Telepizza: En el momento en el que se produjo la OPA hubo accionistas institucionales que decidieron vender su participación a Tasty Bidco mientras que otros la quisieron conservar para seguir formando parte de la empresa.

Entidades financieras: Una parte de esta operación se llevó a cabo con deuda proporcionada por distintos bancos. Las entidades financieras también formaron parte asegurando liquidez y controlando la deuda del vehículo de inversión para que la adquisición de Telepizza se pudiera llevar a cabo sin complicaciones.

5.2.2. Tipo de operación

La operación realizada por KKR con Telepizza es un claro ejemplo de Leverage Buy-Out (LBO).

Se considera “*Leveraged*” porque una parte significativa se pagó mediante deuda. Entidades financieras respaldaron la operación aportando deuda a Tasty Bidco. De este modo KKR esperaba maximizar sus beneficios y poder devolver la deuda con los flujos de caja generados por la misma empresa.

Se denominó “*Buy-Out*” porque tras la operación se adquiere el control total de la compañía y, pese a que la gestión existente no se mantiene por completo, KKR ya era el mayor accionista antes de la OPA por lo que no hubo un cambio radical de personal.

5.2.3. Cambios organizativos y de gobernanza

A medida que la firma gestora iba ganando poder dentro de la empresa adquiriendo más participaciones, las decisiones estratégicas se encaminaban más hacia los intereses de esta. Durante este proceso que ocurrió entre 2016 y 2018 no hubo cambios drásticos a nivel interno, simplemente al adquirir más porcentaje de la compañía la influencia de KKR era mayor.

En el momento en el que Telepizza, a raíz de la OPA, fue excluida de bolsa, sí que destacamos cambios un poco más notables en la estructura de la empresa. El presidente de la compañía, Pablo Juantegui, fue relevado de su puesto tras 10 años como CEO. Otros cambios fueron la reducción de consejeros independientes y la reconfiguración del consejo de administración. Estos movimientos ayudaron a centralizar y profesionalizar el control de la empresa a la par de hacerlo más ágil y directo.

5.2.4. Objetivos de la inversión

Con la participación adquirida en Telepizza, KKR buscaba alcanzar los siguientes objetivos:

Tomar el control de la empresa: Desde el primer momento en el que la firma gestora empezó a comprar participaciones la intención era poder tomar el control total de la compañía. La operación buscaba recuperar el valor de la empresa mediante un cambio de estrategia corporativa de costes o de alianzas y acuerdos.

Potenciar el modelo de negocio: Uno de los objetivos de esta operación es también priorizar el sistema de franquicias. Al tratar de mejorar las condiciones y la rentabilidad de las existentes, la compañía mejora en los mercados en los que ya actúa y da pie a entrar en nuevos países que sean clave para el crecimiento de la red internacional.

Fortalecer su presencia: A partir de este acuerdo, KKR, refuerza su presencia en el sector de la restauración ofreciendo a sus inversores la oportunidad de diversificar sus carteras. Al invertir en una empresa española con una presencia notable en España también permiten a sus inversores que amplíen la diversificación geográfica de sus inversiones.

5.3. Análisis económico-financiero y estratégico

En este apartado entraremos a analizar los resultados económicos de la empresa. Dado que la operación de *private equity* se realizó entre 2016-2018 y culminó con la exclusión definitiva de la compañía de bolsa en 2019, he analizado los resultados de tres años previos a la OPA: 2015, 2016 y 2017. El objetivo es analizar los datos de este periodo para posteriormente poder entender qué identificó KKR para decidir invertir en Telepizza.

5.3.1. Evolución en el balance

Tabla 12: Balance Activo Telepizza (2015-2017)

Telepizza Balance consolidado (miles de €)							
ACTIVO		2017		2016		2015	
Intangible		50.456	5%	46.042	5%	40.158	5%
Material		719.462	73%	717.545	76%	716.676	81%
Financero y otros		65.893	7%	62.792	7%	35.570	4%
Total no corriente		835.811	85,2%	826.379	87,3%	792.404	89,4%
Existencias		10.903	1%	11.623	1%	11.392	1%
Deudores comerciales y otros		41.117	4%	38.445	4%	34.430	4%
Otros activos corrientes		3.227	0%	3.808	0%	3.672	0%
Otros activos financieros corrientes		2.730	0%	1.789	0%	4.516	1%
Efectivo y equivalentes		87.279	9%	63.972	7%	39.946	5%
Activos no corrientes mantenidos		88	0%	305	0%	130	0%
Total corriente		145.344	14,8%	119.942	12,7%	94.086	10,6%
Total Activo		981.155	100%	946.321	100%	886.490	100%

Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales consolidadas de Telepizza (2015–2017)

En primer lugar, destacamos que, durante estos tres años, el activo material es la cuenta más importante de todo el Activo con 718 millones de media y un peso de aproximadamente el 77%. Esto nos demuestra que Telepizza es una empresa intensa en activos físicos. Por lo general, en este apartado se engloban instalaciones, maquinaria para la producción, mobiliario o vehículos de distribución.

Otro punto relevante que considero importante destacar es que al vender productos al consumidor final que se consumen al momento, la cuenta de deudores comerciales es muy baja en comparación con otras empresas de otros sectores. Al hacerse la transacción mediante pago inmediato, los deudores son muy escasos, en este caso,

solo representan el 4% del total del Activo, esto es un punto positivo ya que reduce el riesgo de impago y favorece la liquidez.

Por último, observamos como el 87% del total pertenece al Activo no Corriente mientras que el Activo Corriente solo representa el 13% de media. Esto confirma que la empresa tiene activos que se mantienen en el tiempo, muy típico en empresas de restauración. Hay que tener en cuenta que esto puede implicar dificultades para afrontar obligaciones a corto plazo, aun así, el Activo Corriente ha ido aumentando de dos puntos por ejercicio en este periodo, por lo que parece ser que estas posibles dificultades se reducen progresivamente.

Tabla 13: Balance Patrimonio Neto y Pasivo Telepizza (2015-2017)

Telepizza Balance consolidado (miles de €)							
PASIVO Y PN	2017		2016		2015		
Patrimonio neto	635.237	64,8%	607.059	64,2%	354.342	40,0%	
Provisión	85	0%	87	0%	87	0%	
Deudores financieros a largo	196.687	20%	195.611	21%	286.176	32%	
Otros pasivos no corrientes	89.240	9%	89.326	9%	90.021	10%	
Otros pasivos financieros	4.212	0%	0	0%	96.704	11%	
Total no corriente	290.224	29,6%	285.024	30,1%	472.988	53,4%	
Provisión	151	0%	248	0%	83	0%	
Deudores financieros a corto	895	0%	968	0%	4.985	1%	
Pasivos asociados a activos		0%		0%		0%	
Acreedores comerciales y otros	51.153	5%	50.218	5%	47.515	5%	
Otros pasivos corrientes	2.756	0%	2.719	0%	4.310	0%	
Otros pasivos financieros	500	0%	0	0%	2.182	0%	
Total corriente	55.455	5,7%	54.153	5,7%	59.075	6,7%	
Total Pasivo y PN	980.916	100%	946.236	100%	886.405	100%	

Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales consolidadas de Telepizza (2015–2017)

El primer factor a tener en cuenta es el cambio en el Patrimonio Neto que se dispara sobre todo entre 2015 y 2016. Este crecimiento no se debe a la generación habitual de beneficios, sino que está altamente influenciado por la salida a bolsa (OPV) de Telepizza. Con la OPV la empresa recibió nuevas aportaciones de capital que incrementaron los fondos propios.

Gracias a la entrada de nuevos accionistas, se pudo reducir significativamente el Pasivo no Corriente reduciéndolo de un 53% al 30% del total. Cuando KKR empezó a entrar en la operación, probablemente llegaron a pronosticar que esto podía suceder. El hecho de amortizar la deuda financiera garantiza una estructura mucho más estable y reduce el apalancamiento para poder volverlo a utilizar en el futuro con otros objetivos.

Por último, cabe destacar que el Pasivo Corriente se mantiene estable representando el 6% del total. Teniendo en cuenta que, como hemos visto en la tabla 12, el Activo

Corriente alcanza el 12% podemos decir que la compañía se encuentra en una buena situación ya que el fondo de maniobra es positivo y en tendencia ascendente. Esto le permitirá hacer frente a las obligaciones financieras a corto plazo sin necesidad de recurrir a financiación externa.

