

Trabajo Fin de Grado

ANÁLISIS Y VALORACIÓN DE EMPRESAS COTIZADAS DEL SECTOR FARMACÉUTICO EN ESPAÑA

Autor/es

Luis Sotomayor López

Director/es

José Ángel Ansón Lapeña

Facultad de Economía y Empresa

2017

INFORMACIÓN Y RESUMEN DEL TRABAJO FIN DE GRADO

Autor del trabajo: Luis Sotomayor López

Director del trabajo: José Ángel Ansón Lapeña

Título del trabajo: Análisis y valoración de empresas cotizadas del sector farmacéutico en España (Analysis and valuation of listed pharmaceutical companies in Spain).

Titulación a la que esta vinculado: Programa conjunto Derecho/ADE

RESUMEN

En este trabajo se realiza un análisis económico, financiero y bursátil de cinco empresas cotizadas del subsector de la Bolsa española relativo a los productos farmacéuticos. El periodo analizado es de nueve años, desde antes del inicio de la crisis hasta el año 2015. La información utilizada ha sido de carácter externo y disponible para el público en general (CNMV, INE, páginas web,...). Asimismo, se ha realizado un análisis fundamental, incluyendo la valoración de las empresas por el método de descuento de flujos de caja, descuento de dividendos y de múltiplos del PER, así como un análisis técnico. También se presentan las recomendaciones de inversión para cualquier pequeño inversor en función de los resultados obtenidos.

Palabras clave: análisis económico-financiero, análisis bursátil, Bolsa de España, sector farmacéutico, análisis fundamental, métodos de valoración, descuento de flujos, descuento de dividendos, múltiplos, PER, análisis técnico.

ABSTRACT

In this paper there is an economic, financial and market analysis of five pharmaceutical companies listed on the Spanish Stock Exchange. The period under review is nine years, since the beginning of the economic crisis in Spain until 2015. The sources of information are external and public available (CNMV, INE, web sites...). Furthermore, it has been done a fundamental analysis, including the companies valuation by discounted cash flow, dividend discount and multiples of PER, as well as technical analysis. There are also investment recommendations for any small investor based on the results.

Key words: economic and financial analysis, market analysis, Spanish Stock Exchange, pharmaceutical industry, fundamental analysis, valuation models, discounted cash flow, dividend discount, multiples, PER, technical analysis.

ÍNDICE

ABREVIATURAS	5
1. INTRODUCCIÓN.....	7
1.1. PRESENTACIÓN Y JUSTIFICACIÓN DEL TEMA DE ESTUDIO	7
1.2. OBJETIVOS GENERALES Y ESPECÍFICOS	7
1.3. APLICACIONES Y UTILIDAD	8
1.4. CONTENIDO DEL TRABAJO	8
2. MARCO TEÓRICO Y REVISIÓN BIBLIOGRÁFICA.....	9
3. METODOLOGÍA.....	13
4. ANÁLISIS DE RESULTADOS.....	14
4.1. ANÁLISIS DEL CONTEXTO.....	14
4.1.1. Análisis del entorno general (PEST)	15
4.1.2. Análisis del entorno específico (Porter)	18
4.2. HISTORIA Y DATOS DE LOS GRUPOS DE EMPRESAS OBJETO DE ANÁLISIS	20
4.3. ANÁLISIS PATRIMONIAL	23
4.4. ANÁLISIS DE LA SITUACIÓN FINANCIERA A CORTO PLAZO	26
4.5 ANÁLISIS DE LA SITUACIÓN FINANCIERA A LARGO PLAZO	27
4.6. ANÁLISIS ECONÓMICO.....	30
4.7. ANÁLISIS BURSÁTIL	35
4.7.1. Análisis fundamental	35
4.7.1.1. Valoración por el método del Descuento de Flujos de Caja (DFC)	40
4.7.1.2. Valoración por el método de Descuento de Dividendos	42
4.7.1.3. Valoración por el método de múltiplos del PER	42
4.7.1. Análisis técnico	43
5. CONCLUSIONES.....	44
BIBLOGRAFÍA	47

ANEXO I.....	51
ANEXO II	55
ANEXO III	62
ANEXO IV	67
ANEXO V	68
ANEXO VI.....	70
ANEXO VII.....	76
ANEXO VIII	79

ABREVIATURAS

ALM	Almirall
BAIT	Beneficio antes de intereses e impuestos
BAIDT	Beneficio antes de intereses y después de impuestos
BPA	Beneficio por acción
CAGR	Compound Annual Growth Rate (Tasa de crecimiento anual compuesto)
CBF	Coeficiente Básico de Financiación
CE	Comisión Europea
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
DFC	Descuento de Flujos de Caja
DPA	Dividendo por acción
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization (Resultado antes de amortizaciones, deterioro, intereses e impuestos)
EEUU	Estados Unidos
EYR	Earning yield ratio (rentabilidad bursátil)
FAE	Faes Farma
FCF	Free Cash Flow (Flujo de Caja Libre)
FMI	Fondo Monetario Internacional
GRF	Grifols
I+D	Investigación y Desarrollo
ICO	Instituto de Crédito Oficial
INE	Instituto Nacional de Estadística
M	Millones
MDS	Margen de seguridad

OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos
p.b	Puntos básicos
PEST	Políticos-legales, Económicos, Sociales-culturales y Tecnológicos
PER	Price-earnings ratio (ratio precio-beneficio)
PHM	Pharma Mar
PIB	Producto Interior Bruto
ROE	Return on Equity (Rentabilidad financiera)
ROI	Return on Investments (Rentabilidad económica)
ROVI	Laboratorios farmacéuticos ROVI
SNS	Sistema Nacional de Salud
TFG	Trabajo Fin de Grado
TN	Tesorería Neta
VR	Valor Residual
WACC	Weighted Average Cost of Capital (Coste medio ponderado de capital)

1. INTRODUCCIÓN

1.1. PRESENTACIÓN Y JUSTIFICACIÓN DEL TEMA DE ESTUDIO

Este Trabajo fin de grado *versa* sobre el análisis y valoración de empresas cotizadas en la Bolsa española del sector farmacéutico, en un periodo de 9 años. La *razón de la elección* de este tema radica en que, por un lado, considero interesante este análisis debido a su marcada utilidad práctica —que será expuesta posteriormente—; y por el otro lado, porque me ha permitido poner en práctica y profundizar en los conocimientos y habilidades adquiridos a lo largo del Grado, en áreas como análisis económico, economía aplicada, organización de empresas, contabilidad y finanzas.

Además, en línea con la Guía docente del TFG, este trabajo sirve para lograr ser más competente en la valoración de la situación y la evolución de empresas, tomar decisiones y extraer conocimiento relevante, así como emitir informes de asesoramiento sobre situaciones concretas de mercados, sectores y organizaciones.

1.2. OBJETIVOS GENERALES Y ESPECÍFICOS

Los objetivos generales son los siguientes: conocer la *situación económico-financiera* del subsector de la Bolsa española relativo a productos farmacéuticos y de las empresas cotizadas dentro de dicho subsector, así como su *evolución* desde antes del inicio de la crisis económica en España, incluyendo su comportamiento bursátil; y obtener una *valoración* de las empresas farmacéuticas cotizadas en la Bolsa española y de su respectivo subsector.

Respecto a los objetivos específicos, cabe señalar los siguientes:

- Determinar los *factores* que, desde la perspectiva del sistema económico y social en general, afectan al potencial de rentabilidad del sector farmacéutico; y conocer la *estructura de la industria farmacéutica*, poniendo de manifiesto el atractivo del sector en términos generales.
- Determinar las *causas* que han motivado la situación económico-financiera del subsector y de las empresas objeto de estudio; establecer las *situaciones de equilibrio*, aconsejando actuaciones concretas para corregir los posibles desequilibrios; predecir la *evolución* del subsector y de las empresas analizadas; estimar el *valor intrínseco* de las empresas objeto de análisis; y conocer la *tendencia* en las cotizaciones según el comportamiento pasado del mercado.

1.3. APLICACIONES Y UTILIDAD

En cuanto a la trascendencia de este trabajo, se ha de destacar su utilidad para la toma de decisiones de una gran variedad de usuarios, entre los que cabe citar: inversores actuales y potenciales, acreedores, clientes, proveedores, trabajadores, organizaciones sindicales, Administraciones Públicas, empresas analizadas y entidades de crédito¹.

De entre todos ellos, es preciso subrayar la importancia de este trabajo para los *inversores actuales y potenciales*. Esto es así porque las empresas analizadas están cotizadas en Bolsa, de forma que sus acciones están abiertas a negociación por parte del público en general. Por tanto, a los pequeños inversores—que no sigan un comportamiento especulativo—, les será muy útil en sus decisiones de inversión tener un análisis acerca de la situación económica y financiera, así como una valoración, del subsector analizado y de las empresas contenidas en este. En este sentido, he hablado solo de pequeños inversores, puesto que normalmente no tienen un acceso fácil a análisis de este tipo, a diferencia de los inversores institucionales o los accionistas mayoritarios, que disponen de una mayor información y de informes internos o contratados a consultoras externas.

También se podría aducir su aplicación universitaria en cuanto a que este TFG podría servir como *modelo* para realizar otros análisis y además, para observar la aplicación de la teoría de análisis de empresas y los modelos de valoración a *un caso real*, como es el de un subsector de la Bolsa (farmacéutico) a partir únicamente de información externa.

1.4. CONTENIDO DEL TRABAJO

Este Trabajo fin de grado se divide en *cuatro partes*. La *primera* se refiere al *marco teórico y revisión bibliográfica*, en la que se expondrán brevemente los fundamentos teóricos que se van a aplicar para realizar el estudio. La *segunda* trata sobre la

¹ No obstante, debido a que el enfoque principal del análisis está orientado a los inversores, la utilidad del estudio para cada uno de estos últimos usuarios citados será menor, ya que demandarán un análisis más profundo en el área que más influye a sus intereses respectivos. En este sentido, cabe decir que la *Administración Pública* estaría interesada en la medida en que el sector farmacéutico es un sector importante en la economía española y con una gran influencia en la situación de la sanidad para la sociedad en general. A los *trabajadores* les sería de utilidad en cuanto a que les permite evaluar la viabilidad y expectativas futuras de su empresa y de su sector, ya que su empleo y posibilidades de promoción dependen de ellas. El interés de los *acreedores* se centraría en conocer la capacidad de la empresa para hacer frente a sus obligaciones, esto es, en su liquidez y su solvencia. Y a las empresas analizadas, a las *direcciones de las respectivas empresas* les podría resultar útil para conocer la situación de su empresa respecto a sus competidores.

metodología, en la que se exponen las principales fuentes de información utilizadas y el procedimiento que se ha seguido para llevar a cabo los distintos análisis.

