



facultad de
economía
y **empresa**



VNiVERSiDAD
DSALAMANCA

CAMPUS DE EXCELENCIA INTERNACIONAL

ANÁLISIS INTEGRAL

DE

NBI BEARINGS EUROPE, S.A.

TRABAJO DE FIN DE GRADO

GRADO EN ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE EMPRESAS

CURSO 2020 / 2021

Realizado por: Rubén González Fernández

Tutelado por: Isabel Suárez González e Ignacio Requejo Puerto

En Salamanca, julio de 2021

ANÁLISIS INTEGRAL
DE
NBI BEARINGS EUROPE, S.A.
(Integral Analysis of NBI Bearings Europe, S.A.)

Trabajo Fin de Grado

Salamanca, 12 de julio de 2021

Dra. Dña. Isabel Suárez González

(Tutor)

Rubén González Fernández

(Autor)

Dr. D. Ignacio Requejo Puerto

(Cotutor)

RESUMEN

NBI Bearings Europe es un grupo empresarial dedicado al diseño, fabricación y comercialización de rodamientos. Comenzó siendo una pequeña empresa vasca y se está convirtiendo en un grupo empresarial fuertemente internacionalizado.

A los pocos años de su creación, se integró verticalmente hacia adelante, cambiando de estrategia. A largo de su historia ha crecido inorgánicamente por medio de adquisiciones, lo cual le ha permitido integrarse verticalmente hacia atrás. Estas adquisiciones también le han ayudado a internacionalizarse. El crecimiento externo se ha complementado con crecimiento orgánico. Todo esto ha contribuido a crear un grupo más diversificado y con un menor riesgo. En la última década y, sobre todo, desde su salida al BME Growth, ha realizado fuertes inversiones para crecer orgánicamente en el futuro. Estas inversiones harán crecer enormemente las ventas y mejorar sustancialmente la posición competitiva y financiera de la empresa.

Teniendo en cuenta estas fuertes y recientes inversiones, más las presupuestadas para los próximos años, se ha realizado una valoración del grupo NBI. Para ello, se ha usado el método de descuento de flujos de caja, el cual se ha complementado con el cálculo de la TIR. Tras obtener la valoración del grupo NBI, se ha llegado a la conclusión de que éste cotiza por debajo de su valor razonable estimado y presenta una buena oportunidad de inversión porque tiene una rentabilidad esperada positiva y una TIR por encima del CCMP.

PALABRAS CLAVE

NBI Bearings Europe, BME Growth, flujos de caja, CCMP, ventajas competitivas, sinergias, crecimiento inorgánico, internacionalización, Ansoff, rodamientos, industrial, Oquendo, Turnatorie

ABSTRACT

NBI Bearings Europe is a business group dedicated to the design, manufacturing and commercialization of bearings. It started as a small Basque company and is becoming a strongly internationalized business group.

ABSTRACT

Within a few years of its creation, it was vertically integrated forward, changing its strategy. Throughout its history, it has grown inorganically through acquisitions, which has allowed it to integrate vertically backwards. These acquisitions have also helped it go international. External growth has been complemented by organic growth. All of this has contributed to creating a more diversified group with lower risk. In the last decade, and especially since the IPO in the BME Growth, it has invested heavily to grow organically in the future. These investments will greatly increase sales and substantially improve the company's financial position.

Taking into account these strong and recent investments, plus those budgeted for the next few years, an assessment of the NBI group has been carried out. For this, the cash flow discount method has been used, which has been complemented with the calculation of the IRR. After obtaining the valuation of the NBI group, it has been concluded that it is trading below its estimated fair value and presents a good investment opportunity because it has a positive expected return and an IRR above the WACC.

KEY WORDS

NBI Bearings Europe, BME Growth, cash flows, WACC, competitive advantages, synergies, inorganic growth, internationalization, Ansoff, bearings, industrial, Oquendo, Turnatorie.

ÍNDICE DE CONTENIDOS

1. INTRODUCCIÓN.....	1
2. LA COMPAÑÍA	2
3. HISTORIA DE CRECIMIENTO.....	3
3.1. Los orígenes: 2002-2005	5
3.2. Nueva estrategia corporativa: 2006-2014	6
3.3. Aceleración del crecimiento: 2015-2018	8
3.4. Las bases para un salto de escala: 2019-2020.....	11
4. INTERNACIONALIZACIÓN	13
5. UNIDADES DE NEGOCIO	14
6. CRECIMIENTO.....	16
6.1. Crecimiento inorgánico.....	17
6.1.1. Egikor, S.A., Industrias Betico, S.A. y Talleres Ermua, S.L.....	17
6.1.2. Aida Ingeniería, S.L.....	18
6.1.3. Industrias Metalúrgicas Galindo, S.L.....	18
6.1.4. FKL India Private LTD.	18
6.1.5. Turnatorie Ibérica, SLR. y Alprom Fundicion De Aluminio SL.....	19
7. SINERGIAS	20
7.1. Sinergias comerciales	20
7.2. Sinergias productivas	22
7.3. Sinergias financieras	23
7.4. Sinergias directivas	24
8. VENTAJAS COMPETITIVAS	25
9. MERCADO Y COMPETENCIA.....	27
9.1. Mercado	27
9.2. Competencia	29
10. VALORACIÓN DEL NEGOCIO.....	31

ÍNDICE

10.1.	Cálculo de la tasa de descuento (WACC)	31
10.2.	Estimación de los flujos de caja futuros de NBI Bearings Europe	33
11.	CONCLUSIÓN	38
12.	BIBLIOGRAFÍA.....	41
	ANEXO II: CADENA DE VALOR DE NBI BEARINGS EUROPE, S.A.....	49
	ANEXO III: EL PROYECTO DE OQUENDO.....	51
	ANEXO IV: PLAN DE CRECIMIENTO POR DIVISIÓN.	55
	ANEXO VI: CRECIMIENTO DEL SECTOR DE RODAMIENTOS POR ÁREA GEOGRÁFICA Y SEGMENTO.....	61
	ANEXO VII: VENTAS ESTIMADAS DESGLOSADAS POR UNIDAD DE NEGOCIO O FILIAL – ESCENARIO BASE.....	67
	ANEXO VIII: ESCENARIO OPTIMISTA	69
	ANEXO IX: ESCENARIO PESIMISTA.....	71

ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 3.1.	<i>Matriz de Ansoff</i>	4
Cuadro 3.2.	<i>Métodos y direcciones de desarrollo</i>	5
Cuadro 4.1.	<i>Proceso de internacionalización</i>	14
Cuadro 5.1.	<i>Composición de la cartera de negocio de NBI</i>	15
Cuadro 6.1.	<i>Principales hitos en el crecimiento inorgánico</i>	17

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 3.1.	<i>Sistema tradicional de aprovisionamiento</i>	9
Figura 3.2.	<i>Sistema de aprovisionamiento por niveles (tier)</i>	9
Figura 9.1.	<i>División del sector de rodamientos</i>	29
Figura 10.1.	<i>Cálculo del FCL</i>	33

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 5.1. <i>Ingresos por UEN</i>	16
Gráfico 5.2. <i>EBITDA y EBT por UEN</i>	16

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 2.1. <i>Accionariado NBI Bearings Europe, S.A.</i>	2
Tabla 6.1. <i>Precios y múltiplos de las adquisiciones realizadas</i>	17
Tabla 9.1. <i>Comparación de NBI frente a los grandes competidores del sector</i>	30
Tabla 10.1. <i>Ventas totales estimadas por año en millones de euros.</i>	35
Tabla 10.2. <i>Datos de NBI durante los últimos 4 años.</i>	35
Tabla 10.3. <i>Flujos de caja libre estimados.</i>	36
Tabla 10.4. <i>Valoraciones y TIR en 3 escenarios diferentes.</i>	37

1. INTRODUCCIÓN

El objetivo general del Trabajo de Fin de Grado es realizar un análisis estratégico en profundidad del grupo NBI Bearings Europe, S.A. Por un lado, se estudiarán las estrategias de crecimiento seguidas por esta empresa y sus planes a futuro. Se describirá y analizará su transformación desde su origen como una pequeña empresa vasca a lo que es hoy, un grupo diversificado y fuertemente internacionalizado. Por otro lado, se aportará una valoración del grupo empresarial a partir de la información financiera disponible y de sus perspectivas de crecimiento en el futuro. Además, para lograr este objetivo general se analizará y recalcará, en especial, la fuerte interrelación existente entre las decisiones financieras y las de crecimiento. Es decir, cómo la estructura financiera y de propiedad del grupo preparó y permitió su desarrollo. Incluso, cómo ese crecimiento y expansión a nuevos mercados y productos posibilitó a su vez algunos hitos en la historia de la empresa como su salida a cotización en el BME Growth¹.

La mayoría de la literatura dedicada al análisis estratégico-financiero está enfocada en grandes y conocidas empresas, como, por ejemplo, Inditex. Sin embargo, hay muy pocas publicaciones orientadas a pymes. En el presente trabajo, se pretende analizar una compañía con un perfil diferente al habitual. Se ha seleccionado este grupo empresarial porque, pese a ser pequeño, presenta unos aspectos muy interesantes. Como, por ejemplo, su fuerte internacionalización, su potencial de crecimiento o el sector altamente fragmentado en el que opera.

A lo largo del trabajo se estudiarán aspectos como la historia de la empresa, el sector, la estrategia de crecimiento y el proceso de internacionalización. También se analizarán otros temas como, las unidades de negocio de la compañía, las sinergias y sus ventajas competitivas. Se terminará con una valoración financiera con el objetivo de efectuar un análisis integral de la compañía.

En su trayectoria, la empresa ha demostrado una elevada capacidad de asignación de capital, la cual combina crecimiento orgánico e inorgánico. Gracias a eso y a su decisión valerosa de cambiar de estrategia corporativa, NBI se ha convertido en una empresa con un alto potencial de expansión que cotiza a un precio muy atractivo.

¹ Mercado alternativo bursátil español donde cotizan empresas de reducido tamaño y en expansión. El BME Growth es el antiguo MAB (Mercado Alternativo Bursátil). El MAB nació en 2009 y, a finales de 2020, cambió su nombre al actual “BME Growth”.

LA COMPAÑÍA

La metodología escogida para la realización del trabajo se basa en el tratamiento de la información procedente de diferentes fuentes. Principalmente se ha utilizado la información ofrecida por la propia empresa a través de su web corporativa y la web de BME. Esto se complementará con otras fuentes internas, como entrevistas a sus directivos o notas de prensa. También, se contrastará esta información con fuentes externas, como libros, artículos e informes especializados sobre la empresa y el sector.

El acceso a la información se ha visto facilitada por la gran transparencia de NBI. La sociedad aporta documentación de gestión y financiera al BME Growth por encima de la estrictamente requerida.

El trabajo se desarrollará mediante las nociones y técnicas adquiridas durante el Grado en Administración y Dirección de Empresas. Se aplicarán conocimientos multidisciplinares, abarcando varias asignaturas del grado.

2. LA COMPAÑÍA

NBI se crea en 2002 aunque hasta el 2009 no obtiene la denominación social actual (NBI Bearings Europe, S.A.). NBI es un grupo empresarial, con sede en Álava y que cotiza desde el 2015 en el BME Growth (antiguo MAB). Según ha transmitido NBI al mercado, sus principales accionistas son:

Tabla 2.1. *Accionariado NBI Bearings Europe, S.A.*

ACCIONISTA	PARTICIPACIÓN	DESCRIPCIÓN
Roberto Martínez	42,78%	Presidente y cofundador de NBI
Antonio Gonzalo Bote	16,86%	Director comercial y cofundador de NBI
Global Portfolio Investments S.L.	8,00%	Holding de la familia Domínguez (moda Mayoral)
Santander Small Caps España	7,11%	Fondo de inversión del Banco Santander.
Free float	25,25%	Acciones cotizadas libremente en bolsa

Fuente: elaboración propia basada en NBI (2021d).

NBI es una empresa integrada verticalmente que se dedica “al diseño, fabricación y comercialización de rodamientos de precisión y productos de alto valor técnico añadido, dirigido principalmente a sectores industriales” (NBI Bearings, 2018d, p. 3). Un rodamiento es un elemento mecánico que va integrado en cualquier pieza que gira. Sirve para reducir la fricción y facilitar el funcionamiento de los elementos en los que va incorporado. Es un componente clave. Si un rodamiento falla, supone la paralización de

la máquina en la que va integrado. Por ello, es necesario que tengan una alta precisión y calidad. Existen diferentes tipologías y diámetros de rodamientos (ver Anexo I).

Para controlar la calidad en la producción de rodamientos, NBI está integrada verticalmente hacia atrás, incluyendo las fases previas al montaje del rodamiento. En el Anexo II, se muestran las etapas que hay que realizar para fabricar un rodamiento, es decir, su cadena de valor.

También está integrada verticalmente hacia adelante, ya que vende directamente a clientes industriales y OEM², que son los consumidores finales de rodamientos. Los principales sectores de NBI son: elevación, transmisiones agrícolas, reductores y compresores, Oil-Gas, ferrocarril, eólica, ascensores, papel y minería (NBI Bearings, 2018d, p.6). La cifra de negocios en 2020 fue ligeramente inferior a los 24 millones de euros y posee una capitalización bursátil que ronda los 50 millones. A cierre del ejercicio 2020 contaba con 348 trabajadores frente a los 117 de media que tuvo en 2019 (NBI Bearings, 2021c). Como veremos más adelante, el mercado de rodamientos es un mercado muy grande y con buenas perspectivas de crecimiento, el cual está concentrado en seis multinacionales. Pese a ello, existe una gran fragmentación entre muchas compañías con reducidas cuotas de mercado. En esta última agrupación se encuentra NBI Bearings Europe.

NBI vende, su propia marca (NBI), a través de las once empresas que forman el grupo: NBI Bearings Europe, S.A.; NBI Bearings Romania, SRL.; NBI India, LTD.; NBI Bearings do Brazil, LTDA.; Aida Ingeniería, S.L.; Egikor, S.A.U.; Turnatorie Ibérica S.R.L.; Alprom Fundicion de Aluminio, S.L.; Talleres Ermua, S.L.U., Industrias Betico, S.A.U. e Industrias Metalúrgicas Galindo, S.L.

3. HISTORIA DE CRECIMIENTO

En este apartado, se explicarán las diferentes fases por las que ha pasado la compañía a lo largo de su historia. Se detallarán y analizarán los hitos más relevantes en cada periodo. Para ello, se utilizará la matriz de Ansoff (1957) para identificar las direcciones de desarrollo adoptadas por la compañía.

² OEM: Original Equipment Manufacturer (Fabricantes de equipos originales). Consiste en vender componentes que se utilizan en piezas originales de otras empresas.

Cuadro 3.1. *Matriz de Ansoff*

		PRODUCTOS	
		ACTUALES	NUEVOS
MERCADOS	ACTUALES	Consolidación, penetración	Desarrollo del producto
	NUEVOS	Desarrollo del mercado	Diversificación

Fuente: Guerras y Navas (2015) a partir de Ansoff (1957)

En función del grado de novedad que haya, tanto en el mercado como en el producto, Ansoff (1957) distingue entre cuatro estrategias: penetración, desarrollo de producto, desarrollo del mercado y diversificación. Las direcciones de desarrollo coloreadas en verde suponen estrategias de expansión. Por su parte, la estrategia de diversificación engloba las estrategias de integración vertical y las de diversificación relacionada y no relacionada.

En el trabajo, también se identificará el método de crecimiento (orgánico o inorgánico). El crecimiento orgánico es aquel que se hace internamente mediante nuevas inversiones dentro de la propia empresa. Este método de crecimiento aumenta la capacidad productiva del sector. Puede conllevar a un exceso de oferta. Por el contrario, el crecimiento inorgánico es el crecimiento externo, el cual se lleva a cabo mediante fusiones, adquisiciones o alianzas con terceros. Este método no aumenta la capacidad productiva del sector y ayuda a la consolidación sectorial.

A lo largo de la historia de NBI, se han identificado cuatro etapas, las cuales se resumen en el cuadro 3.2. con las direcciones y métodos de desarrollo más característicos de cada fase.

Cuadro 3.2. Métodos y direcciones de desarrollo

AÑO	DIRECCIÓN DE DESARROLLO	MÉTODO DE DESARROLLO	EXPLICACIÓN
2002			Creación de la empresa. Comercialización.
2006	Diversificación: integración vertical hacia atrás y desarrollo del mercado	Crecimiento externo	Empieza a producir rodamiento en China con la cooperación de un socio local. Cronos.
2006	Diversificación: integración vertical hacia adelante y desarrollo del mercado	Crecimiento interno	NBI se encargó de la comercialización por Europa de los productos fabricados por Cronos. Empezó a vender al cliente final. Acuerdos con Cronos para el suministro de productos.
2014	Reestructuración corporativa y posterior acuerdo estratégico con Cronos	-	Desinversión en Cronos. Estrategia en solitario. Dejan de fabricar.
2015	Penetración / Desarrollo del producto	Crecimiento interno	Inicio de la construcción de la fábrica en Oquendo (España). Salida al MAB (BME Growth).
2016	Desarrollo del producto	Crecimiento interno	Creación de NBI Bearings Romania, S.R.L. Centro de excelencia tecnológica (ingeniería de aplicaciones).
2016	Integración vertical hacia atrás y diversificación a los negocios de transformación metálica y mecanizado	Crecimiento externo	Adquisición del 100% de Egikor, S.A., Industrias Betico, S.A. y Talleres Ermua, S.L. Se crea la nueva división industrial.
2018	Diversificación: integración vertical hacia atrás (calderería)	Crecimiento externo	Adquisición del 75% de Aida Ingeniería, S.L.
2019	Penetración en el mercado brasileño y desarrollo del mercado (MRO)	Crecimiento interno	Creación de Brasil NBI Do Brasil Rolamentos EIRELI. Prueba piloto con clientes MRO.
2020	Desarrollo del mercado (sector aeronáutico)	Crecimiento externo	Adquisición de Industrias Metalúrgicas Galindo, S.L.
2020	Desarrollo del producto	Crecimiento externo	Adquisición del 51% de FKL India Private Ltd
2020	Diversificación y penetración	Crecimiento externo	Adquisición del 100% Turnatorie Ibérica, SLR y del 51,35% de Alprom Fundicion De Aluminio SL.
Leyenda: color amarillo (primera etapa), azul (segunda etapa), verde (tercera etapa), marrón (cuarta etapa).			

Fuente: Elaboración propia a partir de NBI Bearings (2015-2021).

A continuación, se desarrolla cada etapa.

3.1. Los orígenes: 2002-2005

La sociedad se creó el 13 de junio de 2002 con el nombre de “Raco Trading, S.A.”.

Se constituyó en sus inicios como un distribuidor multimarca y multi-producto. Vendía principalmente correas, cadenas y rodamientos. Estos productos los distribuía a

HISTORIA DE CRECIMIENTO

minoristas (cliente final) y a mayoristas (distribuidores). Además, se comercializaban mediante primeras marcas y marca propia.

Gran parte de las ventas se realizaban a otros distribuidores. Los márgenes eran elevados, pero se perdía el contacto directo con el consumidor final. Esto presentaba un gran problema: dificultaba la adaptación a los cambios del mercado.

La compañía debía buscar una nueva estrategia si no quería verse superada por la competencia y la evolución del sector. Como solución al problema, y de forma acertada, la empresa da un giro a su estrategia y comienza una nueva etapa en su historia.