5.3.2. Evolución en la cuenta de pérdidas y ganancias

Tabla 14: Cuenta de resultados Telepizza (2015-2017)

Telepizza (miles de €)							
Cuenta de resultados	2017		2016		2015		
Ingresos de explotación	361.003	100,0%	339.587	100,0%	328.899	100,0%	
Otros ingresos de explotación	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	
Coste de aprovisionamiento	99.997	27,7%	88.634	26,1%	91.269	27,7%	
Costes de personal	95.210	26,4%	118.637	34,9%	91.085	27,7%	
Otros gastos de explotación	99.361	27,5%	100.697	29,7%	88.817	27,0%	
Resultado por enajenación de inmo.		0,0%		0,0%		0,0%	
Imputación de subvenciones		0,0%		0,0%		0,0%	
EBITDA	66.435	18,4%	31.619	9,3%	57.728	17,6%	
Amortizaciones	18.945	5,2%	17.369	5,1%	16.609	5,0%	
Resultado de explotación	47.490	13,2%	14.250	4,2%	41.119	12,5%	
Ingresos financieros	810	0,2%	3.663	1,1%	1.532	0,5%	
Gastos financieros	10.201	2,8%	25.451	7,5%	36.938	11,2%	
Otros resultados financieros	-38	0,0%	-701	-0,2%	-4.035	-1,2%	
Resultado Financiero	-9.429	-2,6%	-22.489	-6,6%	-39.441	-12,0%	
BAT	38.061	10,5%	-8.239	-2,4%	1.678	0,5%	
Impuesto sobre beneficios	-6.379	-1,8%	18.975	5,6%	-2.788	-0,8%	
BN	31.682		10.736		-1.110		

Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales consolidadas de Telepizza (2015–2017)

Durante este periodo destacamos un ligero aumento progresivo en los ingresos de explotación pasando de 329 a 361 millones. Esto supone un aumento de capacidad a la hora de vender y generar ingresos. El aumento entre los dos años es de alrededor de un 10% lo que supone un aumento positivo para la compañía.

Pese a que los ingresos de explotación han aumentado de forma constante, el EBITDA ha tenido una pequeña caída en 2016. Esto se debe principalmente al aumento de costes de personal. En ese año, la salida a bolsa de Telepizza supuso un momento de transición que hizo aumentar estos costes, y que, por lo tanto, afectó al resultado del EBITDA. Al cabo de un año esta situación se volvió a controlar y los costes de personal volvieron a seguir la línea de ejercicios anteriores.

En el resultado financiero cabe resaltar la disminución de su resultado total causado por la reducción de gastos financieros. Esta mejora es coherente con el cambio en la estructura de deuda mencionada en la tabla 13 y la gestión más eficiente del apalancamiento.

Respecto al impuesto sobre beneficios es llamativo como en el año 2016 el resultado es positivo. Esta es una situación poco corriente que puede deberse al reconocimiento de resultados negativos en ejercicios anteriores.

Para finalizar, destacamos que el beneficio neto del ejercicio ha ido aumentando progresivamente en este periodo. Desde el momento en el que KKR empezó a adquirir un mayor número de participaciones en 2016, el resultado ha sido positivo y la tendencia alcista. Esto contribuye a una mejora continua de la rentabilidad, lo cual, beneficia de forma directa al accionista.

5.3.3. Evolución de los flujos de efectivo

Tabla 15: Estado de flujos de efectivo Telepizza (2015-2017)

Telepizza (miles de €)				
Estado de flujos de efectivo	2017	2016	2015	
Flujos de Efectivo de las Actividades de Explotación	62.608	47.722	54.575	
Flujos de Efectivo de Actividades de Inversión	-31.239	-30.487	-30.046	
Flujos de Efectivo de Actividades de Financiación	-7.483	4.446	26.545	
Deudas y otros	-7.483	4.446	26.545	
Dividendos	0	0	0	
Total Flujo de Efectivo del periodo	23.886	21.681	51.074	
Financiamiento interno e inversiones	2017	2016	2015	
BN	31.682	10.736	-1.110	
DIV	0	0	0	
Amortizaciones	18.945	17.369	16.609	
Total financiamiento interno (BN-DIV)+Amortizaciones	50.627	28.105	15.499	
Inversiones	-31.239	-30.487	-30.046	
Diferencia	19.388	-2.382	-14.547	

Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales consolidadas de Telepizza (2015–2017)

Durante este periodo los flujos de las actividades de explotación han aumentado pese a sufrir una leve caída en 2016. Estos resultados siguen una línea muy parecida a la vista en la tabla 14 con el EBITDA. Este crecimiento sugiere que la empresa es capaz de convertir sus ventas en caja de forma más eficiente sin depender de financiación externa.

La política de inversión se mantiene estable durante este trienio. Las salidas de efectivo rondan los 30 millones de euros anuales. Este dinero que se destina principalmente al mantenimiento de activos y a la expansión del negocio muestra unos planes estables que probablemente se planificaron a largo plazo, por lo que no hay grandes variaciones entre periodos.

La evolución en los flujos de financiación es la más volátil del periodo mostrando resultados muy diferentes en los tres años. Estos flujos que estaban en 26,5 millones

de euros en 2015 se han ido reduciendo hasta llegar a -7,5 millones de euros en 2017. Esto indica una devolución de deuda importante que encaja a la perfección con la situación previamente analizada en el balance en la que gracias a la entrada de nuevos accionistas se utilizó nuevos fondos para reducir el Pasivo No Corriente. Esta nueva tendencia de la empresa refleja un proceso de desapalancamiento.

El financiamiento interno muestra una mejora muy notable en el que pasa de 15,5 a 50,5 millones de euros en cuestión de dos años. Esta mejora se debe tanto a la mejora del Beneficio Neto como al aumento de las amortizaciones. En 2017 se genera un excedente de casi 20 millones de euros por lo que podemos afirmar que la compañía logra holgadamente llevar a cabo las inversiones planificadas mediante sus propios recursos.

5.3.4. Ratios de endeudamiento y liquidez

Tabla 16: Ratios endeudamiento y liquidez Telepizza (2015-2017)

Telepizza Ratios endeudamiento y liquidez	2015	2016	2017
Pasivo / (Pasivo + PN)	60.0%	35.8%	35.2%
Calidad de la deuda (Pasivo corriente /Pasivo total)	11.1%	16.0%	16.0%
Liquidez (AC/PC)	1,59	2,21	2,62
Solvencia (AT / Pasivo Total)	1,67	2,79	2,84
Cobertura prestamos (Deuda financiera / EBITDA)	5,04	6,22	2,97

Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales consolidadas de Telepizza (2015–2017)

La primera ratio que analizamos nos indica que Telepizza ha reducido prácticamente a la mitad su dependencia de financiación en dos años respecto a 2015 pasando de 60% a 35,2%. Este cambio se origina desde la salida a bolsa de 2016 donde en los resultados de ese año hubo un gran aumento en el Patrimonio Neto y una disminución significativa en el Pasivo Total. Los resultados estudiados más recientes (2017) nos muestran como el 64,8% de la financiación de la empresa proviene de recursos propios y tan solo el 35,2% proceden de deudas, como lo indica la tabla 13.

La ratio de calidad de la deuda nos indica que la proporción de deuda a corto plazo aumenta ligeramente. Esta situación no es positiva para la empresa, pero tampoco es preocupante ya que si analizamos los resultados nos damos cuenta de que el Pasivo Corriente no ha aumentado, de hecho, ha sufrido una breve disminución. El verdadero motivo por el que la ratio aumenta es la reducción de Pasivos no Corrientes de 2016 lo que provoca que la proporción de Pasivos corrientes se vea mayor. Estas cifras continúan siendo muy bajas y no son una preocupación real para la empresa.

Telepizza ha conseguido aumentar la ratio de liquidez de 1.59 a 2.62 durante este periodo, demostrando que puede hacer frente a sus obligaciones a corto plazo sin ayuda externa. Esto se debe al aumento del Activo Corriente que ha pasado de 94 a 145 millones de euros.

Los cambios que sufrió la empresa en 2016 modificaron la tendencia de muchos resultados. A partir de ese año el Activo aumentó ligeramente y el Pasivo se redujo drásticamente. Estos dos factores hicieron que la solvencia de la empresa obtuviera una gran mejora. En el último año estudiado (2017) podemos decir que por cada euro de deuda la compañía tiene 2,84 euros de activos, lo cual demuestra una situación muy saludable económicamente.

Esta última ratio, la cobertura de préstamos, tiene una tendencia muy inusual, los resultados no mejoran en 2016 sino que lo hacen en 2017. Esto se debe a que a pesar de que se redujo considerablemente la deuda financiera, en 2016, por la transición interna los costes de personal se dispararon y afectaron al EBITDA por lo que la mejora en esta ratio no se ve reflejada hasta 2017. A pesar de ello, la tendencia es muy positiva y el resultado del último año registrado en 2.97 demuestra que Telepizza necesita 3 años de EBITDA para amortizar toda su deuda financiera.

5.3.5. Ratios de rentabilidad y palanca

Tabla 17: Ratios rentabilidad y palanca Telepizza (2015-2017)

Telepizza Ratios rentabilidad y palanca	2015 - 2016	2016 - 2017
ROE (BN/PN)	2,23%	5,10%
Margen neto (ROS)	3,16%	8,78%
R. financiera antes de impuestos, rF	-1,71%	6,13%
Rendibilidad económica, rA	1,97%	5,80%
Efecto palanca neto, $(r_A - i) \cdot PF/RP$	-3,68%	0,32%

Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales consolidadas de Telepizza (2015–2017)

El ROE nos muestra como de un año a otro los accionistas pasan de obtener 2,23 a 5,1 euros por cada 100 invertidos. Esto nos muestra que la rentabilidad de los recursos propios de la empresa se ha duplicado. Este aumento se debe principalmente a un crecimiento muy significativo del Beneficio Neto de la empresa en 2017.

El ROS se ha prácticamente duplicado después de la salida a bolsa de la compañía. Con los datos de 2016 – 2017 la empresa obtiene 8,78 euros por cada 100 euros de ventas. Igual que como hemos visto con el ROE, este cambio también se origina por el aumento del Beneficio Neto. Esta ratio demuestra que la empresa es capaz de mejorar las ventas en beneficio de forma más eficiente.