En *tercer lugar*, se presenta el *análisis de los resultados*, que a su vez, se podría dividir en otros subapartados diferenciados. En el primero, de carácter más general e introductorio, se examina el contexto de las empresas cotizadas objeto de análisis: el entorno general –mediante un análisis PEST–; y el entorno específico, con un análisis del atractivo de la industria farmacéutica desde el punto de vista del modelo de las cinco fuerzas de Porter. Asimismo, se expondrá brevemente a qué se dedican las empresas estudiadas, su historia y estructura de propiedad.

En sucesivos subapartados, se presentan los resultados del *análisis económico-financiero* del subsector y de las empresas cotizadas analizadas. En este sentido, este análisis comprende: análisis patrimonial, análisis de la situación financiera a corto y a largo plazo y análisis económico. A continuación se presenta el *análisis bursátil*, exponiendo los principales resultados del análisis fundamental y las valoraciones, según varios métodos, de las empresas cotizadas objeto de estudio. También se presentará un breve análisis técnico. Por último, en una *cuarta parte*, se recogen las principales *conclusiones* alcanzadas en el desarrollo del estudio.

2. MARCO TEÓRICO Y REVISIÓN BIBLIOGRÁFICA

En cuanto al marco teórico, cabe señalar que se ha seguido, principalmente, a los siguientes autores para la realización de las tres partes del análisis. Para la parte del análisis estratégico y estructural, se ha consultado a Guerras y Navas (2013)²; para la parte de análisis económico-financiero a González Pascual (2011)³ y Amat (2008)⁴; y para la valoración de empresas a Fernández (2001)⁵.

Para comenzar, cabe decir que el análisis del entorno general, tiene como finalidad identificar los factores del sistema económico y social general que afectan al sector y a la empresa. Uno de los métodos más utilizados para realizar este tipo de análisis, es el

²GUERRAS MARTÍN, L.A. y NAVAS LÓPEZ, J.E. (2013): *Fundamentos de Dirección Estratégica de la Empresa*, Civitas, Navarra.

³GÓNZALEZ PASCUAL, J. (2011): *Análisis de la empresa a través de su información económico-financiera*, Pirámide, Madrid.

⁴AMAT, O. (2008): *Análisis Económico-Financiero*, Gestión 2000, Barcelona.

⁵FERNÁNDEZ, P. (2001): *Valoración de empresas*, Gestión 2000, Barcelona.

Análisis PEST, que agrupa los factores del entorno en 4 dimensiones: factores políticos-legales, económicos, sociales y culturales, y tecnológicos.

A continuación, se estudia el siguiente nivel, es decir, el análisis del entorno específico, que se identifica con el análisis de la estructura de la industria, para determinar su grado de atractivo en función de cómo se compite en la industria. El método más estandarizado utilizado a este respecto es el *modelo de las cinco fuerzas de Porter*, según el cual, el grado de atractivo de una industria depende de cinco fuerzas competitivas básicas: poder negociador de clientes y proveedores, amenaza de productos sustitutos y entrada de nuevos competidores, y rivalidad en la industria.

Respecto al análisis económico-financiero, hay que decir que se van a realizar los siguientes análisis: análisis patrimonial, análisis de la situación financiera a corto plazo (liquidez), a largo plazo (solventía) y análisis económico. En primer lugar, el *análisis patrimonial* versa sobre el estudio de la estructura patrimonial de la empresa, y se va a realizar, fundamentalmente a través del balance, mediante el análisis de su composición, estructura, evolución y determinación de las relaciones lógicas de equilibrio. En este sentido, dicho análisis se realizará sobre la *estructura operativa del balance* (ver Anexo I, figura 2.1), distinguiendo varias masas patrimoniales en el activo—en función de la disponibilidad—y en el pasivo—en función del grado de exigibilidad.

El análisis de la estructura se realiza mediante un análisis vertical (con porcentajes) y el análisis de la evolución mediante un análisis horizontal, utilizando números índices y valoraciones relativas. Respecto a las relaciones lógicas de equilibrio, se presentan en la figura 2.2 (Anexo I). Los valores de equilibrio serían: 1 o menos para la de endeudamiento y 1 o más para el resto.

El análisis de la *situación financiera a corto plazo* consiste en estudiar la capacidad de la empresa para afrontar sus compromisos a corto plazo, y viene determinada por la liquidez de los activos de la empresa. Como parte de este análisis, se estudiará el capital circulante. Para considerar una situación de equilibrio financiero a corto plazo, el capital circulante debería ser mayor o igual que 1, mientras que si fuera menor que la unidad implicaría que parte de sus inversiones a largo se financian a corto plazo, de forma que podría entrar en suspensión de pagos.

En este sentido, cabría distinguir entre capital circulante de explotación y no explotación. El primero lo identificamos con el capital circulante mínimo, ya que representa la liquidez mínima necesaria para mantener la actividad productiva de la empresa, y en el que se integran partidas de existencias, deudores, parte del efectivo y acreedores comerciales. La suma de ambos forma el capital circulante (Cc) total y real.

La anterior distinción permite obtener la Tesorería Neta (TN) y el Coeficiente básico de financiación (CBF), que indican la relación entre las necesidades y disponibilidades de recursos de la empresa. Si la TN es negativa o el CBF es menor que la unidad, indican un déficit de recursos, de forma que se requieren mas recursos permanentes para financiar el Cc mínimo. Por el contrario, si la TS>0 o el CBF>1, indican superávit y capacidad de expansión.

Para finalizar el análisis de liquidez, se utilizarán varios ratios, para conocer que parte de la liquidez de la empresa está concentrada en existencias, disponible y realizable. Sus expresiones junto con las del resto de indicadores anteriormente citados para el análisis a corto plazo se recogen en la figura 2.3 (Anexo I).

En relación con el *análisis de la situación financiera a largo plazo*, cabe decir que su objetivo fundamental es conocer la capacidad de la empresa para satisfacer sus deudas e implica analizar la composición de los activos y cómo estos están financiados.

Entre los ratios utilizados se puede distinguir entre: el ratio de solvencia y solvencia ajustada, y los ratios de cobertura y de endeudamiento. El ratio de solvencia ajustada o corregida es el más importante y viene determinado por la capacidad de los activos reales totales (sin considerar los posibles “activos ficticios” como el fondo de comercio) para afrontar las deudas. La figura 2.4 (Anexo I) contiene estos ratios.

Asimismo, se estudiará la autofinanciación de cada empresa en relación con su capacidad para su mantenimiento y expansión. En este sentido, los ratios utilizados son: la autofinanciación del periodo para el crecimiento, el grado de autofinanciación total y el crecimiento de las reservas (se recogen en la figura 2.5, Anexo I).

Respecto al *análisis económico* de la empresa, hay que decir que estudia la estructura y evolución de los resultados de la empresa y de la rentabilidad de los capitales utilizados. La estructura operativa de la cuenta de pérdidas y ganancias consolidada utilizada va a

ser la que se recoge en la figura 2.6 (Anexo I). Asimismo, se estudiará la rentabilidad de las ventas a partir del margen bruto y el margen comercial.

Por su parte, la rentabilidad económica (Return on investments, ROI) es la tasa a la que se remunera las inversiones (activo), sin tener en cuenta la financiación de los mismos (estructura del pasivo). La rentabilidad financiera (Return on Equity, ROE) representa el rendimiento que corresponde a los fondos propios de la empresa teniendo en cuenta el resultado después de intereses. La relación entre ambos tipos vendrá determinada por el apalancamiento financiero, el cual actuará como amplificador del ROE respecto al ROI (siempre que esta última sea superior al coste medio de la deuda). La figura 2.7 (Anexo I) recoge los ratios de rentabilidades utilizados.

En cuanto al *análisis bursátil*, se va a basar, principalmente, en un análisis fundamental en el que se utilizarán los ratios contenidos en la figura 2.8 (Anexo I); pero también en un análisis técnico, concretamente chartista (análisis de gráficos de precios), en el que se tratará de predecir el comportamiento futuro de la acción (a corto plazo) en función de su comportamiento pasado en el mercado.

Respecto a la *valoración de empresas*, cabe decir que de todos los métodos existentes en la literatura, se va a utilizar, principalmente, el método de descuento de flujos de caja libre (*Free cash flow o FCF*). El FCF representa los flujos de caja generados por las operaciones, sin tener en cuenta el endeudamiento, después de impuestos. El cálculo del valor de la empresa mediante el FCF consiste en actualizar los FCF futuros utilizando como tasa de descuento el coste promedio ponderado de deuda y acciones. La figura 2.9 (Anexo I) recoge las fórmulas utilizadas para su cálculo.

Asimismo, también se utilizarán como métodos complementarios el *método basado en el Descuento de Dividendos* (Modelo de Gordon-Shapiro), que consiste en el descuento de los flujos de dividendos futuros a la tasa de rentabilidad exigida por los accionistas (figura 2.10, Anexo I); y el *método de múltiplos del PER*, que trata de calcular el precio objetivo de la acción multiplicando el BPA futuro estimado por el PER de un grupo de empresas comparables (que en este caso será el medio para el subsector analizado).

3. METODOLOGÍA

En primer lugar, para realizar el apartado relativo al análisis del entorno —general y específico—, y de los principales datos de interés de las empresas cotizadas estudiadas, se ha acudido a varias fuentes de información, principalmente, noticias en periódicos, paginas corporativas de las compañías, informes y estudios procedentes de fuentes institucionales (diferentes Ministerios del Gobierno de España, INE,...) y de organismos internacionales (CE, OCDE,...), así como otros procedentes de distintas consultoras y organizaciones privadas.

En segundo lugar, para llevar a cabo el análisis económico-financiero y la valoración de las empresas, se ha partido del subsector de la Bolsa española “3.5. Productos farmacéuticos y Biotecnología”, dentro del sector “3. Bienes de Consumo”. Del listado de las empresas cotizadas de este subsector, se han escogido cinco sobre las que realizar el análisis.

