

Trabajo Fin de Grado

Valoración de empresas: análisis del sector
farmacéutico

Autor/es

Jesús Manuel Arrieta Berges

Director/es

Luis Alberto Fabra Garcés

Facultad de Economía y Empresa. Campus Río Ebro.

Año 2024/2025

Índice

1.	DESCRIPCIÓN GENERAL Y OBJETIVOS	5
2.	DESCRIPCIÓN DE LAS EMPRESAS SELECCIONADAS	6
2.1.	LABORATORIOS ROVI.....	6
2.2.	REIG JOFRE	9
2.3.	FAES FARMA	11
3.	DESCRIPCIÓN DEL SECTOR ECONÓMICO.....	14
4.	ANÁLISIS CONTABLE DE LAS EMPRESAS	17
4.1.	LABORATORIOS ROVI.....	17
4.2.	REIG JOFRE	19
4.3.	FAES FARMA	22
5.	VALORACIÓN DE LAS EMPRESAS	23
5.1.	MÉTODOS ESTÁTICOS	23
5.1.1.	LABORATORIOS ROVI.....	24
5.1.2.	REIG JOFRE	25
5.1.3.	FAES FARMA	27
5.2.	MÉTODOS MIXTOS	28
5.2.1.	LABORATORIOS ROVI.....	28
5.2.2.	REIG JOFRE	29
5.2.3.	FAES FARMA	29
5.3.	MÉTODO POR FLUJOS DE CAJA.....	30
5.3.1.	LABORATORIOS ROVI.....	30
5.3.2.	REIG JOFRE	32
5.3.3.	FAES FARMA	34
5.4.	MÉTODOS POR MÚLTIPLOS.....	36
5.4.1.	LABORATORIOS ROVI.....	37
5.4.2.	REIG JOFRE	37
5.4.3.	FAES FARMA	38
6.	FACTORES DE CREACIÓN O DESTRUCCIÓN DE VALOR.....	38
6.1.	AUMENTO DE LA BETA EN LABORATORIOS ROVI	38
6.2.	REDUCCIÓN DE SU TASA LIBRE DE RIESGO EN REIG JOFRE	40
6.3.	AUMENTO DEL COSTE DE LOS FONDOS PROPIOS EN FAES FARMA	42

7. CONCLUSIONES.....	44
8. BIBLIOGRAFÍA.....	47
9. ANEXOS.....	50

Valoración de empresas: análisis del sector farmacéutico

Company valuation: analysis of the pharmaceutical sector

- Elaborado por Jesús Manuel Arrieta Berges.
- Dirigido por Luis Alberto Fabra Garcés.
- Presentado para su defensa en la convocatoria de Junio/Septiembre/Diciembre del año: Junio

Resumen

Este Trabajo de Fin de Grado analiza la valoración de empresas dentro del sector farmacéutico, aplicando distintas metodologías (estáticas, mixtas, por múltiplos y flujos de caja) a tres compañías españolas: Laboratorios Rovi, Reig Jofre y FAES Farma. Se estudian sus características financieras, estratégicas e innovadoras, evaluando el impacto de sus decisiones empresariales en su valor de mercado. El objetivo es comparar los métodos de valoración y extraer conclusiones útiles para futuras decisiones de inversión en este sector.

This Final Degree Project analyzes the valuation of companies within the pharmaceutical sector, applying different methodologies (static, mixed, multiples and cash flows) to three Spanish companies: Laboratorios Rovi, Reig Jofre and FAES Farma. Their financial, strategic and innovative characteristics are studied, evaluating the impact of their business decisions on their market value. The objective is to compare valuation methods and draw useful conclusions for future investment decisions in this sector.

Palabras clave

Valoración de empresas, sector farmacéutico, flujos de caja descontados, métodos estáticos, métodos mixtos, múltiplos de mercado, análisis financiero, innovación, internacionalización.

1. DESCRIPCIÓN GENERAL Y OBJETIVOS

La valoración de empresas es un área de vital importancia para las áreas de finanzas corporativas, como en sectores como el farmacéutico, donde la innovación, los ciclos de vidas de los productos y las regulaciones a las que están sujetas las empresas influyen en el valor que tienen ellas en el mercado. Este Trabajo de Fin de Grado tiene como objetivo analizar las metodologías más empleadas en la valoración de empresas, aplicándolas específicamente en tres empresas seleccionadas del sector.

Se estudiarán las características propias de esta industria tan relevante -como la alta inversión que se da en I+D, lo importante que son las patentes y los cuantiosos riesgos que van vinculados a la aprobación regulatoria- para así que podamos entender el impacto que tienen en los métodos de valoración.

Por último, se realizará una aplicación práctica de los modelos teóricos en tres empresas del sector farmacéutico: Laboratorios Rovi, Reig Jofre y FAES. En esta aplicación práctica emplearemos los siguientes métodos: métodos estáticos, métodos mixtos, métodos basados en el descuento de FCF y métodos por múltiplos.

Los objetivos van a ser los siguientes:

- Analizar y aplicar técnicas de valoración de empresas en el contexto particular del sector farmacéutico.
- Identificar las características claves que diferencian la valoración de empresas farmacéuticas a la de otros sectores.
- Estudiar las principales metodologías de valoración de empresas: métodos estáticos, métodos mixtos, métodos basados en el descuento de FCF y métodos por múltiplos.
- Seleccionar tres empresas farmacéuticas y realizar sus valoraciones aplicando los distintos métodos, contrastando los resultados.
- Evaluar las limitaciones y ventajas de cada metodología en función de las particularidades del sector.

- Proponer recomendaciones en los hallazgos obtenidos.

2. DESCRIPCIÓN DE LAS EMPRESAS SELECCIONADAS

2.1. LABORATORIOS ROVI

Laboratorios Farmacéuticos Rovi S.A. es una compañía española fundada en 1946 por Juan López-Belmonte. Sus orígenes vienen de 1939, cuando López-Belmonte fundó PAN Química Farmacéutica, pero al poco fue adquirida por Pfizer. Tras esta primera experiencia, el fundador reconstruyó la compañía con los recursos que obtuvo, la cual fue Rovi. En los primeros años desarrolló la bemiparina, una heparina de bajo peso molecular patentada por la empresa, que se acabó convirtiendo en su medicamento emblemático. Otro fármaco emblemático en sus comienzos fue el supositorio de glicerina Rovi, un laxante con gran popularidad en España; sin embargo, en 1994 la compañía vendió el producto a Pfizer, donde Juan López-Belmonte, hijo del fundador, afirmó que pese a ser una decisión muy dura, no se arrepentía por poder liberalizar los recursos hacia medicamentos más innovadores.

La estrategia de Rovi de expandirse tomó fuerza a comienzos del s. XXI, saliendo a Bolsa en 2007, siendo un punto de inflexión para comenzar su crecimiento internacional. Según comentó Javier López-Belmonte, la decisión de cotizar en Bolsa fue consensuada en familia para así poder convertir Rovi en una gran compañía y transparente. La oferta pública con la cuál salió a Bolsa la compañía valoraba a Rovi entre 460 y 530 millones de euros. Con esta salida a Bolsa comenzó su expansión internacional, apoyándose en inversión en I+D; a partir de aquí Hibor (el nombre comercial de la bemiparina) y otros productos lograron venderse en más de 120 países. En 2020, Rovi ganó visibilidad al lograr un acuerdo con Moderna para poder producir en España la vacuna ARNm contra la COVID-19 destinada a mercados extranjeros de EE.UU. Esta colaboración estratégica reafirmó a Rovi como socio industrial de alto nivel. En 2021, Rovi logró pasar al índice bursátil del IBEX 35, donde están las empresas más líquidas e importantes de la bolsa española.

Rovi es una compañía especializada en la investigación, el desarrollo, la fabricación y la comercialización de productos farmacéuticos. Su modelo de negocio fusiona la venta de medicamentos propios con servicios de fabricación de terceros. En el ámbito

de productos propios, la empresa cuenta con más de 40 fármacos comercializados, abarcando desde moléculas químicas tradicionales como también especialidades biológicas. Destacan en su lista: bemiparina (un heparinoide de bajo peso molecular, comercializado como Hibor® en España), presente en 89 países, y la enoxaparina biosimilar desarrollada internamente (biosimilar de heparina de bajo peso molecular, lanzada en 2017), que ya se comercializa en 38 países. Además de todo esto, Rovi ha incorporado a su lista fármacos para áreas de metabolismo óseo, sistema nervioso central y otros campos.

Por otro lado, Rovi ha creado una posición fuerte en la fabricación bajo licencia y servicios como CDMO (Contract Development and Manufacturing Organization). Desde hace muchos años produce vacunas de gran valor para otras compañías. Su planta principal se encuentra en Madrid, logrando a ser en 2007 la segunda mayor fábrica de vacunas para terceros. Un caso de esta fabricación para terceros podría ser el llenado y vacunado de las vacunas del COVID-19 para Moderna. También fabrica otros productos para socios y opera una división manufacturera de medicamentos sólidos. De esta manera, las líneas de negocio de Rovi serían las siguientes: medicamentos propios innovadores, medicamentos licenciados y producción farmacéutica para clientes internacionales.

La innovación científica es un pilar fundamental de la compañía. Desde sus comienzos, se ha invertido en el desarrollo farmacéuticos propios. Un ejemplo de esto podría ser la obtención de la bemiparina, proviniendo de una motivación familiar: “Mi abuela padecía tromboflebitis y, en España, no había medicamentos para tratarla. Entonces, mi abuelo... encontró que fuera de España sí se trataba y decidió traerlo. Eso fue el germen de nuestra heparina, que es uno de nuestros principales productos y forma parte de nuestra historia” relata Javier López-Belmonte. Este espíritu llevó a Rovi a convertirse en desarrollador de productos propios a partir de los años 90. Como dijo Javier López-Belmonte: “Mi padre vio venir que el modelo de vender productos de otros se estaba agotando... y empezó a desarrollar productos propios, como nuestra bemiparina Hibor”.

Actualmente, Rovi mantiene una estrategia de I+D enfocada y a largo plazo. Estas investigaciones se centran en áreas terapéuticas que en relación riesgo/beneficio es favorable, donde buscan nichos con gran ventaja “Tenemos una estrategia de I+D muy

definida... Lo que está claro es que quien no siembra no recoge y nosotros siempre hemos sido constantes en esta área”, afirma López-Belmonte. Una de sus innovaciones más significativas es su sistema ISM® (Intramuscular Slow Release Microimplant), un sistema patentado de liberación prolongada de fármacos. A través de este sistema, han dado lugar a nuevos productos como Doria® (risperidona ISM), un antipsicótico para la esquizofrenia que ofrece dosis mensuales para así mejorar la adherencia de los pacientes, recibiendo su autorización en 2021.

La capacidad de I+D de Rovi ha sido reconocida por las instituciones europeas. El Banco Europeo de Inversiones (BEI) otorgó 2 préstamos a la compañía, en 2017 de 45 millones de euros y en 2022 de 50 millones, para así apoyar sus proyectos de innovación tecnológica en administración de fármacos. En este contexto, Ricardo Mourinho Félix, vicepresidente del BEI, destacó la relevancia estratégica que tienen empresas como Rovi: “Una empresa europea que puede contribuir de manera significativa a encontrar soluciones para hacer frente a pandemias actuales y futuras proporciona una importante ventaja estratégica para España y Europa”. Por parte de la compañía, Juan López-Belmonte Encina ha asegurado: “La innovación y la investigación forman parte de nuestra identidad como empresa farmacéutica, ya que apostamos por soluciones que mejoren la salud de las personas. En ROVI contamos con una estrategia sólida de I+D... esperamos que... la I+D se convierta en uno de los motores estratégicos del grupo para los próximos años”. Estas declaraciones reflejan como Rovi ha integrado la innovación en su cultura corporativa, con grandes proyectos como en oncología, neurología y glicómica.

Rovi se ha internacionalizado rápidamente en las últimas décadas, pasando de estar únicamente en España a un gran número de países, definiéndose Rovi como una compañía paneuropea, ya que posee filiales en Portugal, Alemania, Reino Unido, Italia, Francia y Polonia. Su base productiva permanece en España, pero un gran número de sus ingresos provienen del extranjero. Su producto estrella, la bemiparina está registrado en 89 países de todos los continentes. También la compañía se encuentra en mercados emergentes, logrando alianzas para la distribución de sus productos, llegando a Oriente Medio, Norte de África, Asia-Pacífico y América Latina.

La empresa también ha logrado exportar tecnología y know-how, siendo en palabras de la familia fundadora “España ha pasado de importar tecnología a exportar tecnología

made in Spain. Y eso es lo que hacemos nosotros”. Un caso de esto sería la licencia de su tecnología ISM a empresas como Pharmedeus (Suecia) y Reliance (India) para desarrollar nuevas terapias inyectables de larga duración, ampliando su alcance global a través del acuerdo firmado en 2023.