En la rentabilidad financiera antes de impuestos vemos una de las variaciones más bruscas, ya que, en el primer periodo el BAT era negativo por lo que el capital estaba generando pérdidas. Al cabo de un año, pese a que la media de Patrimonio Neto aumentara considerablemente, el BAT fue positivo por lo que la empresa generó 6,13 euros de beneficio por cada 100 euros de patrimonio, mostrando así una clara mejoría.

La rentabilidad económica también sufrió un aumento claro debido principalmente a que el BAIT se triplicó de 2016 a 2017 como muestra la tabla 14. Esto provocó que esta ratio pasara de 1,97% a 5,80% por lo que podemos decir que la compañía está usando de forma más eficiente sus activos a la hora de convertirlos en beneficio.

En el periodo 2015 – 2016 el efecto palanca bruto tiene un resultado negativo porque el coste de la deuda era superior a la rentabilidad económica, esto provoca que el efecto palanca neto sea también negativo. En el siguiente periodo este resultado mejora llegando a ser positivo principalmente debido a la disminución del coste de la deuda. Esto supone que el endeudamiento ya no perjudica a la compañía y es capaz de aportar cierta rentabilidad.

6. Discusión de resultados y conclusiones

6.1. Resumen de hallazgos

Los apartados anteriores nos han permitido analizar dos casos prácticos distintos sobre operaciones en *private equity* en empresas españolas, a partir de los cuales hemos obtenido resultados que nos permitirán extraer conclusiones.

El primer caso, Naturgy, ha permitido examinar los resultados de la empresa en dos etapas distintas: previa a la entrada de la firma gestora en el capital y otra una vez ya estaba implicada en la gestión. Comparar resultados de dos periodos diferentes nos permite tener una visión clara del antes y el después.

El segundo caso, Telepizza, se centra en el inicio de un proceso de inversión gradual. En el trienio que hemos estudiado, el primer año la firma gestora no está prácticamente involucrada, mientras que en el segundo y el tercero empieza a adquirir un mayor número de participaciones. Este estudio nos permite tratar de comprender los motivos que motivaron la entrada de inversión del fondo.

A continuación, analizaremos los hallazgos más importantes de cada caso y se realizará un análisis global con el fin de valorar si las operaciones han resultado positivas tanto para las firmas gestoras como para las empresas participadas.

6.1.1. Hallazgos en el caso I: Naturgy

El análisis económico-financiero que hemos realizado sobre Naturgy durante dos periodos diferentes nos permite destacar ciertos hallazgos que ayudan a comprender el impacto del *private equity* en la empresa y la evolución de esta en el proceso de la operación.

En primer lugar, destacamos un cambio significativo en la estructura del balance protagonizado por una disminución clara en el tamaño en valores absolutos del Activo no Corriente. Esto se debe a una mezcla entre desinversión en activos tradicionales e inversión en transición energética. Este cambio puede no ser óptimo en resultados a corto plazo, pero es sin duda una apuesta para el futuro.

Un punto importante a tener en cuenta es la caída del Patrimonio Neto. Esto se debió principalmente a la disminución de las reservas provocadas por complicaciones a raíz de la crisis del COVID. Pese a este periodo de crisis que hubiera podido ser catastrófico para muchas otras empresas, el endeudamiento de Naturgy no aumentó en una gran medida y se continuó concentrando mayoritariamente en el largo plazo. Ratios que indican la solvencia o la calidad de la deuda están en tendencias de mejora y cerca de valores prepandemia gracias a una gestión eficiente. Otras ratios como el de cobertura

de préstamos nos muestra cómo la empresa pese a las complicaciones de la crisis genera un EBITDA suficiente para poder hacer frente a sus obligaciones financieras. Además, la ratio de efecto de palanca neto nos revela que el impacto del endeudamiento sobre la rentabilidad financiera es muy positivo, la empresa es capaz de generar más de lo que cuesta la deuda. Estos resultados nos permiten confirmar que la deuda de la compañía está siendo útil para su crecimiento.

En cuanto a la cuenta de resultados, los Ingresos de Explotación se han mantenido de media muy estables exceptuando el año 2022 en el que el contexto sectorial dió paso a resultados extremadamente positivos. Respecto al Beneficio Neto destacamos una evidente mejora en el segundo periodo, lo que nos permite asegurar que la empresa a raíz de la operación ha conseguido mejorar su rentabilidad operativa y superar la crisis del COVID con éxito. Comparando el último año del primer periodo con el del segundo observamos un aumento del EBITDA y del Beneficio Neto que sugieren una buena gestión de los márgenes por parte de Naturgy.

En el análisis de los flujos de efectivo observamos una clara mejora en la tendencia de las Actividades de Explotación y en el financiamiento interno principalmente impulsadas por el aumento del EBITDA. Estos datos respaldan la mejoría en la eficiencia operativa de la empresa. También es importante destacar la estabilidad en los flujos de financiación, lo que demuestra una gestión prudente y responsable a la hora de hacerse cargo de las obligaciones financieras.

También cabe señalar, uno de los hallazgos más relevantes, el aumento del ROE. Uno de los objetivos principales de las operaciones de *private equity* es conseguir que los agentes que participan en el fondo puedan tener retornos positivos. Para ello es esencial que la rentabilidad para el accionista de las empresas adquiridas aumente, que es exactamente lo que ha pasado en este caso.

Por último, podemos afirmar que la reducción simultánea del GAT, GAO y GAF indican que los beneficios de la empresa son cada vez menos sensibles a variaciones en las ventas. Esto nos indica que a pesar de que la empresa ha estado creciendo en los últimos años y que su tendencia es positiva en muchos ratios de ámbitos diferentes, la compañía, en el segundo periodo estudiado, es más estable, equilibrada y demuestra un menor riesgo financiero.

Para concluir, pese a que la operación en Naturgy que hemos estudiado, no finalizó en 2023, podemos afirmar que la empresa ha mostrado mejoras de un periodo a otro consiguiendo mejorar su estructura, resultados y su tendencia en distintas ratios clave. Una vez la operación de *private equity* finalice, la empresa será más estable, segura y

eficiente que al inicio del acuerdo. Es importante entender que los anteriores hallazgos no han sido provocados exclusivamente por la operación de *private equity* ya que el fondo adquirió únicamente un 20%, por lo que no podemos atribuirle todo el mérito de las mejoras. Aun así, el fondo al participar en la gestión, es uno de los culpables de la evolución de la compañía en los años estudiados y de su desempeño en el futuro.

6.1.2. Hallazgos en el caso II: Telepizza

El análisis económico-financiero realizado sobre Telepizza permite analizar la situación financiera de la empresa antes y en los inicios de la operación. Estos datos nos han permitido revelar una serie de hallazgos que ayudan a reflejar los motivos que llevaron a la firma gestora, en este caso KKR, a interesarse en la compañía e invertir en ella.

En primer lugar, destacamos un volumen muy reducido de deudores comerciales debido al tipo de modelo de negocio de la empresa. Al vender productos que se consumen al momento el cliente paga antes de recibirlo de este modo se reduce la posibilidad de impago y se aumenta la liquidez. Estos hechos derivan en un aumento del fondo de maniobra que permite tener un mayor margen de seguridad para hacer frente sin complicaciones a sus obligaciones financieras a corto plazo, lo cual fortalece la solvencia de la empresa.

Otro aspecto a tener en cuenta durante este periodo es el brusco crecimiento del Patrimonio Neto que está estrechamente relacionado con la salida a bolsa de la empresa en 2016. La OPV permitió una gran inyección de capital que reforzó los fondos propios y también permitió a la empresa reducir una parte significativa de la deuda con el fin de reducir el riesgo asociado al endeudamiento. Las ratios de endeudamiento refuerzan esta idea ya que nos señalan que, desde la entrada de la firma gestora, la proporción de los recursos totales financiados con deuda se ha reducido drásticamente.

En cuanto a la cuenta de pérdidas y ganancias, los Ingresos de Explotación han aumentado de forma constante durante los tres años. Pese a que el EBITDA se vio ligeramente afectado en 2016 por los costes de personal debido a la transición, el Beneficio Neto ha pasado de estar en pérdidas en 2015 a representar prácticamente un 10% de los Ingresos de Explotación en 2017. Estos datos demuestran una clara tendencia alcista donde desde la entrada de KKR hay una mejoría en la creación de valor para el accionista.

Respecto a los flujos de efectivo, podemos observar cómo la empresa ha pasado por un proceso claro de desapalancamiento. Este comportamiento se ve acompañado de un continuo crecimiento del financiamiento interno lo que señala que la empresa puede cubrir la inversión sin complicaciones con recursos propios.

Otro aspecto que recalcar es que tanto las ratios de liquidez como de solvencia muestran una continua mejora lo que nos hace pensar que desde la entrada progresiva de KKR, Telepizza se encuentra en una situación de crecimiento y bienestar económico. También es importante destacar que el aumento de EBITDA hace que la empresa tenga una mayor cobertura de préstamos por lo que refuerza la idea de que la empresa es capaz de cubrir sus obligaciones financieras.

Por último, podemos decir que el aumento tanto del ROE como del ROS evidencia una mayor rentabilidad para el accionista, lo cual repercute en el fondo que ha adquirido la empresa y en la firma gestora. Además, el hecho de que el efecto palanca pase de negativo a positivo hace que la deuda deje de penalizar a la empresa y empieza a ser útil para futuras estrategias pudiendo contribuir de este modo a la mejora de la rentabilidad.