3.2. Nueva estrategia corporativa: 2006-2014

La nueva estrategia se inicia en 2006. Dejan de ser un distribuidor multimarca para centrar los esfuerzos en la marca propia y en los rodamientos. Lo más destacado de esta estrategia es que se convierte en una empresa industrial. Es decir, además de la comercialización, también se dedica a la fabricación de rodamientos.

Como consecuencia, este mismo año se integra verticalmente hacia atrás con la creación de una Joint Venture en China. Se constituye la sociedad Changzhou Cronos Special Bearing Manufacture Co. Ltd. (Cronos). La fábrica se ubica en China por:

- Rapidez y reducida burocracia. La empresa produjo sus primeras piezas a principios de 2007, pasados tan solo unos 8 meses desde la creación de la sociedad. Además, tres años después de su constitución, se construyeron unas nuevas instalaciones pasando de los 3.500 m² iniciales en 2007 a los 25.000 m² en 2009 / 2010.
- Bajo coste laboral y productivo. La mano de obra china es muy barata en comparación con otros países.
- Mercado muy grande y con alto incremento del PIB. La expansión del sector de rodamientos está muy vinculado al crecimiento del PIB de un país.
- Experiencia. El presidente de NBI, Roberto Martínez, vivió varios años en China.
- Cooperación con un socio local que aporta conocimiento y capital para acelerar y consolidar el crecimiento de la empresa.

Los rodamientos eran diseñados en Álava por NBI y fabricados en China por Cronos. Cronos se encargó del torneado, el tratado térmico, el rectificado, el acabado y el

montaje. El resto de los procesos que constituyen la cadena de valor se externalizan a otras empresas ajenas al grupo. Cronos se encargaría de la producción y comercialización en China mientras que NBI comercializaría los rodamientos en Europa bajo su marca NBI. Este hito fue muy importante para NBI. Además de la integración vertical hacia atrás, la compañía se internacionalizó y empezó a desarrollar diferentes mercados.

Este mismo año, con el foco puesto en conocer la evolución y las necesidades del mercado, NBI se integra también verticalmente hacia adelante y pasa a vender al cliente final. De esta manera, empieza a conocer las tendencias del mercado, pudiéndose adaptar a ellas. Se consigue crear una empresa mucho más flexible.

Durante el 2011 y 2012, Cronos se ve en la necesidad de realizar un aumento de capital para continuar con la expansión de la compañía. NBI no acude a la ampliación, de tal manera que su participación se ve diluida hasta el 30% desde un 50% inicial.

NBI toma esta decisión porque su negocio europeo atravesaba una delicada situación debido a la gran crisis financiera del 2008. NBI prefirió centrar sus recursos financieros en reestructurar su negocio de comercialización en Europa. Roberto Martínez volvió de China a España para tomar el control de la compañía y reorganizarla. Supuso un recorte significativo de sueldos, personal y otros gastos. Se consiguió revertir la situación y se obtuvieron 30 meses consecutivos de incrementos de ventas. Esto fue una muestra de lo gran dependiente que era NBI de su fundador (Iceberg de Valor, 2018).

En 2014, NBI se desprende del 30% de Cronos y diseña un plan estratégico en solitario con fabricación propia en España. La venta se realizó por 5,63 millones de euros, obteniendo una plusvalía de 1,7 millones. La compra de la participación de Cronos la ejecutó otra sociedad de Roberto Martínez independiente a NBI. De esta manera, ambas compañías seguirían colaborando y Cronos se mantendría como el principal proveedor de NBI. Incluso existe alineación de intereses, ya que Roberto Martínez es accionista de ambas compañías (NBI Bearings Europe & GVC Gaesco Valores, 2015, p. 12).

En resumen, es una etapa donde se comienza con la integración vertical y la internacionalización. También se da un giro a la estrategia corporativa y se deja de ser un distribuidor para convertirse en un fabricante industrial. A partir de ahora, centrarán los esfuerzos en los rodamientos y en su marca propia, NBI.

3.3. Aceleración del crecimiento: 2015-2018

En 2014 se diseña un nuevo plan estratégico que contempla la producción en solitario y en España. Este proyecto abre la puerta a una nueva etapa que se iniciará en el año 2015 y se caracterizará por una aceleración del crecimiento.

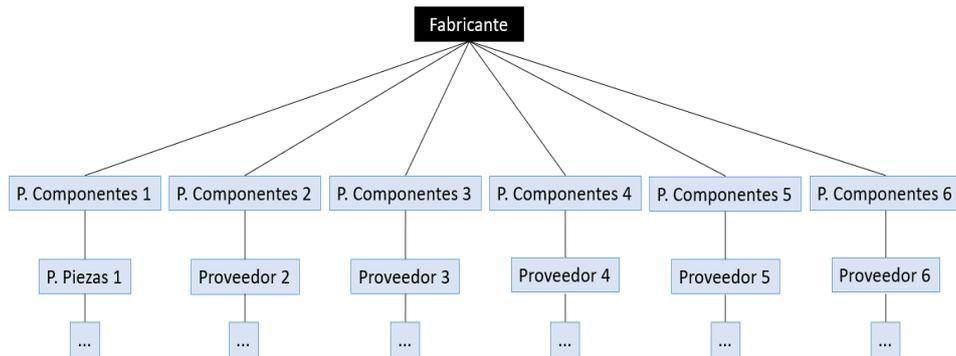
Pese a que la nueva estrategia se enfoca en una andadura en solitario, realmente no es así. NBI tiene una estrecha colaboración con Cronos. Cronos juega un papel fundamental en la estrategia de NBI como proveedor clave. No obstante, NBI compatibilizará la producción propia y el suministro de terceros. De esta manera, tendrá una mayor capacidad productiva y, sobre todo, dispondrá de una amplia gama de bienes complementarios.

NBI empezará a producir en España tipologías de rodamientos complementarios a los de Cronos. De esta forma, ambas empresas pueden ofrecer un catálogo de productos muy variado en sus respectivos mercados. Como consecuencia, las dos sociedades se convertirán en proveedores tier 2.

El sector de automoción inicio la tendencia de clasificar a los proveedores por niveles: tier 1, tier 2 y tier 3. El tier 2 es el proveedor consolidador que vende al fabricante final o tier 1. Suministra a estos una parte significativa y separable del producto final. Con este sistema, los clientes no tienen que buscar a muchos proveedores, sino que es suficiente con unos pocos. El tier 2 suministra varios productos y servicios a la vez. Esto permitirá reducir los costes de transacción a los clientes. Como resultado, NBI se convertirá en un proveedor clave para sus clientes, ya que les proporciona gran parte de sus inputs. NBI gana *power pricing* o poder de negociación frente a ellos.

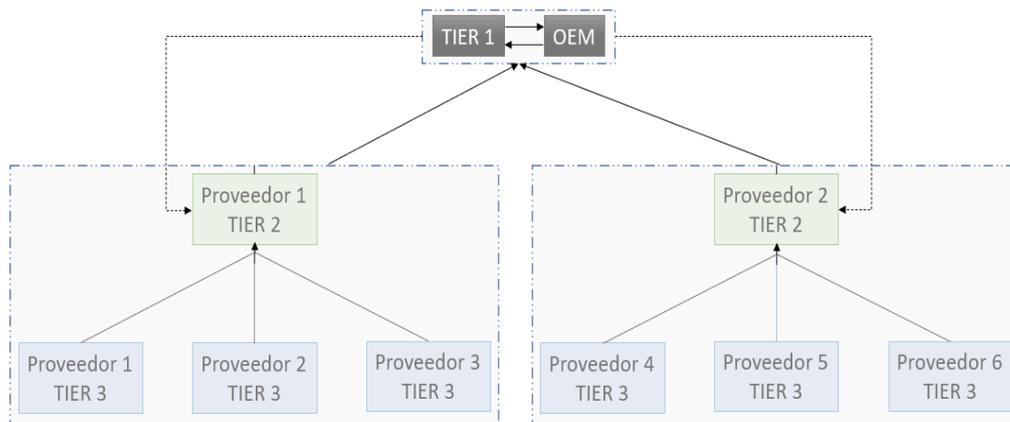
Como vemos en la figura 3.1., la gran ventaja de este nuevo sistema es que el tier 2 coopera con el fabricante o tier 1. De esta manera, se puede ofrecer un producto mucho más personalizado y adaptado a las necesidades de cada cliente. Además, simplifica la cadena de suministro del fabricante, reduciéndose así los costes de transacción. A su vez, el tier 2 se coordina con sus proveedores (tier 3) para poder conseguir los estándares exigidos por el tier 1. En cambio, en el sistema tradicional la cooperación era casi nula, lo que hacía que el producto no fuera tan personalizado.

Figura 3.1. Sistema tradicional de aprovisionamiento



Fuente: elaboración propia.

Figura 3.2. Sistema de aprovisionamiento por niveles (tier).



Fuente: elaboración propia.

En 2015, con la salida a bolsa, la empresa recaudó 5 millones de euros que servirían para financiar el crecimiento futuro de la compañía (NBI Bearings Europe & GVC Gaesco Valores, 2015, p.60).

A finales de este año y principios del 2016 se constituyó una sociedad en Rumanía (NBI Bearings Romania, S.R.L.). El fin era abrir un centro de excelencia tecnológica que estaría formado por 5 ingenieros y un director. Este último cuenta con más de 18 años de experiencia y se fichó de un competidor con alta reputación (NBI Bearings Europe, 2016b). El objetivo es utilizar la ingeniería de aplicaciones³ para captar clientes.

La ingeniería de aplicaciones es un elemento clave y diferenciador, que permite a NBI adquirir una alta capacidad de asesoramiento técnico. Esto le faculta para colaborar con

³ La ingeniería de aplicaciones consiste en la creación de software para que los ingenieros y diseñadores la utilicen para hacer simulaciones durante el diseño de los productos. También ofrece soporte operacional y de mantenimiento.

HISTORIA DE CRECIMIENTO

sus clientes en el diseño y en la fabricación de las nuevas piezas que estos lancen al mercado. En este caso, se está llevando a cabo una estrategia de desarrollo del producto y del mercado porque se comercializa un nuevo servicio (ingeniería de aplicaciones) en un mercado actual (Europa).

En 2016, se vuelve a integrar verticalmente hacia atrás mediante la adquisición del 100% del capital de las sociedades Egikor, S.A., Industrias Betico, S.A. y Talleres Ermua, S.L., todas ellas situadas en Vizcaya y Guipúzcoa. Forman parte de un mismo grupo empresarial y se dedican a la estampación, decoletaje y mecanización. Estos procesos son clave en la fabricación de rodamientos (NBI Bearings Europe, 2016c). Esta adquisición también supone una diversificación hacia los negocios de mecanizado y transformación metálica. Este hito marca el inicio de la división industrial.

La decisión de crecimiento inorgánico forma parte de la estrategia de diversificación e integración vertical hacia atrás. La integración viene motivada por:

- Bajada de las ventas de rodamientos en los sectores estratégicos. Fuerte competencia que presiona los precios a la baja. Necesidad de diversificarse.
- Control de la calidad de los productos.
- Coste muy elevado de la externalización. Algunos procesos no se pueden externalizar al ser tiradas pequeñas. Incluso cuando se puede, es muy caro y poco rentable. Por lo tanto, existe la necesidad de internalizar estos procesos.
- Personal muy cualificado que ayudará a integrar verticalmente a NBI.
- Obtención de sinergias.

Para finalizar esta etapa, NBI Bearings Europe (2018a) comunica la compra del 75% de Aida Ingeniería, S.L. en 2018. Aida es una sociedad, sita en Vizcaya que se dedica a la calderería. También ofrece servicios de ingeniería mediante la empresa Ilbete, S.L.

Esta decisión se enmarca dentro de la estrategia de diversificación. Los procesos de calderería son necesarios en la actividad de estampación. Hasta ahora, se externalizaban a terceros, por lo tanto, supone una integración vertical hacia atrás. Esta adquisición también encaja dentro de los esfuerzos por reforzar el área de ingeniería y de diseño.

Ese mismo año, NBI (2018c) pretendió adquirir a Taygan Metal Press, S.R.L., pero cuando se iba a efectuar la firma, la compañía quiso renegociar unas cláusulas y NBI

(2018e) automáticamente rompió las negociaciones. Taygan está situada en Rumanía, un mercado clave y estratégico para NBI. Además, reforzaría la parte industrial. Sus principales clientes pertenecen al sector de automoción. Pese a tener un elevado carácter estratégico para NBI, las negociaciones se rompieron. Esto es una muestra de lo exigente que es NBI con sus adquisiciones y que no pretende crecer por crecer.

Como vemos, durante esta fase se alternan y compatibilizan las estrategias de crecimiento interno y externo, tendencia que continuará en el futuro. Esta etapa ha estado caracterizada por un proceso de integración vertical hacia atrás y una fuerte internacionalización.

3.4. Las bases para un salto de escala: 2019-2020.

El nuevo periodo se inicia con el plan estratégico 50/22 y finaliza en la actualidad.

Durante esta fase quedó operativa la fábrica construida en Oquendo, Álava. Se espera que este hito se note en las cuentas anuales durante los próximos años. La construcción de la fábrica en Oquendo implica crecimiento interno y responde a una estrategia de desarrollo del producto. Oquendo permitirá la fabricación de rodamientos complementarios a los que ya produce Cronos. NBI empezará a fabricar rodamientos SRB, TRB y CRB (ver Anexo I). Con estas nuevas variedades de rodamientos se puede aspirar a conseguir nuevos clientes y penetrar en los ya existentes⁴.

A finales del 2019 y principios del 2020 se crea una filial de ventas en Brasil (Brasil NBI Do Brasil Rolamentos EIRELI). Hasta ahora este mercado se abordaba desde España. Una vez introducida y establecida la marca NBI en esta área, se decide penetrar el mercado creando una filial de ventas allí. En principio, solo se establecerán comerciales para afrontar el mercado OEM e iniciar una prueba piloto para embarcarse en el mercado MRO⁵. Conforme vayan creciendo las ventas, se dotará a la filial de inventario físico para acortar los plazos de entrega y mejorar el servicio (NBI Bearings Europe, 2020c). Es de esperar que, si tuviera éxito NBI en este mercado, construirá una planta productiva para suministrar a todo Latinoamérica. Esta decisión constituye una estrategia de penetración del mercado brasileño y una estrategia de desarrollo del

⁴ Para obtener más información sobre el proyecto de Oquendo ver el Anexo III.

⁵ MRO: Mantenimiento, Reparación y Operaciones. Estos componentes no van en el equipo original, sino que se suministran como componentes de repuesto en el mantenimiento de otras piezas.

HISTORIA DE CRECIMIENTO

producto (MRO). Durante esta etapa también se desarrolla el mercado rumano mediante la creación de una oficina comercial.

Nada más comenzar el 2020 se anuncia la adquisición del 91,2% de Industrias Metalúrgicas Galindo, S.L. Galindo es una empresa situada en Vizcaya que se dedica al suministro de utillajes y soluciones dirigidas principalmente al sector aeronáutico (NBI Bearings Europe, 2020a). NBI continúa desarrollando el mercado mediante crecimiento externo. En este caso, se enfoca en un nuevo segmento de clientes, el sector aeronáutico.

Pocos meses después se adquiere el 51% de FKL India Private Ltd. FKL es una empresa india que se dedica a la fabricación y comercialización de rodamientos. Tras la adquisición se ha elaborado un plan conjunto para invertir 9 millones de euros (4,5 NBI) desde la fecha del contrato hasta 2023 (NBI Bearings Europe, 2020b). Por lo tanto, NBI realiza una IDE⁶. Este nuevo plan planea construir tres líneas de producción que produzcan rodamientos diferentes y complementarios a los ya existentes. Estamos ante un caso de desarrollo del producto. Con esta adquisición, NBI aumenta su internacionalización y su gama de productos. Además, dispondrá de almacenes en diferentes partes del mundo, lo que le permitirá suministrar a sus clientes en plazos de tiempo muy cortos.

En el segundo semestre de 2020, se adquiere el 100% de Turnatorie Ibérica, SLR. y el 51,35% de Alprom Fundición de Aluminio SL. Ambas empresas pertenecen al mismo grupo empresarial y se dedican a la fabricación y suministro de componentes de aluminio para el sector de automoción. Tienen unas ventas conjuntas de 15 millones de euros (NBI Bearings Europe, 2020e). Turnatorie está ubicada en Rumanía, mientras que Alprom está situada en España. Utilizan principalmente la fundición, la inyección y el mecanizado. Estas empresas reforzarán la división industrial y crearán una nueva unidad de negocio (aluminio). La adquisición aporta al grupo un nuevo mercado (automoción). Este sector es poco atractivo porque es muy exigente y competitivo. Como consecuencia, tiene márgenes bajos. Además, los clientes suelen presionar muy fuerte debido a su elevado poder de negociación. No obstante, es una forma rápida y barata de crecer en el mercado rumano. NBI penetra en este mercado tras tantearlo antes por medio de una filial de ventas. También, se diversifica con nuevas tecnologías y sectores.

⁶ IDE: abreviatura de Inversión Directa en el Extranjero.

Además, realiza una inversión directa en el extranjero con crecimiento externo y en solitario.

Esta última etapa se ha caracterizado por un intenso desarrollo del mercado y de productos. Al mismo tiempo, se ha producido una fuerte internacionalización y un gran esfuerzo en crecimiento inorgánico. También se han establecido proyectos de crecimiento interno, tanto en solitario como en cooperación.

Gracias a la integración vertical hacia atrás llevada a cabo a lo largo de la historia, se pueden eliminar duplicidades, reducir costes de transacción y apropiarse de las rentas que obtenían los proveedores antes de la integración, contribuyendo a disminuir el precio del producto final. Incluso, esta integración vertical evita dañar la imagen de marca gracias a la eliminación del riesgo de desabastecimiento y al control de la calidad.

4. INTERNACIONALIZACIÓN

En este apartado, se explicará el proceso de internacionalización y la presencia internacional del grupo.

Como hemos visto a lo largo de la historia, NBI se ha ido internacionalizando. En la actualidad, es un grupo muy internacionalizado, sobre todo, en su negocio de rodamientos. El 90% de las ventas de esta división son internacionales, mientras que en la división industrial las ventas internacionales tan solo alcanzan el 10% de las ventas totales.

La mayoría de las ventas internacionales se hacen mediante exportación directa y producción en el país de origen. Las principales zonas geográficas donde vende NBI son: Alemania, Países Bajos, España, Italia y Brasil (NBI Bearings Europe, 2016b). No obstante, está experimentando un fuerte crecimiento en Asia (India), Latinoamérica (Brasil) y Rumanía. Además, tiene intención de entrar en el mercado de EE. UU. Las razones para crecer en estas zonas son explicadas con detalle en el apartado 9.1 y, sobre todo, en el Anexo VI.

Sin embargo, NBI también ha realizado inversión directa en el extranjero con plantas de fabricación en India, China y Rumanía (producción en el país de destino). Como consecuencia de la fuerte internacionalización, la cadena de valor de NBI es global. Es decir, diferentes fases de la cadena de valor se ubican en distintos países. En el Cuadro

UNIDADES DE NEGOCIO

4.1, se resume la internacionalización de NBI. En él se puede ver con rapidez cómo ha evolucionado la expansión internacional de la compañía y qué métodos de entrada ha utilizado para introducirse en cada mercado. Además, se ofrecen otros datos de interés.