Esta creciente huella internacional de Rovi refleja su incursión desde 2020, en índices y proyecto paneuropeos, como podría ser su incursión en el índice FTSE4Good.

Rovi opera bajo un sistema regulatorio muy estricto para todos sus procesos, cumpliendo las normativas de agencias como la AEMPS, EMA y FDA. Desde que salió a Bolsa en 2007, es supervisada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), tomando altos estándares de transparencia y gobierno corporativo, reforzándose con su integración en el IBEX 35 en 2021. En el ámbito sanitario, Rovi garantiza su calidad mediante sistemas GMP, ISO y farmacovigilancia. Un caso destacado fue en 2021, cuando se detectaron moléculas metálicas en sus vacunas contra la COVID-19 de Moderna producidas por Rovi, la empresa actuó con rapidez, transparencia y colaborando con las autoridades, lo que minimizó el impacto y mantuvo la confianza internacional. Además, Rovi participa activamente en proyectos público-privados de innovación, como podría ser el programa CENIT en nanomedicina y la iniciativa europea de reserva de capacidad de fabricación de vacunas, logrando posicionarse como un socio fiable en el sector farmacéutico.

2.2. REIG JOFRE

La compañía fue fundada en 1929 en Barcelona por Ramon Reig-Jofre, comenzando su actividad como un pequeño fabricante de formulaciones magistrales. A lo largo del s. XX amplió su catálogo y sus capacidades, donde se especializó en las áreas de dermatología y antibióticos, realizando inversiones claves como fue la instalación de su primer liofilizador en 1978 y adquirió de nuevas plantas industriales en Barcelona y Toledo.

Un gran hito estratégico que tuvo la empresa fue la fusión en 2014 con la empresa Natraceutical S.A., lo que desembocó en la salida de la compañía al mercado continuo bajo el ticker RJF y diversificar su actividad hacia complementos nutricionales. Desde

ese momento, bajo el liderazgo de Ignasi Biosca Reig, tercera generación familiar, la empresa a combinado la tradición con la expansión hacia el extranjero.

Reig Jofre estructura su actividad en dos divisiones: el negocio farmacéutico, con medicamentos de especialidad y genéricos de valor añadido, y el negocio de nutrición y salud, llamados Forté Pharma. Sus principales áreas de especialización farmacéutica son:

- Inyectables liofilizados, teniendo una gran posición dentro del mercado hospitalario.
- Antibióticos beta-lactámicos, reforzados gracias a su fábrica en Toledo.
- Productos dermatológicos tópicos.
- Complementos alimenticios, bajo la marca Forté Pharma.

Además de todo lo anterior, la compañía también ofrece servicios de fabricación para terceros (CMO), gracias a su alta productividad de gran calidad. La estrategia de innovación de Reig Jofre se enfoca en el desarrollo de nuevas formulaciones sobre principios activos existentes, como se puede apreciar con su tecnología CicloTech® para tratamientos de onicomiosis.

Reig Jofre apuesta por la innovación incremental y colaborativa. Resalta la creación de Syna Therapeutics en 2018, una joint venture con LeanBio, centrada en el desarrollo de biosimilares. Gracias a esta, la compañía ha logrado entrar en el sector biotecnológico, logrando acuerdos de licencia global que aumenta su proyección internacional.

Como señala su CEO, la visión estratégica de Reig Jofre es “convertirse en una compañía global de salud referente en fiabilidad, calidad, innovación y sostenibilidad”, proyectando la importancia que tiene el I+D como motor para crecer.

Actualmente, cerca del 50% de los ingresos de la compañía vienen de mercados internacionales, teniendo presencia con sus filiales en Francia, Bélgica, Reino Unido, Suecia, Polonia, Portugal y Singapur. La expansión hacia mercados emergentes en Asia, Latinoamérica y África ha sido estratégica, consiguiendo penetrar en mercados con una

muy estricta regulación como Japón y fortaleciendo su presencia en Europa a través de Forté Pharma.

En 2021 se inauguró su planta de inyectables en Sant Joan Despí, con capacidad para producir 35 millones de viales anualmente, siendo clave para consolidar su capacidad de exportación global bajo estándares GMP y FDA.

Reig Jofre opera bajo unos estándares regulatorios duros, tanto en lo farmacéutico como también en lo financiero. Ha logrado certificar sus plantas para los mercados extranjeros y ha superado las auditorías de la FDA y EMA, lo que le ha permitido comercializar sus productos en los mercados de Estados Unidos, Europa y Japón.

En el ámbito financiero, la compañía opera en la Bolsa de Madrid desde el año 2015, estando bajo la supervisión de la CNMV, cumpliendo con las prácticas de transparencia, buen gobierno corporativo y compliance. Además, con su entrada en la Alianza Europea de Medicamentos Críticos ha sido reconocida su rol como proveedor estratégico de los antibióticos esenciales para la Unión Europea (UE).

Reig Jofre tiene una buena imagen de empresa innovadora, financieramente prudente y tecnológicamente avanzada. Según los analistas de bolsa, se trata de una "compañía bien posicionada con objetivos ambiciosos y desempeño sólido". Su especialización industrial en inyectables liofilizados y antibióticos, como también lo avisado en la sostenibilidad y sus buenas prácticas en ESG, mejoran su reputación.

La tradición familiar, mezclada con la profesionalización de su gestión, y su compromiso con la calidad y la innovación, han hecho que Reig Jofre sea un referente dentro de la industria farmacéutica española, valorada tanto en el mercado nacional como también en el internacional.

2.3. FAES FARMA

FAES Farma fue fundad en 1933 en la localidad bilbaína de Lejona, denominándose en su creación como “Fábrica Española de Productos Químicos y Farmacéuticos”, siendo su objetivo desarrollar medicamentos innovadores dentro de un contexto de altas carencias sanitarias. En la década de los 30 lanzó Neo-FAES, su primer logro comercial contra la sífilis. En la posguerra, logró consolidarse como un proveedor estratégico al

producir localmente medicamentos críticos, expandiendo su cartera de producto hacia las sales minerales y los agroquímicos.

FAES Farma dio un giro de guion en los años 70, cuando centró sus esfuerzos únicamente en la farmacología humana. En este período sacó al mercado productos icónicos, como fue Venosmil® (hidrosmína), un flavonoide venotónico que aún es el líder de este segmento. En la década de los 90 comenzó una estrategia de crecimiento combinando el desarrollo interno y la compra de productos como fueron Hidroferol® (calcifediol) y Alergical®, diversificando su línea de productos hacia nuevas áreas como el metabolismo óseo y la alergología.

Una de sus mejores decisiones estratégicas de dio en 2007, cuando logró crear la división veterinaria Farm Faes, con la compra de Ingaso Farm. A día de hoy, esta área representa cerca del 20% de su cifra de negocio del grupo, mostrando lo importante que es la diversificación sectorial.

El mayor éxito científico más relevante de la compañía fue desarrollar la bilastina, un antihistamínico de última generación, que fue aprobada en 2010 en Europa. En palabras de Faes Farma, esta representa la “vocación investigadora inquebrantable” de la compañía.

FAES Farma tiene estructurada su actividad en tres áreas principales:

- Medicamentos de prescripción: Incluye antihistamínicos (Bilaxten®), suplementos de vitamina D (Hidroferol®), tratamientos cardiovasculares y neurológicos, entre otros. La diversificación ha logrado que FAES lidere segmentos como la insuficiencia venosa y la rinitis alérgica.
- Productos de HealthCare: Complementos nutricionales y productos OTC a través de marcas como Aquilea y Finisher, adquiridas con la compra de Laboratorios Diafarm en 2018.
- Nutrición y salud animal: Especializada en aditivos para la industria ganadera y nutracéuticos veterinarios, creciendo esta división consistentemente en España y Latinoamérica.

La compañía mantiene una capacidad productiva propia en Lejona, Madrid y Guatemala, permitiéndole controlar la calidad, los costes y los suministros de su principales medicamentos y suplementos.

FAES Farma invierte entre un 8% y un 10% de sus ingresos en actividades de I+D, siendo una cifra elevada para una farmacéutica mediana española. La cima de esta estrategia ha sido la bilastina, un medicamento que está aprobado actualmente en 121 países, siendo conocida por su eficacia comparable a los grandes antihistamínicos, pero con menor sedación.

Otro ejemplo sería el impulso del calcifediol durante la pandemia de COVID-19. Tras realizar una prueba piloto en el Hospital Reina Sofía de Córdoba, con el apoyo de la compañía, se vio que con el tratamiento se reducía muchísimo las posibilidades de entrar a la UCI, demostrando la capacidad de FAES para explorar nuevas aplicaciones de su portafolio.

Faes Farma sigue trabajando en nuevas formulaciones pediátricas, liberaciones modificadas y nuevas tecnologías aplicadas tanto medicamentos humanos como también para la nutrición animal.

En los últimos años, FAES Farma ha desarrollado una agresiva estrategia de lanzarse al extranjero. Se han creado filiales en América Latina (México, Colombia, Chile, Perú, Ecuador, Guatemala) y África (Nigeria), y además compró plataformas, como podrían ser Global Farma en Guatemala (2021) y NovoSci Healthcare en Dubái (2023).

A día de hoy, el 57% de sus ingresos provienen del mercado exterior, superando el año 2024 por primera vez en su historia a las ventas nacionales. FAES apuesta principalmente el mercado latinoamericano, donde lidera en ventas de bilastina y calcifediol, y tiene pensado crecer en Oriente Medio y Asia, a la espera de la aprobación de bilastina en China.

Su modelo de internacionalización combina exportaciones, licencias a socios locales y presencia directa gracias a sus filiales, consiguiendo la diversificación geográfica y reducir sus riesgos de concentración.

FAES Farma opera bajo los estrictos estándares GMP y cumple con las regulaciones de la EMA, FDA y agencias locales, tanto humano como también en nutrición animal. La aprobación de bilastina en mercados tan exigentes como Japón y Australia evidencia su solidez regulatoria.

En el ámbito financiera, cotiza en la Bolsa de Madrid desde los años 40, siendo una de las farmacéuticas españolas con más tiempo en el mercado bursátil. Tiene un historial extraordinario, gracias al cumplimiento normativo, la transparencia y su buen gobierno corporativo.

La empresa se diferencia también gracias a su compromiso ético, teniendo códigos de conducta, compliance y participación activa en Farmaindustria, lo que ha reforzado su reputación de fiabilidad y sostenibilidad.

A día de hoy, la compañía es vista como un referente de empresa farmacéutica mediana globalizada. Logra combinar la tradición, la innovación, la expansión internacional y una buena gestión financiera. Según varios analistas, su perfil de bajo endeudamiento, la alta generación de caja y su sólida línea de productos le otorgan resiliencia ante el sistema económico tan cambiante.

José María Fernández Sousa-Faro, presidente de PharmaMar, comentó públicamente que el gran éxito de FAES “demuestra que en España se puede innovar en medicamentos competentes a escala global”.

Con una estrategia centrada en la innovación incremental, la expansión hacia el exterior y la sostenibilidad, FAES Farma busca colocarse como "una compañía global de salud referente en fiabilidad, calidad, innovación y sostenibilidad".

3. DESCRIPCIÓN DEL SECTOR ECONÓMICO

El sector farmacéutico está posicionado como una pieza clave en la economía española. Se trata de una industria de alta tecnología, creadora de empleo cualificado y combina una base manufacturera sólida con una gran inversión en I+D. en los últimos tiempos, las empresas farmacéuticas de nuestro país han aumentado su proceso de internacionalización, buscando diversificar los riesgos geográficos y expandir los mercados dentro de un entorno muy competitivo y altamente regulado.

La industria farmacéutica en España se caracteriza por la convivencia de grandes multinacionales extranjeras y compañías españolas que desarrollan, elaboran y comercializan medicamentos. Este sector representa dentro de la economía española, aproximadamente, un 0,6% del PIB de manera directa, y de manera indirecta la cifra aumenta al 2%. Además, este sector da empleo a más de 200.000 trabajadores, superando en productividad a la media de la industria de España.

La internacionalización ha respondido principalmente a la necesidad de diversificación ante el crecimiento limitado del mercado nacional y las políticas de mantener el gasto público sanitario. Esta internacionalización permite a las empresas entrar a nuevos mercados, optimizando la escala productiva y aumentando su competitividad global.

Según Farmaindustria (2022), “la innovación es el factor que permite a las empresas farmacéuticas competir más allá del precio”. El I+D representa en torno a 1.200 millones de euros anualmente, lo que convierte al sector como en el que más invierte industrialmente a la par del sector automovilístico. Esta inversión sostiene el lanzamiento de nuevos productos diferenciados, lo que le permite competir en mercados de alta exigencia.