Para concluir, pese a que en este estudio no hemos podido analizar, como en el caso anterior, dos periodos diferentes, el hecho de examinar el año previo a la inversión y los dos primeros nos ha mostrado la tendencia y el efecto que podría estar provocando el *private equity*. Hemos observado cómo la empresa ha mejorado en su estructura de balance, en los resultados finales y en diferentes ratios que demuestran la buena gestión de la empresa y la mejora de herramientas para afrontar nuevos retos. De nuevo, no podemos atribuir exclusivamente los hallazgos destacados al *private equity* pero sin duda ha favorecido gran parte de la evolución y del crecimiento de la empresa.

6.2. Análisis de los objetivos del estudio

El objetivo principal de este estudio era analizar el impacto que podía suponer una estrategia de *private equity* en una empresa. A partir de esa meta principal se desglosaron cuatro objetivos específicos para orientar el desarrollo del trabajo. Para ello, se han analizado dos casos reales que nos han ayudado a ilustrar este impacto de forma práctica. A lo largo del marco teórico y de la parte práctica hemos ido obteniendo resultados que permiten evaluar si realmente hemos cumplido con los objetivos planteados al inicio del trabajo.

En primer lugar, el objetivo de comparar los distintos tipos de operaciones de *private equity* que puede llevar a cabo un fondo y examinar sus principales ventajas y riesgos, se ha llevado a cabo principalmente en el marco teórico. Para ello, se ha dedicado un apartado específico con el fin de analizar tanto los tipos de operaciones más comunes como otras menos recurrentes. Al observar las distintas estrategias se ha explicado en qué consistía cada una de ellas, en qué situaciones eran más aconsejables y cuáles

eran sus puntos más vulnerables. Esto nos ha ofrecido una visión general de distintas formas de llevar a cabo una inversión en *private equity* y ha servido como base para afrontar la parte práctica del estudio. En los casos reales se ha distinguido entre operaciones de tipo entrada accionarial minoritaria, como en el caso de Naturgy, y *leveraged buy-out*, como en el caso de Telepizza, demostrando que las diferencias en el grado de control y apalancamiento influyen de manera diferente en la gestión empresarial.

Respecto al objetivo de evaluar la progresión económico-financiera de las empresas tras la entrada de un fondo con una operación de *private equity*, la información fue extraída de las cuentas consolidadas de las compañías. A partir de ese punto, la generación de un Excel propio ha sido esencial para analizar balances, cuentas de resultados, flujos de efectivos y ratios clave. En el caso de Naturgy, se ha visto la progresión de la empresa en dos trienios diferentes lo que ha permitido observar una evolución más prolongada y consistente en el tiempo en la que la empresa ha mejorado su estructura y sobrepasado con éxito una crisis. En el caso de Telepizza, pese a poder observar únicamente un trienio los datos permiten valorar la tendencia de la empresa y comprender los motivos que pudieron justificar el interés del fondo de *private equity* por la compañía. La empresa desde la inyección de liquidez a raíz de la OPV ha progresado con creces en diferentes ámbitos posicionándola como una empresa rentable, estable y con un endeudamiento controlado.

Con relación al objetivo de examinar el impacto de la operación en la rentabilidad de la empresa, el estudio de distintas ratios como el ROE o la rentabilidad económica ha permitido evaluar la situación de la empresa en los años estudiados y la progresión que ha ido registrando con el tiempo. En los dos casos prácticos las compañías han progresado con una tendencia alcista en este tipo de ratios lo que supone que han sido capaces de generar mayores beneficios con los recursos disponibles. Esto supone para los accionistas, entre los que se encuentran los fondos CVC Capital Partners y KKR, mayores retornos económicos. Estos resultados nos ayudan a confirmar que, con una gestión controlada e inteligente de los recursos, la participación del *private equity* puede contribuir a la mejora de la rentabilidad de una compañía.

Por último, el objetivo de detectar los cambios en la estructura de endeudamiento y liquidez y valorar su sostenibilidad financiera se ha logrado a través del análisis del balance, el flujo de efectivo y distintas ratios sobre liquidez solvencia y cobertura de préstamos a lo largo de los años. En estos aspectos hemos detectado diferencias notables entre ambos casos debido principalmente a que el estudio de Naturgy se ha

visto afectado por la crisis del COVID, lo que provocó un aumento del endeudamiento y una disminución tanto de la liquidez como de la solvencia. Aun así, durante la gestión de la operación, las dos compañías mostraban tendencias alcistas en las ratios estudiadas y presentaban mejoras en la estructura de su balance y estados de efectivo. Estos hechos refuerzan la sostenibilidad financiera de la compañía y respaldan la viabilidad de la estrategia adoptada tras la entrada del *private equity*.

En conjunto, el desarrollo del trabajo y el análisis realizado permiten afirmar que los objetivos del estudio se han alcanzado de manera satisfactoria. Aun así, hay que tener en cuenta que solo se han analizado dos empresas con el fin de realizar un estudio en profundidad, lo que no permite medir de forma exacta el impacto del *private equity* en la rentabilidad y eficiencia operativa de las empresas. Con dos casos prácticos no podemos extrapolar ni generalizar resultados. El hecho de que estas compañías se hayan visto fortalecidas no significa que todas vayan a conseguir mejoras. Además, no es correcto atribuir la totalidad de la progresión de las empresas al impacto de las operaciones de *private equity*. Sin embargo, sí que se ha demostrado que el impacto generado puede llegar a tener grandes beneficios para las empresas que optan por esta estrategia.

6.3. Limitaciones del estudio

En el transcurso de la investigación y la redacción del trabajo se han ido presentando una serie de complicaciones que han limitado el estudio.

En primer lugar, pensaba que encontrar empresas que presentaran sus cuentas de forma pública sería una tarea sencilla. Realmente no ha sido así, como ya se ha comentado al inicio de la parte práctica. El hecho de que muchos fondos adquieran una gran parte de las empresas y las excluyan del mercado bursátil hace que no tengan que publicar sus estados financieros, y, por lo tanto, no se pueda analizar la compañía en profundidad. Dada esta situación hemos analizado empresas en el momento en el que no estaban totalmente adquiridas por un fondo de *private equity* por lo que, como ya hemos mencionado anteriormente en ningún momento podemos atribuir la totalidad del impacto a este tipo de operaciones. Esto también ha provocado que sea muy difícil encontrar dos empresas que pertenezcan al mismo sector y que hayan llevado a cabo la operación el mismo año. Por este motivo, finalmente se ha optado por dos empresas españolas con una elevada presencia en el territorio nacional, pero con actividades económicas claramente diferenciadas.

Otra limitación que ha dificultado la búsqueda de empresas ha sido el impacto de factores macroeconómicos sobre sus resultados. El objetivo del estudio ha sido desde el inicio medir el impacto del *private equity* en las empresas seleccionadas. Para ello, cuantos menos factores externos puedan afectar las cuentas de las empresas, mayor fiabilidad mostrarán los resultados. Es por este motivo que se han elegido empresas con una trayectoria de decenas de años, porque de este modo es más probable que sean más estables. También se ha evitado la selección de empresas pertenecientes a sectores volátiles como el tecnológico. Aun así, la crisis del COVID o el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania afectó de una forma u otra a muchas empresas, lo que ha provocado que ciertos indicadores se hayan visto distorsionados y no se pueda aislar el impacto del *private equity*.

Como se ha comentado a lo largo del trabajo, la implicación de un fondo de *private equity* en una empresa puede durar alrededor de entre 8 y 10 años aproximadamente. Además, aunque al final de la operación el fondo acabe vendiendo su participación y se desvincule de la compañía, sus cambios en la estructura afectarán en el largo plazo, aunque ya no participen de forma activa en la gestión. Esto provoca que el horizonte temporal del impacto del *private equity* sea realmente muy amplio, lo que dificulta poder analizar con exactitud la totalidad de sus efectos.

Por último, es importante recalcar que las anteriores limitaciones y otros factores internos del trabajo restringen la capacidad de generalizar los resultados del estudio. El reducido número de empresas seleccionadas, la diferencia entre la tipología de operaciones, el amplio horizonte temporal y el impacto de los factores macroeconómicos, implica que las conclusiones alcanzadas deben analizarse con cautela. Los resultados del trabajo permiten valorar el impacto del *private equity* en las empresas seleccionadas, pero no pueden extrapolarse a la totalidad de empresas o operaciones en el mercado español.