Cuadro 4.1. *Proceso de internacionalización*

AÑO	MODO DE ENTRADA	IDE	COOPERACIÓN / SOLITARIO	MERCADO	PRODUCCIÓN	EXPLICACIÓN
2006	Filial Conjunta de producción y ventas	IDE	Cooperación	China	País de destino	Empieza a producir rodamiento en China con la cooperación de un socio local. Cronos.
2006	Exportación directa (comercial propio)	-	Solitario	Europa	País de origen	NBI se encargó de la comercialización por Europa de los productos fabricados por Cronos.
2016	Filial de ventas	IDE	Solitario	Rumanía	País de origen	Creación de NBI Bearings Romania, S.R.L.
2019	Filial de ventas	IDE	Solitario	Brasil	País de origen	Creación de Brasil NBI Do Brasil Rolamentos EIRELI
2020	Filial Conjunta de producción y ventas	IDE	Cooperación	India	País de destino	Adquisición del 51% de FKL India Private Ltd
2020	Filial de producción y ventas	IDE	Solitario	Rumanía	País de destino	Adquisición del 100% Turnatorie Ibérica, SLR y del 51,35% de Alprom Fundición De Aluminio SL.

Leyenda: azul (segunda etapa), verde (tercera etapa), marrón (cuarta etapa).

Fuente: Elaboración propia a partir de NBI Bearings Europe (2015 – 2021).

5. UNIDADES DE NEGOCIO

En este apartado, se analizarán las unidades de negocio que componen la cartera de NBI.

El negocio principal de NBI son los rodamientos. Debido a la integración vertical hacia atrás de los últimos años ha surgido otra división, la división industrial. Esta división incluye las unidades estratégicas de negocio (UEN) de transformación metálica, mecanizado y aluminio. Por lo tanto, posee en la actualidad cuatro unidades de negocio.

En el Cuadro 5.1, se resume la cartera de negocio de NBI aportando los datos más destacados de cada unidad estratégica.

Cuadro 5.1. Composición de la cartera de negocio de NBI

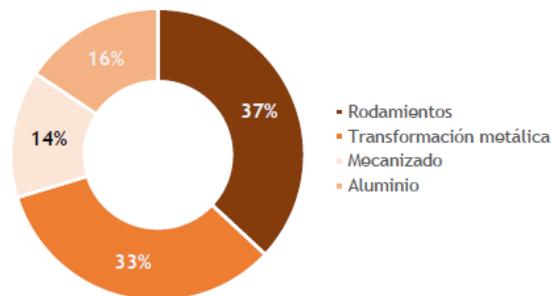
UEN	RODAMIENTOS		INDUSTRIAL	
	RODAMIENTOS	ALUMINIO	TRANSFORMACIÓN METÁLICA	MECANIZADO
Actividad	Diseño, fabricación y comercialización de rodamientos.	Fabricación de componentes de aluminio.	Diseño y fabricación de componentes y montajes de transformación metálica. Calderería.	Diseño y fabricación de utillaje y piezas para el sector aeroespacial
Empresas	*NBI Bearings Europe, S.A.; *NBI Bearings Romania, SRL.; *NBI India, LTD. y *NBI Bearings do Brazil, LTDA. (Incluye acuerdo estratégico con Cronos).	*NBI Aluminium, S.L.; *Turnatorie Ibérica S.R.L. y *Alprom Fundicion de Aluminio, S.L.	*Aida Ingeniería, S.L.; *Egikor, S.A.U.;	*Talleres Ermua, S.L.U.; *Industrias Betico, S.A.U. e *Industrias Metalúrgicas Galindo, S.L.
Tecnología	Utilización de las tecnologías de la división industrial.	Fundición, inyección y mecanizado de aluminio.	Plegado, punzonado, pintura, soldadura y estampación.	Torneado, mecanizado, rectificado y decoletaje.

Fuente: elaboración propia a partir de NBI (2021a, 2021b).

En el Gráfico 5.1, se muestra la distribución de ingresos por UEN en el cuarto trimestre de 2020. Por su parte, en el Gráfico 5.2, se muestra la aportación de cada UEN en los últimos 12 meses al EBITDA⁷ y al EBT⁸ respectivamente.

⁷ EBITDA, del inglés Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization, es decir, es el beneficio antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización, lo que comúnmente se conoce en español como “Beneficio bruto de explotación”.

⁸ EBT, del inglés, Earnings Before Taxes, es decir, el beneficio antes de impuestos, conocido en español como BAI.

Gráfico 5.1. Ingresos por UEN

Fuente: NBI (2021c).

Gráfico 5.2. EBITDA y EBT por UEN

Fuente: NBI (2021c).

Como vemos, en 2020 la UEN de rodamientos es la división principal, pero es de esperar que en 2021 adquiera gran importancia la UEN de aluminio. La UEN de rodamientos es la que mayor margen EBITDA sobre ventas tiene (25% vs 15% industrial⁹). El objetivo es reforzar la UEN de mecanizado en los próximos años. Es probable que la UEN de aluminio también tenga márgenes EBITDA sobre ventas de entorno el 25%¹⁰.

6. CRECIMIENTO

En este apartado, se estudiará el crecimiento llevado a cabo por NBI durante los últimos años.

NBI ha crecido tanto en su negocio *core* (rodamientos) como en los nuevos negocios derivados de la integración vertical hacia atrás. Para ello, ha utilizado una combinación de crecimiento interno y externo. Prestaremos especial atención al crecimiento externo, ya que es el que presenta un mayor interés estratégico.

⁹ Los márgenes indicados son los obtenidos en un escenario normalizado, que coinciden con los objetivos que tiene NBI a l/p. En 2020 el margen fue inferior al 25%, debido principalmente a gastos extraordinarios por la apertura de la oficina comercial en Brasil y las adquisiciones realizadas durante 2020.

¹⁰ Extrapolación del margen EBITDA sobre ventas que tuvo Turnatorie en 2019.

A continuación, procedemos a analizar los hitos más relevantes en el crecimiento externo.

6.1. Crecimiento inorgánico.

Hasta ahora ha sido el crecimiento más frecuente. Se espera que siga habiendo adquisiciones o fusiones en los próximos años, sobre todo en la división industrial.

Cuadro 6.1. Principales hitos en el crecimiento inorgánico

EMPRESA	AÑO
Egikor, S.A., Industrias Betico, S.A. y Talleres Ermua, S.L.	2016
Aida Ingeniería, S.L.	2018
Industrias Metalúrgicas Galindo, S.L.	2020
FKL India Private LTD.	2020
Turnatorie Ibérica, SLR. y Alprom Fundicion De Aluminio SL.	2020

Fuente: elaboración propia basada en NBI (2015-2021).

Los precios pagados por estas adquisiciones y los principales múltiplos se resumen en la Tabla 6.1.

Tabla 6.1. Precios y múltiplos de las adquisiciones realizadas

Cifras en euros y en millones.	PRECIO	DEUDA NETA ¹¹	EV ¹²	EBITDA	VTAS.	EV / EBITDA	EV / VTAS.	%
Egikor, I. Betico y T. Ermua	5,0	0,5 (caja neta)	4,5	1,4	11,3	3,2	0,4	100,0
Aida	0,7	0,5	1,4	n/a	0,9	n/a	1,5	75,0
Galindo	2,5	1,8	4,5	0,4	2,2	10,6	2,1	91,2
FKL INDIA	1,5	n/a	2,9	n/a	1,0	n/a	2,9	51,0
TURNATORI E	16,5	0,0	16,5	3,8	15,0	4,3	1,1	51,4

Fuente: elaboración propia basada en NBI (2015-2021).

6.1.1. Egikor, S.A., Industrias Betico, S.A. y Talleres Ermua, S.L

Este grupo empresarial se adquirió en 2016 para reforzar la división industrial. El precio pagado fue muy interesante. Sobre todo, teniendo en cuenta que la adquisición se abonó a crédito. Durante el 2016 se pagaron 3 millones de euros, mientras que, en el 2017 y 2018 se desembolsaron un millón de euros cada año. Esto permitirá pagar casi la mitad del precio total con los flujos de caja generados por la propia empresa adquirida.

¹¹ Deuda neta: deuda bruta menos efectivo y equivalentes.

¹² Enterprise Value (EV) es el valor de la empresa, el cual se obtiene de sumar la capitalización bursátil más la deuda de una empresa.

6.1.2. *Aida Ingeniería, S.L.*

La compra se realizó en 2018, adquiriendo el 75% del capital. El restante 25% queda en manos de un socio fundador para alinear los intereses de NBI con los directivos de esta empresa. La adquisición se paga al contado (NBI Bearings Europe, 2018a).

Como bien explica Acción Global (2018), NBI llevaba tiempo buscando una máquina que necesitaban para sus procesos productivos. Era escasa en el mercado y muy costosa, su precio era de un millón de euros. NBI adquiere a Aida, empresa que la posee. De esta forma NBI está pagando 675 mil euros por una máquina, que cuesta un millón; pero, además, adquiere una nave, un almacén, una base de clientes y un directivo con muy buenas habilidades y capacidades.

6.1.3. *Industrias Metalúrgicas Galindo, S.L.*

La compra se realiza en 2020 y se paga al contado. Los múltiplos pagados son un poco exigentes para ser una empresa muy endeudada, aunque, lo interesante es que Galindo tiene la certificación EN 9100. Esta certificación es imprescindible para poder vender a los sectores de aviación, espacial y defensa. Estos sectores son muy exigentes en cuanto a certificaciones, control de calidad y otros requisitos legales, por lo tanto, tienen elevadas barreras de entrada. Cumplir todos estos requisitos desde cero supondría mucho tiempo y dinero para NBI. Esta adquisición permitirá a cualquier filial de NBI vender productos a estos sectores. Es lógico pensar que aquí es donde los directivos de NBI ven el atractivo de la adquisición y la causa de que hayan pagado una prima en el precio.

El 8,8% restante del capital se quedará en manos del director general de Galindo para garantizar la alineación de intereses. NBI destaca el gran conocimiento y experiencia en el sector de todo el equipo de Galindo (NBI Bearings Europe, 2020a).

6.1.4. *FKL India Private LTD.*

La adquisición se realiza en 2020 al contado por el 51% del capital. No hay datos de la deuda de la empresa, pero es probable que posea caja neta. Si esto fuera así, los múltiplos pagados serían más bajos aún. Pese a ello, son múltiplos por encima de lo que suele pagar NBI en sus adquisiciones. Lo interesante es que entra en un mercado enorme con la colaboración del distribuidor más grande de ese mercado. El otro 49% de la sociedad quedará en manos de este socio, el cual aportará un gran conocimiento y experiencia del sector. Este socio local contribuirá a eliminar las barreras culturales,

legales y burocráticas. Adicionalmente, se ha elaborado un plan conjunto para invertir 9 millones de euros (4,5 NBI) desde la fecha del contrato hasta 2023. Este plan se detalla en el Anexo IV. Con esta inversión, NBI abordará el mercado indio y asiático. También servirá para testear y enviar pedidos a EE. UU. con un precio muy competitivo. Este hecho es interesante ante una probable subida de aranceles por parte de EE. UU. a China porque favorecería a los países limítrofes, como India.

6.1.5. *Turnatorie Ibérica, SLR. y Alprom Fundicion De Aluminio SL.*

En 2020 también se adquiere el 100% de Turnatorie y el 51,35% de Alprom. Turnatorie lleva años a plena capacidad productiva, por lo que el objetivo será ampliarla. Aunque es un sector poco atractivo, la compañía parece muy buena y complementaria a NBI (zona geográfica, sector, procesos productivos, maquinaria, tecnología, etc.). Por lo tanto, las ventas cruzadas potenciales del grupo parecen ser elevadas. Pese a ello, la principal razón de la compra es el aprovechamiento de la infrautilización de la capacidad productiva de la división industrial de NBI, para abastecer la sobredemanda de Turnatorie. Además, con esta adquisición se crea una nueva unidad de negocio (aluminio), lo que dotará de una mayor diversificación al grupo. Turnatorie también tiene un personal muy cualificado y con alta experiencia. NBI (2020f) destaca su maquinaria, la cercanía con el cliente, la tecnología y la zona geográfica. El análisis se centra en Turnatorie porque casi todas las ventas pertenecen a ella, además de ser la empresa con mayor importancia estratégica. La empresa no tiene deuda y en los últimos 3 años generó de media un 10% de flujo de caja libre sobre ventas. Como vemos, parece una empresa de alta calidad pese al sector en el que opera. Los múltiplos pagados son atractivos, aunque lo más interesante no es el precio, si no el calendario de pago (ver Anexo V) porque se paga la transacción a crédito. Por último, NBI se asegura la continuidad del equipo directivo por un mínimo de 3 años. Además, reforzará el equipo con gente local, ya que los actuales directivos son españoles expatriados. Hay que añadir que Roberto Martínez trabajó en el sector de automoción antes de estar en NBI, por lo que conocerá bastante este mercado.

Tras analizar el crecimiento inorgánico, podemos deducir que todas las adquisiciones que realiza NBI tienen un marcado carácter estratégico. Además, cuando se tratan de mercados nuevos o donde NBI tiene poca experiencia, se asegura la continuidad del equipo directo. De esta manera, se desarrollan planes de expansión e integración

SINERGIAS

adecuados y se asegura la alineación de intereses. En estas transacciones, NBI se suele fijar en la ubicación de la empresa, el tipo de clientes y en la complementariedad de los productos y de las tecnologías. Todas las compañías adquiridas tienen algún activo muy valioso para NBI y, en su mayoría, son intangibles. Por ejemplo, personal muy cualificado y con elevada experiencia. También hemos visto un caso en el que se adquiere la empresa para conseguir licencias (Galindo). Otras veces, como en Aida, se valoran los activos materiales. Estos activos ocultos o poco explotados no suelen reflejar su valor real en el precio de adquisición. Por lo tanto, hacen que los precios pagados por NBI sean muy atractivos. Si a esto le añadimos que NBI tiene gran experiencia y habilidad en integrar empresas, el crecimiento inorgánico genera mucho valor para los accionistas.

Tanto las diferentes unidades de negocio que conforman la cartera de NBI, como el crecimiento inorgánico, generan enormes sinergias que veremos en el siguiente apartado.

7. SINERGIAS

En este apartado, analizaremos las principales sinergias que se producen entre las UEN de NBI. La RAE define sinergia como *“Acción de dos o más causas cuyo efecto es superior a la suma de los efectos individuales”*. Una sinergia rompe con las matemáticas y hacen que $1 + 1$ sea igual a 3. Es un símil a la aleación del bronce, donde dos metales de durezas bajas (cobre y estaño), causan una aleación con una dureza muy superior (bronce).

Las sinergias pueden reforzar la posición competitiva de la compañía y crear una ventaja competitiva sostenible a largo plazo. Dividiremos y clasificaremos las sinergias en 4 grandes grupos: sinergias comerciales, productivas, financieras y directivas.

7.1. Sinergias comerciales

Son aquellas que se originan en la venta del producto. Es decir, en las operaciones comerciales (canales de distribución, ventas, publicidad, marca comercial, etc.).

En NBI encontramos las siguientes sinergias comerciales:

Ventas cruzadas o sinergias de ingresos

Todos los negocios de NBI son complementarios y están dirigidos a clientes industriales, por lo que se pueden generar ventas cruzadas de unas unidades a otras.

Estas sinergias son enormes si se adquieren empresas con diferentes productos, pero dirigidos a los mismos clientes. Por ejemplo, el grupo formado por Egikor puede generar ventas cruzadas con la UEN de rodamientos.

Otro ejemplo es el de Aida. Aida, entre otros productos, vende utillajes de tamaño pequeño al sector industrial y aeronáutico. NBI adquiere a Galindo, que vende utillajes y otros productos de tamaños grandes al sector aeronáutico. Con la adquisición de Galindo, Aida y Galindo acceden inmediatamente a una base de clientes mucho más amplia. Incluso, los clientes de ambas compañías podrían comprar otros productos al resto de empresas del grupo, por ejemplo, rodamientos. En este caso, existe complementariedad de clientes. Con este simple hecho, se pueden convertir dos empresas medianas en un grupo empresarial muy rentable (similar a la aleación del cobre). Lo mejor de todo es que gracias a las sinergias que veremos a continuación, estas ventas cruzadas pueden ser inmediatas y sin ningún coste adicional.

Red comercial

Como es una compañía con diversificación relacionada y tiene productos complementarios, se pueden integrar los catálogos y utilizar una única red comercial para todo el grupo. De esta forma, se pueden reducir los costes de ventas e incrementar las ventas por empleado. Además, los nuevos productos de las empresas adquiridas se venderán en todas las áreas geográficas donde esté ya presente el grupo. Se accede a un mayor número de canales de distribución permitiendo llegar a un mercado mucho más amplio de manera casi inmediata y con un coste marginal casi nulo.

Notoriedad y marca

Al integrar empresas bajo un mismo grupo, se gana tamaño y notoriedad. Esta notoriedad permite atraer y retener talento. Por ejemplo, NBI ha reforzado su equipo directivo y comercial fichando a personal proveniente de la competencia. Estos empleados cuentan con una dilatada cualificación y experiencia.

NBI es una marca premium, establecida y reconocida. Esto permite introducir los productos de las empresas adquiridas (y los nuevos) con cierta facilidad en los mercados. Se introducen productos en un mercado más amplio y con un coste inferior al de la competencia.

SINERGIAS

Poder de negociación con clientes

Ser un grupo empresarial más grande y tener mayor notoriedad le permite ganar poder de negociación con los clientes, obteniendo precios y márgenes superiores.

Marketing y publicidad

Al integrar varias empresas bajo un mismo grupo, se pueden repartir estos costes entre las diferentes empresas o unidades de negocio. Por ejemplo, creando una única web o haciendo una sola campaña de marketing (marca NBI) en vez de hacer varias (una por producto o UEN).

Transporte

El razonamiento es similar al de las sinergias derivadas de los canales de distribución y la red comercial. A diferencia de éstas, el transporte se puede aplicar también al área productiva. Se ahorran costes al aumentar la ocupación de los medios de transportes actuales, al contratar volúmenes más grandes y al eliminar duplicidades.

Los ahorros en costes derivados del transporte de los inputs serían sinergias productivas. En cambio, el ahorro derivado del transporte de los productos finales serían sinergias comerciales.

7.2. Sinergias productivas

Son las sinergias que se originan en los procesos productivos. A continuación, se muestran las que presenta el grupo NBI entre sus unidades de negocio.

Poder de negociación con proveedores

Al igual que con los clientes, al ser un grupo más grande, se gana poder de negociación con los proveedores. Además, el aumento de la escala permite incrementar el volumen de las compras de materia prima. Esto deriva en costes unitarios más bajos y, como consecuencia, se logran márgenes superiores.

Tecnología

Estas sinergias se derivan principalmente del uso compartido de tecnología. NBI puede usar una misma tecnología para diferentes unidades de negocio.

Eliminación de duplicidades y simplificación de procesos

La integración vertical hacia atrás y hacia adelante permite ahorrar costes al simplificar la estructura, y al eliminar duplicidades y procesos intermedios. NBI sabe exprimir al máximo estas sinergias porque, pese a ser una empresa pequeña, dispone de un sistema de control interno de costes y programas informáticos como software ERP¹³. NBI es capaz de reducir considerablemente los costes al aplicar estos sistemas a las empresas adquiridas, ya que por lo general son empresas pequeñas sin estos sistemas tan sofisticados de control. Esto se aprecia de forma clara en la contabilidad. En 2015 NBI tenía márgenes EBITDA del 21,73%. Como consecuencia de las adquisiciones del 2016, el margen cayó hasta el 13,94% este mismo año y hasta el 13,76% el año siguiente. Tres años después, en 2019, NBI alcanzó un margen del 21,60% tras la integración y optimización de las empresas adquiridas.