Además, muchas compañías se han centrado en lograr acuerdos de licencia, fusiones o adquisiciones para mejorar su presencia internacional. La apertura de filiales, la adquisición de plantas o la fabricación para terceros son estrategias habituales.

En España tenemos varios casos de empresas que han tenido éxito en el proceso de internacionalización:

- **FAES FARMA**

Fue fundada en 1933, basando su expansión internacional en productos propios como la bilastina, un antihistamínico de segunda generación, la cual tiene licencia en más de 100 países. Esta ha reforzado su presencia en América Latina mediante adquisiciones, como Global Farma en Guatemala, y nuevas filiales, lo que representa actualmente el 50% de su cifra de negocio total.

- LABORATORIOS ROVI

Rovi ha combinado la comercialización de productos propios (heparinas de bajo peso molecular) con acuerdos con otras empresas, como el caso con Moderna para fabricar la vacuna de esta última de su vacuna de ARNm contra la COVID-19. A través de esta alianza ha conseguido aumentar su beneficio neto en un 151% en el año 2021 y logró consolidar su integración en cadenas globales de producción biofarmacéutica.

- REIG JOFRE

Especializada en inyectables y dermatología, Reig Jofre inauguró una nueva planta de alta capacidad en Barcelona en 2021, la cuál se ha destinado a la exportación y fabricación de otras empresas, como las vacunas de Janssen. Además, posee filiales en Europa y Asia, y distribuye sus productos en más de 70 países.

- PHARMAMAR

PharmaMar consigue diferenciarse a través de su enfoque en oncología marina innovadora. Con sus alianzas internacionales como la de Yondelis® (trabectedina) con Johnson & Johnson y Zepzelca® (lurbinectedina) con Jazz Pharmaceuticals, ha conseguido entrar compuestos originales en mercados como el estadounidense, lo que demuestra que la innovación radical puede ser un eje de internacionalización.

- ALMIRALL

Almirall, centrada en dermatología, ha construido una red internacional mediante sus filiales en Europa y EEUU, la cuales combinan el crecimiento orgánico con las adquisiciones (Aqua Pharmaceuticals y activos dermatológicos de Allergan). En este momento, un 70% de las ventas de sus productos provienen del extranjero.

Entre los principales retos de la internacionalización a la que se enfrentan el sector farmacéutico de nuestro país figuran la competencia global con multinacionales a gran escala, las grandes presiones que sufren por las regulaciones y los precios, y la

necesidad continuada de innovar. Como destaca Farmaindustria, “en la carrera internacional, la capacidad de innovar y adaptarse a nuevos entornos regulatorios marcará la sostenibilidad de las empresas españolas”.

Gestionar riesgos cambiantes, adaptarse a las normativas de otros países y mantener ventajas competitivas será la clave para conseguir consolidarse exitosamente en el paradigma internacional.

Como conclusión, nuestro sector farmacéutico, gracias a la gran apuesta que han realizado en la innovación y su gran capacidad para internacionalizarse, se ha posicionado como un actor de gran peso a nivel internacional. Empresas como Faes Farma, Rovi, Reig Jofre, PharmaMar y Almirall nos demuestran que partiendo de una buena base tecnológica y logrando una gestión eficaz, es posible logra competir en el extranjero, generando valor económico y social.

4. ANÁLISIS CONTABLE DE LAS EMPRESAS

4.1. LABORATORIOS ROVI

Respecto al análisis de se estructura patrimonial, su fondo de maniobra se ha mantenido creciendo de manera positiva, pasando de 241,7 millones de euros en 2020 a 392,2 millones en 2022. Aunque en 2023 se registró un ligero descenso hasta 309,5 millones, el dato sigue mostrando una muy buena capacidad para poder pagar sus obligaciones a corto plazo. Este buen comportamiento hace pensar que se realiza una gestión prudente de sus activos y pasivos corrientes.

Sus ratios de endeudamiento nos muestras un perfil más cambiante. El endeudamiento total ha variado entre el 54% y el 69%, con un alto pico en 2022. Este repunto nos indica que se empleó de una manera más intensiva el apalancamiento, aunque al año siguiente se redujo hasta el 47%. En cuanto a como se compone el pasivo, la deuda a largo plazo disminuyó hasta el 18% en 2022, pero al año siguiente volvió a aumentar hasta el 22%. El endeudamiento a corto plazo, por su parte, ha ido creciendo progresivamente, hasta llegar al 78% en el año 2023. Esta distribución hace recomendable mantener una gestión de liquidez eficaz para evitar tensiones derivadas de vencimientos cercanos.

Según su análisis financiero, su ratio de solvencia refleja una mejorada moderada, pasando del 3,48 en 2020 a 3,76 en 2023. Aunque no sea tan elevada como el caso anterior, la cifra sigue mostrando una buena capacidad para responder frente al pasivo exigible. La liquidez general, por su parte, se ha mantenido por encima de 2, aunque con una ligera oscilación, destacando un descenso en 2022 (2,12). En cambio, la liquidez inmediata ha experimentado un gran descenso: desde el 0,43 en 2022 al 0,13 en 2023, lo que podría comprometer su capacidad de respuesta a pagos inmediatos si no de gestiona bien.

La cobertura de los gastos financieros ha sido muy alta, superando los 200 puntos en los tres últimos ejercicios, alcanzando en 2022 los 301,35. Esto garantiza una amplia holgura para poder abonar los intereses. Además, el impacto de los gastos financieros sobre las ventas es prácticamente nulo (0,001), lo que hace ver una financiación muy eficiente.

Su rentabilidad económica (ROA) presenta una clara tendencia ascendente, alcanzando su máximo en 2022 (29,12%) pero se corrigió ligueramente en 2023 (27,54%). Este comportamiento se respalda por un margen creciente, logrando un máximo en 2022 de 31,23%, visualizando un mayor aprovechamiento del volumen de ventas para generar resultados operativos. Además, la rotación de sus activos ha mejorado muchísimo, pasando del 73,11% en 2020 hasta el 103,7% en 2023, lo que nos da una señal de un uso eficiente de sus activos.

En cuanto a su rentabilidad financiera (ROE), observamos un crecimiento notable desde el 16,34% en 2020 al 38,30% en 2022, disminuyendo ligeramente en 2023 (31,38%). Estos valores nos reflejan una excelente capacidad para generar beneficios para sus accionistas, estando muy por encima de la rentabilidad que se exige habitualmente por el mercado.

Según su análisis bursátil, su beneficio por acción (BPA) se ha experimentado un gran crecimiento, triplicándose en 3 años, pasando de 1,09 €/acción en 2020 a 3,15 €/acción, evidenciando un importante aumento de su resultado neto. Este crecimiento no ha sido alterado por el número de acciones, ya que se ha mantenido estable. Por otro lado. Por otro lado, su pay-out ha pasado de niveles moderados (entre el 0,14 y 0,16) a

un 0,41 en 2023, lo que nos hace pensar que se ha seguido una política muy generosa de distribución de dividendos los últimos años.

El PER ha mostrado una notable volatilidad, donde se pasó del 34,99 en 2020 a un pico en 2021 del 73,8, para después reducirse a unos niveles más adecuados (19,09 en 2023). Esta reducción puede verse reflejada en una mayor confianza de sus inversores ante la mejora sostenida del BPA o un ajuste de su cotización en Bolsa. En cualquiera de los casos, el nivel alcanzado en el último ejercicio lo sitúa en una zona muy atractiva para los inversores.

Por último, la productividad de su personal, donde la empresa ha aumentado su plantilla progresivamente, alcanzando la cifra de 2.111 empleados en 2023. El coste medio por trabajador también ha ido creciendo, pasando de 54.566 € en el año 2020 a 58.174 € en 2023, demostrando una políticas retributivas competitivas. La productividad por empleado ha mejorado notablemente, especialmente entre 2020 y 2022, pero disminuyendo el último año. Aun así, se mantiene en unos niveles elevados, pudiendo ver una fuerza laboral eficiente y bien dimensionada.

Como conclusión, el análisis global de sus ratios nos revela una empresa con una rentabilidad creciente, sólida capacidad de generación de beneficios y niveles de productividad elevados. La estructura de financiación, si bien presenta un mayor peso de la deuda a corto plazo, se encuentra controlada y sostenida por una adecuada solvencia y liquidez general. Además, la evolución del BPA y la rentabilidad financiera refuerza su atractivo bursátil. No obstante, la reducción de la liquidez inmediata y su pico de endeudamiento en 2022 son factores que deberían tenerse en cuenta en su estrategia futura

4.2. REIG JOFRE

Respecto al análisis de su estructura patrimonial, su fondo de maniobra ha mostrado una evolución positiva, creciendo de 22,9 millones de euros en el 2020 a 42,4 millones en 2023. Este crecimiento sostenido indica una mejora en su capacidad para poder hacer frente a sus obligaciones a corto plazo con activos corrientes, reforzando su equilibrio patrimonial y reduciendo el riesgo de tensiones de tesorería.

Según sus ratios de endeudamiento, su endeudamiento total ha ido disminuyendo progresivamente, pasando del 72% en 2020 al 62% en 2023. Este descenso refleja una política financiera orientada a una mayor autonomía y solidez. No obstante, la estructura de deuda ha cambiado: mientras que se ha reducido su endeudamiento a largo plazo (del 41% al 29%), el peso de su deuda a corto plazo ha aumentado, llegando al 71% en 2023. Esta concentración de pasivos exigibles a corto plazo implica la necesidad inmediata de liquidez, lo que refuerza la importancia de una buena planificación financiera.

Respecto a su análisis financiero, sus niveles de solvencia se han mantenido estable, con unos valores en torno al 2,54 y 2,84, siendo suficientes para poder afrontar sus compromisos de pago con terceros. En cambio, sus ratios de liquidez presentan una situación menos holgada: su liquidez general apenas puede superar el mínimo recomendado, lo que sugiere una capacidad más limitada para cubrir sus deudas inmediatas. A esto se suma una liquidez inmediata muy reducida, estando sus valores entre 0,06 y 0,15, lo cual representa un factor de vulnerabilidad ante pagos imprevistos o retrasos en cobros.

En relación con la cobertura de los gastos financieros, la empresa mantiene una buena posición, con ratios superiores a 8 los últimos tres ejercicios. Este nivel garantiza una buena capacidad para poder afrontar los costes derivados del endeudamiento. Asimismo, el impacto de los gastos financieros sobre sus ventas es casi nulo (0,004), lo cual manifiesta una estructura de financiación eficiente y sin presión sobre sus resultados.

La rentabilidad económica (ROA) ha seguido una trayectoria ligeramente ascendente, situándose en el 3,18% en el último ejercicio. Aunque estos valores no son muy elevados, sí que nos reflejan una mejora constante de la eficiencia en el uso de los activos. El margen sobre ventas, que oscilan entre el 3% y el 4%, nos indica que la empresa obtiene unas beneficios modestos por cada unidad monetaria vendida, lo que nos sugiere un entorno competitivo o con márgenes bastante ajustados.

En contrapartida, la rotación del activo ha mejorado notablemente (del 72,55% a 95,63%), demostrando una mayor agilidad en el uso del activo total para generar ventas. Como resultado, la rentabilidad financiera (ROE) ha mejorado de una forma significativa, ya que ha pasado del 3,07% en 2020 al 4,6% en 2023 lo que nos indica

que, aunque de una manera contenida, el valor creado para sus accionistas ha crecido sostenidamente, refleja una mejora en su gestión global del capital.

Respecto a su análisis bursátil, el beneficio por acción (BPA) ha crecido de 0,07 €/acción en 2020 a 0,12 €/acción en 2023, lo que refleja una mejora de los resultados netos. En paralelo, la política de dividendos ha sido cada vez más conservadora, con una disminución de su pay-out desde el 1,55% al 0,44%, lo que se ve como una apuesta por la reinversión de sus beneficios.

El PER ha sufrido un gran descenso, pasando del 53,51 al 18,76, mejorando el atractivo de su acción ante posibles inversores al reducirse el número de años necesarios para recuperar su dinero invertido.

Por último, su productividad del personal, donde la empresa ha incrementado su plantilla de 1.122 empleados en 2020 a 1.316 en 2023, viniendo acompañado de un crecimiento controlado del gasto del personal. El coste medio por trabajador ha oscilado entre 53.200 y 57.600 euros, lo que se ha mantenido relativamente estable.

La productividad por empleado ha mejorado considerablemente, creciendo desde 205.100 euros en 2020 a 240.188 euros en 2023. Esta evolución indica una mayor eficiencia operativa, con más ventas generadas por empleados, lo que contribuye a la mejora de su rentabilidad.

Como conclusión, la evolución de los principales ratios pone de manifiesto un avance sostenido hacia una estructura financiera más equilibrada, una rentabilidad creciente y una mayor eficiencia en el uso de los recursos disponibles. La reducción del endeudamiento, la mejora en la rotación del activo y el crecimiento de la productividad del personal refuerzan una trayectoria positiva en términos de creación de valor.