7. Bibliografía

- Alimarket. (29 de marzo de 2019). Obtenido de Alimarket.es:
<https://www.alimarket.es/restauracion/noticia/295750/autorizada-la-compra-de-telepizza-por-kkr-y-sus-socios>
- Arango Vásquez, L., & Durango Gutiérrez, M. (Agosto 01 de 2014). Private equity y venture capital: Diferenciación y principales características. *Revista Clío América*, 176.
- Blanzquez Hernandez, B. (2005). Hedge Funds 2005. *Autores científico-técnicos y académicos*, 133.
- Boletín Oficial del Estado. (8 de junio de 2011). *DIRECTIVA 2011/61/UE DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO*.
- CapitalMadrid. (25 de septiembre de 2018). *CapitalMadrid*. Obtenido de <https://www.capitalmadrid.com/2018/9/25/50837/naturgy-se-convierte-en-la-gallina-de-oro-de-los-march.html>
- Caro, J. V. (2012). Novedades legislativas en el sector de Capital Riesgo: Directiva AIFM y Propuesta Reglamento europeo. *Revista Española de Capital Riesgo*, nº 4/2012, 5-6.
- Churakova, A. (2025). *B2PRIME*. Obtenido de <https://b2prime.com/es/news/what-is-an-institutional-investor>
- CincoDías. (22 de febrero de 2018). Obtenido de CincoDías:
https://cincodias.elpais.com/cincodias/2018/02/22/companias/1519286832_593077.html
- cronista.com. (diciembre de 2025). *cronista.com*. Obtenido de <https://www.cronista.com/espana/actualidad-es/asi-nacio-telepizza-la-empresa-espanola-que-revoluciono-el-mercado-con-su-delivery/>
- Diversification. (2025). *diversification.com*. Obtenido de <https://diversification.com/term/growth-capital>
- ElConfidencial. (21 de diciembre de 2018). Obtenido de ElConfidencial:
https://www.elconfidencial.com/empresas/2018-12-21/kkr-lanza-una-opa-por-el-100-de-telepizza-valora-la-compania-en-604-3-millones_1722886/
- Energías Renovables. (8 de agosto de 2025). *Energías Renovables, el periodismo de las energías limpias*. Obtenido de <https://www.energias-renovables.com/panorama/estas-son-las-empresas-que-dominan-el-20250724>

- Finary. (6 de agosto de 2025). comment les fonds de Private Equity battent le marché.
- Fuentes Roncallo, C., & Benítez Yavar, M. (2007). *El capital privado (private equity) en América Latina*. Obtenido de Repositorio Académico de la universidad de Chile: <https://repositorio.uchile.cl/handle/2250/144762>
- García Martínez, P., & Ortega García, J. G. (2011). *Business Angels: Capital inteligente para empresas innovadoras*. Netbiblo.
- Hernandez Gazzo, J., & Escribens Olaechea, J. (2007). Private Equity y Buyouts (MBO y LBO): Analisis de Ciertas Estructuras Bajo el Derecho Societario y Tribuatrio Peruano. *Derecho PUCP*, 281.
- La Pizarra de Andres. (23 de Junio de 2024). Descubre cómo Funciona un FONDO de INVERSIÓN.
- Lamothe Fernández, P., & García Argüelles, E. (Mayo de 2023). La rentabilidad del private equity. *Boletín Económico De ICE (Serie histórica)*, (3158)., 56.
- Libertad Digital. (26 de diciembre de 2024). Obtenido de Libertad Digital: <https://www.libertaddigital.com/libremercado/2024-12-26/burger-king-mcdonalds-y-telepizza-el-top-3-de-marcas-de-restauracion-del-consumo-online-en-espana-1b-7201706/>
- Naturgy. (2025). *www.naturgy.com*. Obtenido de <https://www.naturgy.com/conocenos-naturgy/el-grupo/nuestra-historia/>
- Notebook Finance. (1 de noviembre de 2025). Private Equity Explained: Structure, Lifecycle, and Returns.
- Perez, A. C. (2024-2025). La fase de desinversión de los fondos de Capital Privado / The divestment phase of Private Equity funds . *Universidad CEU San Pablo*, 14.
- Pictet Asset Management. (Agosto de 2025). *am.pictet.com*. Obtenido de <https://am.pictet.com/pictetparati/mercados-e-inversiones/2025/invertir-capital-privado-sectores-mayor-potencial-2025>
- Rivo Lopez, E., Gonzalez Vazquez, B., & Rodriguez Lopez, N. (2011). Family Office: Instrumento de gestión del patrimonio familiar. *European Journal of Family Business*, 43-57.
- Sweep. (15 de septiembre de 2025). Obtenido de www.sweep.net: <https://www.sweep.net/blog/what-is-invest-europe>
- Traducción Jurídica*. (29 de enero de 2025). Obtenido de traduccionjuridica.es: <https://traduccionjuridica.es/private-equity/>

Ulrich, E. (2016). Entendiendo las inversiones según criterios ESG. *Revista educación, sostenibilidad*, 1-13.

Universidad Internacional de la Rioja. (22 de noviembre de 2021). Obtenido de UNIR la universidad en internet:
<https://www.unir.net/revista/empresa/gestora-de-fondos/>

We Family Offices. (26 de septiembre de 2022). Obtenido de www.wefamilyoffices.com: <https://www.wefamilyoffices.com/es/las-etapas-del-capital-privado/>

Wikipedia. (24 de diciembre de 2024). *Wikipedia*. Obtenido de Wikipedia, la enciclopedia libre:
https://es.wikipedia.org/wiki/Historia_temprana_del_capital_privado

8. Anexos

8.1. Hoja de cálculo de Excel Naturgy 2015-2017

8.2. Hoja de cálculo de Excel Naturgy 2021-2023

8.3. Hoja de cálculo de Excel Telepizza 2015-2017

Naturgy Balance consolidado (millones de €)

ACTIVO	2017		2016		2015	
Intangible	9,921	21%	10,920	24%	10,525	22%
Material	22,654	48%	23,627	51%	23,693	49%
Financero y otros	3,664	8%	3,544	8%	4,187	9%
Total no corriente	36,239	76.6%	38,091	82.3%	38,405	79.8%
Activos no corrientes mantenidos	1682	4%	0	0%	955	2%
Existencias	720	2%	758	2%	826	2%
Deudores comerciales y otros	4,994	11%	4,999	11%	5,191	11%
Otros activos financieros corrientes	462	1%	389	1%	365	1%
Efectivo y equivalentes	3,225	7%	2,067	4%	2,390	5%
Total corriente	11,083	23.4%	8,213	17.7%	9,727	20.2%
Total Activo	47,322	100%	46,304	100%	48,132	100%

Naturgy Balance consolidado (millones de €)

PASIVO Y PN	2017		2016		2015	
Patrimonio neto	18,305	38.7%	19,005	40.3%	18,518	38.5%
Ingresos diferidos	842	2%	842	2%	853	2%
Provisión	1,129	2%	1,248	3%	1,488	3%
Deudores financieros a largo	15,916	34%	15,003	32%	15,653	33%
Otros pasivos no corrientes	3,522	7%	3,840	8%	3,487	7%
Total no corriente	21,409	45.2%	20,933	44.4%	21,481	44.6%
Provisión	183	0%	158	0%	193	0%
Deudores financieros a corto	2,543	5%	2,599	6%	2,595	5%
Pasivos asociados a activos	621	1%	0	0%	585	1%
Acreedores comerciales y otros	3,920	8%	4,072	9%	4,008	8%
Otros pasivos corrientes	341	1%	347	1%	752	2%
Total corriente	7,608	16.1%	7,176	15.2%	8,133	16.9%
Total Pasivo y PN	47,322	100%	47,114	100%	48,132	100%

FM	3,475		1,037		1,594	
NOF	1,794		1,685		2,009	

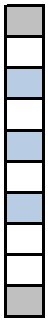
Naturgy (millones de €)							
Cuenta de resultados	2017		2016		2015		
Ingresos de explotación	23,306	100.0%	21,908	100.0%	26,015	100.0%	
Otros ingresos de explotación	238	1.0%	240	1.1%	257	1.0%	
Coste de aprovisionamiento	16,679	71.6%	14,611	66.7%	17,997	69.2%	
Costes de personal	1,031	4.4%	974	4.4%	973	3.7%	
Otros gastos de explotación	1,984	8.5%	1,991	9.1%	2,360	9.1%	
Resultado por enajenación de inmo.	23	0.1%	51	0.2%	0	0.0%	
Imputación de subvenciones	42	0.2%	41	0.2%	64	0.2%	
EBITDA	3,915	16.8%	4,664	21.3%	5,006	19.2%	
Amortizaciones	1,648	7.1%	1,707	7.8%	1,750	6.7%	
Deterioro por pérdidas crediticias	155	0.7%	315	1.4%	0	0.0%	
Otros resultados	0	0.0%	122	0.6%	5	0.0%	
Resultado de explotación	2,112	9.1%	2,764	12.6%	3,261	12.5%	
Ingresos financieros	111	0.5%	124	0.6%	140	0.5%	
Gastos financieros	808	3.5%	937	4.3%	1,032	4.0%	
Otros resultados financieros	-2	0.0%	-2	0.0%	-2	0.0%	
Resultado Financiero	-699	-3.0%	-815	-3.7%	-894	-3.4%	
Resultado de entidades valoradas	14	0.1%	-98	-0.4%	-4	0.0%	
BAT	1,427	6.1%	1,851	8.4%	2,363	9.1%	
Impuesto sobre beneficios	190	0.8%	333	1.5%	573	2.2%	
BN	1,237		1,518		1,790		
BPA (euros)	1.360		1.350		1.570		
DPA (euros)	1.000		1.000		1.000		
Cotización acción final de año	19.250		17.910		18.820		
Número acciones (miles)	1,000,478		1,000,478		1,000,478		

Incremento ventas anuales	6.38%		-15.79%		0.00%	
Media	-4.70%					
EBITDA % ingresos	16.80%		21.29%		19.24%	
Media	19.11%					
Amortizaciones % ingresos	7.07%		7.79%		6.73%	
Media	7.20%					
Tipo impuesto sociedades	-13.31%		-17.99%		-24.25%	
Media	-18.52%					
NOF % ventas	7.70%		7.69%		7.72%	
Media	7.70%					