I+D

El I+D cobra especial relevancia porque la escala permite repartir los costes entre diferentes unidades. Al mismo tiempo, aumenta los recursos destinados a este fin. Como consecuencia, aumenta la capacidad innovadora. Incluso un avance tecnológico o un nuevo descubrimiento se puede aplicar a varios negocios, rentabilizando mucho más la inversión en I+D. También se consiguen sinergias por la eliminación de duplicidades porque en un grupo empresarial basta con un único laboratorio, mientras que, de forma individual, se necesitarían tantos laboratorios como empresas existieran.

7.3. Sinergias financieras

Son aquellas que permiten abaratar el resultado financiero de la empresa. Destacan las siguientes.

Mercado de capitales interno

La creación de un mercado financiero interno permite que las UEN se financien entre sí, convirtiendo al grupo en una compañía autosuficiente en materia financiera. Es decir, reduce la necesidad de acudir al exterior en busca de financiación, reduciendo así los costes de transacción y de financiación. Además, cuando se acude al exterior en busca

¹³ Enterprise Resource Planning (ERP) es un software que sirve para la planificación de recursos empresariales. Facilita la integración, coordinación y automatización de procesos gracias al uso compartido de información en tiempo real de las diferentes empresas y departamentos de un grupo empresarial.

SINERGIAS

de financiación, se posee un mayor poder de negociación gracias a ser un grupo más grande y diversificado. Este menor riesgo se refleja en un coste menor de la deuda.

Beneficios fiscales

Si se agrupan varias empresas dentro del mismo grupo fiscal, se pueden compensar las bases negativas de unas empresas con otras, obteniendo así una serie de ventajas fiscales. Además, al ser una empresa más grande, la capacidad de endeudamiento aumenta y el impuesto de sociedades disminuye por el incremento de intereses.

7.4. Sinergias directivas

Dentro de este grupo distinguimos entre sinergias derivadas de:

Centralización de procesos

Centralizar todos los procesos de bajo valor añadido ahorra costes y permite concentrar los esfuerzos y recursos en los procesos fundamentales. Las actividades que resultan más económicas centralizarlas que realizarlas de forma individual son: tareas administrativas, gestión de recursos, marketing, fiscalidad, etc. NBI lleva a cabo estos procesos mediante la sociedad Grupo NBI Oficina Central, S.L.U.

Intangibles

Suelen ser sinergias originadas por el conocimiento, experiencia y habilidades de los directivos. Como hemos visto a lo largo del trabajo, los directivos de NBI poseen muy buenas habilidades al integrar empresas, una dilatada experiencia y buen conocimiento del sector. Al integrarse verticalmente, NBI puede aplicar esta experiencia y conocimiento en las diferentes etapas de la cadena de valor.

NBI pretende obtener sinergias al replicar el funcionamiento del sector automoción al resto de sectores. Concretamente el *just in time*, la tecnología ERP y ser un proveedor tier 2.

El segmento más débil de NBI es su división industrial, por ello, está adquiriendo talento directivo para reforzar esta división. NBI al crecer inorgánicamente valora mucho el conocimiento, la experiencia y las habilidades del equipo directivo. De hecho, la principal fuente de captación de talento directivo proviene de la adquisición de empresas.

Todas las sinergias conducen a menores costes y/o a mayores ventas, por lo que contribuyen a un mayor margen de beneficios. Como consecuencia, de nuevo se aumenta la rentabilidad de la empresa y se crea valor para los accionistas.

Pese a todos los beneficios que generan las sinergias, también presentan riesgos y desventajas. A continuación, se muestran los riesgos más importantes y se explica cómo NBI pretende mitigarlos:

- Aumento de la complejidad en la gestión, control y coordinación. Este problema se puso en evidencia en NBI en 2010 cuando Roberto se vio obligado a volver de China a España para tener el control y la gestión del grupo. Desde entonces, se ha ido reforzando el equipo directivo para no depender tanto de Roberto. En la actualidad, se ha creado un equipo directivo muy bueno y bajo la misma cultura empresarial. Roberto ha repartido funciones y responsabilidades en personas muy competentes y alineadas con los objetivos de NBI. De esta forma, se facilita la gestión y coordinación de las diferentes UEN. Incluso, como se indica anteriormente, NBI ha creado una sociedad para centralizar tareas como la asignación, coordinación y control de recursos. También, para mejorar la coordinación del grupo, han implementado sistemas ERP.
- Inflexibilidad. Al ser un grupo más grande y con diversificación relacionada, la flexibilidad podría disminuir. Los problemas en una UEN podrían vincular los recursos de otra al estar ambas relacionadas.

8. VENTAJAS COMPETITIVAS

En este apartado, se explicarán brevemente las ventajas competitivas que posee NBI. Una ventaja competitiva (VC) es cualquier cualidad de la empresa que la sitúe en una posición competitiva superior a la de sus competidores. Según Warren Buffett¹⁴, la clave para invertir con éxito es invertir en empresas que tengan ventajas competitivas, pero, sobre todo, que estas VC sean sostenibles a lo largo del tiempo. Esto creará fuertes barreras de entrada que protegerán al negocio de la empresa y lo aislarán de la competencia. Se asemeja a los fosos defensivos que protegen a los castillos. Destaca

¹⁴ Warren Buffett es uno de los mejores inversores de la historia y uno de los pioneros y difusores del value investing (inversión en valor). Existe un documental en español titulado “Becoming Warren Buffett”.

VENTAJAS COMPETITIVAS

una de las famosas frases de Warren Buffett (2009, p.54): “*in business, I look for economic castles protected by unbreachable moats*”. Esta cita demuestra la gran importancia de las VC.

Pat Dorsey ha sido uno de los principales difusores sobre las ventajas competitivas en el ámbito de la inversión. En su libro, “*El pequeño libro que genera riqueza*”, diferencia entre cuatro tipos de ventajas competitivas: activos intangibles, costes de cambio, efectos red y ventajas en costes (Dorsey, 2016).

NBI podría presentar una ligera ventaja competitiva derivada de activos intangibles, ya que su marca es reconocida y valorada por los clientes como “*marca premium*”. Como hemos visto en las sinergias, está ganando poder de negociación frente a sus clientes gracias a la notoriedad de la marca. Además, presenta activos intangibles muy valiosos como el conocimiento, la experiencia y las habilidades directivas. No obstante, sus dos ventajas competitivas más fuertes e importantes son los costes de cambio y las ventajas de costes.

Al principio del trabajo vimos como los rodamientos son piezas claves en los productos en los que se integran. Además, los procesos de homologación son muy largos y costosos, los cuales oscilan entre los 3 años y más de 45.000€ por referencia. Roberto Martínez destacó que algunos clientes se han llegado a gastar más de medio millón de euros en homologaciones (Iceberg de Valor, 2018). A lo que hay que incluir, las elevadas barreras de entrada / salida que presenta el sector. Si el cliente decidiera cambiar de proveedor correría el riesgo de comprar rodamientos con una calidad inferior que podrían dañar sus productos. Pero, además, necesitaría realizar una enorme inversión en homologaciones. Por ello, una vez que NBI consigue un cliente, disfruta de una enorme ventaja competitiva derivada de los costes de cambio porque es muy difícil que éste se pase a la competencia.

Otra ventaja competitiva que tiene NBI es la ventaja en costes. NBI utiliza tecnología muy avanzada tanto en optimización de costes como en producción de rodamientos, originando así una ventaja en procesos. A esto hay que añadir la ventaja por localización que posee. La estrategia de NBI es tener una cadena de fabricación global; de esta forma, suministran productos a sus clientes lo más rápido y al menor precio posible. No obstante, el fin principal es conseguir una producción *low-cost*, pero sin perjudicar a la calidad, para competir en condiciones más favorables. Por ejemplo, NBI

fabrica en países donde la mano de obra es muy barata pero altamente cualificada (India, Rumanía y China). No todas las empresas son capaces de obtener cadenas de producción globales que sean altamente eficientes.

Todo esto le permite ser más eficiente al producir, con lo que puede fijar precios inferiores a la competencia. Al tener precios menores, pero con una elevada calidad, NBI ganará cuota de mercado. Una vez conseguidos nuevos clientes se penetrarán en ellos y se reforzará la ventaja competitiva derivada de los costes de cambio. También hay que destacar que, incluso teniendo precios más bajos, gracias a las ventajas en costes, NBI obtiene rentabilidades superiores a la de sus competidores. Por último, la ingeniería de aplicaciones le permitirá penetrar en los clientes y otorgarles un mayor valor añadido, lo que repercutirá, de nuevo, en mayores costes de cambio y en una mayor atracción de clientes (mayor cuota de mercado).

La fuerte inversión en I+D y la obtención de patentes también podrían contribuir a la creación de ventajas competitivas duraderas en el tiempo. Por lo tanto, queda bastante claro que NBI, pese a ser un grupo empresarial pequeño, posee importantes ventajas competitivas.

9. MERCADO Y COMPETENCIA

En este apartado, se analizará el mercado y la competencia de NBI. Mostrando la posición competitiva en la que se encuentra NBI y en la que se podrá situar en el futuro.

9.1. Mercado

El mercado de rodamientos es un sector muy ligado a la evolución del PIB. Pese a ello, existen unos catalizadores y tendencias que harán que en los próximos años crezca por encima del PIB mundial. Estas tendencias o factores son los siguientes:

- Impulso de energías renovables: todos los países están invirtiendo considerablemente en energías renovables, especialmente Europa (Pacto Verde Europeo). También se sustituirá maquinaria contaminante por otra más respetuosa con el medio ambiente.
- Robotización: tendencia a la robotización y a la automatización de muchos procesos.
- Crecimiento de la clase media en países emergentes y economías en desarrollo: el creciente desarrollo de las economías implicará grandes

inversiones en infraestructuras y en la industrialización de estas zonas. Además, crecerá la clase media mundial, por lo que aumentarán los viajes por ocio. En este aspecto, adquieren gran interés los rodamientos de los segmentos aeroespacial, ferroviario y automotriz.

- Avances tecnológicos en: maquinaria pesada, vehículos inteligentes, la internet industrial de las cosas (IIoT), etc. Incluso posible necesidad de disponer de rodamientos inteligentes.

Todas estas tendencias contribuirán al crecimiento de la demanda de rodamientos e implican la necesidad de fabricar modelos más eficientes, de mayor calidad y que requieran un menor mantenimiento. Para adaptarse a las nuevas tecnologías, es necesario invertir grandes cantidades de dinero en I+D.

NBI se está posicionando muy bien, ya que pese a su reducido tamaño invierte grandes cantidades en I+D. Como indica Javier Raya (2021) en una entrevista reciente, NBI invierte entre el 3-5% de las ventas en I+D, llegando algunos años al 15%. Además, está centrada en rodamientos de alta calidad y precisión, que, según el estudio elaborado por Grand View Research (2021), se espera que cada vez se requieran rodamientos más especializados, hechos a medida y de alta precisión, justo el nicho al que se enfoca NBI.

Por todo lo expuesto antes y la falta de sustitutivos, la demanda de rodamientos aumentará significativamente a nivel mundial durante los próximos años. Esto es muy atractivo porque las empresas aumentarán sus ventas y beneficios con el propio crecimiento del mercado, sin necesidad de acudir a estrategias competitivas agresivas.

Se espera que desde 2020 hasta 2028 el mercado crezca a un CAGR del 8,5% hasta los 226.800 millones de dólares (Grand View Research, 2021), muy por encima del +3,4% que se espera para el PIB mundial desde el 2020 hasta el 2022 (OCDE, 2021). Como vemos, el mercado de rodamientos es muy grande y en crecimiento. NBI es un actor insignificante en él, por lo que el potencial para crecer es elevado.

Por zonas geográficas, se espera que donde más crezca sea en Asia y Pacífico, destacando India. En EE. UU. y Europa, también crecerá el mercado de rodamientos, pero más despacio que en Asia (Grand View Research, 2021). En el Anexo VI, se muestran más detalles sobre el crecimiento por área geográfica y segmento. Principalmente, los mercados que más crecerán son justo los que NBI considera estratégicos y en los que se está posicionando (Brasil, Rumanía e India). En España, se

espera un crecimiento plano (Eurostat, 2020). Por eso, la compañía se está moviendo hacia otras zonas geográficas con mayor potencial. Viendo todos estos datos, ahora podemos entender mejor ese énfasis de NBI por crecer y expandirse rápidamente en estos mercados denominados “estratégicos”. Adicionalmente, NBI se está expandiendo o introduciendo en segmentos grandes (automoción) o con gran crecimiento (aeroespacial, ferroviario, energético...).

Viendo las tendencias y la evolución del mercado, se pueden considerar muy acertadas las decisiones estratégicas de NBI vistas en el presente trabajo.

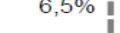
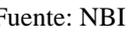
El crecimiento (orgánico e inorgánico) también tiene un sentido lógico y un marcado carácter estratégico, tanto dentro del sector como dentro de la propia empresa. Por ejemplo, el crecimiento inorgánico tiene sentido dentro del sector porque permite la consolidación de este. Dentro de la estrategia de NBI es importante también porque, entre otras cosas, le permite diversificar y crecer en segmentos del mercado con gran crecimiento y buenas perspectivas futuras, además de permitirle crecer más rápido que por la vía orgánica.

9.2. Competencia

El mercado está dominado por las seis grandes multinacionales SKF, Schaeffler, NSK, Jtekt Corporation, NTN y Timken. Estas acaparan más del 40% de las ventas totales (NBI Bearings Europe. 2016b).

Como vemos en la Figura 9.1., el mercado se puede dividir en cuatro divisiones según el volumen de ventas.

Figura 9.1. División del sector de rodamientos

MARCAS PRINCIPALES POR FACTURACIÓN			
> 1.000 M €	> 100 M €	> 30 M €	< 30 M €
 9,3%  9,1%     7,4%    6,6%  6,5%  4,4% 	TMB C&U RBC NBC ZWZ LYC HRB EBC REXNORD QC MCGILL	FERSA CPM METER NKE SLF KRW URB ZKL FLT ROLLWAY RKB	> 2.000 MARCAS

Fuente: NBI Bearings (2016b).

MERCADO Y COMPETENCIA

En la cuarta división, se sitúan las empresas con menos de 30 millones de euros en ventas. Aquí el mercado está muy fragmentado, ya que está compuesto por más de 2.000 empresas. Es donde se encuentra actualmente NBI. Este segmento del sector es muy interesante, ya que se suele comportar casi como un mercado de competencia perfecta. La rivalidad es baja y las decisiones estratégicas de estas empresas no afectan al resto debido a su poca influencia en el mercado. La rentabilidad de cada compañía viene marcada por el grado de diferenciación que consigan. Además, la elevada fragmentación permite crecer de forma sólida y rápida a estas empresas mediante el crecimiento inorgánico. La consolidación de esta parte del mercado será aprovechada por las empresas más sólidas y con mayores ventajas competitivas porque podrán adquirir a sus competidores menos rentables a precios muy atractivos.

NBI pretende llegar en el largo plazo a la segunda división y superar los 100 millones de euros en ventas gracias a la combinación de crecimiento inorgánico y orgánico.

En la Tabla 9.1, se compara a NBI con sus competidores de la primera y segunda división.

Tabla 9.1. *Comparación de NBI frente a los grandes competidores del sector*

	EBITDA %	BN %	ROA	ROE
SFK, TIMKEN, RBC y Rexnord (abril 2018)	17,0%	8,1%	5,9%	14,1%
NBI (diciembre 2019)	21,6%	12,0%	7,9%	21,5%

Fuente: Elaboración propia basada en NBI Bearings (2018 y 2019).

A la vista de los datos anteriores, se puede apreciar como NBI es más rentable que sus competidores. Sus competidores más directos y con rentabilidades similares son FERSA, CPM o METER. Por lo tanto, es lógico pensar que NBI debería de cotizar a ratios muy similares o superiores a los de sus competidores.

En resumen, el mercado de rodamientos es un sector muy grande y con buenas perspectivas de crecimiento, el cual está concentrado en seis grandes empresas. Pese a ello, existe una gran fragmentación entre muchas empresas con reducidas cuotas de mercado. En este último grupo se encontraría NBI, la cual puede aprovechar la fragmentación de dicho segmento para crecer inorgánicamente y consolidar el mercado.

Llegado a este punto, en el siguiente apartado, se procederá a realizar una valoración financiera del grupo NBI Bearings Europe.

10. VALORACIÓN DEL NEGOCIO

Una vez analizada la parte cualitativa de la compañía, lo cual nos ha servido para entender su negocio, en este apartado se abordará la valoración del grupo NBI Bearings Europe.

El sector suele cotizar a unas 2-3 veces de capitalización bursátil sobre ventas y a unas 12 veces de Enterprise Value (EV) sobre EBITDA. Con estas ratios obtendríamos una valoración para 2021 de unos 63-80 millones de euros¹⁵ frente a los 55 que capitalizaba a 31 de diciembre de 2020. No obstante, la valoración por múltiplos presenta ciertas limitaciones porque se trata de un método de valoración estático y muy simplista. Por ello, para abordar la valoración de NBI con mayor precisión procederemos a valorarla por el método del descuento de flujos de caja.

El método del descuento de flujos de caja consiste en valorar a una empresa mediante la suma de las salidas y las entradas de dinero futuras más su valor residual, descontados a valor presente a través de una tasa de descuento. Antes de aplicar este método necesitamos estimar los movimientos de efectivo libres futuros de la compañía y calcular su tasa de descuento.

10.1. Cálculo de la tasa de descuento (WACC)

El WACC, de las siglas en inglés *Weighted Average Cost of Capital*, es el coste de capital medio ponderado (CCMP), es decir, es el coste medio ponderado de las diferentes fuentes de financiación de la empresa. Como se muestra en Pindado García (2012), el CCMP se calcula mediante la siguiente fórmula: $CCMP = k_i(1 - t)\frac{D}{V} + k_e\frac{S}{V}$ donde, k_i es el coste de la deuda, k_e es la rentabilidad exigida por los accionistas, t es la tasa impositiva y, $\frac{D}{V}$ y $\frac{S}{V}$ son las proporciones de deuda (D) y de fondos propios (S) que utiliza la empresa para financiarse, respectivamente.

Los últimos datos publicados por NBI (2021e) mostraron un tipo de interés de la deuda (k_i) del 1,5%. Supondremos esta cifra para los cálculos. Como la deuda no la contrajo hace mucho y los tipos de interés no han cambiado bruscamente, consideramos que el valor de la deuda (D) en el mercado coincide con el valor contable, obteniendo así una deuda bruta de 43,31€ millones. El valor de mercado de los fondos propios a 31 de

¹⁵ Resultados obtenidos de multiplicar 2 veces las ventas estimadas para 2021 ($2 \times 40 = 80$) y de multiplicar 12 veces el EBITDA estimado para 2021 y restándole la deuda neta ($12 \times 6,9 - 19,7 = 63,1$).

diciembre de 2020 es de 55,24€ millones (12.330 millones de acciones x 4,48€). La tasa impositiva es del 24% (NBI Bearings Europe, 2021c). Para calcular el coste de los fondos propios (k_e) aplicaremos el modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), que es un modelo utilizado para determinar la rentabilidad que debe de exigir un inversor a un proyecto o activo de inversión. La fórmula es la siguiente: $k_e = R_f + \beta_{L*}[E(R_M) - R_f]$; siendo R_f la rentabilidad del activo de riesgo (en este caso utilizaremos el rendimiento del bono de EE. UU. a 10 años, el cual estaba a 0,92% a 31 de diciembre de 2020); β_{L*} es la beta apalancada de la empresa; $[E(R_M)]$ es el rendimiento esperado del mercado, que cogemos el 9,2% como media anual histórica del S&P500 (Goldman Sachs & Scheid, 2020). El mercado estadounidense es uno de los mercados de capitales por excelencia, donde hay muchas más empresas y más grandes que en otros países, como España. El S&P500 es de los índices más importantes a nivel mundial y, en muchas ocasiones, el selectivo español suele contagiarse del sentimiento de este mercado. Además, el rendimiento del S&P500 ha sido mayor que el del IBEX35 a lo largo de la historia. También, hay que destacar que, el IBEX35 es un índice mucho más concentrado que el S&P500 y, por lo tanto, menos representativo sobre la evolución del mercado. Por todo ello, se ha escogido el rendimiento histórico del S&P500 y el rendimiento actual del bono de EE. UU a 10 años.