No obstante, aspectos como la baja liquidez inmediata o el aumento del peso del endeudamiento a corto plazo señalan áreas de vulnerabilidad que requieren seguimiento y una gestión financiero prudente.

En su conjunto, los resultados sugieren una empresa en proceso de consolidación, con fundamentos cada vez más sólidos y con potencial para seguir mejorando su posición competitiva y financiera en el futuro.

4.3. FAES FARMA

Respecto a su estructura patrimonial, su fondo de maniobra ha sido positivo durante todo los períodos, lo que significa que puede hacer frente a sus obligaciones a corto plazo. No obstante, en el 2023 sufrió una pequeña disminución, lo que podría verse como una advertencia de que en el futuro pueda sufrir problemas de liquidez si la tendencia se mantiene. En cualquiera de los casos, su nivel de fondo de maniobra es suficiente para garantizar el equilibrio a corto plazo.

Según sus ratios de endeudamiento, la empresa ha experimentado una mejora significativa. Su ratio de endeudamiento tal ha descendido, pasando de 0,23 en 2020 a 0,17 en 2023, indicándonos una menor dependencia a la financiación ajena y mayor autonomía financiera. Tanto su endeudamiento a largo plazo como a corto plazo se mantienen estables, aunque destaca que la mayor parte de su pasivo es corriente (aproximadamente un 76%). Este dato refuerza la importancia de una adecuada gestión de su tesorería para evitar desequilibrios.

Respecto a su análisis financiero, sus ratios muestran una posición sólida. La solvencia, se ha mantenido en niveles muy elevados, estando entre 7,41 y 8,88, evidenciando su gran capacidad para hacer frente a sus deudas. La liquidez general, también es elevada, estando en torno al 3,4, estando muy por encima del mínimo, lo que refleja una buena posición para cubrir sus compromisos a corto plazo.

Sin embargo, su liquidez inmediata ha ido reduciéndose progresivamente (de 1,08 en 2020 a 0,4 en 2023), que podría generar cierta alerta en caso de necesidad urgente de liquidez. En cuanto a su cobertura de gastos financieros, aunque ha disminuido, se mantiene holgado (98,67 en 2023), garantizando una buena capacidad para afrontar los intereses generados por la deuda. Además, el ratio de gastos financieros sobre ventas es prácticamente nulo, lo que indica un bajo impacto de los costes financieros en la actividad operativa.

En el ámbito de la rentabilidad, la empresa presenta unos resultados consistentes, la rentabilidad económica (ROA) se ha mantenido en torno al 13% y al 15%, lo que demuestra el buen uso de los activos. El margen sobre ventas, se sitúan en torno al 23%, reflejando una adecuada capacidad para generar beneficios operativos.

La rotación del activo ha mostrado un ligero retroceso, pasando del 65,33% en 2020 al 58,14% en 2023, pudiéndose deber a un incremento de los activos no acompañado de una aumento proporcional de las ventas. Finalmente, la rentabilidad financiera (ROE) sigue la tendencia descendente, aunque mantiene niveles aceptables (13,82% en 2023).

Según su análisis bursátil, el BPA ha experimentado una ligera mejoría durante el período analizado, situándose en 2023 en 0,29 €/acción. El número de acciones ha ido aumentado progresivamente, reflejando una posible ampliación de capital. El pay-out, se mantiene estable entre el 16% y el 20%, indicando una política de distribución de dividendos conservadora que favorece la reinversión de beneficios.

El PER, ha caído de 13,43 en 2020 a 10,9 en 2023. Este descenso se puede ver como una mejora del beneficio relativo o una reducción del precio de la acción, lo que para un inversor podría ser una gran oportunidad, siempre que las perspectivas de resultados se sigan manteniendo positivas.

Por último, su análisis de productividad se observa una gestión equilibrada entre costes y rendimiento. El coste medio por trabajador ha aumentado moderadamente, lo que puede reflejar mejoras salariales o ajustes derivados del mercado laboral. La productividad por empleado se ha mantenido estable en torno a los 250.000 €, logrando su máximo en 2022.

Como conclusión, los ratios analizados reflejan que FAES Farma tiene una estructura financiera sólida, una rentabilidad consistente y una gestión prudente del endeudamiento y la liquidez. No obstante será importante que presten atención a la tendencia decreciente de la liquidez inmediata u ciertos márgenes de rentabilidad, así como a la composición del endeudamiento, siendo la mayoría a corto plazo. A pesar de estas advertencias, el perfil económico-financiero de la empresa se mantiene muy favorable en el conjunto del período.

5. VALORACIÓN DE LAS EMPRESAS

5.1. MÉTODOS ESTÁTICOS

Los métodos estáticos de valoración son una herramienta clásica y ampliamente empleada para determinar el valor de una empresa a partir de su situación patrimonial

en un momento determinado. A diferencia de los métodos dinámicos, como es el caso de los flujos de caja que se explican más adelante, no tiene en cuenta la evolución futura de la empresa ni el riesgo, fundamentándose exclusivamente en el balance.

Entre los métodos más representativos se encuentran los siguientes:

- Valor Neto Contable Corregido (VNCC): se calcula como la diferencia entre el activo y el pasivo de la empresa, es decir, su patrimonio neto. Este valor representa lo que valdría la empresa en el caso de que se liquidasen sus activos y se cancelasen sus deudas a precios actuales.
- Valor Sustancial (VS): representa el valor de los activos vinculados directamente a la operativa de la empresa, también a valor razonable. Este indicador permite aislar el negocio principal de elementos no recurrentes o financieros, centrándose en la capacidad productiva o comercial de la empresa.
- Capital Permanente Necesario en la Explotación (CPNE): representa la parte de los activos de explotación que no está financiada mediante pasivos corrientes operativos (como proveedor u otras deudas a corto plazo con origen en operaciones comerciales).

5.1.1. LABORATORIOS ROVI

Respecto a su VNCC, la empresa ha crecido de manera sostenida durante los períodos que se han analizado. En únicamente 4 ejercicios, se ha logrado un incremento de más de 165 millones de euros, reflejando una mejoría patrimonial constante. Esta evolución positiva se puede venirse motivada por los beneficios acumulados, mejoras en la gestión de los activos o la reducción del endeudamiento relativo.

Además, su VS, entre 2020 y 2022, el valor de sus activos de explotación aumentó en más de 300 millones de euros, lo que se podría deber a inversiones en activos fijos, la compra de existencia o el crecimiento de sus cuentas a cobrar por su mayor actividad comercial. Pese a esto, en 2023, se observó un ligero descenso, aproximadamente de 78 millones de euros respecto a 2022, lo que se podría entender como una optimización

del activo operativo, una posible reestructuración o una corrección del valor razonable. En todo caso, sigue siendo muy superior su valor al de 2020.

Por último, su CPNE ha crecido significativamente entre 2020 y 2022, lo que podría sugerir que la empresa necesite más financiación a largo plazo para mantener su capacidad productiva, lo que pueda venir del aumento del VS. En 2023, el CPNE descendió, pero sigue en altos niveles. Puede reflejar una mejor gestión de su fondo de maniobra, la reducción de existencia o la mejora de los plazos tanto de cobro como de pago. La empresa podría estar logrando financiar su actividad con pasivos a corto plazo.

Como conclusión podríamos sacar a través de estos 3 tipos de valoración que presenta una sólida evolución patrimonial, logrando incrementar su valor económico neto, un gran desarrollo de su actividad operativa y haber requerido de una mayor financiación a largo plazo para sostener este crecimiento.

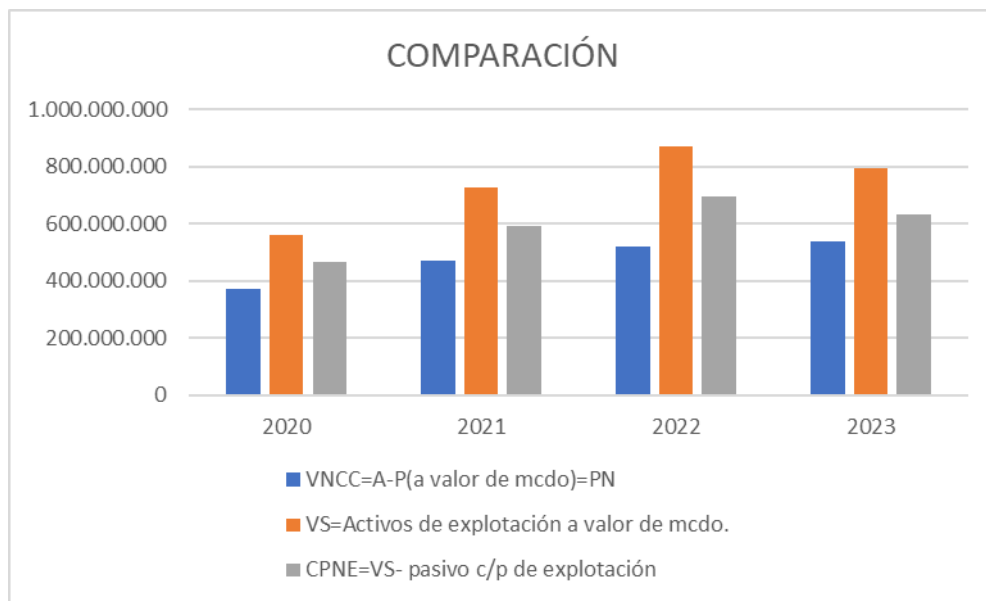


Figura 1. Comparación de los métodos estáticos anuales de Laboratorios Rovi. Fuente: Propia

5.1.2. REIG JOFRE

Respecto a su VNCC, entre 2020 y 2022 se mantuvo estable, con ligeros incrementos anuales. Sin embargo, en 2023 se produjo un gran salto (aproximadamente de 97 millones de euros), lo que sugiere que se ha realizado un fortalecimiento patrimonial

repentino, lo que podría ser por la revalorización de sus activos, que se redujo en pasivo o la mejora sustancial de su resultado del ejercicio.

Además, su VS, los activos de explotación muestran una evolución moderadamente creciente, estancándose en 2022. Este comportamiento puede ser por una gestión estable de los recursos operativos, son grandes inversiones o desinversiones. El ligero aumento de 2023 (mas de 9,3 millones de euros) puede indicar una reactivación de sus inversiones o el crecimiento del activo corriente que se relaciona con la actividad.

Por último, su CPNE, que a diferencia de lo que suele ocurrir en empresas en expansión, el CPNE disminuye año tras año, lo que podría ser reflejo de una eficiencia creciente de la gestión de su fondo de maniobra. Además, puede indicar mejoras en plazos de cobro y la reducción de sus existencias.

Como conclusión, la empresa en sus 3 métodos nos permite afirmar que la empresa tiene una evolución patrimonial equilibrada y consistente en los períodos analizados, logrando incrementar significativamente su valor económico neto, sigue manteniendo una base operativa estable y creciente y la reducción progresiva su necesidad de financiación permanente.

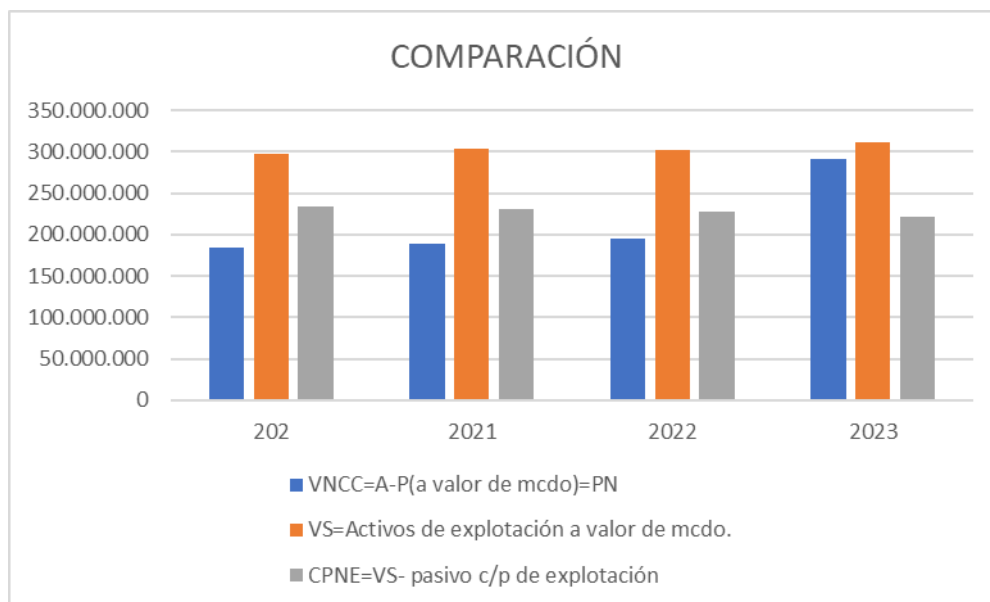


Figura 2. Comparación de los métodos estáticos anuales de Reig Jofre. Fuente: Propia

5.1.3. FAES FARMA

Respecto a su VNCC, se muestra un crecimiento constante y significativo a lo largo de los años analizados, con un incremento acumulado de más de 190 millones de euros en 4 años. Este comportamiento evidencia una clara mejora en la situación patrimonial de la empresa, derivada de beneficios recurrentes, ampliaciones patrimoniales o una gestión eficiente de su balance.