Naturgy (millones de €)

Estado de flujos de efectivo	2017	2016	2015
Flujos de Efectivo de las Actividades de Explotación	2,768	3,375	3,500
Flujos de Efectivo de Actividades de Inversión	-1,606	-1,854	-1,560
Flujos de Efectivo de Actividades de Financiación	232	-1,857	-3,023
Deudas y otros	1,516	-334	-1,953
Dividendos	-1,284	-1,523	-1,070
Total Flujo de Efectivo del periodo	1,394	-336	-1,083

Financiamiento interno e inversiones	2017	2016	2015
BN	1,237	1,518	1,790
DIV	-1,284	-1,523	-1,070
Amortizaciones	1,648	1,707	1,750
Total financiamiento interno (BN-DIV)+Amortizaciones	1,601	1,702	2,470
Inversiones	-1,606	-1,854	-1,560
Diferencia	-5	-152	910



Naturgy (millones de €)	2017	2016	2015
Patrimonio neto	18,305	19,005	18,518
Pasivo financiero no corriente	15,916	15,003	15,653
Pasivo financiero corriente	2,543	2,599	2,595
Pasivo financiero	18,459	17,602	18,248
Pasivo no corriente	21,409	20,933	21,481
Pasivo corriente	7,608	7,176	8,133
Pasivo	29,017	28,109	29,614
Activo Corriente	11,083	8,213	9,727
Deudores	4,994	4,999	5,191
Efectivo	3,225	2,067	2,390
Activo Total	47,322	46,304	48,132
Activo no Corriente	36,239	38,091	38,405
EBITDA	3,915	4,664	5,006
Resultado de explotación	2,112	2,764	3,261
Gastos financieros (INT)	699	815	894
BAT	1,427	1,851	2,363
BAIT (BAT+INT)	2,126	2,666	3,257
Ratios d'Estructura Financiera			
Pasivo financiero / Patrimonio neto	1.01	0.93	0.99
Pasivo / (Pasivo + PN)	61.3%	59.7%	61.5%
Pasivo financiero / (Pasivo financiero + PN)	50.2%	48.1%	49.6%
Calidad de la deuda (Passiu corrent/Passiu total)	26.2%	25.5%	27.5%
Calidad de la deuda financiera	13.8%	14.8%	14.2%
Ratios Solvencia i Liquididad			
Liquididad (AC/PC)	1.46	1.14	1.20
Tresorería (Deudores + Efectivo) / PC	1.08	0.98	0.93
Disponible (Efectivo / PC)	0.42	0.29	0.29
Solvencia (AT / Pasivo Total)	1.63	1.65	1.63
Autofinanciamiento (PN / Activo Total)	0.39	0.41	0.38
Cobertura activo no corriente (PN + PnC) / AnC	1.10	1.05	1.04
Ratios Flujos de Efectivo			
Cobertura prestamos (Deuda financiera / EBITDA)	4.71	3.77	3.65
Cobertura intereses (BAIT / INT)	3.04	3.27	3.64
Cobertura total (EBITDA / INT + Deuda financiera a corto)	1.21	1.37	1.43

Naturgy (millones de €)	2017	2016	2015
Media activo total	46,813	47,218	
Media pasivo	28,563	28,862	
Media Pasivo Financiero (MF)	18,031	17,925	
Media PN (RP)	18,655	18,762	
Media recursos con coste	36,686	36,687	
Vendas (ingresos explotación)	23,306	21,908	26,015
Resultado financiero INT	699	815	894
BN	1,237	1,518	1,790
BAT	1,427	1,851	2,363
BAIT (BAT+INT)	2,126	2,666	3,257
Gastos fijos de explotación	4,663	4,672	5,083
ROE=magen·rotación·palanca			
ROE (BN/PN)	6.63%	8.09%	
Margen neto (ROS)	5.31%	6.93%	6.88%
Vendas / activo	0.50	0.46	
Activo / PN	2.51	2.52	
ROE (comprobación)	6.63%	8.09%	
Apalancamiento financiero			
R. financiera antes de impuestos, r_F	7.65%	9.87%	
Ratio apalancamiento, PF/RP	0.97	0.96	
Rendibilidad económica, r_A	5.80%	7.27%	
Coste de la deuda, i	3.88%	4.55%	
Efecto palanca bruto, r _A -i	1.92%	2.72%	
Efecto palanca neto, (r_A-i)·PF/RP	1.85%	2.60%	
Rendibilidad financiera, r _F	7.65%	9.87%	
Grados de apalancamiento			
Grados de apalancamiento total, GAT	4.76	3.96	3.53
GAO	3.19	2.75	2.56
GAF	1.49	1.44	1.38
GAT=GAO·GAT	4.76	3.96	3.53

Naturgy	2017	2016	2015	
BPA (euros)	1.360	1.350	1.570	
DPA (euros)	1.000	1.000	0.000	
Pay-our ratio (DPA/BPA)	73.53%	74.07%	0.00%	
Cotización acción final de año	19.250	17.910	18.820	
Rendibilidad anual	7.48%	-4.84%		
Número de acciones (miles)	1,000,478	1,000,478	1,000,478	
RED, millones de euros				
Capitalización (millones euros)	19,259	17,919	18,829	
Valor deuda (per libras)	18	18	18	
Efectivo	3	2	2	
Deuda neta	15	16	16	
Valor empresa, VE	19,274	17,934	18,845	
Ratios bursátiles				
Ratios Capitalización				
PER	14.154	13.267	11.987	
Inversa PER	7.06%	7.54%	8.34%	
Capitalización / (BN+AEC)	6676	5556	5319	
Capitalización / PN (price to book)	1052	943	1017	
Capitalización / ventas	826	818	724	
Ratios Valor empresa, VE				
VE / EBITDA	4.923	3.845	3.764	
VE / EBIT (BAIT)	9.066	6.727	5.786	
VE / Vendas	0.827	0.819	0.724	
Gordon-Shapiro				
ROE	6.63%	8.09%		
Taxa de crecimiento, g	1.76%	2.10%		
Rendibilidad por dividendo	5.19%	5.58%		
Rendibilidad Gordon-Shapiro	6.95%	7.68%		

Naturgy Balance consolidado (millones de €)

ACTIVO	2023		2022		2021	
Intangible	5,969	16%	5,972	15%	5,734	15%
Material	18,666	49%	17,379	43%	16,587	43%
Financero y otros	4,629	12%	5,017	12%	4,936	13%
Total no corriente	29,264	77.2%	28,368	70.2%	27,257	71.3%
Activos no corrientes mantenidos	0	0%	0	0%	40	0%
Existencias	1,254	3%	1,828	5%	878	2%
Deudores comerciales y otros	3,254	9%	5,801	14%	5,714	15%
Otros activos financieros corrientes	435	1%	408	1%	395	1%
Efectivo y equivalentes	3,686	10%	3,985	10%	3,965	10%
Total corriente	8,629	22.8%	12,022	29.8%	10,992	28.7%
Total Activo	37,893	100%	40,390	100%	38,249	100%

Naturgy Balance consolidado (millones de €)

PASIVO Y PN	2023		2022		2021	
Patrimonio neto	11,929	31.5%	9,979	24.7%	8,873	23.2%
Ingresos diferidos	951	3%	926	2%	889	2%
Provisión	1,848	5%	1,656	4%	1,146	3%
Deudores financieros a largo	15,442	41%	15,950	39%	16,901	44%
Otros pasivos no corrientes	633	2%	2,100	5%	1,118	3%
Total no corriente	18,874	49.8%	20,632	51.1%	20,054	52.4%
Provisión	543	1%	700	2%	589	2%
Deudores financieros a corto	2,544	7%	2,302	6%	1,698	4%
Pasivos asociados a activos	0	0%	0	0%	26	0%
Acreedores comerciales y otros	3,721	10%	6,562	16%	6,803	18%
Otros pasivos corrientes	282	1%	215	1%	206	1%
Total corriente	7,090	18.7%	9,779	24.2%	9,322	24.4%
Total Pasivo y PN	37,893	100%	40,390	100%	38,249	100%

FM	1,539		2,243		1,670	
NOF	787		1,067		-211	

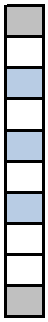
Naturgy (millones de €)							
Cuenta de resultados	2023		2022		2021		
Ingresos de explotación	22,617	100.0%	33,965	100.0%	22,140	100.0%	
Otros ingresos de explotación	255	1.1%	183	0.5%	119	0.5%	
Coste de aprovisionamiento	15,106	66.8%	27,194	80.1%	16,529	74.7%	
Costes de personal	580	2.6%	547	1.6%	940	4.2%	
Otros gastos de explotación	1,780	7.9%	1,511	4.4%	1,315	5.9%	
Resultado por enajenación de inmo.	17	0.1%	8	0.0%	5	0.0%	
Imputación de subvenciones	52	0.2%	50	0.1%	49	0.2%	
EBITDA	5,475	24.2%	4,954	14.6%	3,529	15.9%	
Amortizaciones	1,742	7.7%	1,532	4.5%	1,462	6.6%	
Deterioro por pérdidas crediticias	208	0.9%	228	0.7%	99	0.4%	
Otros resultados	-55	-0.2%	-111	-0.3%	133	0.6%	
Resultado de explotación	3,470	15.3%	3,083	9.1%	2,101	9.5%	
Ingresos financieros	313	1.4%	164	0.5%	200	0.9%	
Gastos financieros	817	3.6%	837	2.5%	598	2.7%	
Otros resultados financieros	-14	-0.1%	8	0.0%	4	0.0%	
Resultado Financiero	-518	-2.3%	-665	-2.0%	-394	-1.8%	
Resultado de entidades valoradas	90	0.4%	128	0.4%	90	0.4%	
BAT	3,042	13.5%	2,546	7.5%	1,797	8.1%	
Impuesto sobre beneficios	768	3.4%	697	2.1%	358	1.6%	
BN	2,274		1,849		1,439		
BPA (euros)	2.070		1.720		1.260		
DPA (euros)	1.400		1.200		0.800		
Cotización acción final de año	27.000		24.310		28.630		
Número acciones (miles)	969,613		969,613		969,613		