Para obtener la rentabilidad exigida por los accionistas (k_e) necesitamos primero calcular la beta apalancada de la empresa.

Para calcular la beta apalancada de la empresa (β_{L*}) primero hay que conocer la beta apalancada del sector. En el estudio de Damodaran (2021), NBI está incorporada en el sector de “maquinaria” y este ha tenido una beta apalancada media de 1,05 y una beta media desapalancada de 0,92 (β_U). Con estos datos se calcula la beta apalancada de NBI de la siguiente forma: (β_{L*}): $\beta_{L*} = (0,92) \left[1 + (1 - 0,24) \frac{43,31}{55,24} \right] = 1,46$. Ahora, sustituyendo, ya podemos calcular el coste de los fondos propios (k_e): $k_e = 0,92 + 1,46 [9,20 - 0,92] = 13,01\%$. Finalmente, utilizamos este dato y los anteriores para obtener el CCMP:

$$CCMP = 1,50(1 - 0,24) \frac{43,31}{(43,31+55,24)} + 13,01 \frac{55,24}{(43,31+55,24)} = 7,79\%$$

Una vez calculada la tasa de descuento (7,79%), el siguiente paso es estimar los flujos de caja futuros para después descontarlos al valor presente y obtener la valoración de NBI.

10.2. Estimación de los flujos de caja futuros de NBI Bearings Europe

Se estimarán los flujos futuros en base a tres escenarios: base, optimista y pesimista. Nos centraremos en el análisis del escenario base y se adjuntarán en el Anexo VIII y IX los escenarios optimista y pesimista, respectivamente.

El flujo de caja libre (FCL) es el efectivo que genera una empresa con sus actividades operativas después de restar los gastos en capital necesarios para mantener su negocio. Para calcular el FCL se parte del beneficio antes de intereses como siguen en la figura 10.1. Para ello, antes habrá que calcular las ventas, el EBITDA y el EBT.

Figura 10.1. Cálculo del FCL

BAI
(+) Amortización y depreciación
(-) Impuestos sobre Bº
(+/-) Capital circulante
FCO
(-) CAPEX mantenimiento
FCL

Fuente: elaboración propia.

Primero hay que estimar las ventas potenciales que puede obtener NBI en las diferentes filiales o unidades de negocio que conforman el grupo. En el Foro MedCap de 2015 organizado por el Grupo BME (2015), Roberto Martínez comentó que las ventas suelen estar entre 3 y 4 veces la inversión en inmovilizado fijo. Consideraremos como inmovilizado fijo solo el inmovilizado material con el fin de obtener resultados más conservadores.

Las filiales que componen la unidad industrial operan en la actualidad al 60% de su capacidad productiva. Tomando los datos del ejercicio cerrado en 2019, las ventas de esta división fueron de 11,50 millones de euros (NBI Bearings, 2021a). Con esto, se obtienen unas ventas potenciales de 19,17 millones de euros (11,5 / 0,6). Como el objetivo de NBI es estar por encima de una tasa de ocupación del 75%, se usará esta cifra como referencia, obteniendo así unas ventas a c/p de 14,38 millones de euros. A esto hay que añadir el plan previsto de inversiones de 5 millones de euros a cuatro años,

lo que incrementarán las ventas potenciales en 15 millones (5x3) adicionales para dentro de 4 años.

En rodamientos estimaremos unas ventas iguales o ligeramente superiores a las del 2019 en las instalaciones que posee actualmente la empresa, es decir, unos 13 millones de euros (NBI Bearings, 2021a). En la fase 1 del proyecto de Oquendo, se han invertido casi 10 millones de euros, de los cuales 6 se corresponden a inmovilizado material. En la fase 2 se pretenden invertir otros 10 millones de euros en 5 años, de los cuales estimamos que 7 serán en inmovilizado material. Por lo tanto, las ventas potenciales actuales de Oquendo ascienden a 18 millones de euros (6x3) a lo que hay que sumarle otros 21 millones de la fase 2 para dentro de 5 años. Como rodamientos es la unidad fuerte del grupo, estimamos una tasa de ocupación a l/p del 80-85%.

En India se prevé una inversión conjunta con su socio de 9 millones de euros a 4 años, de los cuales estimamos que 6 se inviertan en inmovilizado material. Debido a los bajos costes de producción e inversión y el gran tamaño del mercado indio, en este caso estimamos unas ventas potenciales de 4 veces inmovilizado material, alcanzando los 24 millones de euros (6x4). A esto hay que sumarle las ventas actuales de 1 millón de euros. Debido al gran tamaño del mercado y el rápido crecimiento de India y Asia, estimamos una ocupación a l/p del 85-90%.

En Brasil se ha abierto una oficina comercial a la cual se espera dotar de inventario. Es lógico pensar que, si NBI consigue penetrar en este mercado, en el futuro, se construirá una nueva fábrica para abordar todo el mercado latinoamericano y estadounidense. Como es una inversión baja pero constante, estimamos un crecimiento paulatino de las ventas durante los próximos años.

En Galindo, como consecuencia del Covid-19, se espera una fuerte caída de ventas a c/p y una lenta recuperación.

En la división de Aluminio, liderada por Turnatorie, se realizarán inversiones para aumentar la capacidad productiva de esta empresa porque en la actualidad opera al 100% y está teniendo que rechazar pedidos. En 2021 se invertirán 3 millones de euros para tener un 50% más de capacidad productiva para finales de año (NBI Bearings Europe, 2021e). Incluso estimamos más inversiones en el futuro, ya que al tener sobredemanda llegarán pronto al 100% de tasa de ocupación y necesitarán nuevamente ampliar la capacidad productiva.

Por último, se presume que realizarán adquisiciones espontáneamente y que posteriormente conseguirán incrementar las ventas de estas empresas mediante nuevas inversiones y ventas cruzadas.

Con estas premisas se obtienen unas ventas estimadas para los próximos años según se muestran en la tabla 10.1. En el Anexo VI se desglosan más estos cálculos.

Tabla 10.1. Ventas totales estimadas por año en millones de euros.

Año	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Ventas	40,0	54,8	66,4	79,9	89,9	103,6	119,3	138,3	151,3	162,3	170,6

Fuente: elaboración propia.

Una vez estimadas las ventas, el siguiente paso será calcular los costes de la empresa para obtener el EBT. Una vez obtenido el EBT, con una serie de ajustes, se llega al FCO. Restando al FCO el CAPEX de mantenimiento, se obtiene el FCL. NBI tiene como objetivos para 2022 conseguir 50 millones de euros en ventas con un flujo de caja operativo sobre EBITDA del 65% y de un flujo de caja libre sobre ventas del 10%. En la tabla 10.2, se recogen las ventas, el FCO, el CAPEX de mantenimiento y el FCL de NBI durante sus últimos 4 años.

Tabla 10.2. Datos de NBI durante los últimos 4 años.

	2020	2019	2018	2017	
Ventas	24.914	24.530	24.766	22.050	
FCO	2.392	3.485	4.561	1.927	
Capex mant.	380	412	931	617	
FCL	2.012	3.073	3.630	1.310	<i>Media</i>
% Sobre ventas	8,1%	12,5%	14,7%	5,9%	10,3%

Fuente: elaboración propia basada en NBI Bearings (2018 a 2021)

Como vemos, la media del FCL durante los últimos 4 años es de un 10,3% sobre ventas, ligeramente superior al objetivo de NBI (10%). Por ello, para simplificar los cálculos, en vez de estimar los costes anuales para llegar al FCL vamos a utilizar como referencia este dato. Por lo tanto, los flujos de caja libre estimados para los próximos años se calculan como el 10% de las ventas estimadas y se recogen en la tabla 10.3.

Tabla 10.3. *Flujos de caja libre estimados.*

millones de euros	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
FCL	4,0	5,5	6,6	8,0	9,0	10,4	11,9	13,8	15,1	16,2	17,1

Fuente: elaboración propia.

Para obtener la valoración de NBI hay que calcular, por un lado, el valor descontado de los flujos de caja libres durante el periodo estimado y, por otro lado, hay que descontar a valor presente el valor terminal o residual de la empresa en el último año. Por último, a la suma de los dos anteriores, hay que restarle la deuda neta para obtener el valor empresarial (Enterprise Value) de la compañía. Para ello, se utilizará la siguiente fórmula:

$$EV = \underbrace{\sum_{j=1}^n \frac{FFL_j}{(1 + CCMP)^j}}_{\text{Valor del periodo estimado.}} + \underbrace{\frac{FFL_{j+1}}{(CCMP - g_{FFL})(1 + CCMP)^n}}_{\text{Valor residual, terminal o a perpetuidad.}} - \text{Deuda Financiera Neta}$$

Valor del periodo estimado. Valor residual, terminal o a perpetuidad.

La deuda financiera neta del ejercicio 2020 según NBI (2021c) es de 19,66 millones de euros. La g_{FFL} es la tasa de crecimiento de crecimiento a perpetuidad de los flujos de caja, para lo cual la utilizaremos un 1,25%. Ya están calculados todos los datos necesarios, por lo que se sustituyen en la fórmula anterior, obteniendo:

$EV = 75,37 + 123,20 - 19,66 = 178,91$ millones de euros de valor empresarial (EV), que dividido entre 12,33 millones de acciones que hay en circulación, se obtiene un valor estimado de $14,51€$ por acción.

Para complementar esta valoración se procede a calcular la tasa interna de retorno (TIR) de una hipotética inversión en esta empresa. La TIR es la rentabilidad relativa anualizada que se espera que genere una inversión. En otras palabras, la TIR es la tasa de descuento que iguala a cero el valor actual de los flujos de caja futuros. Por lo tanto, la fórmula para calcular la TIR es igualar a cero el VAN y despejar la tasa de descuento. No obstante, la forma más sencilla de calcularlo es mediante la función de Excel "TIR". Utilizando dicha fórmula de Excel y suponiendo el precio de cotización de 4,48€ por acción al que cotizaba el 31 de diciembre de 2020, se obtiene una *TIR del 22,50%*¹⁶,

¹⁶ Para obtener el 22,50% se ha utilizado la función de Excel "TIR" y como datos: los flujos de caja de la Tabla 10.3, valor residual de 261 millones de euros y desembolso inicial de 52,24 millones de euros (12,33 millones de acciones por 4,48€).

muy superior al CCMP del 7,79%. Por lo tanto, se puede concluir que, a 31 de diciembre de 2020, el Grupo NBI Bearings Europe cotizaba a precios muy atractivos y ofrecía una buena oportunidad de inversión. Para dar una visión más amplia y complementar la valoración, en los Anexos VIII y IX se detallan las premisas y se calcula, bajo la misma metodología, el valor de NBI para los escenarios optimista y pesimista, respectivamente. En la siguiente tabla (10.4.) se resumen las TIR y las valoraciones obtenidas de NBI Bearings Europe para los 3 escenarios planteados.

Tabla 10.4. Valoraciones y TIR en 3 escenarios diferentes.

	OPTIMISTA	NEUTRO	PESIMISTA
Valor por acción	21,04€	14,51€	8,68€
TIR	26,62%	22,50%	16,46%

Fuente: Elaboración propia.

Con los supuestos establecidos y mediante el descuento de flujos de caja, se obtiene una **valoración de 14,51€ por acción y una TIR del 22,50% para el grupo NBI Bearings Europe**. En un entorno optimista, la empresa podría valer hasta 21,04€ por acción, alcanzando una TIR del 26,62%, mientras que, en un escenario pesimista, las acciones valdrían 8,68€, obteniendo una TIR del 16,46%. Haciendo una media aritmética entre los tres escenarios se obtiene una **valoración de 14,74€ por acción y una TIR media del 21,19%**. Esta valoración está muy por encima de los 4,48€ por acción que cotiza NBI a 31 de diciembre de 2020. La TIR también se encuentra muy por encima del CCMP.

Hemos visto como las acciones estaban muy infravaloradas al finalizar el año 2020, presentando un potencial de revalorización de más del 220%. En lo que va de 2021, lleva una revalorización de más del 50%, hasta alcanzar los 6,75€ por acción¹⁷. Aun así, es una buena oportunidad de inversión porque la valoración estimada aún está muy por encima del precio de cotización actual. Hay que añadir que el riesgo es relativamente bajo, ya que el peor de los escenarios también muestra una rentabilidad positiva y una TIR por encima del CCMP.

¹⁷ Precio de cotización a cierre del día 06/05/2021.

CONCLUSIÓN

11. CONCLUSIÓN

En el presente trabajo, se ha realizado un repaso por la historia de NBI Bearings Europe, S.A. Gracias a ello, hemos podido ver cómo ha evolucionado de una pequeña empresa a un grupo fuertemente internacionalizado. Aplicando los conocimientos adquiridos en el Grado en Administración y Dirección de Empresas, se han identificado diferentes estrategias de crecimiento e internacionalización llevadas a cabo por la compañía. Esto ha servido para analizar su negocio y, como consecuencia, ha ayudado para identificar las fases de la cadena de valor de la compañía y sus diferentes unidades estratégicas de negocio. También ha sido útil para ver que, pese a su reducido tamaño en comparación con el mercado, es una compañía muy integrada verticalmente hacia atrás y hacia adelante. Además, su espléndida gestión se ha reflejado en un sólido balance, lo que les permite crecer inorgánicamente y consolidar el sector, el cual, como se ha visto en este trabajo, es un mercado muy grande, con buenas perspectivas de crecimiento y dominado por unas pocas multinacionales. Es importante señalar que, pese a ello, hay miles de empresas con reducidas cuotas de mercado. Aquí se encuentra NBI y es donde cobra un papel fundamental como consolidador del mercado. El crecimiento inorgánico, la diversificación relacionada y la integración vertical le permiten obtener diferentes sinergias. A lo largo del trabajo se han identificado casos concretos y reales donde NBI puede obtener dichas sinergias.

La buena gestión de la empresa, el sector en particular y su fuerte innovación han creado ciertas ventajas competitivas duraderas en NBI que le harán disfrutar de una ventaja competitiva superior a la de sus competidores más directos. Por ello y por otras características de la empresa, es lógico pensar que se merece, como mínimo, cotizar a unos precios similares a la cotización media del sector. No obstante, en este trabajo se ha dado un paso más y se ha realizado una valoración más detallada y sofisticada que una sencilla valoración por múltiplos. Para ello, se ha utilizado el método del descuento de flujos de caja.

Las decisiones estratégicas están interconectadas con la estructura financiera y con los resultados financieros del grupo, por lo tanto, entender la historia, el negocio y las decisiones estratégicas pasadas ayuda para aumentar la precisión en las estimaciones futuras y, como consecuencia, obtener una valoración más precisa y real de la compañía. Para realizar la valoración de la empresa se han utilizado técnicas vistas en el

Grado en Administración y Dirección de Empresas, como, por ejemplo, el descuento de flujos de efectivo, el cálculo del WACC o la TIR.

Una vez realizada la valoración de la compañía, se ha comparado con lo que cotiza en el mercado y se ha concluido que la empresa se encuentra infravalorada, incluso si se materializa un hipotético escenario pesimista.

CONCLUSIÓN

12. BIBLIOGRAFÍA

Acción, J. [@AccionEAFI]. (2019, 5 abril). [*Primer rodamiento en serie fabricado en Oquendo*] [Tweet]. Twitter. Consultado el 5 de noviembre de 2020.

<https://twitter.com/AccionEAFI/status/1114231911315058688?s=20>

Ansoff, H. I. (1957). Strategies for diversification. *Havard Business Review*, 35 (5),113–124.

Buffett, W. (2009). *Warren Buffett on Business: Principles from the Sage of Omaha (English Edition)* (1.^a ed.). Wiley: Nueva Jersey.

Damodaran, A. (2021, enero). *Betas*. <http://pages.stern.nyu.edu>. Consultado el 24 de abril de 2021.

http://pages.stern.nyu.edu/%7Eadamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html

Dorsey, P. (2018). *El pequeño libro que genera riqueza: La fórmula definitiva para encontrar inversiones excelentes (Sin colección) (Spanish Edition)* (3.^a ed.). Deusto: Barcelona.

Eurostat. (2020, 30 julio). *Industry revenue of “manufacture of bearings, gears, gearing” in Spain 2012–2024 (in million U.S. Dollars) [Gráfico]*. Statista. Consultado el 12 de noviembre de 2020.

<https://www.statista.com/forecasts/396651/manufacture-of-bearings-gears-gearing-revenue-in-spain>

FMI. (2020, diciembre). *Real GDP growth (Annual percent change)*. Consultado el 21 de diciembre de 2020.

https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/EUQ/NMQ/BRA/CHN/CRI/FRA/DEU/IND/ITA/JPN/MEX/NLD/PRT/ROU/ESP/WEOWORLD

Goldman Sachs, & Scheid, B. (2020, 15 junio). S&P 500 returns to halve in coming decade. *S&P Global Market Intelligence*. Consultado el 12 de mayo de 2021.