Además, su VS revela una ampliación constante de la base operativa, consiguiendo un crecimiento de casi 200 millones de euros entre 2020 y 2023. Esto indica que la empresa ha seguido una política activa en su actividad principal, ya sea a través de su inmovilizado para la producción o de sus activos corrientes necesarios para la operación.

Por último, su CPNE aumenta de forma paralela al VS, siendo coherente en contextos de crecimiento. La empresa ha necesitado más capital permanente para poder mantener la expansión de su actividad. Aunque esto implica más financiación a largo plazo, también se observa una mayor capacidad de generar valor operativo.

Como conclusión, la empresa en sus 3 métodos nos permite afirmar que la empresa tiene una trayectoria sólida y en expansión en los períodos analizados, logrando incrementar significativamente su valor económico neto, ha desarrollado su actividad operativa con intensidad y ha requerido cada vez mayor financiación permanente.

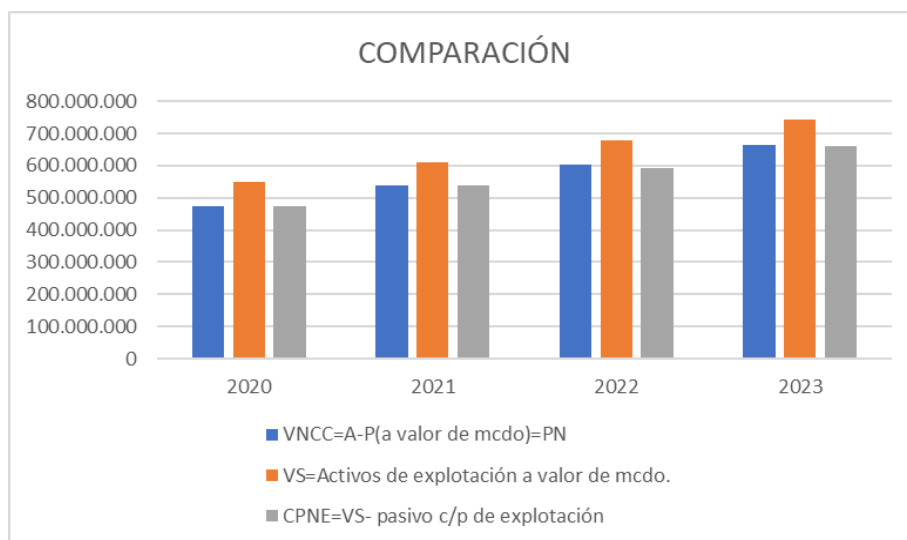


Figura 3. Comparación de los métodos estáticos anuales de FAES Farma. Fuente: Propia

5.2. MÉTODOS MIXTOS

El método mixto de valoración combina elementos del enfoque patrimonial (métodos estáticos) y el enfoque por resultados (métodos mixtos). Este método busca unir tanto la realidad contable y patrimonial de la empresa con su capacidad futura de generar beneficios.

Se parte del VS o del CPNE como base patrimonial y se le suma el valor de la rentabilidad futura esperada.

5.2.1. LABORATORIOS ROVI

	Valor estático	Valor dinámico	Valor Económico (VE)	Activos no explotación	Deuda	Valor Propietarios (VF)
METODO INDIRECTO	794.158.000	3.167.762.382	3.961.920.382	3.383.000	65.427.000	3.899.876.382
METODO DIRECTO	794.158.000	1.920.770.206	2.714.928.206	3.383.000	65.427.000	2.652.884.206
METODO UEC (5 años)	794.158.000	4.622.526	798.780.526	3.383.000	65.427.000	736.736.526
METODO UEC (10 años)	794.158.000	990.341.660	1.784.499.660	3.383.000	65.427.000	1.722.455.660
METODO UEC (PER)	794.158.000	1.719.641.538	2.513.799.538	3.383.000	65.427.000	2.451.755.538
METODO CPNE (5 años)	633.823.000	4.815.457	638.638.457	3.383.000	65.427.000	576.594.457
METODO CPNE (10 años)	633.823.000	1.031.675.712	1.665.498.712	3.383.000	65.427.000	1.603.454.712
METODO CPNE (PER)	633.823.000	1.791.414.498	2.425.237.498	3.383.000	65.427.000	2.363.193.498

Figura 4. Tabla para cálculo de su VF con distintos métodos de Laboratorios Rovi. Fuente: Propia

Los resultados muestran con claridad cómo el valor de la empresa crece de conforme se amplía el horizonte temporal y se incorporan más beneficios futuros. A su vez, se observa que los métodos basados en el valor sustancial ofrecen unos resultados algo mayores que los basados del CPNE, dado que consideran un patrimonio más amplio, incluyendo los activos que no están directamente unidos a la explotación.

El método UEC (PER), el cual considera beneficios perpetuos y parte del valor sustancial, arrojando el mayor valor para los propietarios (2.451 millones de euros), lo cual es lógico si creemos que la empresa tiene una rentabilidad sostenible en el tiempo. En contra de esto, los métodos a 5 años ofrecen unos valores más conservadores y prudentes.

Según método seleccionado, el valor económico total estimado de la empresa se sitúa entre 639 millones y 2.514 millones de euros, y el valor para los propietarios, entre 576 y 2.452 millones de euros.

5.2.2. REIG JOFRE

	Valor estático	Valor dinámico	Valor Económico (VE)	Activos no explotación	Deuda	Valor Propietarios (VF)
METODO INDIRECTO	311.930.000	-72.344.110	239.585.890	9.692.000	66.174.000	183.103.890
METODO DIRECTO	311.930.000	-43.865.794	268.064.206	9.692.000	66.174.000	211.582.206
METODO UEC (5 años)	311.930.000	-105.567	311.824.433	9.692.000	66.174.000	255.342.433
METODO UEC (10 años)	311.930.000	-22.617.033	289.312.967	9.692.000	66.174.000	232.830.967
METODO UEC (PER)	311.930.000	-33.283.130	278.646.870	9.692.000	66.174.000	222.164.870
METODO CPNE (5 años)	222.134.000	2.484	222.136.484	9.692.000	66.174.000	165.654.484
METODO CPNE (10 años)	222.134.000	532.202	222.666.202	9.692.000	66.174.000	166.184.202
METODO CPNE (PER)	222.134.000	783.186	222.917.186	9.692.000	66.174.000	166.435.186

Figura 5. Tabla para cálculo de su VF con distintos métodos de Reig Jofre. Fuente: Propia

Los resultados muestran con claridad cómo el valor de la empresa crece conforme ampliamos el horizonte temporal y se incorporan en beneficios futuros. A su vez, se observa, como hemos explicado antes, que su valor sustancial es mayor al que se basa en el CPNE.

El método de la UEC a 5 años, arroja el mayor valor para los propietarios, siendo de 255 millones de euros, lo cual es coherente en empresas con una rentabilidad moderada.

Según el método elegido, el valor económico total estimado de Reig Jofre se sitúa entre 222 y 311 millones de euros, y el valor para los propietarios, entre 165 y 255 millones de euros.

5.2.3. FAES FARMA

	Valor estático	Valor dinámico	Valor Económico (VE)	Activos no explotación	Deuda	Valor Propietarios (VF)
METODO INDIRECTO	742.003.000	1.598.413.757	2.340.416.757	14.990.000	28.027.000	2.327.379.757
METODO DIRECTO	742.003.000	969.196.913	1.711.199.913	14.990.000	28.027.000	1.698.162.913
METODO UEC (5 años)	742.003.000	2.332.469	744.335.469	14.990.000	28.027.000	731.298.469
METODO UEC (10 años)	742.003.000	499.714.165	1.241.717.165	14.990.000	28.027.000	1.228.680.165
METODO UEC (PER)	742.003.000	582.892.983	1.324.895.983	14.990.000	28.027.000	1.311.858.983
METODO CPNE (5 años)	662.435.000	2.428.213	664.863.213	14.990.000	28.027.000	651.826.213
METODO CPNE (10 años)	662.435.000	520.226.641	1.182.661.641	14.990.000	28.027.000	1.169.624.641
METODO CPNE (PER)	662.435.000	606.819.818	1.269.254.818	14.990.000	28.027.000	1.256.217.818

Figura 6. Tabla para cálculo de su VF con distintos métodos de FAES Farma. Fuente: Propia

Los resultados muestran con claridad cómo el valor de la empresa crece conforme ampliamos el horizonte temporal y se incorporan en beneficios futuros. A su vez, se observa, como hemos explicado anteriormente, que su valor sustancial es mayor al que se basa en el CPNE.

El método UEC a 10 años y el CPNE (PER) arrojan los valores más elevados para los propietarios después del método indirecto, reflejando escenarios de mayor

estabilidad y proyección futura de beneficios. En cambio, los métodos a 5 años presentan cifras más conservadoras.

Según este método, el valor económico total estimado de la empresa se sitúa entre 664 y 2.340 millones de euros, y el valor de los propietarios, entre 651 y 2.327 millones de euros.

5.3. MÉTODO POR FLUJOS DE CAJA

Los métodos por flujos de caja constituyen una herramienta fundamental en el análisis financiero, especialmente en la valoración de empresas y proyectos de inversión. Su base teórica parte del principio de que el valor de un activo se encuentra en la capacidad que tiene la empresa para generar flujos de caja futuros. A diferencia de otros enfoques basados en datos contables, este método permite una visión más realista y ajustada al rendimiento económico esperado. Consisten, esencialmente, en estimar los flujos de caja que se generarán en el futuro y descontarlos al presente utilizando una tasa que refleje el riesgo y el coste de oportunidad del capital. Así, se obtiene un valor actual que sirve de referencia para la toma de decisiones estratégicas, tanto en entornos empresariales como en contextos de inversión.

5.3.1. LABORATORIOS ROVI

Las proyecciones abarcan el período comprendido entre los ejercicios 2024 y 2028, y se han realizado a partir de variables operativas claves, como son las ventas, los márgenes operativos, la estructura de costes, su inversión en capital fijo (CAPEX), amortizaciones y la evolución del capital circulante. Con estos parámetros se ha logrado que sus FTL proyectados sean los siguientes:

- 2024: 180.137.475 €
- 2025: 135.839.268 €
- 2026: 109.893.025 €
- 2027: 118.076.744 €
- 2028: 125.001.955 €

La evolución de estos flujos muestran un descenso inicial debido a las mayores necesidades de inversión, seguido de una recuperación progresiva, lo que refleja una mejora en la eficiencia operativa y la estabilización del crecimiento de ventas.

La tasa de descuento empleada ha sido el Coste Medio Ponderado del Capital (CMPC), que pondera el coste de los fondos propios y el coste de la deuda. Su cálculo se ha realizado teniendo en cuenta:

- Tasa sin riesgo: 3,15%
- Prima de riesgo de mercado: 8,8%
- Beta: 1,14
- Prima específica: 10%
- Coste de los fondos propios (K_e): 13,19%
- Coste de la deuda después de impuestos ($K_d(1-t)$): 1,03%

Con ello, se llega a un CMPC del 6,18%, empleado como tasa de descuento para actualizar los flujos futuros y el valor terminal.

Para estimar el valor más allá del período de proyección explícita (2029 en adelante), se ha calculado su valor residual (VR) utilizando una perpetuidad con crecimiento implícito, que representa la capacidad de la empresa de mantener la generación de caja a largo plazo. Con esto, su VR asciende a 2.023.264.738 €.

A partir de los flujos de caja proyectados y el valor residual, se ha obtenido un valor operativo de la empresa de:

- Valor actual de los FTL: 422.402.688 €
- Valor actual del VR: 1.591.881.671 €
- Valor total de la empresa: 2.014.284.359 €

Para obtener el valor del patrimonio neto, se ajusta por la deuda financiera y otras inversiones:

- Deuda financiera: 199.392.000 €
- Inversiones financieras: 2.816.000 €

Como conclusión, el valor estimado del patrimonio neto asciende a 1.817.708.359 €, lo que representa la mejor estimación del valor teórico de mercado de la empresa desde el punto de vista del accionista, bajo la hipótesis financiera y operativas acumuladas.

A pesar de la sensibilidad de este método, el método desarrollado es coherente con la evolución de los principales indicadores económicos de la empresa.