Estas cinco empresas son: Almirall S.A., Faes Farma S.A., Grifols S.A., Laboratorios Farmaceuticos Rovi S.A. y Pharma Mar S.A. Cabe decir que a lo largo del trabajo se les nombrará utilizando su “ticker” en la Bolsa: ALM, FAE, GRF, ROVI y PHM, respectivamente. El criterio que se ha seguido para escoger esta muestra de empresas ha sido la *capitalización bursátil*. No obstante, cabe decir que se ha descartado Bayer A.G, ya que no se refiere a la filial en España sino a la conocida farmacéutica alemana cotizada en la Bolsa de dicho país; Reig Jofre S.A. y Oryzon Genomics, S.A., debido a que salieron a Bolsa en los últimos dos años; y, por último, se descartaron Biosearch, S.A. y Prim, S.A., por su baja capitalización bursátil.

Una vez seleccionadas las empresas objeto de análisis, se ha trabajado tomando como base los *estados financieros consolidados* de dichas empresas relativos a los últimos 9 años, obtenidos del Registro de la CNVM. Asimismo, la herramienta utilizada para realizar el análisis ha sido una plantilla de *Excel*.

Por último, para realizar el análisis bursátil y la valoración de las empresas, también se ha utilizado información relativa a *cotizaciones históricas*, *número de acciones* y *dividendos pagados*, obtenidas de páginas web con información del mercado y de las paginas corporativas de las respectivas empresas. Asimismo, en la valoración de empresas, se realizarán hipótesis basadas en el comportamiento histórico de sus

principales variables económica-financieras y de las previsiones que realicen diversos analistas, para poder realizar proyecciones de los flujos futuros.

En este sentido, sobre el método *de descuento de flujos de caja (DFC)*, básicamente hay que decir que el proceso de cálculo ha consistido, para cada empresa, en calcular el FCF para el 2015 y proyectarlo 7 ejercicios según una tasa de crecimiento constante estimada. Asimismo, se ha calculado un Valor Residual (VR) suponiendo una tasa de crecimiento perpetuo (g). Estos flujos se actualizan a la WACC (calculada conforme se ha dicho en el marco teórico). La suma de los FCF futuros actualizados y el VR actualizado menos la deuda financiera neta (Exigible a largo plazo–Tesorería–otros activos financieros corrientes) resulta en la capitalización estimada. Dividiendo esta última por el número de acciones obtenemos el valor intrínseco de la acción.

Respecto al *método de múltiplos del PER*, precio objetivo se ha calculado multiplicando la media para el subsector (empresas comparables) del PER promedio del periodo 07-15 de cada uno de los grupos (sin considerar a PHM) por la media de su BPA estimado para el periodo 16e-20e.

Por último, el *análisis técnico a largo plazo* se ha realizado a partir de gráficos mensuales y precios a escala logarítmica. En los gráficos se han utilizado: velas japonesas o candlestick, media móvil ponderada a 30 periodos, líneas de velocidad y líneas de tendencia. El programa informático empleado ha sido “ProRealTime”.

4. ANÁLISIS DE RESULTADOS

Como se ha expuesto en la introducción, en este apartado se expondrán los principales resultados alcanzados, en relación con el análisis del contexto, datos de interés de las empresas objeto de análisis, análisis económico-financiero, análisis bursátil y valoración de las empresas estudiadas.

4.1. ANÁLISIS DEL CONTEXTO

En este apartado, se realiza un breve análisis del *contexto internacional, nacional y sectorial*, en el que se encuadran las empresas analizadas. El estudio del contexto es de vital importancia para realizar un análisis económico-financiero correcto, ya que un análisis meramente individual de las empresas sería insuficiente para lograr comprender el comportamiento pasado, la situación actual y predecir su evolución futura de las empresas analizadas.

4.1.1. Análisis del entorno general (PEST)

En este apartado, mediante un análisis PEST, se analizan los principales factores influyentes en el sector farmacéutico relativos al contexto nacional e internacional.

Factores político-legales

En este ámbito, cabe destacar la reducción del *gasto farmacéutico público* en España durante los últimos años, enmarcada dentro de las medidas de consolidación fiscal y contención del déficit público. En este sentido, se han dictado varias medidas legislativas con este objetivo, consistentes en una reducción del precio de los medicamentos y en la promoción de la utilización de genéricos mediante la prescripción por principio activo⁶.

Como resultado de lo anterior, en la figura 4.1 (ver Anexo II) se puede observar la caída del gasto farmacéutico público *en receta oficial del SNS* desde el máximo histórico alcanzado en 2010. La reducción acumulada hasta julio de 2016 ha sido de un 23,44%. No obstante, en los últimos años se puede observar un leve crecimiento del gasto con tasas alrededor del 1,7%, en línea con la mejora de la economía española y la relajación de los objetivos de déficit público. Las previsiones indican la continuación de esta tendencia, si bien no se prevé la recuperación de los valores de 2010 en el corto y medio plazo⁷. Por otro lado, el *gasto farmacéutico público hospitalario* (figura 4.2, ver Anexo II) ha moderado el fuerte crecimiento que venía registrando desde el año 2000 con tasas superiores al 10% hasta tasas inferiores al 5%.

Respecto a la promoción de los medicamentos genéricos, cabe destacar que el *consumo de medicamentos genéricos* en España se ha incrementado de forma notable en los últimos años, tanto en el total del mercado como en el mercado de prescripción. En la figura 4.3 (Anexo I) se puede observar esta evolución desde 2007⁸.

⁶Sin ánimo de ser exhaustivos: Real Decreto-Ley 4/2010, Real Decreto-Ley 8/2010, Real Decreto-Ley 9/2011 y Real Decreto-Ley 16/2012. Recientemente, la aprobación del Real Decreto Legislativo 1/2015, de 24 julio, por el que se aprueba el texto refundido de la ley de garantías y uso racional de los medicamentos y productos sanitarios, que incorpora las modificaciones incorporadas desde la aprobación de la anterior Ley de garantías (Ley 29/2006). Asimismo, se han producido varias actualizaciones del sistema de precios de referencia (la última con la Orden SSI/2160/2015).

⁷ IMS Institute for Healthcare Informatics [2014]. Global Outlook for Medicines Through 2018 [en línea].

⁸No obstante, cabe decir que, desde el 1 de enero de 2016, está en vigor una modificación legislativa que resta incentivos al mercado de genéricos, ya que se elimina la obligación de dispensar el genérico a igualdad de precio en las prescripciones por principio activo. Es la Ley 48/2015, de 29 de octubre, de

Factores económicos

El *crecimiento mundial*, según datos del FMI, ha sido del 3,2% en 2015 y la proyección es que disminuya hasta el 3,1% en 2016⁹. Para el 2017, el FMI en sus últimas previsiones revisaba a la baja el crecimiento mundial, debido a la salida de Reino Unido de la UE y a un crecimiento más débil del esperado en Estados Unidos, situándolo en el 3,4% en para el 2017. Los países emergentes crecerán más del doble que los desarrollados con una tasa del 4,6% en el 2017. Las previsiones a medio plazo son de un crecimiento mundial cercano al 4%, teniendo los emergentes cada vez más protagonismo en este crecimiento (figura 4.4, ver Anexo II).

En este sentido, el Gobierno de España, en la Actualización del Programa de Estabilidad (2016-2019)¹⁰, ha realizado unas previsiones similares a las del FMI. En la figura 4.5 (Anexo II), se puede observar el escenario macroeconómico hasta el 2019. Lo más destacado es el leve crecimiento de la *zona euro*, por debajo del 2% en todos los años de previsión¹¹. Respecto a *España*, el crecimiento en el año 2016 hasta sido del 3,2%¹². No obstante, para el 2017 se espera un menor crecimiento, con una estimación del 2,2%, según el FMI. La previsión hasta 2019, según el Gobierno de España en dicho documento, es de un crecimiento estable, alrededor del 2,5%; y la estabilidad de precios, con una variación inferior al 2%. En cuanto a las proyecciones presupuestarias, los objetivos de déficit público son del: 4,6% del PIB en 2016, el 3,1% en 2017 y 2,2% en 2018¹³.

En otro orden de las cosas, el IMS Institute for Healthcare Informatics ha previsto un crecimiento de las ventas mundiales de medicamentos del 30% en 2018 respecto de las

Presupuestos Generales del Estado para el año 2016, que modifica el Real Decreto Legislativo 1/2015, de 24 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de garantías y uso racional de los medicamentos y productos sanitarios.

⁹ En el último año, se ha constatado la ralentización de la economía mundial, en un contexto de mayor incertidumbre y de volatilidad financiera. Fuente: FMI (octubre 2016). Perspectivas de la economía mundial [en línea].

¹⁰ MINISTERIO DE ECONOMÍA, INDUSTRIA Y COMPETITIVIDAD (abril 2016). Actualización del Programa de Estabilidad (2016-2019) [en línea].

¹¹ Además, también cabe señalar el mantenimiento de los bajos tipos de interés (a corto y a largo plazo), la estabilidad del tipo de cambio, el crecimiento de los mercados españoles de exportación, y el ligero aumento del precio del petróleo.

¹² LIZÓN, J. (Enero 2017). PIB: España mantuvo el crecimiento en el 3,2% en el año sin Gobierno [en línea]. Lavanguardia.com

¹³ ROIG, M. (Julio 2016). Bruselas salva a España de la multa por el déficit y da dos años más para bajarlo del 3% del PIB [en línea]. Diario Expansión.

ventas alcanzadas en 2013¹⁴. En la figura 4.6 (Anexo II) se pueden observar las previsiones de crecimiento del mercado global de medicamentos hasta 2019. Las ventas en los países desarrollados crecerán en un rango de 4-7% anual, entre los que destaca Estados Unidos, mientras que en los mercados emergentes se espera un crecimiento superior en un rango de 6-9%. El mercado europeo en general (sin incluir a Reino Unido), y el español en particular, experimentarán un crecimiento más débil.

Factores sociales y culturales

En este ámbito cabe destacar *dos factores*: el envejecimiento paulatino de la población y el aumento del sobrepeso y la obesidad en los países desarrollados. Estos factores tendrán una incidencia muy favorable en el mercado farmacéutico, si bien más en el largo plazo.