Incremento ventas anuales	-33.41%		53.41%		0.00%	
Media	10.00%					
EBITDA % ingresos	24.21%		14.59%		15.94%	
Media	18.24%					
Amortizaciones % ingresos	7.70%		4.51%		6.60%	
Media	6.27%					
Tipo impuesto sociedades	-25.25%		-27.38%		-19.92%	
Media	-24.18%					
NOF % ventas	3.48%		3.14%		-0.95%	
Media	1.89%					

Naturgy (millones de €)

Estado de flujos de efectivo	2023	2022	2021
Flujos de Efectivo de las Actividades de Explotación	4,857	4,242	1,001
Flujos de Efectivo de Actividades de Inversión	-2,739	-1,486	1,896
Flujos de Efectivo de Actividades de Financiación	-2,263	-2,854	-2,851
Deudas y otros	-639	-1,354	-1,144
Dividendos	-1,624	-1,500	-1,707
Total Flujo de Efectivo del periodo	-145	-98	46

Financiamiento interno e inversiones	2023	2022	2021
BN	2,274	1,849	1,439
DIV	-1,624	-1,500	-1,707
Amortizaciones	1,742	1,532	1,462
Total financiamiento interno (BN-DIV)+Amortizaciones	2,392	1,881	1,194
Inversiones	-2,739	-1,486	1,896
Diferencia	-347	395	3,090



Naturgy (millones de €)	2023	2022	2021
Patrimonio neto	11,929	9,979	8,873
Pasivo financiero no corriente	15,442	15,950	16,901
Pasivo financiero corriente	2,544	2,302	1,698
Pasivo financiero	17,986	18,252	18,599
Pasivo no corriente	18,874	20,632	20,054
Pasivo corriente	7,090	9,779	9,322
Pasivo	25,964	30,411	29,376
Activo Corriente	8,629	12,022	10,992
Deudores	3,254	5,801	5,714
Efectivo	3,686	3,985	3,965
Activo Total	37,893	40,390	38,249
Activo no Corriente	29,264	28,368	27,257
EBITDA	5,475	4,954	3,529
Resultado de explotación	3,470	3,083	2,101
Gastos financieros (INT)	518	665	394
BAT	3,042	2,546	1,797
BAIT (BAT+INT)	3,560	3,211	2,191
Ratios d'Estructura Financiera			
Pasivo financiero / Patrimonio neto	1.51	1.83	2.10
Pasivo / (Pasivo + PN)	68.5%	75.3%	76.8%
Pasivo financiero / (Pasivo financiero + PN)	60.1%	64.7%	67.7%
Calidad de la deuda (Pasivo corriente / Pasivo total)	27.3%	32.2%	31.7%
Calidad de la deuda financiera	14.1%	12.6%	9.1%
Ratios Solvencia i Liquididad			
Liquididad (AC/PC)	1.22	1.23	1.18
Tresorería (Deudores + Efectivo) / PC	0.98	1.00	1.04
Disponible (Efectivo / PC)	0.52	0.41	0.43
Solvencia (AT / Pasivo Total)	1.46	1.33	1.30
Autofinanciamiento (PN / Activo Total)	0.31	0.25	0.23
Cobertura activo no corriente (PN + PnC) / AnC	1.05	1.08	1.06
Ratios Flujos de Efectivo			
Cobertura prestamos (Deuda financiera / EBITDA)	3.29	3.68	5.27
Cobertura intereses (BAIT / INT)	6.87	4.83	5.56
Cobertura total (EBITDA / INT + Deuda financiera a corto)	1.79	1.67	1.69

Naturgy Ratios endeudamiento y liquidez	2015	2016	2017		2021	2022	2023
---	------	------	------	--	------	------	------

Pasivo / (Pasivo + PN)	61.5%	59.7%	61.3%		76.8%	75.3%	68.5%
Calidad de la deuda (Pasivo corriente / Pasivo total)	27.5%	25.5%	26.2%		31.7%	32.2%	27.30%
Liquidez (AC/PC)	1.2	1.14	1.46		1.18	1.23	1.22
Solvencia (AT / Pasivo Total)	1.63	1.65	1.63		1.3	1.33	1.46
Cobertura prestamos (Deuda financiera / EBITDA)	3.65	3.77	4.71		5.27	3.68	3.29

Naturgy (millones de €)	2023	2022	2021
Media activo total	39,142	39,320	
Media pasivo	28,188	29,894	
Media Pasivo Financiero (MF)	18,119	18,426	
Media PN (RP)	10,954	9,426	
Media recursos con coste	29,073	27,852	
Vendas (ingresos explotación)	22,617	33,965	22,140
Resultado financiero INT	518	665	394
BN	2,274	1,849	1,439
BAT	3,042	2,546	1,797
BAIT (BAT+INT)	3,560	3,211	2,191
Gastos fijos de explotación	4,102	3,590	3,717
ROE=magen·rotación·palanca			
ROE (BN/PN)	20.76%	19.62%	
Margen neto (ROS)	10.05%	5.44%	6.50%
Vendas / activo	0.58	0.86	
Activo / PN	3.57	4.17	
ROE (comprobación)	20.76%	19.62%	
Apalancamiento financiero			
R. financiera antes de impuestos, r_F	27.77%	27.01%	
Ratio apalancamiento, PF/RP	1.65	1.95	
Rendibilidad económica, r_A	12.25%	11.53%	
Coste de la deuda, i	2.86%	3.61%	
Efecto palanca bruto, r _A -i	9.39%	7.92%	
Efecto palanca neto, (r_A-i)·PF/RP	15.53%	15.48%	
Rendibilidad financiera, r _F	27.77%	27.01%	
Grados de apalancamiento			
Grados de apalancamiento total, GAT	2.52	2.67	3.29
GAO	2.15	2.12	2.70
GAF	1.17	1.26	1.22
GAT=GAO·GAT	2.52	2.67	3.29

Naturgy Ratios rentabilidad y palanca
ROE (BN/PN)
Margen neto (ROS)
R. financiera antes de impuestos, r _F

Rendibilidad económica, r_A

Efecto palanca neto, $(r_A - i) \cdot PF/RP$

2015-2017	2021-2023
7.36%	20.19%
6.12%	7.75%
8.76%	27.39%

	2015-2017	2021-2023
GAT	4.08	2.83
GAO	2.83	2.32
GAF	1.44	1.22

6.54%	11.89%
2.23%	15.51%

Naturgy	2023	2022	2021	
BPA (euros)	2.070	1.720	1.260	
DPA (euros)	1.400	1.200	0.000	
Pay-our ratio (DPA/BPA)	67.63%	69.77%	0.00%	
Cotización acción final de año	27.000	24.310	28.630	
Rendibilidad anual	11.07%	-15.09%		
Número de acciones (miles)	969,613	969,613	969,613	
RED, millones de euros				
Capitalitación (millones euros)	26,180	23,571	27,760	
Valor deuda (per libras)	18	18	19	
Efectivo	4	4	4	
Deuda neta	14	14	15	
Valor empresa, VE	26,194	23,586	27,775	
Ratios bursátiles				
Ratios Capitalización				
PER	13.043	14.134	22.722	
Inversa PER	7.67%	7.08%	4.40%	
Capitalización / (BN+AEC)	6519	6972	9569	
Capitalización / PN (price to book)	2195	2362	3129	
Capitalización / ventas	1158	694	1254	
Ratios Valor empresa, VE				
VE / EBITDA	4.784	4.761	7.870	
VE / EBIT (BAIT)	7.358	7.345	12.677	
VE / Vendas	1.158	0.694	1.255	
Gordon-Shapiro				
ROE	20.76%	19.62%		
Taxa de crecimiento, g	6.72%	5.93%		
Rendibilidad por dividendo	5.19%	4.94%		
Rendibilidad Gordon-Shapiro	11.90%	10.87%		

Telepizza Balance consolidado (miles de €)

ACTIVO	2017		2016		2015	
Intangible	50,456	5%	46,042	5%	40,158	5%
Material	719,462	73%	717,545	76%	716,676	81%
Financero y otros	65,893	7%	62,792	7%	35,570	4%
Total no corriente	835,811	85.2%	826,379	87.3%	792,404	89.4%
Existencias	10,903	1%	11,623	1%	11,392	1%
Deudores comerciales y otros	41,117	4%	38,445	4%	34,430	4%
Otros activos corrientes	3,227	0%	3,808	0%	3,672	0%
Otros activos financieros corrientes	2,730	0%	1,789	0%	4,516	1%
Efectivo y equivalentes	87,279	9%	63,972	7%	39,946	5%
Activos no corrientes mantenidos	88	0%	305	0%	130	0%
Total corriente	145,344	14.8%	119,942	12.7%	94,086	10.6%
Total Activo	981,155	100%	946,321	100%	886,490	100%