	2024	2025	2026	2027	2028
Valoración por Flujos de Tesorería					
RAIT (EBIT)	221.356.000	218.885.838	217.328.077	216.823.325	217.617.963
Impuestos	-50.324.525	-49.762.942	-49.408.790	-49.294.037	-49.474.695
NOPLAT	171.031.475	169.122.896	167.919.287	167.529.289	168.143.268
Amortizaciones	24.331.000	30.606.699	36.351.388	41.609.998	46.423.658
Inversión en CC	19.698.000	10.278.527	-26.484.495	-28.914.077	-32.675.114
Inversión en ANC	-34.923.000	-74.168.855	-67.893.155	-62.148.466	-56.889.856
FTL	180.137.475	135.839.268	109.893.025	118.076.744	125.001.955
VR					2.023.264.738
CMPC (WACC)					0,062
Valor Actual FTL					422.402.688
Valor Actual VR					1.591.881.671
Valor operativo de la empresa					
(Business value)					2.014.284.359
Inv. Financieras					2.816.000.000
Deuda Financiera					199.392.000.000
Valor PN (Equity)					1.817.708.359

Figura 7. Tabla para cálculo de su Valor PN basado en sus FCF de Laboratorios Rovi. Fuente: Propia

5.3.2. REIG JOFRE

Las proyecciones abarcan el período comprendido entre los ejercicios 2024 y 2028, y se han realizado a partir de variables operativas claves, como son las ventas, los márgenes operativos, la estructura de costes, su inversión en capital fijo (CAPEX), amortizaciones y la evolución del capital circulante. Con estos parámetros se ha logrado que sus FTL proyectados sean los siguientes:

- 2024: 38.878.478 €
- 2025: 38.787.726 €
- 2026: 33.333.248 €
- 2027: 35.604.550 €
- 2028: 38.493.770 €

Se observa un comportamiento creciente y sólido, pese a una ligera caída en 2026, explicada por un mayor esfuerzo en capital circulante, que se recupera en los años posteriores.

Para reflejar la capacidad de generación de caja más allá del período de proyección explícita, se ha estimado un valor residual (VR) de 1.736.357.306 €, empleando una fórmula de perpetuidad con crecimiento implícito. Este valor representa una parte significativa del valor total de la empresa, como suele ser habitual en valoraciones por FCF.

El descuento de los flujos se ha realizado utilizando el Coste Medio Ponderado del Capital (CMPC o WACC), calculado a partir de los siguientes componentes:

- Tasa libre de riesgo: 3,15%
- Prima de riesgo de mercado: 8,8%
- Beta: -0,4% (valor bajo, lo que implica una baja correlación con el mercado)
- Prima específica: -0,4%
- Coste de los fondos propios (K_e): 2,76%
- Coste de la deuda después de impuestos ($K_d(1-t)$): 1,3%

Con estos parámetros se obtiene un CMPC de 2,22%, lo que indica un perfil de riesgo bajo o una estructura financiera muy conservadora.

A partir de los flujos de caja proyectados y el valor residual, se ha obtenido un valor operativo de la empresa de:

- Valor actual de los FTL: 138.448.691 €
- Valor actual del VR: 1.590.551.812 €
- Valor total de la empresa: 1.729.000.504 €

Para obtener el valor del patrimonio neto, se ajusta por la deuda financiera y otras inversiones:

- Deuda financiera: 5.092.000 €
- Inversiones financieras: 66.174.000 €

Como conclusión, el valor estimado del patrimonio neto de esta empresa asciende a 1.667.918.504 €, lo que refleja una sólida capacidad de generación de valor a lo largo del tiempo. La evolución de los FTL, junto con un VR robusto y una tasa de descuento baja, contribuyen a lograr un resultado positivo y estable.

	2024	2025	2026	2027	2028
Valoración por Flujos de Tesorería					
RAIT (EBIT)	11.733.000	17.161.253	23.164.900	29.879.884	37.459.525
Impuestos	-1.228.522	-1.796.896	-2.425.517	-3.128.620	-3.922.258
NOPLAT	10.504.478	15.364.357	20.739.383	26.751.264	33.537.267
Amortizaciones	23.145.000	22.047.931	21.089.857	20.253.169	19.522.486
Inversión en CC	-5.665.000	-7.283.562	-16.057.924	-18.003.741	-20.333.152
Inversión en ANC	10.894.000	8.659.000	7.561.931	6.603.857	5.767.169
FTL	38.878.478	38.787.726	33.333.248	35.604.550	38.493.770
VR					1.736.357.306
CMPC (WACC)					0,022
Valor Actual FTL					138.448.691
Valor Actual VR					1.590.551.812
Valor operativo de la empresa (Business value)					1.729.000.504
Inv. Financieras					5.092.000.000
Deuda Financiera					66.174.000.000
Valor PN (Equity)					1.667.918.504

Figura 8. Tabla para cálculo de su Valor PN basado en sus FCF de Reig Jofre. Fuente: Propia

5.3.3. FAES FARMA

Las proyecciones abarcan el período comprendido entre los ejercicios 2024 y 2028, y se han realizado a partir de variables operativas claves, como son las ventas, los márgenes operativos, la estructura de costes, su inversión en capital fijo (CAPEX), amortizaciones y la evolución del capital circulante. Con estos parámetros se ha logrado que sus FTL proyectados sean los siguientes:

- 2024: 231.111.947 €
- 2025: 72.800.473 €
- 2026: 73.459.611 €
- 2027: 79.897.435 €
- 2028: 86.415.624 €

Destaca el elevado flujo en 2024, motivado por unas amortizaciones elevadas y una inversión controlada en ese ejercicio. Posteriormente, los FTL se han estabilizado en torno a los 70-86 millones de euros, reflejando una estructura operativa sólida y una capacidad de generación de caja constante.

Para reflejar la capacidad de generación de caja más allá del período de proyección explícita, se ha estimado un valor residual (VR) de 1.349.729.707 €, empleando una fórmula de perpetuidad con crecimiento implícito. Este valor representa una parte significativa del valor total de la empresa, como suele ser habitual en valoraciones por FCF.

El descuento de los flujos se ha realizado utilizando el Coste Medio Ponderado del Capital (CMPC o WACC), calculado a partir de los siguientes componentes:

- Tasa libre de riesgo: 3,15%
- Prima de riesgo de mercado: 8,8%
- Beta: 0.15% (valor bajo, lo que implica una baja correlación con el mercado)
- Prima específica: 1,3%
- Coste de los fondos propios (K_e): 4,46%
- Coste de la deuda después de impuestos ($K_d(1-t)$): 1,54%

Con estos datos, se calcula un CMPC del 4,24%, utilizado para descontar tanto los FTL proyectados como su VR.

A partir de los flujos de caja proyectados y el valor residual, se ha obtenido un valor operativo de la empresa de:

- Valor actual de los FTL: 281.169.200 €
- Valor actual del VR: 2.037.766.211 €
- Valor total de la empresa: 2.007.027.046 €

Para obtener el valor del patrimonio neto, se ajusta por la deuda financiera y otras inversiones:

- Deuda financiera: 13.440.000 €
- Inversiones financieras: 28.027.000 €

Como conclusión, su valoración nos arroja un valor del patrimonio neto de 1.992.440.046 €. Con estos datos, FAES Farma muestra una estructura financiera equilibrada, buena capacidad de autofinanciación, inversiones crecientes en inmovilizado y FCF estables tras una amortización elevada inicialmente.

	2024	2025	2026	2027	2028
Valoración por Flujos de Tesorería					
RAIT (EBIT)	103.894.000	101.739.069	99.876.287	98.299.780	97.004.150
Impuestos	-11.272.053	-11.038.252	-10.836.148	-10.665.104	-10.524.533
NOPLAT	92.621.947	90.700.818	89.040.139	87.634.677	86.479.617
Amortizaciones	100.250.000	103.086.449	106.003.153	109.002.380	112.086.467
Inversión en CC	15.315.000	-1.800.794	-7.371.574	-7.293.836	-7.272.088
Inversión en ANC	22.925.000	-119.186.000	-114.212.107	-109.445.785	-104.878.372
FTL	231.111.947	72.800.473	73.459.611	79.897.435	86.415.624
VR					2.037.766.211
CMPC (WACC)					0,042
Valor Actual FTL					281.169.200
Valor Actual VR					1.725.857.846
Valor operativo de la empresa (Business value)					2.007.027.046
Inv. Financieras					13.440.000.000
Deuda Financiera					28.027.000.000
Valor PN (Equity)					1.992.440.046

Figura 9. Tabla para cálculo de su Valor PN basado en sus FCF de FAES Farma. Fuente: Propia

5.4. MÉTODOS POR MÚLTIPLOS

El método de valoración por múltiplos es una herramienta que está ampliamente empleada en el ámbito financiero debido a su simplicidad, rapidez y orientación al mercado. A diferencia del método de FCF, que se basa en estimaciones a largo plazo y requiere de proyecciones muy detalladas, el enfoque de múltiplos se apoya en la comparación con otras empresas del mismo sector, proporcionando una estimación de valor razonable de una compañía en función del desempeño que tiene actualmente.

Este método parte de hipótesis de que empresas de características comparables deben valorarse en términos relativos de forma similar. Así, se utilizan ratios financieros, llamados múltiplos, que relacionan variables como beneficios, ingresos, o el EBITDA de empresas comparables.

5.4.1. LABORATORIOS ROVI

	PharmaMar	Reig Jofre	FAES	Promedio o media ponderada	Valor de la variable de la empresa a valorar	Valor de la Empresa
MÚLTIPLO DE VENTAS	4,77	0,56	2,44	2,59	829.509.000,00	2.147.480.224,68
MÚLTIPLO DEL VC	3,90	0,87	1,66	2,14	543.494.000,00	1.163.834.231,15
MÚLTIPLO DEL EBITDA	361,80	5,05	9,00	125,29	244.460.000,00	30.627.273.568,69
PER	663,15	18,87	12,00	231,34	170.299.000,00	39.396.568.426,38

Figura 10. Tabla para cálculo del valor de la empresa por múltiplos de Laboratorios Rovi. Fuente: Propia

Como puede observarse, la valoración obtenida varía significativamente entre los valores obtenidos. Las ratios de PER y el múltiplo del EBITDA dan lugar a valoraciones muy elevadas, notablemente por encima del resultado derivados del múltiplo de ventas o del valor contable. Se explica poer el uso de múltiplos extremos, especialmente influenciados por PharmaMar, cuyo PER y múltiplo de EBITDA son extraordinariamente altos respecto al promedio del sector. La elevada disparidad entre los resultados sugiere que es recomendable:

- Aplicar ajustes a los múltiplos extremos
- Usar medias ponderadas excluyendo valores atípicos
- Enfatizar aquellos múltiplos que reflejan con mayor fidelidad la realidad operativa

5.4.2. REIG JOFRE

	PharmaMar	FAES	Laboratorios Rovi	Promedio o media ponderada	Valor de la variable de la empresa a valorar	Valor de la Empresa
MÚLTIPLO DE VENTAS	4,77	2,44	3,92	3,71	316.088.000,00	1.172.269.546,63
MÚLTIPLO DEL VC	3,90	1,66	5,98	3,85	204.254.000,00	785.673.140,18
MÚLTIPLO DEL EBITDA	361,80	9,00	13,30	128,04	35.100.000,00	4.494.060.853,56
PER	663,15	12,00	19,10	231,41	9.397.000,00	2.174.594.275,97

Figura 11. Tabla para cálculo del valor de la empresa por múltiplos de Reig Jofre. Fuente: Propia

Se aprecia una alta dispersión entre los distintos métodos, siendo especialmente elevado el resultado derivado del múltiplo del EBITDA, lo que podría deberse a la elevada rentabilidad operativa en relación con los comparables. En cambio, los múltiplos de ventas y valor contable ofrecen una valoración más conservadora.

En conjunto, los resultados obtenidos muestran que la empresa tiene una posición sólida en términos de rentabilidad, valor contable y capacidad de generar beneficios, viéndose reflejado en sus valoraciones superiores a los 1.100 millones de euros en todos

los escenarios. La aplicación del PER también proporciona una referencia útil, en línea con los múltiplos del sector.

5.4.3. FAES FARMA

	PharmaMar	Reig Jofre	Laboratorios Rovi	Promedio o media ponderada	Valor de la variable de la empresa a valorar	Valor de la Empresa
MÚLTIPLO DE VENTAS	4,77	0,56	3,92	3,08	451.168.000,00	1.390.927.850,10
MÚLTIPLO DEL VC	3,90	0,87	5,98	3,58	663.349.000,00	2.376.875.284,85
MÚLTIPLO DEL EBITDA	361,80	5,05	13,30	126,72	122.212.000,00	15.486.635.163,39
PER	663,15	18,87	19,10	233,70	91.693.000,00	21.429.026.559,48

Figura 12. Tabla para cálculo del valor de la empresa por múltiplos de FAES Farma. Fuente: Propia

Los resultados muestran una variabilidad muy alta, destacando el PER y el múltiplo del EBITDA como los que tienen unos valores más elevados. Esta dispersión puede explicarse por la influencia de PharmaMar en el conjunto de comparables, empresa que presenta múltiplos muy superiores a la media del sector, y que eleva notablemente los valores resultantes.