En este sentido, la Comisión Europea y la OCDE, prevén un crecimiento sostenido de la población mayor de 65 años en los países desarrollados en línea con el crecimiento de la esperanza de vida¹⁵. En la figura 4.7 (Anexo I) se pueden observar las proyecciones realizadas por estos organismos hasta 2050-2060. Este envejecimiento de la población en el futuro conllevará un mayor gasto en sanidad, y sobre todo, en medicamentos, debido principalmente al aumento de las enfermedades crónicas (figura 4.8, Anexo I).

Por otro lado, debido a unos cambios en los hábitos de vida cada vez menos saludables, la OCDE también estima un crecimiento generalizado de las personas con sobrepeso en los países desarrollados en el largo plazo (figura 4.9, Anexo I)¹⁶. En consecuencia, el gasto farmacéutico también aumentará. A modo de ejemplo, en la figura 4.10 (ver Anexo I) se puede ver el gran crecimiento previsto en el gasto en sanidad en Estados Unidos debido a una mayor presencia de diabetes en la población norteamericana.

Factores tecnológicos

En esta área es importante señalar dos factores: el papel de la investigación, desarrollo e innovación (I+D+i) en España y en la industria farmacéutica; y el impacto de las nuevas

¹⁴ Este aumento se explica, porque, en los próximos años, el número de patentes que expirarán es menor y una gran cantidad de nuevos medicamentos saldrán al mercado. Fuente: IMS Institute for Healthcare Informatics [2014]. Global Outlook for Medicines Through 2018 [en línea].

¹⁵ COMISIÓN EUROPEA (2015). The 2015 Ageing Report, Economic and budgetary projections for the 28 EU Member States (2013-2060) [en línea]; OECD (2015). Health at a Glance 2015 [en línea].

¹⁶ OCDE (2012). OBESITY UPDATE [en línea].

tecnologías en el sector. En primer lugar, el *gasto en I+D* en el periodo 2010-2015 en España ha registrado un descenso global cercano al 10%, de forma que su peso sobre el PIB ha pasado de un 1,4% en 2010 a un 1,22% en el año 2014¹⁷. En la figura, 4.11 (Anexo I) se puede consultar la evolución del gasto en I+D como en España por sector de financiación (2006-2010).

Las previsiones del Gobierno a este respecto, contenidas en la Estrategia Española de Ciencia y Tecnología y de Innovación 2013-2020, consisten básicamente en alcanzar para 2020 un gasto en I+D total que represente el 2% sobre el PIB en España¹⁸. En este sentido, la estrategia es mantener constante el gasto público en I+D (en relación con el PIB), lo que significa incrementar el gasto público de acuerdo con el crecimiento previsto de la economía española; y duplicar el esfuerzo investigador del sector empresarial. La figura 4.12 (Anexo I) resume el contenido de esta estrategia.

En cuanto al papel de las *nuevas tecnologías*, hay que decir que cada vez son más las compañías farmacéuticas que están modernizándose y adaptando tecnologías innovadoras, como una forma de reducir los costes y aumentar la productividad, sobre todo en el ámbito de la I+D. En este sentido, cabe destacar la utilización de la “Big Data”¹⁹ y los servicios de la “nube”²⁰.

4.1.2. Análisis del entorno específico (Porter)

En este último apartado del análisis del contexto, como se ha expuesto anteriormente, se recoge el análisis estructural de la industria farmacéutica en España, mediante el conocido modelo de las cinco fuerzas de Porter. El siguiente cuadro recoge

¹⁷ La mayor parte de esta caída se ha producido por la reducción del gasto público en I+D (-19% del 2010-2015) como parte de las medidas de consolidación fiscal. La inversión del sector empresarial en este ámbito ha caído en menor medida (-3,7% del 2010-2015).

¹⁸ MINISTERIO DE ECONOMÍA Y COMPETITIVIDAD (2013). Estrategia Española de Ciencia y Tecnología y de Innovación 2013-2020 [en línea].

¹⁹ Consiste en el tratamiento de grandes cantidades de información proveniente de varias fuentes (procesos de I+D, distribuidores, distribuidores, farmacias...), con el objetivo de detectar nuevos y mejores candidatos potenciales de medicamentos y reducir los costes y el tiempo de desarrollo. Así, CATTELL, J., CHILUKURI, S., LEVY, M (abril 2013). How big data can revolutionize pharmaceutical R&D [en línea], McKinsey.com

²⁰ Farmacéuticas multinacionales como Pzifer y Novartis, están colaborando con multinacionales del sector tecnológico como Google y Amazon, con la finalidad de implementar los servicios de la “nube” para alcanzar un mayor procesamiento de datos a un menor coste, y para desarrollar productos biotecnológicos. Así lo explican: MACINNES, B. (Febrero 2014). How cloud is finding its place in the pharmaceutical industry [en línea]. CloudPro; y KIRKLAND, R. (Junio 2015). Novartis on digitizing medicine in an aging world [en línea]. McKinsey.com

resumidamente la intensidad de las fuerzas de Porter y los principales factores influyentes, para la industria farmacéutica en España.

FUERZAS PORTER	SECTOR FARMACÉUTICO 345 empresas; CR4=24% ²¹
Amenaza de entrada de nuevos competidores	Baja <ul style="list-style-type: none"> • Gran inversión para lograr economías de escala en fabricación, I+D, marketing, ventas y distribución. • Diferenciación de producto (marcas). • Acceso a los canales de distribución (acuerdos preferentes). • Regulación (patentes, autorizaciones administrativas para operar,...). • Grandes presupuestos empresas establecidas para defender sus marcas.
Rivalidad entre competidores	Media <ul style="list-style-type: none"> • Concentración baja. • Competencia intensa en I+D. • Diferenciación mediante marcas, pero alta competencia de los productos genéricos. • Protección a través de patentes. • Barreras de salida (inversiones específicas).
Amenaza de productos sustitutivos	Baja <ul style="list-style-type: none"> • Remedios naturales o herbales y medicamentos homeopáticos poco eficaces.
Poder negociador de proveedores	Baja <ul style="list-style-type: none"> • Gran número de suministradores de materias primas (sector química fina). • Las empresas de tamaño medio-grande están integradas verticalmente hacia atrás (tienen su propia planta de materias primas).
Poder negociador de clientes	Medio/alto <ul style="list-style-type: none"> • Gran poder negociador del Estado y las CCAA, sobre todo debido a compras en grandes volúmenes (compra centralizada). • Consumidor final (medicamentos sin prescripción) con poder medio. La fragmentación es muy alta, pero sus costes de cambio son bajos (p.e. gran variedad de productos contra el resfriado que pueden ser probados por el consumidor fácilmente).

²¹ Cuotas de mercado obtenidas a partir de ALFONSO SIMÓN RUIZ, A. (mayo 2015). Novartis, imbatible en el mercado farmacéutico en España [en línea]. Cincodías.com

En conclusión, el análisis Porter pone de manifiesto un *alto grado de atractivo*, desde el punto de vista estructural, de la industria farmacéutica en España. En la figura 4.13 (ver Anexo I) se puede observar resumidamente la intensidad de las fuerzas de Porter en la industria farmacéutica.

4.2. HISTORIA Y DATOS DE LOS GRUPOS DE EMPRESAS OBJETO DE ANÁLISIS

Grupo Almirall

ALM tiene sede en Barcelona y su actividad principal se encuentra orientada a la investigación, desarrollo, fabricación y comercialización de medicamentos propios y productos de terceros, principalmente en el área de la dermatología. Es un grupo familiar controlado por los hermanos Gallardo que poseen a través de dos sociedades (Plafin y Todasa, S.A) el 67% del capital²².

Laboratorios Almirall fue fundada en Barcelona en 1943 por los hermanos Gallardo. En los años 80 y 90, la compañía empieza a crecer en tamaño con la adquisición de otras empresas farmacéuticas y la apertura de sus primeras filiales fuera de España. En este periodo también lanza su medicamento estrella: el famoso antiácido Almax.

En 2014 reorganiza su estrategia para centrarse en la dermatología: transfiere su franquicia respiratoria a AstraZeneca y adquiere la empresa estadounidense Aqua Pharmaceuticals, especializada en dermatología²³. Recientemente, ha continuado en la misma línea tratando de construir una fuerte posición en el mercado dermatológico adquiriendo la suiza Poli Group Holding (2015) y la estadounidense Themigen LLC (2016)²⁴.

Grupo Faes Farma

FAE se dedica principalmente a la fabricación y comercialización de productos farmacéuticos. Además, mediante su filial Ingaso Farm, está presente en el mercado de

²²ALMIRALL, S.A. (2015). Informe Gobierno Corporativo [en línea]. Almirall.es

²³CORDERO, D. (diciembre 2013). Almirall compra la Aqua Pharmaceuticals por cerca de 240 millones [en línea]. Elpaís.com

²⁴RAMONA, E. (enero 2016). Almirall ejecuta la opción de compra sobre Themigen LLC [en línea]. Expansión.com

la nutrición y salud animal, especializada en alimentación porcina. La propiedad de FAE está muy fragmentada, ningún accionista supera el 1% del capital²⁵.

Fue fundada en 1933 en el pueblo vizcaíno de Lamiaco junto a la ría de Bilbao y comenzó fabricando arsenicales. En el año 78 lanza uno de sus principales productos la crema para varices Venosmil. En 2007 adquirió Ingaso Farm para diversificar sus líneas al área de nutrición y salud animal. En los últimos años ha tenido lugar su mayor éxito hasta el momento, gracias al lanzamiento en 2011 en España del antialérgico Bilaxten (Bilastina). Desde entonces, ha sido comercializado en más de 90 países y, recientemente, ha conseguido su acceso al mercado japonés, el mayor mercado mundial de antialérgicos²⁶.

Grupo Grifols

GRF divide su negocio en tres divisiones: Bioscience, Diagnostic y Hospital. La División Bioscience es la principal de la compañía y está dedicada a los hemoderivados, esto es, medicamentos obtenidos a partir del plasma humano. La División Diagnostic está centrada en tecnología para el diagnóstico clínico y la División Hospital está orientada hacia las especialidades farmacéuticas de uso hospitalario. La familia Grifols controla el grupo con un porcentaje del capital que supera el 25%. Recientemente, Víctor Grifols cedió el mando de la compañía a su hermano y a su hijo²⁷.