<https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/latest-news->

BIBLIOGRAFÍA

headlines/s-p-500-returns-to-halve-in-coming-decade-8211-goldman-sachs-59439981

Grand View Research. (2021, abril). *Bearings Market Size, Share & Trends Analysis Report By Product, By Application (Automotive, Agriculture, Electrical, Mining & Construction, Railway & Aerospace, Automotive Aftermarket), By Region, And Segment Forecasts, 2021 - 2028*. Consultado el 3 de mayo de 2021.
<https://www.grandviewresearch.com/industry-analysis/bearings-market>

Grupo BME. (2015, 28 agosto). *NBI Discovery Meeting- XI Foro MedCap* [Vídeo]. YouTube. <https://www.youtube.com/watch?v=AryBn2xA9Cs&app=desktop>

Iceberg de Valor. (2018, 21 octubre). *#51 - NBI Bearings - Acción Global* [Vídeo]. YouTube. Consultado el 28 de septiembre de 2020.
https://www.youtube.com/watch?v=VZfwe_-RVdQ&app=desktop

Javier Acción, EAF. (2018, 25 julio). *Tesis de inversión en NBI Bearings Europe - Javier Acción, EAFI* [Vídeo]. YouTube. Consultado el 03 de octubre de 2020.
<https://www.youtube.com/watch?v=T-EBwrCDDw>

NBI Bearings Europe. (2016a, febrero). *Informe anual 2015*. <https://gruponbi.com/wp-content/uploads/Informe-anual-2015-y-Auditoria-NBI-Bearings-Europe-SA.pdf>

NBI Bearings Europe. (2016b, mayo 30). *Presentación Foro Medcap 2016* [Comunicado de prensa]. <https://gruponbi.com/wp-content/uploads/Aviso-Presentac-de-NBI-foro-Medcap-2016.pdf>

NBI Bearings Europe. (2016c, septiembre 23). *Adquisición del 100% del capital social de las empresas EGIKOR, S.A., INDUSTRIAS BETICO, S.A. y TALLERES ERMUA, S.L* [Comunicado de prensa]. <https://gruponbi.com/wp-content/uploads/Adquisicion-de-participaciones-societarias-en-otras-companias.pdf>

NBI Bearings Europe. (2017, marzo). *Informe anual 2016*. <https://gruponbi.com/wp-content/uploads/Informe-NBI-Bearings-Europe-SA-2016-Auditoria-consolidada-e-individual.pdf>

- NBI Bearings Europe. (2018a, marzo 8). *Adquisición del 75% del capital social de Aida Ingeniería, S.L.* [Comunicado de prensa]. <https://gruponbi.com/wp-content/uploads/Adquisicion-del-75-del-capital-social-de-Aida-Ingenieria-SL.pdf>
- NBI Bearings Europe. (2018b, abril). *Informe anual 2017*. <https://gruponbi.com/wp-content/uploads/Informe-Anual-Grupo-NBI-Ejercicio-2017.pdf>
- NBI Bearings Europe. (2018c, mayo 28). *Adquisición del 100% del capital social de TAYGAN METAL PRESS, S.R.L.* [Comunicado de prensa]. <https://gruponbi.com/wp-content/uploads/Adquisicion-del-100-del-capital-social-de-TAYGAN-METAL-PRESS-SRL.pdf>
- NBI Bearings Europe. (2018d, mayo 29). *Presentación Foro Medcap 2018* [Comunicado de prensa]. <https://gruponbi.com/wp-content/uploads/Presentacion-Foro-Medcap-2018.pdf>
- NBI Bearings Europe. (2018e, octubre 10). *Cancelación del acuerdo de adquisición de TAYGAN METAL PRESS, S.R.L.* [Comunicado de prensa]. <https://gruponbi.com/wp-content/uploads/Cancelacion-adquisicion-de-TAYGAN-METAL-PRESS.pdf>
- NBI Bearings Europe. (2019a, marzo). *Informe anual 2018*. <https://gruponbi.com/wp-content/uploads/Informe-Anual-2018.pdf>
- NBI Bearings Europe. (2019b, diciembre 17). *Presupuesto Consolidado 2019* [Comunicado de prensa]. <https://gruponbi.com/wp-content/uploads/Presupuesto-consolidado-2019.pdf>
- NBI Bearings Europe. (2020a, enero 29). *Adquisición del 91,2% del capital social de Industrias Metalúrgicas Galindo, S.L. (GALINDO)* [Comunicado de prensa]. https://www.bmegrowth.es/docs/documentos/HechosRelev/2020/01/05062_HRelev_20200128_1.pdf
- NBI Bearings Europe. (2020b, febrero 21). *Adquisición del 51% del capital social de FKL India Private Ltd* [Comunicado de prensa].

BIBLIOGRAFÍA

- https://www.bmegrowth.es/docs/documentos/HechosRelev/2020/02/05062_HRelev_20200220.pdf
- NBI Bearings Europe. (2020c, marzo). *Informe anual 2019*. <https://gruponbi.com/wp-content/uploads/Informe-Anual-2019.pdf>
- NBI Bearings Europe. (2020d, marzo 30). *Presentación a inversores nueva composición Grupo NBI* [Comunicado de prensa].
https://www.bmegrowth.es/docs/documentos/HechosRelev/2020/03/05062_HRelev_20200329.pdf
- NBI Bearings Europe. (2020e, mayo 19). *Adquisición del 100% del capital social de Turnatorie Ibérica S.R.L.* [Comunicado de prensa].
https://www.bmegrowth.es/docs/documentos/InfPrivilegiada/2020/05/05062_InfPriv_20200519.pdf
- NBI Bearings Europe. (2020f, octubre 27). *Adquisición del 100% del capital social de Turnatorie Ibérica - Calendario de pagos*. [Comunicado de prensa].
https://www.bmegrowth.es/docs/documentos/OtraInfRelevante/2020/10/05062_OtraInfRelev_20201027_1.pdf
- NBI Bearings Europe. (2021a, enero). *Presentación División de Rodamientos*.
<https://gruponbi.com/wp-content/uploads/Leaflet-NBI-Bearings-Europe-ES.pdf>
- NBI Bearings Europe. (2021b, enero). *Presentación División Industrial*.
<https://gruponbi.com/wp-content/uploads/Leaflet-NBI-industrial-ES.pdf>
- NBI Bearings Europe. (2021c, marzo). *Informe anual 2020*. <https://gruponbi.com/wp-content/uploads/Informe-Anual-2020.pdf>
- NBI Bearings Europe. (2021d, abril 7). *Actualización participaciones significativas* [Comunicado de prensa].
https://www.bmegrowth.es/docs/documentos/OtraInfRelevante/2021/04/05062_OtraInfRelev_20210407.pdf
- NBI Bearings Europe. (2021e, abril 24). *Avance de resultados primer trimestre 2021* [Comunicado de prensa].

https://www.bmegrowth.es/docs/documentos/InfPrivilegiada/2021/04/05062_InfPriv_20210424.pdf

NBI Bearings Europe & GVC Gaesco Valores. (2015, marzo). *Documento informativo de incorporación al mercado alternativo bursátil, segmento para empresas en expansión (“MAB-EE”) de las acciones de NBI Bearings Europe, S.A.*

https://www.bmegrowth.es/docs/documentos/Otros/2015/03/PR002_Folleto_20150310.pdf

Netscribes (India) Pvt Ltd. (2020, febrero). *Automotive Bearing Market in India 2020*. Consultado el 3 de mayo de 2021.

https://www.researchandmarkets.com/reports/5017299/automotive-bearing-market-in-india-2020?utm_source=dynamic&utm_medium=BW&utm_code=s45xx8&utm_campaign=1382951+-+India+Automotive+Bearing+Market+Report+2020+-+Increased+Demand+for+Electric+Vehicles+Comprising+Light-Weight+Bearings&utm_exec=joca220bwd

OCDE. (2021). *Real GDP forecast*. Consultado el 28 de diciembre de 2020.

Data.Oecd.Org. <https://data.oecd.org/gdp/real-gdp-forecast.htm>

Pindado García, J. (Director) (2012): *Finanzas Empresariales*, 1ª ed., Ediciones Paraninfo: Madrid.

Raya, J. (2021, 19 abril). *Grupo NBI: “Queremos ser una empresa que factura 100 millones de euros” / Entrevistado por SPRI*. Grupo SPRI Taldea. Consultado el 23 de abril de 2021. <https://www.spri.eus/es/internacionalizacion-comunicacion/grupo-nbi-queremos-ser-una-empresa-que-factura-100-millones-de-euros/>

SNR - NTN Corporation. (s. f.). *Tecnología de los rodamientos*.

www.transmisionesgranada.com. Recuperado el 15 de diciembre de 2020, de <http://www.transmisionesgranada.com/pdf/02-tecnologia%20de%20los%20rodamientos.pdf>

BIBLIOGRAFÍA

- Technavio. (2015, julio). *Bearings Market in India 2015–2019*. Consultado el 20 de noviembre de 2020. <https://www.technavio.com/report/bearings-market-in-india-2015-2019#:~:text=Technavio's%20analysts%20forecast%20the%20bearings,12.03%25%20during%202014%2D2019>
- Xpodence Research. (2018a, mayo 2). *Compound annual growth rate (CAGR) of the fiber reinforced composite aerospace bearings market in Latin America between 2017 and 2025, by region [Graph]*. Statista. Consultado el 25 de octubre de 2020. <https://www.statista.com/statistics/883730/latam-aerospace-bearings-market-cagr-region/>
- Xpodence Research. (2018b, mayo 2). *Distribution of the fiber reinforced composite aerospace bearings market in Latin America in 2017 and 2025, by region [Graph]*. Statista. Consultado el 25 de octubre de 2020 <https://www.statista.com/statistics/883738/latam-aerospace-bearings-market-distribution-region/>

ANEXO I: TIPOLOGÍA DE RODAMIENTO POR PLANTA PRODUCTIVA.

El objetivo de NBI es ir produciendo internamente la mayoría de los diferentes tipos de rodamientos para controlar la calidad de los productos, los plazos de entrega, ofrecer una gama variada y conseguir sinergias.

Los rodamientos se clasifican según la forma geométrica que utilicen. En la siguiente imagen, se muestran los principales tipos y diámetros de rodamientos existentes y como se aprovisiona NBI de cada uno de ellos.

Tipología de rodamiento por planta productiva.

Diámetro interior (mm)	SRB	TRB	CRB 90% Ventas	SPB
25-120	1	1	4 1	5
120-240	2	2	4 2	5
240-500	5 3	5 3	4 3	5
500-1.000	5	5	4 5	

1	India	SRB	Spherical Roller Bearings
2	Oquendo Fase I	TRB	Taper Roller Bearings
3	Oquendo Fase II	CRB	Cylindrical Roller Bearings
4	Cronos (acuerdo estratégico)	SPB	Spherical Plain Bearings
5	Otros		

Fuente: NBI Bearings (2020d).

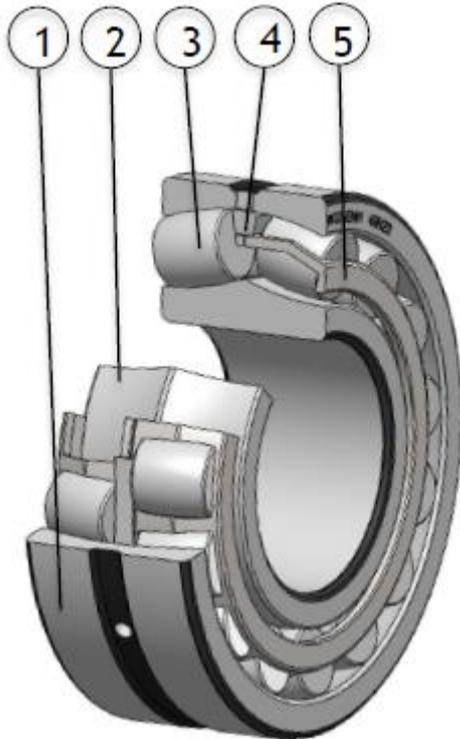
Como vemos, todas las plantas productivas de NBI fabrican rodamientos que son complementarios entre sí. Además, el acuerdo estratégico con Cronos permite tener un mayor aprovisionamiento de aquellos rodamientos que suponen una mayor cifra de negocios (CRB).

Oquendo fabricará diferentes rodamientos con un diámetro mediano (120-500mm). En India se fabricarán los mismos rodamientos que en Oquendo, pero con diámetros pequeños (25-120mm). Por su parte, Cronos fabrica únicamente rodamientos CRB de cualquier tamaño (25-1.000mm). A esto hay que añadir que NBI adquiere de terceros los rodamientos con diámetros grandes (>500mm) y los rodamientos SPB.

ANEXO II: CADENA DE VALOR DE NBI BEARINGS EUROPE, S.A.

Un rodamiento está compuesto por varias piezas. En la primera imagen se puede ver como un rodamiento se puede dividir en 5 componentes.

Componentes de un rodamiento



1: pista de rodadura esférica externa.

2: pista de rodadura interna.

3: un rodillo esférico.

Estos 3 elementos se homologan y validan en una primera fase. Los dos primeros son fabricados en Oquendo y sirven para alargar la vida útil del rodamiento. El rodillo es un elemento comprado.

En una segunda fase, se homologan y validan los siguientes componentes:

4: Anillo guía interior.

5: Jaula (separador de rodillos).

Fuente: NBI Bearings (2020d).

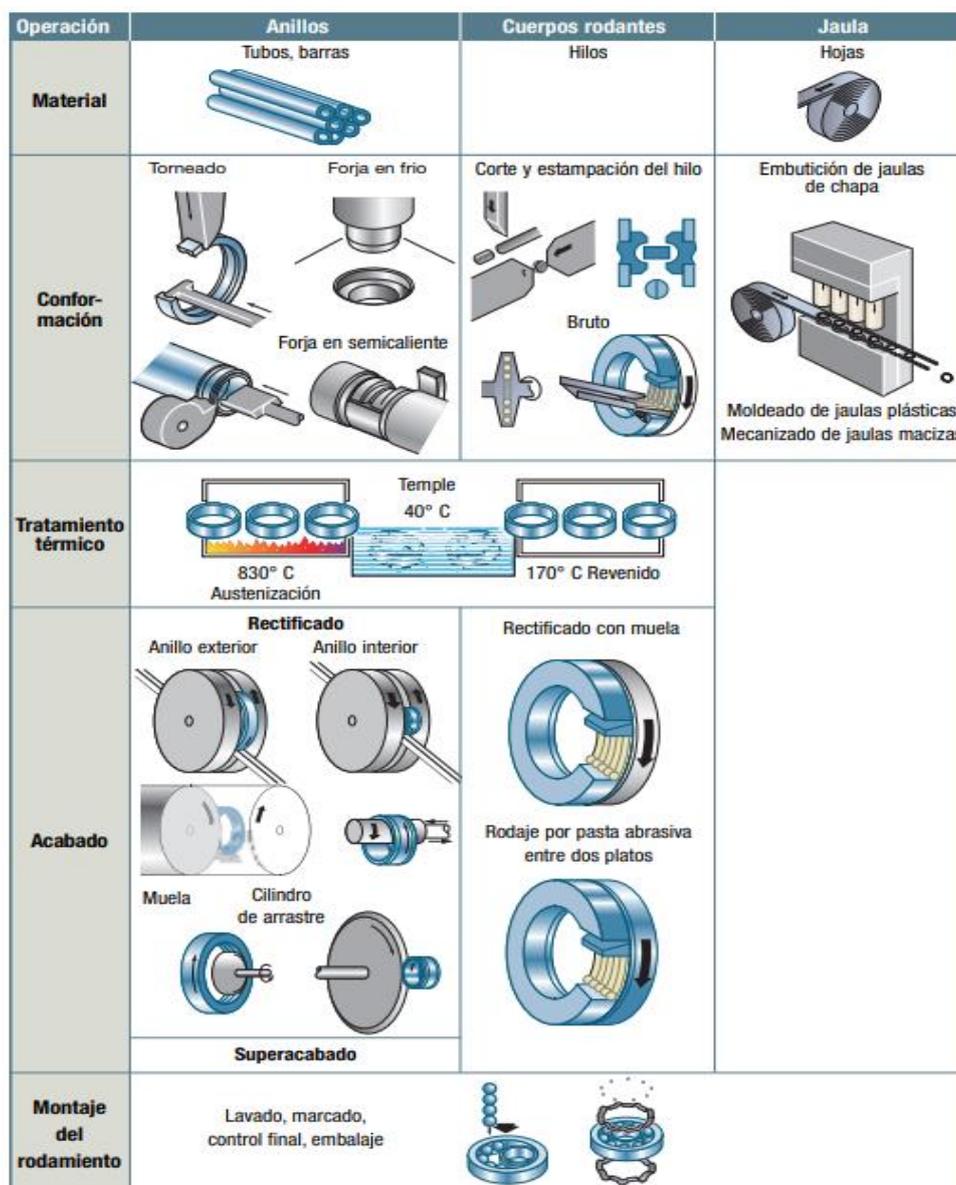
Estos últimos componentes NBI los compra. No obstante, NBI implementa procesos de control en cada etapa de fabricación. Estos controles son propios de las grandes empresas.

En la siguiente imagen, podemos observar la cadena de valor de NBI completa. Primero, se adquieren las materias primas. Una vez compradas y antes de iniciar el proceso de fabricación, es necesario diseñar los rodamientos. NBI tiene gran capacidad de diseño, cuenta con software propio y ajeno y con un buen equipo de ingeniería de aplicaciones. Una vez diseñado el rodamiento, se procede a la forja y al torneado. NBI es capaz de realizar la parte de torneado gracias a su división de mecanizado. La siguiente fase sería la del tratamiento térmico. A diferencia de la mayoría de las empresas, NBI cree que el tratamiento térmico es un proceso crítico en la fabricación de rodamientos. Por ello, el objetivo de NBI es contar con una planta de tratamiento térmico en cada fábrica. Esto permitirá tener un mayor control de la calidad y aportar un grado de diferenciación superior al de la competencia. Las inversiones de los próximos

ANEXO II: CADENA DE VALOR DE NBI BEARINGS EUROPE, S.A.

años también prevén integrar otros procesos, como la forja y el laminado. La penúltima fase constaría del rectificado, el cual se divide en rectificado y súper acabado. NBI realiza esta fase en Oquendo. Por último, está la fase de montaje del rodamiento. Esta es la fase que suelen llevar a cabo todas las empresas pequeñas como NBI. En cambio, NBI está apostando fuerte por una integración vertical hacia atrás para poder controlar el proceso de producción y la calidad de los rodamientos. Esta integración vertical es apoyada por la división industrial, la cual ofrece tecnologías como torneado, estampación, mecanizado, etc.

Cadena de valor en la fabricación de rodamientos



Fuente: SNR - NTN Corporation (s. f., p.43).

ANEXO III: EL PROYECTO DE OQUENDO.

El proyecto de Oquendo consiste en la construcción de una fábrica de rodamientos en esta localidad situada en Álava. NBI elige esta ubicación por la cercanía con los laboratorios y otras instalaciones de la compañía, así como la menor inversión requerida gracias a la disponibilidad de espacio libre.

NBI solo fabricará los productos de mayor complejidad técnica y productiva. Subcontratará mediante alianzas estratégicas el resto de los procesos productivos. De esta manera, se controla la calidad y se disminuye el riesgo de fabricación al descentralizar parte del proceso productivo. Las alianzas estratégicas se realizan con varios proveedores con el fin de no depender de ninguno de ellos.

El proyecto constará de dos fases. La primera de ellas se inició en 2015 y finalizó en 2020. Las previsiones eran acabar la primera fase en 2016, pero según NBI (2017, 2020d) han surgido enormes atrasos por la lentitud de la burocracia española, la validación de la línea de producción y la dificultad de establecer una cadena de suministro. La licencia de obra tardó un año en aprobarse. La cadena de suministro se demoró por la dificultad de encontrar en Europa proveedores de gran calidad con plazos de entrega cortos y a un precio competitivo. Se tuvo que buscar proveedores en Asia, lo que alargó las homologaciones. Además, el Covid-19 está dificultando los viajes a Asia para terminar de consolidar la cadena de suministro.

En esta primera fase, se han construido dos líneas de rectificado con la maquinaria y tecnología más puntera del mercado. Se estima que la inversión en Oquendo ha superado los 9,5 millones de euros. En la siguiente tabla, se muestra la estimación de la inversión realizada en Oquendo desde el 2015.

Inversión estimada en Oquendo

	2015	2016	2017	2018	2019	TOTAL
INTANGIBLE	370.137	1.191.000	1.097.000	-	976.187	3.634.324
MATERIAL	420.228	2.105.635	2.870.000	-	634.628	6.030.491
TOTAL	790.365	3.296.635	3.967.000	-	1.610.815	9.664.815

Fuente: elaboración propia basada en los informes anuales de NBI Bearings (2015-2021).

Hay que aclarar que es muy probable que parte de este capex no se corresponda con Oquendo, pero quedaría compensado con las inversiones que ha hecho NBI y en vez de llevarlas a capex las ha pasado por la cuenta de PyG. NBI durante estos años ha

ANEXO III: EL PROYECTO DE OQUENDO.

deteriorado mucho la cuenta de PyG y los márgenes, porque ha realizado gastos en materias primas, personal y otros conceptos para la puesta en marcha de Oquendo. Estos gastos han pasado por PyG y no han originado ningún ingreso.