Telepizza Balance consolidado (miles de €)

PASIVO Y PN	2017		2016		2015	
Patrimonio neto	635,237	64.8%	607,059	64.2%	354,342	40.0%
Provisión	85	0%	87	0%	87	0%
Deudores financieros a largo	196,687	20%	195,611	21%	286,176	32%
Otros pasivos no corrientes	89,240	9%	89,326	9%	90,021	10%
Otros pasivos financieros	4,212	0%	0	0%	96,704	11%
Total no corriente	290,224	29.6%	285,024	30.1%	472,988	53.4%
Provisión	151	0%	248	0%	83	0%
Deudores financieros a corto	895	0%	968	0%	4,985	1%
Pasivos asociados a activos		0%		0%		0%
Acreedores comerciales y otros	51,153	5%	50,218	5%	47,515	5%
Otros pasivos corrientes	2,756	0%	2,719	0%	4,310	0%
Otros pasivos financieros	500	0%	0	0%	2,182	0%
Total corriente	55,455	5.7%	54,153	5.7%	59,075	6.7%
Total Pasivo y PN	980,916	100%	946,236	100%	886,405	100%

FM	89,889		65,789		35,011	
NOF	867		-150		-1,693	

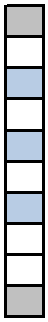
Telepizza (miles de €)							
Cuenta de resultados	2017		2016		2015		
Ingresos de explotación	361,003	100.0%	339,587	100.0%	328,899	100.0%	
Otros ingresos de explotación	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	
Coste de aprovisionamiento	99,997	27.7%	88,634	26.1%	91,269	27.7%	
Costes de personal	95,210	26.4%	118,637	34.9%	91,085	27.7%	
Otros gastos de explotación	99,361	27.5%	100,697	29.7%	88,817	27.0%	
Resultado por enajenación de inmo.		0.0%		0.0%		0.0%	
Imputación de subvenciones		0.0%		0.0%		0.0%	
EBITDA	66,435	18.4%	31,619	9.3%	57,728	17.6%	
Amortizaciones	18,945	5.2%	17,369	5.1%	16,609	5.0%	
Resultado de explotación	47,490	13.2%	14,250	4.2%	41,119	12.5%	
Ingresos financieros	810	0.2%	3,663	1.1%	1,532	0.5%	
Gastos financieros	10,201	2.8%	25,451	7.5%	36,938	11.2%	
Otros resultados financieros	-38	0.0%	-701	-0.2%	-4,035	-1.2%	
Resultado Financiero	-9,429	-2.6%	-22,489	-6.6%	-39,441	-12.0%	
BAT	38,061	10.5%	-8,239	-2.4%	1,678	0.5%	
Impuesto sobre beneficios	-6,379	-1.8%	18,975	5.6%	-2,788	-0.8%	
BN	31,682		10,736		-1,110		
BPA (euros)	0.316		0.117				
DPA (euros)	0.000		0.000				
Cotización acción final de año	4.869		4.400				
Número acciones (miles)	100,721		100,721				

Incremento ventas anuales	6.31%	3.25%	0.00%
Media	4.78%		
EBITDA % ingresos	18.40%	9.31%	17.55%
Media	15.09%		
Amortizaciones % ingresos	5.25%	5.11%	5.05%
Media	5.14%		
Tipo impuesto sociedades	16.76%	230.31%	166.15%
Media	137.74%		
NOF % ventas	0.24%	-0.04%	-0.51%
Media	-0.11%		

Telepizza (miles de €)

Estado de flujos de efectivo	2017	2016	2015
Flujos de Efectivo de las Actividades de Explotación	62,608	47,722	54,575
Flujos de Efectivo de Actividades de Inversión	-31,239	-30,487	-30,046
Flujos de Efectivo de Actividades de Financiación	-7,483	4,446	26,545
Deudas y otros	-7,483	4,446	26,545
Dividendos	0	0	0
Total Flujo de Efectivo del periodo	23,886	21,681	51,074

Financiamiento interno e inversiones	2017	2016	2015
BN	31,682	10,736	-1,110
DIV	0	0	0
Amortizaciones	18,945	17,369	16,609
Total financiamiento interno (BN-DIV)+Amortizaciones	50,627	28,105	15,499
Inversiones	-31,239	-30,487	-30,046
Diferencia	19,388	-2,382	-14,547



Telepizza (miles de €)	2017	2016	2015
Patrimonio neto	635,237	607,059	354,342
Pasivo financiero no corriente	196,687	195,611	286,176
Pasivo financiero corriente	895	968	4,985
Pasivo financiero	197,582	196,579	291,161
Pasivo no corriente	290,224	285,024	472,988
Pasivo corriente	55,455	54,153	59,075
Pasivo	345,679	339,177	532,063
Activo Corriente	145,344	119,942	94,086
Deudores	41,117	38,445	34,430
Efectivo	87,279	63,972	39,946
Activo Total	981,155	946,321	886,490
Activo no Corriente	835,811	826,379	792,404
EBITDA	66,435	31,619	57,728
Resultado de explotación	47,490	14,250	41,119
Gastos financieros (INT)	9,429	22,489	39,441
BAT	38,061	-8,239	1,678
BAIT (BAT+INT)	47,490	14,250	41,119
Ratios d'Estructura Financiera			
Pasivo financiero / Patrimonio neto	0.31	0.32	0.82
Pasivo / (Pasivo + PN)	35.2%	35.8%	60.0%
Pasivo financiero / (Pasivo financiero + PN)	23.7%	24.5%	45.1%
Calidad de la deuda (Passiu corrent/Passiu total)	16.0%	16.0%	11.1%
Calidad de la deuda financiera	0.5%	0.5%	1.7%
Ratios Solvencia i Liquididad			
Liquididad (AC/PC)	2.62	2.21	1.59
Tresorería (Deudores + Efectivo) / PC	2.32	1.89	1.26
Disponible (Efectivo / PC)	1.57	1.18	0.68
Solvencia (AT / Pasivo Total)	2.84	2.79	1.67
Autofinanciamiento (PN / Activo Total)	0.65	0.64	0.40
Cobertura activo no corriente (PN + PnC) / AnC	1.11	1.08	1.04
Ratios Flujos de Efectivo			
Cobertura prestamos (Deuda financiera / EBITDA)	2.97	6.22	5.04
Cobertura intereses (BAIT / INT)	5.04	0.63	1.04
Cobertura total (EBITDA / INT + Deuda financiera a corto)	6.44	1.35	1.30

Telepizza Ratios endeudamiento y liquidez	2015	2016	2017
Pasivo / (Pasivo + PN)	60.0%	35.8%	35.2%

Calidad de la deuda (Pasivo corriente /Pasivo total)	11.1%	16.0%	16.0%
Liquidez (AC/PC)	1.59	2.21	2.62
Solvencia (AT / Pasivo Total)	1.67	2.79	2.84
Cobertura prestamos (Deuda financiera / EBITDA)	5.04	6.22	2.97

Telepizza (miles de €)	2017	2016	2015
Media activo total	963,738	916,406	
Media pasivo	342,428	435,620	
Media Pasivo Financiero (MF)	197,081	243,870	
Media PN (RP)	621,148	480,701	
Media recursos con coste	818,229	724,571	
Vendas (ingresos explotación)	361,003	339,587	328,899
Resultado financiero INT	9,429	22,489	39,441
BN	31,682	10,736	-1,110
BAT	38,061	-8,239	1,678
BAIT (BAT+INT)	47,490	14,250	41,119
Gastos fijos de explotación	213,516	236,703	196,511
ROE=magen·rotación·palanca			
ROE (BN/PN)	5.10%	2.23%	
Margen neto (ROS)	8.78%	3.16%	-0.34%
Vendas / activo	0.37	0.37	
Activo / PN	1.55	1.91	
ROE (comprobación)	5.10%	2.23%	
Apalancamiento financiero			
R. financiera antes de impuestos, r_F	6.13%	-1.71%	
Ratio apalancamiento, PF/RP	0.32	0.51	
Rendibilidad económica, r_A	5.80%	1.97%	
Coste de la deuda, i	4.78%	9.22%	
Efecto palanca bruto, r _A -i	1.02%	-7.26%	
Efecto palanca neto, (r_A-i)·PF/RP	0.32%	-3.68%	
Rendibilidad financiera, r _F	6.13%	-1.71%	
Grados de apalancamiento			
Grados de apalancamiento total, GAT	6.86	-30.46	141.62
GAO	5.50	17.61	5.78
GAF	1.25	-1.73	24.50
GAT=GAO·GAT	6.86	-30.46	141.62

Telepizza Ratios rentabilidad y palanca
ROE (BN/PN)
Margen neto (ROS)

R. financiera antes de impuestos, r_F

Rendibilidad económica, r_A

Efecto palanca neto, $(r_A - i) \cdot PF/RP$

2015 - 2016	2016 - 2017
2.23%	5.10%
3.16%	8.78%

-1.71%	6.13%
1.97%	5.80%
-3.68%	0.32%