Con estos datos, se confirma el sólido posicionamiento de la empresa dentro del sector farmacéutico. No obstante, también pone de manifiesto las limitaciones de este método cuando existen valores atípicos o compañías con ratios excesivamente elevados, como es el caso de PharmaMar.

6. FACTORES DE CREACIÓN O DESTRUCCIÓN DE VALOR

6.1. AUMENTO DE LA BETA EN LABORATORIOS ROVI

Para este análisis se van a comparar dos escenarios:

- Escenario real, donde nos hemos basado en estimaciones obtenidas tras el análisis sectorial y financiero, donde hemos usado una beta de 1,14, el cual es un valor representativo del riesgo de la empresa frente al mercado
- Escenario simulado, en el que la beta se ha incrementado a 1,20, con el fin de simular un posible aumento en la volatilidad o el riesgo que perciben los inversores. Este aumento se podría deber, por ejemplo, a cambios en su estructura financiera o el aumento del apalancamiento operativo.

Este aumento de la beta afecta al cálculo del coste del equity (K_e), el cual ha generado que aumente al 13,19%, lo que ha repercutido en su coste medio ponderado de capital (WACC), pasando al 9,92% en esta simulación. Aunque puede parecer un cambio poco significativo, el efecto sobre su valoración es notable al ser aplicado en la actualización de los flujos de caja.

El aumento del WACC implica una mayor penalización al traer los FCF al valor presente. A continuación se resumen los resultados obtenidos en los 2 escenarios:

Indicador	Escenario real	Escenario simulado
Valor actual de FTL	422.402.688 €	366.447.727 €
Valor actual del valor residual	1.591.881.671 €	863.378.837 €
Valor operativo (Business Value)	2.014.284.359 €	1.252.459.775 €
Deuda financiera	2.816.000.000 €	2.816.000.000 €
Inversiones financieras	199.392.000 €	199.392.000 €
Valor del equity (PN)	1.817.708.359 €	1.055.883.775 €

La diferencia entre ambos escenarios asciende a 761.824.584 €, tanto en el valor operativo como en el valor equity. Esto pone en manifiesto cómo una ligera variación del parámetro beta, que representa el riesgo sistemático de la empresa, puede tener un impacto considerable en sus estimaciones del valor económico.

Interpretando estos resultados, desde el punto de vista financiero, el incremento de la beta implica que los inversores ven la empresa como una inversión arriesgada, por lo que exigen mayor rentabilidad para realizar la inversión. Esta mayor exigencia de rentabilidad genera que los flujos futuros pierdan el valor actual, reduciendo su valoración total de la empresa.

Además, al analizar esta sensibilidad, se pone en manifiesto la importancia de realizar supuestos prudentes y realistas en el proceso de valoración. Una beta ligeramente superior podría justificar si, por ejemplo, la empresa se enfrenta a un entorno macroeconómico más volátil, un cambio en la estructura de capital o si entra en nuevos mercados con mayor incertidumbre.

TASA DESCUENTO		2023	2024	2025	2026	2027
Tasa sin riesgo						
Riesgo país						
Rf	3,15%					
Rm	11,95%					
Beta	1,20					
Rm-Rf	8,80%					
Prima específica	10,6%					
Rentabilidad Esperada	13,71%					
PN	858.862.813					
Pasivo	366.447.727					
PN+Pasivo	1.225.310.540					
Ke	13,71%					
kd(1-4)	1,03%					
CMPC	9,92%					

	2023	2024	2025	2026	2027
Valoración por Flujos de Tesorería					
RAIT (EBIT)	221.356.000	218.885.838	217.328.077	216.823.325	217.617.963
Impuestos	-50.324.525	-49.762.942	-49.408.790	-49.294.037	-49.474.695
NOPLAT	171.031.475	169.122.896	167.919.287	167.529.289	168.143.268
Amortizaciones	24.331.000	30.606.699	36.351.388	41.609.998	46.423.658
Inversión en CC	19.698.000	10.278.527	-26.484.495	-28.914.077	-32.675.114
ANC	-34.923.000	-74.168.855	-67.893.155	-62.148.466	-56.889.856
FTL	180.137.475	135.839.268	109.893.025	118.076.744	125.001.955
VR					1.260.320.271
CMPC (WACC)					0,099
Valor Actual FTL					389.080.939
Valor Actual VR					863.378.837
Valor operativo de la empresa (Business value)					1.252.459.775
Inv. Financieras					2.816.000.000
Deuda					
Financiera					199.392.000.000
Valor PN (Equity)					1.055.883.775

Figura 13. Tabla sobre simulación en sus FCF de Reig Jofre. Fuente: Propia

6.2. REDUCCIÓN DE SU TASA LIBRE DE RIESGO EN REIG JOFRE

Dentro de la valoración de los FCF, la tasa libre de riesgo (Rf) es un componente fundamenta para determinar su Ke a través del modelo CAPM. Un cambio en este parámetro afecta directamente tanto al Ke como al WACC, y por tanto influye en su valoración final de la empresa.

Se han comparado dos escenarios aplicados a la misma empresa, manteniendo constantes todos los parámetros salvo la tasa libre de riesgo:

- Escenario real, donde su Rf es de 3,15%
- Escenario simulado, donde su Rf es de 2%

Dado su valor negativo de la beta, la relación entre Rf y Ke no es directamente proporcional. Un Rf más alto puede dar lugar un Ke más elevado incluso con una beta negativa.

El descenso en la Rf genera un coste de capital notablemente más bajo en el escenario simulado, lo que provoca un efecto directo en el valor descontado de los flujos de caja.

Al reducir el WACC, los FCF pierden menos valor al ser descontados, lo que se traduce en una valoración significativamente más alta:

Concepto	Escenario base	Escenario simulado
Valor actual de flujos (FTL)	138.448.691 €	141.010.148 €
Valor actual del valor residual (VR)	1.590.551.812 €	2.480.126.200 €
Valor operativo de la empresa	1.729.000.504 €	2.621.136.348 €
Deuda financiera	5.092.000.000 €	5.092.000.000 €
Inversiones financieras	66.174.000 €	66.174.000 €
Valor del patrimonio neto (Equity)	1.667.918.504 €	2.560.054.348 €

Se observa un incremento de 892.135.844 € en el valor del patrimonio neto como consecuencia de la reducción de 1,15% en el R_f .

Interpretando estos resultados, desde el punto de vista financiero, una reducción en la tasa libre de riesgo puede deberse a una disminución en los tipos de interés de deuda soberana a largo plazo o a un entorno macroeconómico más estable. En este caso, con una beta negativa, que implica que la empresa se mueve en un sentido opuesto al mercado, el efecto de la bajada de su R_d es aún mucho más drástica: reduce mucho su K_e y el WACC, aumentando de manera significativa su valoración.

Este tipo de comportamiento puede observarse en empresas con modelos de negocio muy estables o contracíclicos, o en empresas reguladas, cuya sensibilidad al mercado general es muy baja o incluso inversa.

TASA DESCUENTO		2023	2024	2025	2026	2027
Tasa sin riesgo						
Riesgo país						
Rf	2,00%					
Rm	11,95%					
Beta	-0,04					
Rm-Rf	9,95%					
Prima específica	-0,4%					
Rentabilidad Esperada	1,56%					
PN	264.730.687					
Pasivo	157.615.242					
PN+Pasivo	422.345.928					
Ke	1,56%					
kd(1-t)	1,30%					
CMPC	1,46%					

	2023	2024	2025	2026	2027
Valoración por Flujos de Tesorería					
RAIT (EBIT)	11.733.000	17.161.253	23.164.900	29.879.884	37.459.525
Impuestos	-1.228.522	-1.796.896	-2.425.517	-3.128.620	-3.922.258
NOPLAT	10.504.478	15.364.357	20.739.383	26.751.264	33.537.267
Amortizaciones	23.145.000	22.047.931	21.089.857	20.253.169	19.522.486
Inversión en CC	-5.665.000	-7.283.562	-16.057.924	-18.003.741	-20.333.152
Inversión en					
ANC	10.894.000	8.659.000	7.561.931	6.603.857	5.767.169
FTL	38.878.478	38.787.726	33.333.248	35.604.550	38.493.770
VR					2.628.625.191
CMPC (WACC)					0,015
Valor Actual FTL					141.010.148
Valor Actual VR					2.480.126.200
Valor operativo de la empresa (Business value)					2.621.136.348
Inv. Financieras					5.092.000.000
Deuda					
Financiera					66.174.000.000
Valor PN (Equity)					2.560.054.348

Figura 14. Tabla sobre simulación en sus FCF de Reig Jofre. Fuente: Propia

6.3. AUMENTO DEL COSTE DE LOS FONDOS PROPIOS EN FAES FARMA

En los modelos de valoración basados en su FCF, el coste del equity (Ke) representa la rentabilidad exigida por los accionistas de la empresa en función del riesgo que perciben. Es un componente esencial del WACC, y cualquier variación en este parámetro puede tener implicaciones significativas sobre la estimación del valor de la empresa.

El presente análisis de sensibilidad tiene por objeto evaluar los efectos financieros de un aumento en el Ke, manteniendo constante el resto de variables del modelo.

Se han planteado 2 escenarios para una misma empresa, en la que solo varía el valor del Ke:

- Escenario real, donde su Ke es del 7%
- Escenario simulado, donde su Ke es del 4,46%

El incremento del Ke del 4,46% al 7% representa un endurecimiento de las condiciones financieras exigidas por los inversores. Este aumento puede deberse a una mayor percepción de riesgo, inestabilidad macroeconómica o el empeoramiento del perfil financiero de la empresa.

Como resultado, el WACC también aumenta del 4,24% al 6,73% lo que implica que los flujos futuros pierden valor al ser descontados a una tasa más elevada.

El aumento del WACC implica una mayor penalización al traer los FCF al valor presente. A continuación se resumen los resultados obtenidos en los 2 escenarios:

Concepto	Escenario base	Escenario simulado
Valor actual de flujos (FTL)	281.169.200 €	265.011.089 €
Valor actual del valor residual (VR)	1.725.857.846 €	989.582.530 €
Valor operativo de la empresa	2.007.027.046 €	1.254.593.619 €
Deuda financiera	28.027.000 €	28.027.000 €
Inversiones financieras	13.440.000 €	13.440.000 €
Valor del patrimonio neto (Equity)	1.992.440.046 €	1.240.006.619 €

El aumento del K_e implica una reducción del valor del patrimonio neto de aproximadamente 752,4 millones de euros.

Interpretando sus resultados, se pone en evidencia de forma clara cómo un cambio en la rentabilidad exigida por los accionistas pueden modificar drásticamente el resultado del modelo de valoración. Un aumento en el K_e supone que los inversores requieren una mayor compensación por asumir el riesgo de la inversión, lo que a su vez reduce la valoración de la empresa desde la óptica de mercado.

TASA DESCUENTO		2023	2024	2025	2026	2027
Tasa sin riesgo						
Riesgo país						
Rf	3,15%					
Rm	11,95%					
Beta	0,15					
Rm-Rf	8,80%					
Prima específica	1,3%					
Rentabilidad Esperada	4,46%					
PN	1.248.501.686					
Pasivo	99.349.083					
PN+Pasivo	1.347.850.768					
Ke	7,00%					
kd(1-t)	3,33%					
CMPC	6,73%					

	2023	2024	2025	2026	2027
Valoración por Flujos de Tesorería					
RAIT (EBIT)	103.894.000	101.739.069	99.876.287	98.299.780	97.004.150
Impuestos	-11.272.053	-11.038.252	-10.836.148	-10.665.104	-10.524.533
NOPLAT	92.621.947	90.700.818	89.040.139	87.634.677	86.479.617
Amortizaciones	100.250.000	103.086.449	106.003.153	109.002.380	112.086.467
Inversión en CC	15.315.000	-1.800.794	-7.371.574	-7.293.836	-7.272.088
Inversión en ANC	22.925.000	-119.186.000	-114.212.107	-109.445.785	-104.878.372
FTL	231.111.947	72.800.473	73.459.611	79.897.435	86.415.624
VR					1.284.085.250
CMPC (WACC)					0,067
Valor Actual FTL					265.011.089
Valor Actual VR					989.582.530
Valor operativo de la empresa (Business value)					1.254.593.619
Inv. Financieras					13.440.000.000
Deuda Financiera					28.027.000.000
Valor PN (Equity)					1.240.006.619

Figura 15. Tabla sobre simulación en sus FCF de FAES Farma. Fuente: Propia

7. CONCLUSIONES

El presente Trabajo de Fin de Grado ha abordado la valoración de empresas en el sector farmacéutico español, aplicando diversas metodologías sobre tres compañías cotizadas: Laboratorios Rovi, Reig Jofre y FAES Farma. A través de este estudio se han alcanzado una serie de conclusiones relevantes, tanto desde el punto de vista metodológico como sectorial.