La inversión total estimada asciende a 9,7 millones de euros, de los cuales, 3,6 se corresponden con intangibles y 6 con inmovilizado material. Es una fábrica muy moderna y automatizada (robots). Está equipada con tecnología puntera que permitirá ser más eficiente en la producción, lo cual se reflejará en mayores márgenes. Por ejemplo, los robots ahorrarán costes de personal. La propia empresa ha manifestado que esperan obtener márgenes EBITDA por encima del 25%, muy cerca del 30%, con un margen EBT cercano al 23%.

En 2019 se marcó un hito, ya que se consiguió el primer rodamiento de fabricación seriada en Oquendo.

Primer rodamiento fabricado en Oquendo



Fuente: Acción (2019)

En 2020, la fábrica ya está lista para iniciar su actividad. El problema es que está habiendo dificultades para conseguir homologaciones por la incertidumbre y la contracción de la demanda a causa del Covid-19. En 2021, se espera que ya empiece a fabricar en serie y comience a generar ingresos. En 2022, NBI (2019b) estima que la nueva fábrica de Oquendo contribuirá con 7,5 millones de euros en ventas. El inicio de la actividad de esta fábrica supondrá un impulso en ventas y flujo de caja y, como consecuencia, NBI tendrá una enorme capacidad de desapalancamiento y de autofinanciación.

La segunda fase se iniciará en 2021 tras la finalización de la primera. En esta etapa, se prevén invertir otros 10 millones de euros en cinco años, para la construcción de otras

dos líneas productivas y una línea de tratado térmico (2021a). En la actualidad, NBI dispone de dos líneas de producción en Oquendo y una en India. Estimamos que 2/3 millones irán destinados a intangibles y 7/8 a inmovilizado material y estará disponible para 2025-2026.

ANEXO III: EL PROYECTO DE OQUENDO.

ANEXO IV: PLAN DE CRECIMIENTO POR DIVISIÓN.

Industrial:

Actualmente la división industrial está muy concentrada en España. Este mercado supone aproximadamente el 90% de las ventas. Ante la debilidad del mercado nacional y la fragilidad de esta división, NBI ha decidido llevar a cabo un plan de negocio.

El objetivo es fortalecer esta división mediante una mezcla de crecimiento interno y externo. Con el crecimiento inorgánico se buscarán tecnologías complementarias que generen ventas cruzadas y refuercen la división. También, se seguirán la estrategia de rodamientos, de buscar empresas que utilicen la misma tecnología pero que fabriquen en países *low-cost*. Esto aumentará la competitividad. Por último, como es habitual en NBI, se valorará el equipo directivo y comercial de las empresas adquiridas (NBI Bearings, 2021c).

Según informa NBI (2021c), actualmente, esta división opera al 60% de su capacidad productiva. El objetivo es elevar hasta el 75% la tasa de ocupación productiva y exportar al menos el 50% de las ventas (>25% a Europa).

Tomando como referencia el ejercicio cerrado en 2019, esta división consiguió unas ventas de 11,5 millones de euros (NBI Bearings, 2021a). Suponiendo que la tasa de ocupación es del 60%, el potencial de ventas asciende hasta los 19,17 millones de euros ($11,5 / 0,6$). Como el objetivo es estar por encima del 75% y es la división más débil, supondremos que en los próximos años tan solo se consigue ese nivel de ocupación (75-80%). Esto supondría unas ventas de 14,4 millones de euros (75% de 19,17). La entrada en el sector de automoción permitirá aumentar la productividad de las empresas actuales.

Además, se invertirá 5 millones de euros a 4 años para ampliar el rango de fabricación y seguir la misma estrategia de rodamientos. Si suponemos un múltiplo de ventas sobre inmovilizado fijo de 3¹⁸ veces, las ventas potenciales ascienden a 15 millones de euros (3x5). Siendo conservadores, nuevamente supondremos una tasa de ocupación del 75-

¹⁸ Roberto Martínez, en una entrevista, comentó que las ventas potenciales en el sector de NBI están entre 3-4 veces inmovilizado fijo. Lo lógico es pensar que rodamientos tuviera un múltiplo más cercano a 4 e industrial a 3, no obstante, cogemos el 3 como dato de referencia con el fin de ser conservadores y facilitar los cálculos. Además, consideraremos como inmovilizado fijo solo al inmovilizado material. La razón radica en el histórico de las cuentas anuales y en el principio de prudencia. Estos cálculos son más conservadores al minorizar el inmovilizado fijo y las ventas.

ANEXO IV: PLAN DE CRECIMIENTO POR DIVISIÓN.

80%. De este modo, en el medio y largo plazo se espera un incremento de ventas de 12 millones de euros (80% de 15). A este incremento, habría que sumarle los 3 millones que se conseguirían al aumentar la productividad de las instalaciones actuales (14,4 – 11,5). Por lo tanto, tenemos un potencial de unos 15 millones de euros con crecimiento orgánico. Es de esperar que estas últimas ventas obtengan un margen EBITDA sobre ventas ligeramente superior al 15%. Al igual que está ocurriendo con Oquendo, al construir fábricas modernas con última tecnología, los márgenes mejoran ligeramente gracias a las mejoras de eficiencia.

Para disminuir el riesgo geográfico y conseguir los objetivos de diversificación, se pretende desarrollar el mercado brasileño. También, se penetrará en el mercado europeo mediante exportación desde España y fabricación en Rumanía.

Rodamientos:

Es la unidad de negocio más diversificada geográficamente y la más fuerte. Por ello, los esfuerzos se centrarán en crecimiento orgánico, excepto que se presenten oportunidades de crecimiento externo muy interesantes. Esta UEN obtuvo unos ingresos de 13 millones de euros en 2019 (NBI Bearings, 2021a) y el objetivo es poseer 8 plantas productivas repartidas entre Oquendo e India. También se pretende tener una planta de tratamiento térmico en cada ubicación (NBI Bearings, 2020d).

Para alcanzar estos objetivos se ha llevado a cabo un plan de inversiones tanto para Oquendo como para India. Estas inversiones se realizarán con el objetivo de aumentar la gama y la capacidad de fabricación de NBI, al mismo tiempo que se profundiza en el proceso de integración vertical hacia atrás.

En Oquendo se pretende invertir 10 millones de euros en los próximos 5 años para la construcción de dos líneas productivas y una planta de tratado térmico. Como se menciona en el Anexo III, la inversión prevista en inmovilizado material es de 7 / 8 millones. Por lo tanto, las ventas potenciales ascienden a 21-24 millones de euros (3 veces inmovilizado). Como rodamientos es la parte más fuerte del grupo, estimamos una tasa de ocupación a l/p del 85%. Resaltar que a esto hay que añadirle las ventas potenciales de la inversión realizada durante la fase uno en Oquendo. En esta fase inicial se han invertido en torno a 6 millones de euros en inmovilizado material, alcanzando unas ventas potenciales de 18 millones (6x3). Por lo tanto, a corto y medio plazo, las ventas de Oquendo alcanzarán los 15,3 millones de euros (85% de 18),

mientras que, en el medio y largo plazo, se sumarán otros 18 millones de euros (85% de las ventas potenciales de Oquendo fase II). De esta forma, Oquendo alcanza unas ventas potenciales totales a l/p de 33,3 millones de euros (15,3+18) con unos márgenes EBITDA cercanos al 30%.

En India se pretenden invertir 9 millones de euros de forma conjunta (51% NBI) para construir tres líneas productivas y una planta de tratado térmico. Se prevé que la inversión se realice durante 4 años y finalice en el 2023 (2020b). Es probable que se retrase al menos un año tras lo gran afectada que está siendo India por la pandemia del Covid-19. En este caso, las ventas potenciales podrían tener un múltiplo superior debido a los menores costes de fabricación. Se puede apreciar como en España se necesitan 10 millones de euros para construir dos líneas de producción mientras que, en India, por un millón menos de presupuesto se montará una línea más. Por ello, utilizaremos un múltiplo de 4 veces inmovilizado material para estimar las ventas potenciales. Los márgenes EBITDA también los estimamos en el 30%, aunque posiblemente sean superiores por el bajo precio de la mano de obra y el ahorro de costes como el transporte. De los 9 millones de euros, supondremos que 6 son de inmovilizado material (similar a las cifras de Oquendo fase I). Dicho esto, se obtienen unas ventas potenciales de 24 millones de euros (6x4). Al ser India un mercado muy grande y con gran crecimiento, estimamos una tasa de ocupación a l/p del 90%. Esto supondría unas ventas a l/p de unos 21,5 millones de euros. Una de las razones de fabricar en India en vez de exportar desde España o China responde a las campañas lanzadas por el gobierno indio de consumo local “made in India”. Esto favorecerá al consumo de productos internos, penalizando a los externos.

Como la diversificación geográfica es adecuada, se pretende diversificar por producto. Actualmente, NBI es un fabricante de equipo original (OEM), pero, en los próximos años, se quiere diversificar y ser también un fabricante para productos de mantenimiento, reparación y operaciones (MRO). Para ello, se iniciará una prueba piloto en Brasil.

Además de penetrar en el mercado brasileño, se pretende profundizar el mercado europeo, desarrollar el mercado indio e iniciar operaciones comerciales con EE. UU.

ANEXO IV: PLAN DE CRECIMIENTO POR DIVISIÓN.

Por último, NBI reforzará el equipo directivo y comercial, ya que en los últimos años había aumentado la rotación de los comerciales por la inflación salarial del país vasco. Los comerciales son imprescindibles para atraer clientes.

Aluminio

En la división de Aluminio, liderada por Turnatorie, se realizarán inversiones para aumentar la capacidad productiva de esta empresa porque en la actualidad opera al 100% y está teniendo que rechazar pedidos. En 2021 se invertirán 3 millones de euros para tener un 50% más de capacidad productiva para finales de ese mismo año (NBI Bearings Europe, 2021e). Incluso habrá más inversiones en el futuro, ya que al tener sobredemanda llegarán pronto de nuevo al 100% de tasa de ocupación y necesitarán nuevamente ampliar la capacidad productiva.

Como hemos visto, NBI ha realizado fuertes inversiones en los últimos años y, estas continuarán en el futuro. Con estas inversiones permitirán cumplir el plan 50/22, que tiene como objetivo llegar en el 2022 a una facturación de 50 millones de euros con un margen EBITDA del 20% (10M€) y un margen de beneficio antes de impuestos del 10% (5M€). Además, de un 65% de FCO sobre EBITDA y un 10% de FCL sobre ventas (2021e). Dichas inversiones también permitirán superar la facturación de 100 millones de euros en el medio plazo.

ANEXO V: CALENDARIO DE PAGO DE TURNATORIE IBÉRICA, SLR.

Como comentábamos anteriormente, el calendario de pagos de Turnatorie es muy interesante. La mayoría de la adquisición se paga a crédito. A continuación, se muestra una tabla con el calendario.

Calendario de pagos adquisición de Turnatorie Ibérica, SLR.

2020	6 millones	Momento de la firma
2021	1,5 millones	Parte variable
2021	3 millones	A 18 meses
2022	3 millones	A 30 meses
2023	3 millones	A 42 meses

Fuente: elaboración propia a partir de NBI Bearings (2020f).

Teniendo en cuenta que Turnatorie opera al 100% de su capacidad productiva y que genera un 10% de FCL, es de esperar que los próximos años, como mínimo, genere 1,5 millones de euros de FCL. Además, el FCL crecerá por el aumento de la capacidad productiva y, como consecuencia, del incremento de las ventas. En la siguiente tabla, se muestra lo que realmente pagaría NBI por adquirir Turnatorie.

Calendario de pagos y coste real.

AÑO	PAGO	FCL	PAGO NETO
2020	6 millones	375 mil euros ¹⁹	5,625 millones
2021	1,5 + 3 millones	1,5 millones	3 millones
2022	3 millones	1,8 millones	1,2 millones
2023	3 millones	2,2 millones	0,8 millones
TOTAL	16,5 millones	7,5 millones	<u>10,625 millones</u>

Fuente: elaboración propia a partir de NBI Bearings (2020e, 2020f).

Sin tener en cuenta la caja de Turnatorie, NBI estaría pagando un múltiplo de 0,7 veces ventas y menos de 2,8 veces EBITDA. Un precio muy atractivo para entrar en un mercado estratégico y clave para NBI. La compra se financia con un préstamo de 9 millones de euros a 8 años y con una carencia de 2 años. Los plazos de la financiación y la carencia muestran la gran confianza que deposita los acreedores en NBI. Hay que

¹⁹ Solo se consolida el último trimestre de 2020. Se ha supuesto que la generación de caja es constante a lo largo de todos los meses.

ANEXO IV: PLAN DE CRECIMIENTO POR DIVISIÓN.

añadir que los datos son muy conservadores, ya que es de esperar que el FC crezca desde el 2021 por el aumento del 50% de la capacidad productiva ese mismo año.

ANEXO VI: CRECIMIENTO DEL SECTOR DE RODAMIENTOS POR ÁREA GEOGRÁFICA Y SEGMENTO.

Pese a ser un sector muy ligado al PIB, el sector de rodamientos crecerá por encima durante los próximos años gracias a las tendencias ya explicadas en el apartado 11. Se espera que crezca entre 2020 y 2028 a un CAGR del 8,5%. No obstante, este crecimiento es desigual y se producirá a ritmos diferentes en cada área geográfica (Grand View Research, 2021).

En la siguiente tabla, se puede ver el PIB esperado para los próximos años. En verde, se señalan los países estratégicos donde NBI pretende expandirse. En gris, los principales mercados actuales. Y, en negrita, se indican países que pudieran generar gran interés por el crecimiento esperado y por la cercanía a los países estratégico.

Valores históricos reales de 2017-2020 y pronóstico del PIB esperado durante los próximos años (en algunos países).

Real GDP growth (Annual percent change)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Brazil	1,3	1,3	1,1	-5,8	2,8	2,3	2,2	2,2	2,2
China	6,9	6,7	6,1	1,9	8,2	5,8	5,7	5,6	5,5
Costa Rica	3,9	2,7	2,1	-5,5	2,3	3,4	3	3,1	3,2
France	2,3	1,8	1,5	-9,8	6	2,9	2,3	1,9	1,7
Germany	2,6	1,3	0,6	-6	4,2	3,1	1,8	1,3	1,2
India	7	6,1	4,2	-10,3	8,8	8	7,6	7,4	7,2
Italy	1,7	0,8	0,3	-10,6	5,2	2,6	1,7	0,9	0,9
Japan	2,2	0,3	0,7	-5,3	2,3	1,7	1,2	1	0,6
Mexico	2,1	2,2	-0,3	-9	3,5	2,3	2,2	2,1	2,1
Netherlands	2,9	2,4	1,7	-5,4	4	2	1,7	1,5	1,5
Portugal	3,5	2,6	2,2	-10	6,5	4,8	2,9	2	1,7
Romania	7,1	4,4	4,1	-4,8	4,6	3,9	3,8	3,6	3,5
Spain	2,9	2,4	2	-12,8	7,2	4,5	3,4	2,8	1,5
United States	2,3	3	2,2	-4,3	3,1	2,9	2,3	1,9	1,8
Vietnam	6,9	7,1	7	1,6	6,7	7,4	7,2	6,9	6,6
World	3,8	3,5	2,8	-4,4	5,2	4,2	3,8	3,6	3,5

Fuente: elaboración propia basada en el FMI (2020).

Se puede intuir que expandirse a las zonas geográficas estratégicas son decisiones muy acertadas por parte de NBI, ya que estas zonas presentan los crecimientos del PIB más elevados y, como veremos a continuación, también presentan ciertas particularidades de gran interés.

ANEXO VI: CRECIMIENTO DEL SECTOR DE RODAMIENTOS POR ÁREA GEOGRÁFICA Y SEGMENTO.**INDIA**

Asia y el Pacífico acaparaban el 39,7% de la cuota de mercado mundial. Pese a su gran tamaño, se espera que sea la zona geográfica con un mayor crecimiento durante los próximos años (Grand View Research, 2021).

Cabe destacar India, donde entre el 2014-2019 el mercado de rodamientos creció al 12% (Technavio, 2015) y se esperan crecimientos similares durante el periodo comprendido entre los años 2019 y 2025. El gobierno local pretende que este mercado crezca por encima del PIB y para conseguirlo, ha lanzado políticas como “*Make in India*”, “*Automotive Mission Plan*” y “*National Automotive Testing and RyD Infrastructure Project (NATRIP)*”. Estas iniciativas han impulsado el sector de rodamientos, pero, sobre todo, el segmento de la automoción. Se esperan crecimiento del 18% para este segmento durante el periodo señalado (Netscribes (India) Pvt Ltd, 2020).

Es razonable pensar que se cumpla el pronóstico del 12%, ya que el PIB se espera que crezca durante este periodo por encima del 7% (FMI, 2020) y el gobierno local quiere que el sector aumente por encima del PIB.

Como hemos visto, India es un país donde el sector de rodamientos crecerá por encima de la media mundial, pero, además, India presenta otras ventajas respecto a otros países. Tiene un coste de producción contenido y es un mercado muy grande, incluso, permite la exportación hacia otros países limítrofes con gran crecimiento, como Vietnam. También, NBI lo ve como una oportunidad *low-cost* para abordar el mercado estadounidense.

BRASIL

El segundo mercado con más crecimiento es Latinoamérica. Lo más interesante de este mercado es que el 48% de las ventas de rodamientos aeroespaciales se concentrarán en Brasil. El 52% restante se distribuirá entre el resto de los países (Xpodence Research, 2018b). Es de suponer que las estadísticas sean similares para el mercado total de rodamientos en Latam.

El PIB de Brasil se espera que crezca al 2,2%, pero el sector de rodamientos lo hará mejor debido al crecimiento de la industria y otros catalizadores vistos durante el presente trabajo (apartado 11). Por ejemplo, los rodamientos aeroespaciales se espera

que crezcan al 13,4% en Brasil y al 12,5% en el resto de Latam (Xpodence Research, 2018a).

Como vemos, Brasil será el principal mercado de rodamientos en Latam. Además, como en India, desde aquí se podrá vender a países limítrofes más pequeños, pero con gran crecimiento, como, por ejemplo, Costa Rica.

Estamos ante otro mercado con aspectos interesantes y un crecimiento superior a la media. Pese a ello, Latinoamérica suele ser un mercado complicado por sus débiles monedas y por los gobiernos locales. Para disminuir el riesgo, NBI pretende ser conservador e ir testeando este mercado poco a poco.

EUROPA

En Europa, el crecimiento será inferior, pero presenta unas particularidades interesantes, entre las que destacan:

- Políticas de crecimiento económico-sostenible: implicará la renovación de equipos contaminantes por unos más nuevos y respetuosos con el medio ambiente. Se sustituirán desde vehículos y aviones, hasta maquinaria industrial. Además, se impulsarán fuertemente inversiones en energías renovables. Todo ello impulsará la demanda de rodamientos, sobre todo, de aquellos más eficientes y ligeros.
- Automoción: uno de los principales mercados de automoción es Alemania. Además, en Europa, convergen varias tendencias en este sector: sustitución de vehículos contaminantes, impulso del coche eléctrico y aumento de demanda de coches ligeros y de altas prestaciones. Para todo ello, son necesarios los rodamientos de alta precisión.
- Aumento de inversiones: se espera que aumente la inversión, sobre todo en industrializar zonas con poco tejido industrial o para modernizar las ya existentes. Además, cabe esperar que, para salir de las crisis, se apueste por fuertes inversiones desde el sector público.