Laboratorios Grifols fue fundada en Barcelona en 1940 por José Antonio Grifols. En 1960, construye una gran fábrica en Barcelona, en Parets del Valles. En 2010, GRF compra la empresa estadounidense Talecris Biotherapeutics por 2.800 M€ convirtiéndose en el tercer mayor productor mundial de medicamentos biológicos derivados del plasma²⁸. Más tarde, también adquiriría la unidad de diagnóstico transfusional de Novartis por 1240 M€ (2013) y, recientemente, la de la estadounidense Hologic por 1.850 M\$²⁹.

²⁵ FAES FARMA (diciembre 2016). Participaciones significativas [en línea]. Faesfarma.com

²⁶ LARRAKOETXEA, C. (septiembre 2016). Se cumple el sueño de Faes Farma: logra el acceso a Japón [en línea]. Eleconomista.es

²⁷ BRAVO, D. (diciembre 2016). Víctor Grifols cede el mando de la compañía a su hermano y a su hijo [en línea]. Expansión.com

²⁸ FONTGIVELL, C. (junio 2010). Grifols compra el gigante de EEUU Talecris y se sube al podio del sector [en línea]. Expansión.com

²⁹ RAMÓN, E. (diciembre 2016). Grifols compra la división de diagnóstico de la americana Hologic por 1.750 millones [en línea]. Expansión.com

Grupo Laboratorios farmacéuticos ROVI

ROVI está dedicada a la investigación, desarrollo, fabricación y comercialización de pequeñas moléculas y especialidades médicas biológicas. El grupo está controlado por la familia López-Belmonte que posee alrededor del 70% del capital, repartido entre Juan López-Belmonte y sus tres hijos³⁰.

Fue fundada en el año 1946 en Madrid y hasta 1990, su actividad se basó en la comercialización en España de productos propios basados en la heparina (anticoagulante natural). No obstante, la compañía fue muy conocida a nivel nacional por su rama de actividad destinada a la fabricación de supositorios de glicerina (“Supositorios Rovi”), vendida a Pfizer en 1994. En el 2007 sale a cotizar en Bolsa.

En últimos años ROVI ha firmado acuerdos estratégicos de comercialización y fabricación en España de productos de Merck y Novartis³¹. Además, recientemente su principal producto (Hibor), un antitrombótico, ha sido aprobado en Brasil y China y su nuevo biosimilar de enoxaparina (representa un mercado de 1000 M€ en Europa y en EEUU) está en una fase avanzada de registro en Europa y en Estados Unidos³².

Grupo Pharma Mar

PHM está especializada en oncología y se dedica a la investigación y desarrollo antitumorales de origen marino. Tiene filiales en el campo del diagnóstico molecular, oftalmología y química de gran consumo. PHM desarrolla y comercializa el antitumoral Yondelis, siendo el primer fármaco de origen marino aprobado en la Unión Europa y está disponible en casi 80 países incluyendo Estados Unidos, Europa y Japón³³. El grupo PHM está controlado por José M^a Fernández Sousa-Faro, actual presidente, con una participación del 11%³⁴.

En 1939 se fundó Zeltia a partir de la escisión del laboratorio Miguel Servet de Vigo. En el año 1986, se creó la filial PharmaMar, empresa pionera en el desarrollo de

³⁰SIMON, A. (octubre 2015). El dueño de Laboratorios Rovi cede a sus hijos la mayoría de las acciones [en línea]. Cincodías.com

³¹ROSA, F. (noviembre 2013). Rovi comercializará en España dos productos de Novartis para la EPOC [en línea]. ElGlobal.net

³²BENITO, M. R. (junio 2015). La aprobación del biosimilar de enoxaparina supondrá una oportunidad única para Rovi [en línea]. ElGlobal.net

³³PHARMAMAR, S.A. (2016). Folleto corporativo Pharma Mar [en línea]. PharmaMar.com

³⁴PHARMAMAR (2015). Memoria de las cuentas anuales consolidadas [en línea]. p.51. Pharmamar.com

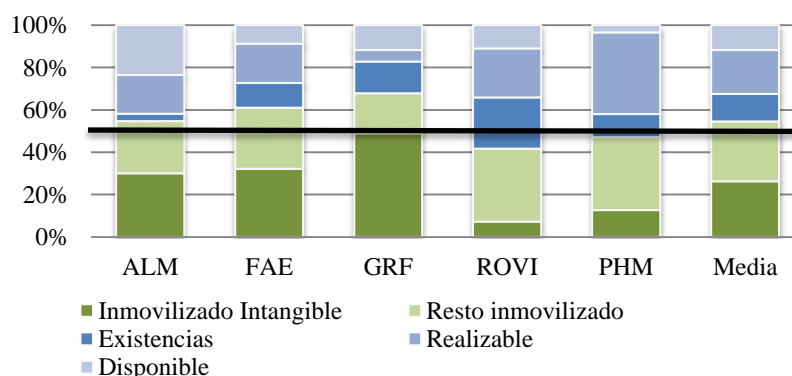
fármacos antitumorales de origen marino. En 1998, Zeltia empieza a cotizar en la Bolsa española. Más tarde en 2015, se produjo una reestructuración corporativa que resultó en la fusión inversa de PharmaMar y Zeltia, convirtiendo a la primera, especializada en oncología, en el negocio principal del grupo. A finales de 2015, PHM sustituyó a Zeltia en el mercado continuo. Recientemente, ha llegado a una alianza con Chugai, filial de Roche, para licenciar su nuevo antitumoral PM1183 en Japón³⁵.

4.3. ANÁLISIS PATRIMONIAL

Cabe comenzar este apartado examinando la estructura del activo y de la financiación de los grupos del subsector, sobre la base de sus balances operativos (véase el Anexo III).

En primer lugar, en cuanto a la *estructura del activo*, podemos observar en la figura 4.14 que, en términos generales, los grupos del subsector presentan un activo no corriente ligeramente superior al activo corriente en el año 2015, poniendo de manifiesto su carácter de empresas industriales, fabricantes de productos farmacéuticos. Destaca la gran importancia del *inmovilizado intangible*,

Figura 4.14. Estructura del activo 2015
(en porcentaje sobre el total)



formado básicamente por el fondo de comercio (fruto de fusiones y adquisiciones) y derechos de propiedad industrial (patentes sobre medicamentos); y también el realizable compuesto fundamentalmente por créditos de clientes por ventas, algo lógico y habitual en el sector farmacéutico, teniendo en cuenta que los principales clientes son farmacias y Administraciones Públicas con dilatados periodos de pago.

No obstante, es preciso señalar que existen *diferencias notables* entre los distintos grupos. FAE y GRF tienen un activo no corriente bastante superior al activo corriente

³⁵ MONGE, P. (diciembre 2016). PharmaMar logra un acuerdo en Japón con una filial de Roche [en línea]. Cincodías.com

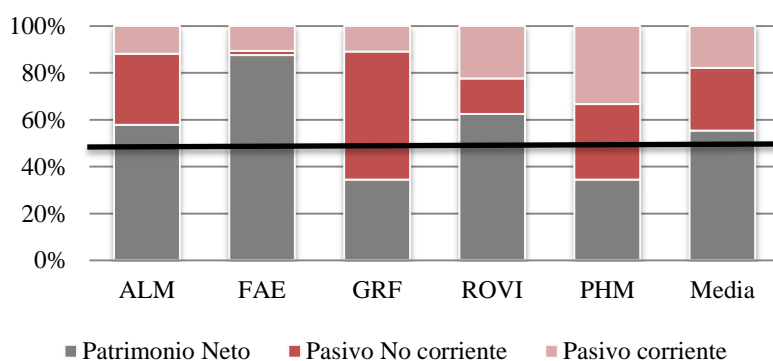
(60% y 40% respectivamente), mientras que ROVI presenta la situación contraria. Además, la importancia del inmovilizado intangible es significativamente mayor en ALM, FAE y GRF que en ROVI y PHM (cuyo intangible es inferior al 10%). Por otro lado, el alto disponible de ALM se debe a una situación transitoria, producida por la venta de su franquicia respiratoria a Novartis a mediados de 2014.

Asimismo, cabe realizar un comentario específico respecto a la estructura del balance de GRF, ya que es el mayor grupo de las entre los analizados y forma parte del IBEX 35. Dos aspectos cabe destacar a este respecto: el primero es la elevadísima importancia del inmovilizado intangible, y más concretamente, del fondo de comercio (debido a las últimas adquisiciones de otras empresas), suponiendo prácticamente la mitad de su activo; el segundo es la escasa significatividad de la partida de clientes, algo lógico si se piensa que la mayor

parte de su negocio se encuentra en EEUU y no se enfrenta a periodos de pago y cobro tan dilatados como en España.

En segundo lugar, respecto a la estructura del

Figura 4.15. Estructura de la financiación 2015
(en porcentaje sobre el total)

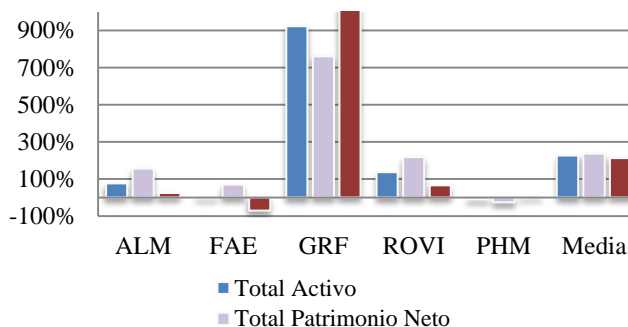


patrimonio neto y pasivo (figura 4.15), hay que decir que el subsector presenta en general, una estructura de la financiación en 2015 con una mayor importancia de los recursos propios frente a los ajenos, destacando, dentro de estos últimos, los pasivos a largo plazo.

Sin embargo, hay que volver a poner de manifiesto la heterogeneidad existente en el subsector. En este sentido, en un extremo tenemos a FAE cuya financiación ajena es muy reducida; y en el otro, a GRF y PHM, cuyos recursos propios están por debajo del 40%. Estos dos últimos grupos, presentan, a su vez, diferencias entre ellos, primando la financiación a largo plazo en GRF frente a la situación de PHM, que presenta una mayor importancia del pasivo a corto plazo.