1. La valoración de empresas farmacéuticas requiere un enfoque ajustado a sus particularidades.

Las empresas del sector farmacéutico presentan características distintivas: una elevada inversión en I+D, ciclos de vida de productos largos, dependencia de patentes y una fuerte regulación. Estas particularidades hacen que los métodos tradicionales deben adaptarse, otorgando mayor peso a variables como la sostenibilidad del flujo de caja, las distintas etapas de sus productos o los riesgos regulatorios.

2. El método de descuento de flujos de caja (FCF) ha demostrado ser el más sensible y realista.

Entre todos los métodos que hemos aplicado en el trabajo, el método por flujos de caja descontados ha proporcionado los valores más ajustados a la realidad

económica de las empresas. Esta metodología permite integrar el comportamiento esperado de los flujos, el coste de capital y las perspectivas del sector. Además, la inclusión de la tasa de descuento (CMPC) como elemento clave evidencia cómo pequeñas variaciones en el K_e o en la beta afectan de manera notable a la valoración final, tal y como se ha demostrado en las simulaciones realizadas.

3. El coste de capital (K_e y CMPC) tiene un impacto directo y considerable sobre la valoración.

Una de las principales aportaciones de este trabajo ha sido la simulación de la variaciones en la beta y la tasa libre de riesgo. Estas simulaciones han evidenciado que:

- Un aumento del K_e reduce de forma significativa el valor del patrimonio neto, como se ha observado en el caso simulado de FAES y Rovi.
- Una reducción del K_e incrementa fuertemente el valor teórico de la empresa, como se reflejó en las proyecciones de Reig Jofre.
- El CMPC actúa como un elemento de equilibrio, ponderando correctamente la estructura de financiación, siendo esencial para reflejar el riesgo del negocio.

Estas observaciones refuerzan la necesidad de un cálculo correcto y justificación del K_e y del WACC para una valoración robusta.

4. Los métodos estáticos y mixtos permiten un buen punto de partida, pero son más limitados.

Los métodos estáticos son útiles como referencias patrimoniales, pero no incorporan la dimensión temporal ni el potencial de crecimiento de la empresa. Por su parte, los métodos mixtos aportan una visión más completa al considerar la rentabilidad futura esperada, aunque dependen en gran medida del horizonte temporal y de la estabilidad de los resultados históricos.

5. El método por múltiplo es útil como contraste de mercado, pero con limitaciones.

Los múltiplos financieros permiten comparar la empresa con otras del sector, ofreciendo una visión rápida del valor relativo. Sin embargo, su fiabilidad depende de la calidad y la homogeneidad de las empresas comparables y del contexto bursátil. En sectores como el farmacéutico, donde las estructuras de costes, márgenes y fases de desarrollo son muy dispares, los múltiplos deben interpretarse con precaución y no como único criterio de valoración.

6. Las tres empresas analizadas muestran estrategias diferenciadas que condicionan su valoración.

- Laboratorios Rovi: destaca por su inversión sostenida en I+D, su internacionalización y su asociación con Moderna, lo que justifica valoraciones elevadas en escenarios de crecimiento estable.
- Reig Jofre: combina un enfoque tradicional con diversificación productiva, lo que genera una valoración más conservadora y sensible al apalancamiento operativo.
- FAES Farma: ha demostrado un perfil sólido, equilibrado financieramente y con FTL consistentes, lo que se traduce en una valoración robusta con menor sensibilidad al riesgo.

7. El sector farmacéutico español tiene una elevada capacidad de generación de valor a largo plazo.

Las compañías estudiadas han demostrado que es posible competir en el entorno global desde España, gracias a la innovación, la calidad y una gestión estratégica del crecimiento. La apuesta por la internacionalización, combinada con el desarrollo propio de productos, se refleja positivamente en sus valoraciones financieras.

8. BIBLIOGRAFÍA

Gómez Mardones, I. (2007, 25 de noviembre). *Rovi sale a Bolsa sin el supositorio*. El País. <https://elpais.com>

Renta 4 Banco. (2019). *Laboratorios Rovi: una empresa con más de 70 años de innovación en el sector* (Entrevista a Javier López-Belmonte). <https://r4.com>

Banco Europeo de Inversiones. (2022, 19 de julio). *El BEI y ROVI impulsan la innovación en el sector farmacéutico español* [Nota de prensa]. <https://www.eib.org>

Sánchez Hidalgo, E. (2021, 2 de septiembre). *Rovi reconoce la detección de partículas de acero en las vacunas de Moderna contaminadas y bloqueadas en Japón*. El País. <https://elpais.com>

López-Belmonte, J. (2019). *Entrevista en Renta4, “Invertir Juntos”* [Entrevista]. Renta 4 Banco. <https://r4.com>

Laboratorios Rovi. (2024). *Historia de la compañía* [Sitio web oficial]. <https://es.wikipedia.org>

Ministerio de Sanidad. (2006). *Consorcio NANOFARMA (Proyecto CENIT)* [Mención en El País]. <https://elpais.com>

Reig Jofre. (2021). *Desde diciembre de 2014, la nueva Reig Jofre es la compañía farmacéutica resultante de la fusión...* [Perfil corporativo]. LinkedIn. <https://es.linkedin.com>

Ministerio de Industria, Comercio y Turismo. (2024, 26 de abril). *Jordi Hereu visita la planta de la farmacéutica Reig Jofre en Sant Joan Despí* [Nota de prensa]. <https://www.mintur.gob.es>

Chapa, E. (2023, 19 de septiembre). *Reig Jofre, una oportunidad de inversión en el sector farmacéutico español*. Estrategias de Inversión. <https://www.estrategiasdeinversion.com>

Syna Therapeutics. (2023). *Who we are – Syna Therapeutics* [Sitio web corporativo]. <https://www.synatherapeutics.com>

Reig Jofre. (2020). *Historia de la compañía* [Sitio web oficial]. <https://www.reigjofre.com>

LinkedIn Talent Solutions. (2020). *Reig Jofre cuenta con una destacada experiencia en...* [Extracto del perfil de empresa]. <https://es.linkedin.com>

PlantaDoce. (2021, 8 de marzo). *Reig Jofre gana 10,5 millones en 2024, un 11% más que el año anterior*. La Razón. <https://www.larazon.es>

Diario Farma. (2020, 22 de julio). *Reig Jofre inicia producción de la vacuna de Janssen*. <https://www.diariofarma.com>

FAES Farma. (2025). *Nuestra historia* [Sitio web oficial, línea cronológica]. <https://www.faesfarma.com>

FAES Farma. (2021, 20 de septiembre). *FAES Farma licencia bilastina en Estados Unidos* [Hecho relevante]. <https://www.faesfarma.com>

Cobos, T. (2021, 8 de marzo). *Faes Farma adquiere Global Farma por treinta millones de dólares*. PlantaDoce. <https://www.plantadoce.com>

Reuters. (2020, 8 de septiembre). *Un fármaco de Faes Farma reduce el riesgo de ingreso en UCI en un estudio piloto*. <https://www.reuters.com>

Comisión Nacional del Mercado de Valores – CNMV. (2024). *Faes Farma, una historia de sólidos fundamentos... y con recorrido para seguir creciendo* [Presentación corporativa]. <https://www.cnmv.es>

FAES Farma. (2023). *Perfil de empresa* [LinkedIn]. <https://es.linkedin.com>

Jiménez, M. (2020). *El calcifediol crece a 500 millones... tras el estudio en Córdoba sobre el Covid*. ABC Economía. <https://www.abc.es>

Farmaindustria. (2018). *Ponencia de J. M. F. Sousa-Faro citando a FAES* [Referencia sectorial sobre innovación española]. <https://www.farmaindustria.es>

El Global. (2022). *Informe sobre la contribución del sector farmacéutico al PIB español y principales magnitudes económicas*. ElGlobalFarma. <https://www.elglobalfarma.com>

Farmaindustria & AFI. (2025). *Contribución del sector farmacéutico al PIB español* [Informe técnico]. <https://www.farmaindustria.es>

Farmaindustria. (2022). *Récord de exportaciones farmacéuticas en 2021: más de 17.000 millones de euros, el 5,4% del total nacional* [Nota de prensa]. <https://www.farmaindustria.es>

Farmaindustria. (2021). *El sector farmacéutico alcanza los 1.200 millones de euros anuales en inversión en I+D* [Comunicado]. <https://www.farmaindustria.es>

Reuters. (2022). *Laboratorios Rovi incrementa un 151% su beneficio neto en 2021 gracias a la fabricación de la vacuna de Moderna*. <https://www.reuters.com>

Reuters. (2021). *Reig Jofre abrirá nueva planta para producir la vacuna de Janssen con capacidad de 250 millones de dosis anuales*. <https://www.reuters.com>

Fernández, P. (2013). *Valoración de empresas y sensatez*. SSRN. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2209089

Fernández, P. (2007). *Capítulo 1. Métodos de valoración de empresas*. SSRN. <https://ssrn.com/abstract=1267987>

Jiménez Naharro, F., & de la Torre Gallegos, A. (2017). *Valoración de empresas y análisis bursátil*. Editorial Pirámide.

Rojo, A., & Labatut, G. (2018). *Aspectos prácticos de la valoración de empresas*. AECA (Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas).

AECA - Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas. (s.f.). *Proyecciones de flujos de efectivo* (Documento 17 de la Comisión de Valoración y Financiación de Empresas). AECA.

Rojo Ramírez, A., & Labatut Serer, G. (2018). *Aspectos prácticos de valoración de empresas*. AECA.

9. ANEXOS

Laboratorios Farmacéuticos Rovi, S.A. (2021) *Cuentas anuales consolidadas del ejercicio* 2020 CNMV

<https://www.cnmv.es/portal/consultas/ifa/listadoifa.aspx?id=0&lang=es&nif=A-28041283>

Laboratorios Farmacéuticos Rovi, S.A. (2022) *Cuentas anuales consolidadas del ejercicio* 2021 CNMV

<https://www.cnmv.es/portal/consultas/ifa/listadoifa.aspx?id=0&lang=es&nif=A-28041283>

Laboratorios Farmacéuticos Rovi, S.A. (2023) *Cuentas anuales consolidadas del ejercicio* 2022 CNMV

<https://www.cnmv.es/portal/consultas/ifa/listadoifa.aspx?id=0&lang=es&nif=A-28041283>

Laboratorios Farmacéuticos Rovi, S.A. (2024) *Cuentas anuales consolidadas del ejercicio* 2023 CNMV

<https://www.cnmv.es/portal/consultas/ifa/listadoifa.aspx?id=0&lang=es&nif=A-28041283>

Laboratorio Reig Jofre, S.A. (2021) *Cuentas anuales consolidadas del ejercicio* 2020 CNMV

<https://www.cnmv.es/portal/consultas/ifa/listadoifa.aspx?id=0&lang=es&nif=A-96184882>

Laboratorio Reig Jofre, S.A. (2022) *Cuentas anuales consolidadas del ejercicio* 2021 CNMV

<https://www.cnmv.es/portal/consultas/ifa/listadoifa.aspx?id=0&lang=es&nif=A-96184882>

Laboratorio Reig Jofre, S.A. (2023) *Cuentas anuales consolidadas del ejercicio* 2022 CNMV

<https://www.cnmv.es/portal/consultas/ifa/listadoifa.aspx?id=0&lang=es&nif=A-96184882>

Laboratorio Reig Jofre, S.A. (2024) *Cuentas anuales consolidadas del ejercicio* 2023 CNMV

<https://www.cnmv.es/portal/consultas/ifa/listadoifa.aspx?id=0&lang=es&nif=A-96184882>

Faes Farma, S.A. (2021) *Cuentas anuales consolidadas del ejercicio 2020* CNMV
<https://www.cnmv.es/portal/consultas/ifa/listadoifa.aspx?id=0&lang=es&nif=A-48004360>

Faes Farma, S.A. (2022) *Cuentas anuales consolidadas del ejercicio 2021* CNMV
<https://www.cnmv.es/portal/consultas/ifa/listadoifa.aspx?id=0&lang=es&nif=A-48004360>

Faes Farma, S.A. (2023) *Cuentas anuales consolidadas del ejercicio 2022* CNMV
<https://www.cnmv.es/portal/consultas/ifa/listadoifa.aspx?id=0&lang=es&nif=A-48004360>

Faes Farma, S.A. (2024) *Cuentas anuales consolidadas del ejercicio 2023* CNMV
<https://www.cnmv.es/portal/consultas/ifa/listadoifa.aspx?id=0&lang=es&nif=A-48004360>