Estas tendencias muy enfocadas al sector automoción y al energético son una de las razones por las que NBI se ha introducido en el sector automotriz con la reciente adquisición de Turnatorie. Otra de las razones de esta compra podría ser la expansión y penetración del mercado rumano, ya que está considerado como un mercado clave.

ANEXO VI: CRECIMIENTO DEL SECTOR DE RODAMIENTOS POR ÁREA GEOGRÁFICA Y SEGMENTO.

Muchas empresas están descentralizando procesos hacia Rumanía por su bajo coste de producción. Esto hace que muchos de los clientes de NBI se encuentren allí. Además, tanto sus clientes, como sus competidores (grandes multinacionales) suelen ofrecer formación a los empleados, creando un mercado laboral muy cualificado y con un coste laboral reducido. Por ejemplo, de media, en un país desarrollado el coste laboral suele estar entorno al 20% de las ventas. Por su parte, en Rumanía, esta cifra se sitúa en torno al 7% (Javier Acción, EAF, 2018). Si a esto le sumamos crecimientos del PIB por encima del 7% desde 2021 a 2022 (FMI, 2020), nos encontramos ante un mercado muy interesante. Incluso desde aquí se puede abastecer al resto del mercado europeo con precios muy competitivos. Aquí es donde juega un papel fundamental la adquisición de Turnatorie. Por lo tanto, es una compra muy inteligente, que se realiza a precios muy asequibles y, además, permite que NBI se aproveche de estas tendencias en Europa y en Rumanía. Además, es una empresa que opera con sobredemanda y puede absorber la baja tasa productiva que actualmente tiene la parte industrial de NBI en España.

EE. UU.

Es el mercado con menor crecimiento esperando. No obstante, es un mercado muy grande que puede servir para diversificar al grupo y disminuir su riesgo. Por ello, NBI irá testeándolo desde sus mercados estratégicos. La estrategia de NBI es estar muy diversificada por sectores y zonas geográficas para disminuir el ciclo económico de la empresa. De esta forma, crisis sectoriales o geográficas se compensan con el auge de otros sectores o geografías.

Por segmentos, el mercado más grande es el automotriz y los segmentos que se espera que más crezcan son el de turbinas eólicas, el de maquinaria pesada y el de vehículos de motor (Grand View Research, 2021).

Por segmentos, se espera que tengan un buen desempeño, entre otros, el sector automotriz y el ferroviario.

NBI se ha introducido este año en el mercado automotriz, por lo que tiene potencial de crecimiento en este segmento. No obstante, es un mercado muy competitivo y con bajos márgenes. Además, las tiradas suelen ser grandes y es frecuente el incumplimiento de contratos. Es un segmento con bajas ventajas competitivas. De todas formas, como hemos explicado anteriormente, hay aspectos interesantes de los cuales se puede beneficiar NBI. Además, los bajos márgenes de este segmento los puede compensar con

los altos márgenes que está obteniendo con las nuevas fábricas. De este modo, los márgenes del grupo no se verán afectados. Incluso si fabrica desde India y Rumanía y vende al resto de Europa y EE. UU., es probable que los márgenes suban por los bajos costes productivos.

Por su parte, el sector ferroviario también tiene buenas perspectivas de crecimiento, tanto en EE. UU. como en países en vías de desarrollo. Este sector es uno de los principales sectores de NBI. NBI ha desarrollado y finalizado en 2017 un proyecto propio de I+D para mejorar los rodamientos enfocados a este segmento. Como consecuencia, durante los últimos años ha ido ganando varios contratos en este sector.

En resumen, NBI tiene un gran potencial de crecimiento tanto en sus segmentos actuales, como en los mercados geográficos estratégicos. Las tendencias del propio mercado y las estrategias corporativas de NBI, le permitirán crecer considerablemente en el futuro. NBI está muy bien posicionada y se aprovechará del crecimiento de los sectores mencionados.

ANEXO VI: CRECIMIENTO DEL SECTOR DE RODAMIENTOS POR ÁREA
GEOGRÁFICA Y SEGMENTO.

ANÁLISIS INTEGRAL DE NBI BEARINGS EUROPE, S.A.

ANEXO VII: VENTAS ESTIMADAS DESGLOSADAS POR UNIDAD DE NEGOCIO O FILIAL – ESCENARIO BASE.

ESTIMACIÓN DE VENTAS POR DIVISIÓN O FILIAL - ESCENARIO BASE													
Cifras en millones de euros		2021		2022		2023		2024		2025		2026	
Filial / Unidad	Ventas potenciales	Ventas	Tasa ocupación										
Industrial (actual)	19,2	11,5	60%	13,4	70%	14,4	75%	14,4	75%	15,3	80%	15,3	80%
Industrial (inversiones)	15,0	0,0	0%	0,0	0%	0,0	0%	0,0	0%	1,0	7%	3,0	20%
Rodamientos (actual)	desconocida	13,0	desconocida	13,3	desconocida	13,5	desconocida	13,5	desconocida	13,8	desconocida	13,8	desconocida
Oquendo (Fase 1)	18,0	1,5	8%	7,5	42%	10,5	58%	12,5	69%	13,5	75%	14,0	78%
Oquendo (Fase 2)	21,0	0,0	0%	0,0	0%	0,0	0%	0,0	0%	0,0	0%	1,0	5%
India	25,5	0,5	2%	1,0	4%	1,5	6%	2,5	5%	4,8	19%	9,0	35%
Brasil	desconocida	0,1	desconocida	0,3	desconocida	0,8	desconocida	1,5	desconocida	2,5	desconocida	4,0	desconocida
Galindo	desconocida	0,4	desconocida	0,5	desconocida	0,8	desconocida	1,0	desconocida	1,5	desconocida	2,0	desconocida
Rumania (Turnatorie)	30,0	15,0	50%	18,5	62%	22,0	73%	23,0	77%	25,0	83%	26,0	87%
Crecimiento inorgánico	desconocida	0,0	desconocida	2,5	desconocida	3,0	desconocida	11,5	desconocida	12,5	desconocida	15,5	desconocida
TOTAL	128,7	42,0	33%	56,9	44%	66,4	52%	79,9	62%	89,9	70%	103,6	81%
Cifras en millones de euros		2027		2028		2029		2030		2031			
Industrial (actual)	19,2	15,3	80%	15,3	80%	15,3	80%	15,3	80%	15,3	80%		
Industrial (inversiones)	15,0	5,5	37%	7,5	50%	9,3	62%	10,8	72%	11,5	77%		
Rodamientos (actual)	desconocida	14,0	desconocida	14,0	desconocida	14,0	desconocida	14,0	desconocida	14,0	desconocida		
Oquendo (Fase 1)	18,0	14,5	81%	14,8	82%	15,0	83%	15,3	85%	15,3	85%		
Oquendo (Fase 2)	21,0	3,5	17%	7,5	36%	10,5	50%	13,0	62%	15,0	71%		
India	25,5	13,0	51%	16,0	63%	18,5	73%	20,5	80%	22,0	86%		
Brasil	desconocida	6,0	desconocida	7,8	desconocida	9,3	desconocida	10,5	desconocida	11,5	desconocida		
Galindo	desconocida	2,5	desconocida	3,5	desconocida	4,0	desconocida	4,5	desconocida	5,0	desconocida		
Rumania (Turnatorie)	30,0	27,0	90%	28,0	93%	29,0	97%	30,0	100%	30,0	100%		
Crecimiento inorgánico	desconocida	18,0	desconocida	24,0	desconocida	26,5	desconocida	28,5	desconocida	31,0	desconocida		
TOTAL	128,7	119,3	93%	138,3	108%	151,3	118%	162,3	126%	170,6	133%		

Fuente: elaboración propia.

ANEXO VII: VENTAS ESTIMADAS DESGLOSADAS POR UNIDAD DE NEGOCIO O FILIAL – ESCENARIO BASE.

ANEXO VIII: ESCENARIO OPTIMISTA

En este escenario, suponemos unas ventas potenciales de 4 veces el inmovilizado material en vez de 3 veces. Las tasas de ocupación se mantienen en niveles similares, y el crecimiento inorgánico lo estimamos más agresivo que en el escenario neutro (base). En este escenario, también suponemos una recuperación más rápida de Galindo, mayores inversiones y ventas en Rumanía (Turnatorie) y una mayor penetración en Brasil. En la siguiente tabla, se muestran las ventas estimadas bajo estas hipótesis.

Ventas estimadas bajo hipótesis optimistas (en millones de euros).

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Ventas	42,0	58,2	69,4	88,9	109,8	127,3	150,8	177,8	195,0	211,8	229,3

Fuente: elaboración propia.

Suponiendo igualmente un flujo de caja libre del 10% sobre ventas, los flujos estimados para el periodo quedan de la siguiente manera:

Flujos de caja libre estimados para el escenario optimista (en millones de euros).

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
FCL	4,2	5,8	6,9	8,9	11,0	12,7	15,1	17,8	19,5	21,2	22,9

Fuente: elaboración propia.

Con una deuda financiera neta de 19,66 millones de euros al cierre del ejercicio 2020 (NBI Bearings, 2021c) y una tasa de crecimiento a perpetuidad del 2%, sustituimos en la siguiente fórmula:

$$EV = \sum_{j=1}^n \frac{FFL_j}{(1 + CCMP)^j} + \frac{FFL_{j+1}}{(CCMP - g_{FFL})(1 + CCMP)^n} - Deuda Financiera Neta$$

Después de sustituir en la fórmula anterior, se obtiene lo siguiente:

$EV = 92,00 + 187,07 - 19,66 = 259,41$ millones de euros de valor empresarial, que dividido entre 12,33 millones de acciones que hay en circulación, obtenemos un valor estimado de $21,04€$ por acción.

Utilizando la fórmula de Excel “TIR” para calcular la tasa interna de retorno (TIR), se obtiene una *TIR del 26,62%*. Premisas: desembolso inicial de 55,24 millones (12,33M de acciones por 4,48€), los FCL de la tabla anterior y 396 millones de valor residual.

A continuación, se adjunta una tabla con la estimación de ventas desglosadas.

ANEXO VIII: ESCENARIO OPTIMISTA

Estimación de ventas desglosado por división o filial para el escenario optimista.

ESTIMACIÓN DE VENTAS POR DIVISIÓN O FILIAL - ESCENARIO OPTIMISTA													
Cifras en millones de euros		2021		2022		2023		2024		2025		2026	
Filial / Unidad	Ventas potenciales	Ventas	Tasa ocupación										
Industrial (actual)	19,2	11,5	60%	13,4	70%	14,4	75%	14,4	75%	15,3	80%	15,3	80%
Industrial (inversiones)	20,0	0,0	0%	0,0	0%	0,0	0%	0,0	0%	2,5	13%	5,5	28%
Rodamientos (actual)	desconocida	13,0	desconocida	13,3	desconocida	13,5	desconocida	13,5	desconocida	13,8	desconocida	13,8	desconocida
Oquendo (Fase 1)	24,0	1,5	6%	7,5	31%	10,5	44%	13,0	54%	15,0	63%	16,8	70%
Oquendo (Fase 2)	28,0	0,0	0%	0,0	0%	0,0	0%	0,0	0%	0,0	0%	1,0	4%
India	30,0	0,5	2%	1,0	3%	1,5	5%	3,0	5%	5,0	17%	9,0	30%
Brasil	desconocida	0,1	desconocida	1,0	desconocida	3,0	desconocida	6,0	desconocida	8,0	desconocida	9,8	desconocida
Galindo	desconocida	0,4	desconocida	1,0	desconocida	1,5	desconocida	2,0	desconocida	2,5	desconocida	3,3	desconocida
Rumania (Turnatorie)	45,0	15,0	33%	18,5	41%	22,0	49%	25,0	56%	27,8	62%	30,3	67%
Crecimiento inorgánico	desconocida	0,0	desconocida	2,5	desconocida	3,0	desconocida	12,0	desconocida	20,0	desconocida	22,8	desconocida
TOTAL	166,2	42,0	25%	58,2	35%	69,4	42%	88,9	53%	109,8	66%	127,3	77%
Cifras en millones de euros		2027		2028		2029		2030		2031			
Industrial (actual)	19,2	15,3	80%	15,3	80%	15,3	80%	15,3	80%	15,3	80%		
Industrial (inversiones)	20,0	8,3	41%	10,8	54%	12,8	64%	14,3	71%	15,5	78%		
Rodamientos (actual)	desconocida	14,0	desconocida	14,0	desconocida	14,0	desconocida	14,0	desconocida	14,0	desconocida		
Oquendo (Fase 1)	24,0	18,3	76%	19,3	80%	20,0	83%	20,5	85%	20,8	86%		
Oquendo (Fase 2)	28,0	5,0	18%	9,0	32%	12,8	46%	16,3	58%	19,5	70%		
India	30,0	13,0	43%	16,5	55%	19,8	66%	22,8	76%	25,5	85%		
Brasil	desconocida	11,8	desconocida	13,5	desconocida	15,0	desconocida	16,3	desconocida	17,3	desconocida		
Galindo	desconocida	4,3	desconocida	5,0	desconocida	5,5	desconocida	6,0	desconocida	7,0	desconocida		
Rumania (Turnatorie)	45,0	32,5	72%	34,5	77%	36,3	81%	37,8	84%	39,0	87%		
Crecimiento inorgánico	desconocida	28,5	desconocida	40,0	desconocida	43,8	desconocida	48,8	desconocida	55,5	desconocida		
TOTAL	166,2	150,8	91%	177,8	107%	195,1	117%	211,8	127%	229,3	138%		

Fuente: elaboración propia.

ANEXO IX: ESCENARIO PESIMISTA

En este escenario, suponemos unas ventas potenciales de 3 veces el inmovilizado material, igual que en el escenario neutro. Las tasas de ocupación las mantenemos todas en el 75%, y el crecimiento inorgánico lo estimamos ligeramente inferior al escenario base. Planteamos también la misma recuperación para Galindo y una menor penetración en Brasil. En la siguiente tabla, se muestran las ventas estimadas bajo estas hipótesis.

Ventas estimadas bajo hipótesis optimistas (en millones de euros).

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Ventas	42,0	46,5	53,5	66,0	76,5	89,3	103,8	119,0	128,8	136,8	144,5

Fuente: elaboración propia.

Para este escenario, limitamos el flujo de caja libre sobre ventas al 8%, de tal forma que los flujos estimados para el periodo quedan de la siguiente manera:

Flujos de caja libre estimados para el escenario optimista (en millones de euros).

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
FCL	3,4	3,7	4,3	5,3	6,1	7,1	8,3	9,5	10,3	10,9	11,6

Fuente: elaboración propia.

Con una deuda financiera neta de 19,66 millones de euros al cierre del ejercicio 2020 (NBI Bearings, 2021c) y una tasa de crecimiento a perpetuidad del 0,5%, sustituimos en la siguiente fórmula:

$$EV = \sum_{j=1}^n \frac{FFL_j}{(1 + CCMP)^j} + \frac{FFL_{j+1}}{(CCMP - g_{FFL})(1 + CCMP)^n} - Deuda Financiera Neta$$

Después de sustituir en la fórmula anterior, se obtiene lo siguiente:

$EV = 51,75 + 74,89 - 19,66 = 107,00$ millones de euros de valor empresarial, que dividido entre 12,33 millones de acciones que hay en circulación, obtenemos un valor estimado de 8,68€ por acción.

Utilizando la fórmula de Excel “TIR” para calcular la tasa interna de retorno (TIR), se obtiene una TIR del 16,46%. Premisas: desembolso inicial de 55,24 millones (12,33M de acciones por 4,48€), los FCL de la tabla anterior y 159 millones de valor residual. Aún en un escenario negativo con estimaciones muy comprimidas, la rentabilidad esperada de la inversión es positiva y supera al CCMP.

A continuación, se adjunta una tabla con la estimación de ventas desglosadas.

ANEXO IX: ESCENARIO PESIMISTA

Estimación de ventas desglosado por división o filial para el escenario pesimista.

ESTIMACIÓN DE VENTAS POR DIVISIÓN O FILIAL - ESCENARIO PESIMISTA													
Cifras en millones de euros		2021		2022		2023		2024		2025		2026	
Filial / Unidad	Ventas potenciales	Ventas	Tasa ocupación	Ventas	Tasa ocupación								
Industrial (actual)	19,2	11,5	60%	12,0	63%	12,3	64%	12,8	67%	13,0	68%	13,3	69%
Industrial (inversiones)	15,0	0,0	0%	0,0	0%	0,0	0%	0,0	0%	2,5	17%	4,8	32%
Rodamientos (actual)	desconocida	13,0	desconocida	13,3	desconocida	13,5	desconocida	13,5	desconocida	13,8	desconocida	13,8	desconocida
Oquendo (Fase 1)	18,0	1,5	8%	3,0	17%	5,0	28%	7,0	39%	8,8	49%	10,3	57%
Oquendo (Fase 2)	21,0	0,0	0%	0,0	0%	0,0	0%	0,0	0%	0,0	0%	1,0	5%
India	19,5	0,5	3%	1,0	5%	1,5	8%	3,0	5%	5,0	26%	7,5	38%
Brasil	desconocida	0,1	desconocida	0,3	desconocida	0,8	desconocida	1,3	desconocida	2,0	desconocida	3,0	desconocida
Galindo	desconocida	0,4	desconocida	1,0	desconocida	1,5	desconocida	2,0	desconocida	2,5	desconocida	3,3	desconocida
Rumania (Turnatorie)	30,0	15,0	50%	16,0	53%	17,0	57%	18,0	60%	19,0	63%	20,0	67%
Crecimiento inorgánico	desconocida	0,0	desconocida	desconocida	desconocida	2,0	desconocida	8,5	desconocida	10,0	desconocida	12,5	desconocida
TOTAL	122,7	42,0	34%	46,5	38%	53,5	44%	66,0	54%	76,5	62%	89,3	73%
Cifras en millones de euros		2027		2028		2029		2030		2031			
Industrial (actual)	19,2	13,5	70%	13,8	72%	14,0	73%	14,3	74%	14,5	76%		
Industrial (inversiones)	15,0	6,8	45%	8,3	55%	9,5	63%	10,5	70%	11,3	75%		
Rodamientos (actual)	desconocida	14,0	desconocida	14,0	desconocida	14,0	desconocida	14,0	desconocida	14,0	desconocida		
Oquendo (Fase 1)	18,0	11,3	63%	12,3	68%	13,0	72%	13,5	75%	13,8	76%		
Oquendo (Fase 2)	21,0	5,0	24%	9,0	43%	12,0	57%	14,0	67%	15,8	75%		
India	19,5	10,0	51%	11,5	59%	12,5	64%	13,5	69%	14,5	74%		
Brasil	desconocida	4,0	desconocida	4,8	desconocida	5,3	desconocida	5,5	desconocida	5,8	desconocida		
Galindo	desconocida	4,3	desconocida	5,0	desconocida	5,5	desconocida	6,0	desconocida	7,0	desconocida		
Rumania (Turnatorie)	30,0	20,5	68%	21,0	70%	21,5	72%	22,0	73%	22,5	75%		
Crecimiento inorgánico	desconocida	14,5	desconocida	19,5	desconocida	21,5	desconocida	23,5	desconocida	25,5	desconocida		
TOTAL	122,7	103,8	85%	119,0	97%	128,8	105%	136,8	111%	144,5	118%		

Fuente: elaboración propia.