En otro orden de las cosas, cabe continuar atendiendo a la *evolución* de las principales masas del balance. En la figura 4.16 se presenta la evolución del activo, patrimonio neto y pasivo desde 2007. El grupo más destacado es GRF, con una gran expansión a lo largo del periodo, logrando multiplicar más de nueve veces su activo. La mayor parte de este incremento se debe a la adquisición de su filial en EEUU Talecris (2011), financiada en gran parte por un mayor endeudamiento a largo plazo.

Figura 4.16. Evolución 2007-2015

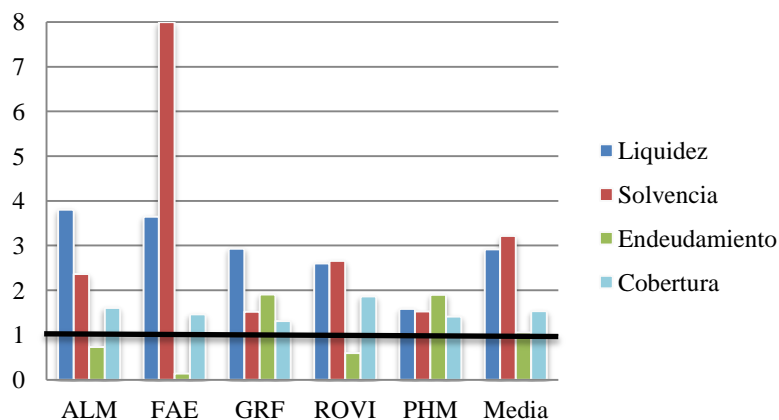


Asimismo, también han crecido bastante desde 2007, el segundo grupo de mayor tamaño, ALM (76%), financiando este crecimiento básicamente con recursos propios; y ROVI que ha más que duplicado su activo (135%). El crecimiento de ALM se concentra sobre todo en el año 2013 con la compra de su filial norteamericana Aqua. El activo de FAE se mantiene prácticamente estable (5%), creciendo por primera vez en 2015 tras cuatro años de caídas (durante los que disminuyó su endeudamiento y aumentó sus recursos propios).

En peor situación se sitúa PHM, cuyo activo en el periodo analizado decrece, ya que sigue arrastrando las pérdidas que sufrió hasta el 2011. No obstante, en los dos últimos años su activo ha crecido a tasas superiores al 5% con un incremento del PN y una reducción del pasivo.

Para finalizar el análisis patrimonial, cabe referirse a las *relaciones lógicas* en el 2015 recogidas en la figura 4.17. En general, el subsector se encuentra en una buena situación, sin que ninguno de los

Figura 4.17. Relaciones lógicas 2015



grupos presente problemas de liquidez, solvencia o cobertura (todos los ratios superan la unidad), ni en general de endeudamiento (no se supera la unidad), con la excepción en este último caso de GRF y PHM³⁶.

4.4. ANÁLISIS DE LA SITUACIÓN FINANCIERA A CORTO PLAZO

En primer lugar, cabe comenzar analizando el *fondo de maniobra* de los grupos del subsector. En el Anexo IV se recoge el capital circulante (tanto de explotación como de no explotación), la Tesorería Neta (TN) y el Coeficiente Básico de Financiación (CFB) para todos los grupos durante los años 2015 y 2014.

El capital circulante o fondo de maniobra es positivo en el ejercicio 2015 para todos los grupos estudiados, experimentando un crecimiento respecto a 2014, salvo en el caso de ROVI que se redujo escasamente. Asimismo, la TN y el CFB indican que ALM posee la mayor capacidad de expansión de entre todos los grupos, pudiendo dedicar parte del de capital circulante no de explotación para financiar otras inversiones productivas. FAE, ROVI y PHM tienen una menor capacidad de expansión, mientras que GRF se encuentra en la situación contraria, al presentar una TN negativa. No obstante, su CFB está prácticamente en la unidad por lo que se encontraría en una situación neutra (ni superávit ni déficit de recursos).

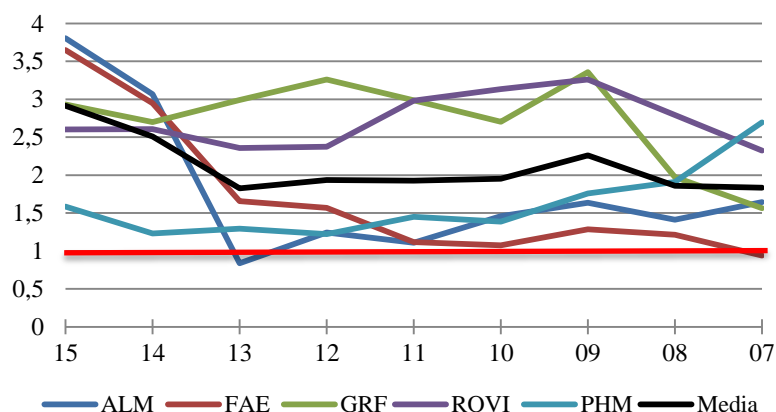
En segundo lugar, hay que atender a los *ratios de liquidez*. En el mismo Anexo que anteriormente (Anexo IV), se presentan los ratios de liquidez general, inmediata y de tesorería para los grupos desde el 2007.

En este sentido, como podemos observar en la figura 4.18 y como anteriormente se ha puesto de manifiesto con el análisis del fondo de maniobra, en el año 2015 los grupos del subsector tienen una situación financiera a corto plazo *muy buena*, sin ningún problema de liquidez. De hecho, todos los grupos (excepto PHM) tienen un ratio de liquidez general superior a 2 (duplicando la situación de equilibrio); y un ratio de liquidez inmediata superior a 1, de forma que tan solo con las partidas más líquidas del activo (realizable y disponible) podrían hacer frente a sus obligaciones a corto plazo.

³⁶ No obstante, cabe señalar las grandes diferencias existentes entre FAE, por un lado, y GRF y PHM por el otro. FAE tiene ratios de liquidez y solvencia muy altos con un endeudamiento prácticamente inexistente, mientras que GRF y PHM presentan un endeudamiento que prácticamente duplica la situación de equilibrio. En posteriores apartados, se realizará un análisis más profundo a este respecto.

La situación de la liquidez inmediata es lógica si se tiene en cuenta que la liquidez está concentrada en la partida de clientes por los largos periodos de pago de las Administraciones

Figura 4.18. Líquidez general (07-15)



Públicas, de modo que la liquidez concentrada en existencias es menor. En algunos casos, como ALM, FAE o GRF, se podría incluso argumentar que poseen un exceso de liquidez que conllevaría una situación de recursos ociosos.

En cuanto a la *evolución de la liquidez* (figura 4.18), cabe decir que todos los grupos han experimentado mejoras en su situación financiera a corto plazo desde 2007, excepto en el caso de PHM. En general se puede observar una situación de estabilidad o empeoramiento de la liquidez durante los años de la crisis hasta el año 2013 cuando comienza a mejorar fuertemente. No obstante, pese a que la situación de liquidez de PHM, ALM y FAE fue peor que la del resto del subsector, no llegaron a tener problemas de liquidez en ningún caso (salvo para ALM en el año 2013).

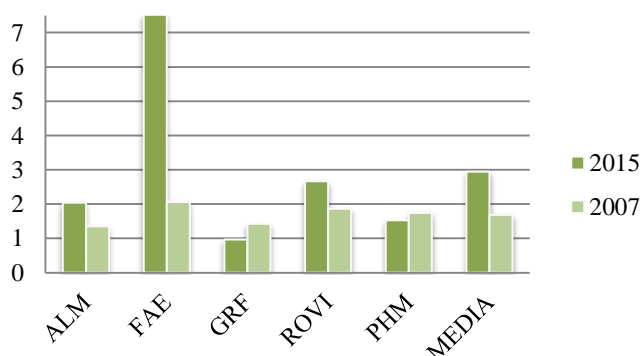
A este respecto, podríamos decir que la *crisis económica* no afectó a la situación de liquidez de los grupos del subsector farmacéutico, ya que el aumento producido en los periodos de pago de la Administración se tradujo en un mayor tiempo de pago a los proveedores, de forma que no hubo problemas en este sentido.

4.5 ANÁLISIS DE LA SITUACIÓN FINANCIERA A LARGO PLAZO

En relación con este apartado, cabe comenzar atendiendo a la *solvencia* de los distintos grupos del subsector (véase el Anexo V para consultar los ratios de solvencia). En este sentido, la solvencia, en términos generales, en el subsector es buena, ya que todos los grupos presentan un ratio de solvencia igual a superior a 1,5. Es preciso señalar que si utilizamos el *ratio de solvencia ajustada* (figura 4.19), esto es, solo teniendo en cuenta los activos reales (sin considerar activos ficticios como el fondo de comercio), la situación de la mayoría de los grupos sigue siendo buena.

No obstante, GRF, el grupo de mayor tamaño, presenta una peor situación en este caso, ya que, como se ha puesto de manifiesto en anteriores apartados, su fondo de comercio es muy alto, provocando que su solvencia corregida se sitúe en el límite del equilibrio (unidad).

4.19. Ratio de solvencia ajustada



ROVI y PHM no presentan diferencias entre su solvencia general y corregida al carecer de fondo de comercio.

Asimismo, respecto al año 2007, salvo en el caso de GRF, el resto de grupos ha mantenido más o menos estable su solvencia (PHM) o la ha aumentado (ALM, FAE, ROVI). En los últimos años PHM ha mejorado ligeramente su solvencia, mientras que FAE la ha incrementado de forma desmesurada en los dos últimos ejercicios analizados.

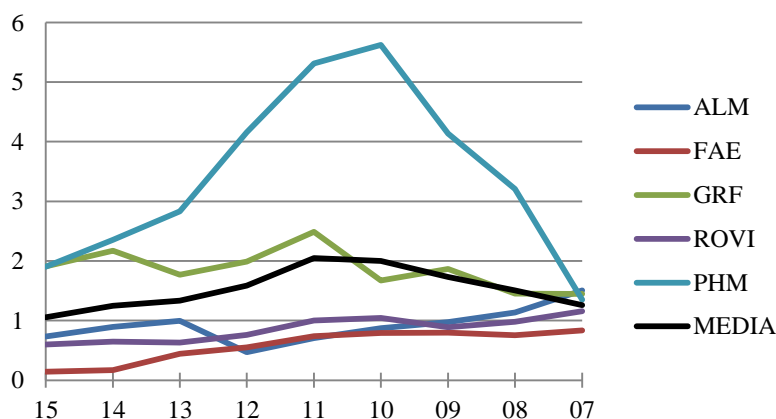
Prosiguiendo con el análisis, cabe atender a los indicadores de *cobertura de inmovilizado* y *endeudamiento* (véase el Anexo V para consultar los distintos ratios). En cuanto a la *cobertura*, como se ha comentado anteriormente (apartado 4.2), todos los grupos son capaces de cubrir su inmovilizado con sus recursos permanentes. Empero, PHM y GRF no son capaces de cubrirlo solo con los recursos propios. Se debe añadir que ALM y FAE han conseguido mejorar sus ratios de cobertura desde 2007, mientras que ROVI, y en mayor medida, PHM y GRF han sufrido un empeoramiento.

Acerca del *endeudamiento*, cabe decir que existen importantes disparidades en el subsector. Por un lado, se encuentran PHM y GRF con un mayor endeudamiento (ratio cercano a 2); y en el otro lado, ROVI y ALM que presentan un bajo endeudamiento (inferior a la unidad). FAE prácticamente carece de endeudamiento.

Hay que mencionar, además que la *composición del endeudamiento* indica que la mayor parte de los grupos poseen un mayor endeudamiento a largo plazo, con la excepción de PHM, cuyo endeudamiento a corto y a largo es prácticamente idéntico. A mayor abundamiento, si atendemos a la *evolución* del endeudamiento desde el 2007 (figura 4.20), ALM, FAE y ROVI han reducido su endeudamiento a un ritmo más o menos constante, mientras que GRF y PHM lo han aumentado. Empero, PHM lo ha reducido

de forma muy notable desde el 2010 cuando alcanzó su cota máxima (ratio superior a 5), mientras que GRF lo ha mantenido estable en los últimos años.

4.20. Endeudamiento (07-15)



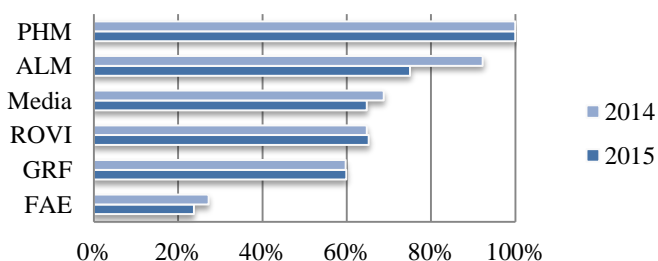
En otro orden de las

cosas, si ponemos en relación el endeudamiento con los resultados de los grupos, vuelve a salir a la luz divergencias entre ALM, FAE y ROVI por una parte, y entre GRF Y PHM por la otra. Los primeros tienen un *ratio de cobertura de cargas financieras* alto (superior a 10), mientras que los segundos, tienen un ratio bastante más bajo (4 para GRF y 2 para PHM), lo que indica que su capacidad de generación de beneficios debería ser mayor para que los gastos financieros derivados de su alto endeudamiento tuvieran una menor influencia.

En este sentido, los resultados obtenidos en el ratio de *capacidad de devolución de deudas* corroboran este análisis, aunque su importancia es menor, ya que en las condiciones actuales se puede refinanciar la deuda en buenas condiciones (tipos de interés bajos). La evolución de estos dos últimos ratios pone de manifiesto que dentro de los que se encuentran en peor situación, GRF y PHM, el primero empeora desde 2007 de forma significativa (alcanzó 8.5 en el ratio de cobertura de cargas 2009), mientras que el segundo ha conseguido mejorar al salir de su situación de pérdidas.

Finalmente, es preciso hacer referencia a la *autofinanciación* de los distintos grupos (véase el Anexo V para ver los ratios de autofinanciación). En la figura 4.21 se puede observar el grado de autofinanciación de los años 2014 y 2015 para el crecimiento de los distintos grupos analizados.

Figura 4.21. Grado de autofinanciación del periodo para el crecimiento (14-15)



Así pues, la media del subsector se encuentra alrededor del 60%, lo que indica que, en general, se sigue una política de autofinanciación moderada. Sin embargo, es clara la existencia de divergencias en el subsector farmacéutico a este respecto. Por un lado, PHM sigue una política de autofinanciación total, sin repartir dividendos a lo largo de todo el periodo estudiado; y ALM ha superado el 75% en autofinanciación en los dos últimos años, tras haber disminuido los dividendos repartidos desde 2012.

Continuando con el análisis, alrededor de la media nos encontramos con ROVI y GRF, cuya estrategia ha consistido en mantener un pay-out en torno al 40% (salvo GRF en los años de la compra de Talecris que no repartió dividendos) y correlativamente han destinado alrededor del 60% de sus beneficios anuales después de impuestos a financiar su crecimiento. A la cola de la autofinanciación se sitúa FAE con tasas inferiores al 30%³⁷.

4.6. ANÁLISIS ECONÓMICO

En primer término, cabe analizar la *estructura operativa* de la cuenta de pérdidas y ganancias de los distintos grupos objeto de estudio (véase el Anexo VI para consultarlas).

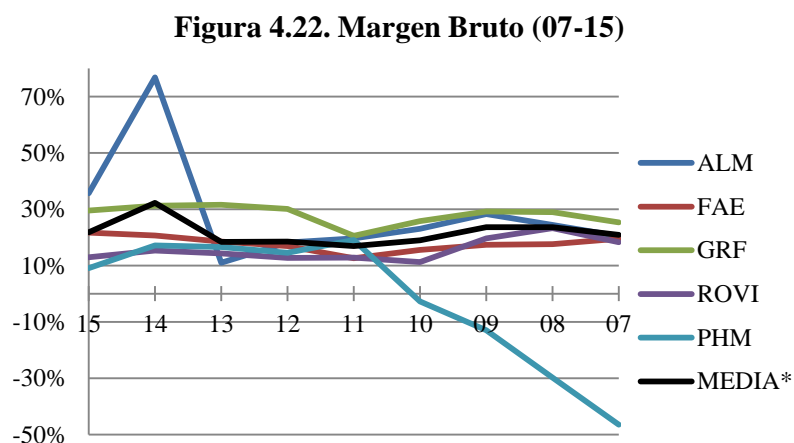
En relación con la *significatividad* de las distintas partidas en 2015, hay que decir que respecto a los costes de las ventas, las partidas de mayor importancia de media en el subsector son: aprovisionamientos, gastos de personal y otros gastos de explotación. Aproximadamente tienen la misma importancia relativa sobre el total de ventas (alrededor de un tercio cada una de media). Es normal que los gastos de personal sean ligeramente menores que los de aprovisionamiento, dado que la producción de productos farmacéuticos está automatizada (a diferencia del I+D).

Prosiguiendo con el análisis, las amortizaciones tienen una escasa significatividad, salvo en el caso de ALM para el que representan casi el 11% del total de ventas. Los resultados de las inversiones financieras son prácticamente inexistentes en la mayoría de

³⁷ Se podría profundizar el análisis refiriéndose al grado de autofinanciación total. ALM, FAE y ROVI mantienen un patrimonio neto no proveniente de la actividad de la empresa (resultados) reducido, mientras que GRF ha realizado más ampliaciones de capital. El caso de FAE es interesante porque pese a mantener un grado de autofinanciación para el periodo bajo su autofinanciación total es alta, debido a que su capital y prima de emisión apenas han sufrido variaciones. Por último, PHM ha tenido reservas negativas hasta hace poco producidas por las pérdidas de ejercicios anteriores y las compensaba con la prima de emisión proveniente de ampliaciones de capital.

los grupos. Asimismo, los gastos financieros tienen también una importancia relativa escasa, con la excepción de GRF (6%) y PHM (2,9%), en este último caso relacionándolo con su reducido EBIT (5,9%). Los gastos financieros suelen ser bajos en el subsector porque muchos proyectos de I+D se pueden financiar con créditos del ICO u otros organismos oficiales a tipos de interés nulos. Los impuestos sobre resultados ordinarios también tienen una pequeña importancia, debido, fundamentalmente, a la existencia de deducciones por I+D en el Impuesto de Sociedades.

En cuanto a la *rentabilidad de las ventas*, se debe hacer referencia al margen bruto y al margen comercial (de nuevo en el Anexo VI se pueden consultar dichos ratios). Comenzando por el *margen bruto*, en la figura 4.22 se puede observar la evolución de este indicador para los distintos grupos desde el 2007. El margen bruto en 2015 arrojó



*Sin PHM en el periodo 07-10

un valor medio en torno al 20%, lo que se traduce en una buena situación, ya que, como se ha expuesto con anterioridad, las amortizaciones, los resultados y gastos financieros, y el IS, tienen en general una

importancia relativa reducida.

En consecuencia, el margen comercial difiere poco con el margen bruto en la mayoría de los grupos. La excepción en este sentido sería ALM, cuyo margen comercial es inferior en mayor medida por el efecto de las amortizaciones.

Asimismo, la mayoría de los grupos del subsector sufrieron un empeoramiento de sus márgenes brutos con la llegada de la crisis (años 2009-2011), pasando a mejorar a partir del año 2013. Esto se produjo principalmente porque la caída en las ventas no se tradujo en una disminución en los gastos de personal suficiente (en algunos casos incluso se incrementaron) para compensar su efecto sobre el margen bruto. Pese a ello, el margen bruto de media en el sector se sitúa en los niveles de 2007, es decir, en situación

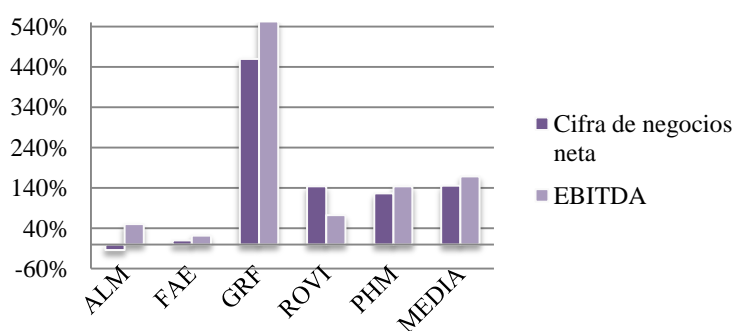
precrisis. Para resumir la situación reciente, cabe decir que en los últimos años ALM, FAE y GRF han presentado un margen bruto bastante superior a PHM y ROVI³⁸.

Por lo que se refiere a la *evolución del EBITDA y las ventas netas*, en la figura 4.23 se puede observar su crecimiento acumulado en el periodo 07-15 para los distintos grupos (véase el Anexo VI para consultar las cifras). En este sentido, en un primer escalón alejado del resto se encuentra GRF, que ha experimentado un gran incremento en ambas magnitudes, al multiplicar por más de 4 sus ventas y por más de 5 su EBITDA, consiguiendo un incremento

espectacular en su cifra de negocios a la vez que reducía el coste de sus ventas.

En segundo escalón, se sitúan ROVI y PHM, con incrementos notables en sus ventas desde el 2007 (superiores al 100%). No

Figura 4.23. Crecimiento acumulado del EBITDA y las ventas netas (07-15)



obstante, hay que matizar que para ROVI dicho incremento ha supuesto un crecimiento bastante menor en el EBITDA (ha empeorado su margen bruto); mientras que en el caso de PHM, el aumento del EBITDA es muy positivo teniendo en cuenta que partía de una situación de pérdidas.

A la cola en este aspecto, aparecen ALM y FAE cuya evolución ha sido menos favorable que en el resto de grupos. Sin embargo, es interesante señalar que ALM es el único grupo que ha reducido sus ventas desde el año 2007, pero ha conseguido mejorar fuertemente su EBITDA, lo que indica, en relación con lo comentado anteriormente,

³⁸ No obstante, cabe realizar ciertas matizaciones en función de la evolución de los distintos grupos. En primer lugar, GRF ha mantenido un margen bruto superior al resto del subsector durante todo el periodo, pese a que ALM lo supere en los años 14-15 con unos márgenes brutos atípicos debidos a la venta de su negocio respiratorio a Novartis. En segundo lugar, PHM ha pasado de una situación de un margen bruto muy negativo (pérdidas), ha remontar en los años de la crisis y mantenerse alrededor del 15% hasta el 2015 en el que ha empeorado. FAE y ROVI empeoraron su margen bruto con los años de la crisis, pero a diferencia de ROVI, FAE ha conseguido recuperar los niveles de 2007.

Por último, ALM es el Grupo con mayor volatilidad en su margen bruto y sufrió en mayor medida que el resto el efecto de la crisis, dejándose la mitad de su EBITDA sobre el total de ventas en el 2013 respecto al 2009. No obstante, en los dos últimos años ha remontado fuertemente, aunque hasta que se disipen los efectos de la venta de su negocio respiratorio y se consolide su reorganización hacia el área dermatológica no podremos conocer con certeza si mantendrá estos niveles en el futuro.

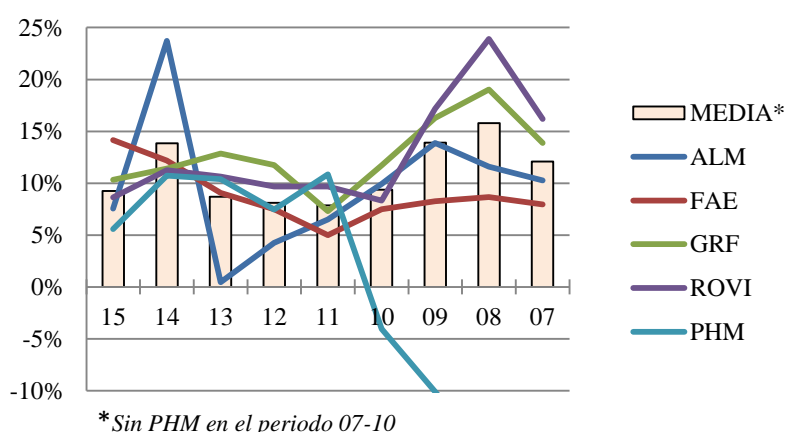
que ha conseguido una reducción en costes importantes y que la reestructuración que empezó a realizar en 2013 está dando sus frutos. Además, FAE se apunta un crecimiento moderado de las ventas (10% desde 2009) y el doble en el caso del EBITDA (20%), pero por debajo del resto del subsector.

Con respecto a las *rentabilidades económica y financiera*, las figuras 4.24 y 4.25 recogen la evolución de estos indicadores desde el 2007 (véase el Anexo VI para ampliar información).

En primer lugar, en relación con la rentabilidad económica (ROI), cabe decir que se sitúa de media sobre el 10% en el año 2015. Es una alta rentabilidad, si la comparamos, por ejemplo, con la rentabilidad que está ofreciendo la deuda pública de los principales países de la zona euro actualmente. FAE se encuentra por encima de la media y PHM por debajo, mientras que el resto están en torno a la media en el año 2015.

El subsector alcanzó la máxima rentabilidad económica en 2008 (justo antes del inicio de la crisis económica

Figura 4.24. Rentabilidad económica (07-15)



en España), empeorando bastante en los años sucesivos hasta 2011 cuando empieza a remontar. No obstante, hay que destacar que los grupos, dejando aparte el caso de PHM en los primeros años y ALM en el año 2013, han tenido una rentabilidad económica superior al 5% en todo momento a lo largo de la serie histórica analizada. Durante los últimos 4 años (2012-2015) la media del sector se ha movido en una franja del 8-14% aproximadamente.

Entrando a analizar más en profundidad la evolución de cada uno de los grupos, podemos observar como todos los grupos han reducido su ROI desde su situación precrisis (2008), salvo en el caso de PHM y FAE. Estos últimos partían de situaciones diferentes, puesto que PHM ha pasado de tener rentabilidades negativas (pérdidas) a mantener una rentabilidad alrededor de la media en los últimos años (10%) con un

empeoramiento en el 2015 (reduciéndose a la mitad). Cabe destacar que PHM vuelve a mostrar una tendencia inversa a la sufrida por el resto del subsector, ya que comienza a mejorar en 2008 y alcanza su máxima ROI cuando el resto está en su mínimo (2011).

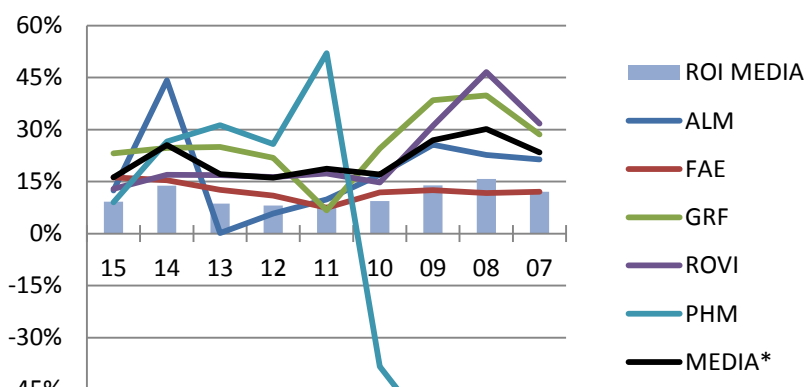
Por otra parte, FAE ha mantenido una ROI con una baja volatilidad, aumentándola de forma constante desde 2011 hasta situarse a la cabeza del subsector. La situación de ALM también es particular fruto de nuevo de su reciente reestructuración, ya que tras sufrir la mayor caída del sector en su ROI durante la crisis, ha remontado en los dos últimos ejercicios analizados hasta situarse en la media.

En lo que toca a la *rentabilidad financiera* (ROE), la situación del subsector farmacéutico en los últimos años también es buena. En la figura 4.24, se recoge la evolución del ROE de los distintos grupos, la media del ROE y la media del ROI del subsector para el periodo 2007-2015.

Podemos observar que la ROE es superior a la ROI en el año 2015 para todos los grupos del subsector y su valor medio es cercano al 15%. Esto indica que, en general, en el subsector se está

produciendo un apalancamiento financiero correcto. Asimismo, si comparamos la media del ROE con la media del ROI a lo largo del periodo analizado, podemos ver que, en general, el apalancamiento ha sido correcto durante todo el

Figura 4.25. Rentabilidad financiera antes de impuestos (07-15)



*Sin PHM en el periodo 07-10

periodo, ya que se consiguieron rentabilidades financieras alrededor del doble de las económicas en casi todos los años. Lógicamente la ROE sigue la misma evolución (07-15) que la ROI para todos los grupos.

Continuando con el análisis, cabe hacer ciertas matizaciones para algunos grupos en particular. Cabe comenzar destacando el caso de FAE, que pese a presentar la ROI más alta en 2015 del subsector, presenta una ROE inferior a la media del sector a lo largo de

todo el periodo. Esto se debe al bajísimo endeudamiento que ha presentado sobre todo los últimos años, que provocan que no esté aprovechando el efecto del apalancamiento.

En este sentido, algo parecido ha ocurrido con ROVI y ALM, cuyas reducciones en su endeudamiento en los últimos años han provocado un menor efecto apalancamiento que ha reducido en mayor medida sus rentabilidades financieras³⁹.

Por otra parte, en el otro extremo, se encuentran GRF y PHM. En anteriores apartados decíamos que poseían un mayor endeudamiento llegando a duplicar la situación de equilibrio. Así pues, esta situación les ha servido para sacarle partido a efecto multiplicador del apalancamiento financiero, al soportar un coste de la deuda medio bajo (entre otras razones, por los bajos tipos de interés actuales y los préstamos del ICO para el I+D). Además, PHM ha obtenido altas ROE desde que salió de pérdidas en 2011.

4.7. ANÁLISIS BURSÁTIL

4.7.1. Análisis fundamental

Cabe comenzar analizando la *evolución de las cotizaciones* de los distintos valores desde finales de 2007 hasta finales de 2016. La figura 4.26 recoge esta evolución junto con la evolución del índice IBEX 35 (en el Anexo VII se pueden consultar los precios).

En primer lugar, destaca GRF⁴⁰ que se ha revalorizado un 148% en 9 años y ha batido al IBEX 35 durante todo el periodo analizado, si bien hay que precisar que el mayor crecimiento lo experimentó a partir de la compra de Talecris en 2011. En segundo lugar, ALM y ROVI han estado por debajo de sus precios del 2007 hasta 2014. Sus cotizaciones empezaron a remontar a partir de 2012. En este sentido, pese a que en el 2016 su cotización cayó, ROVI se ha revalorizado un 22% desde finales del 2007 y ALM prácticamente está en los mismos precios que hace nueve años.

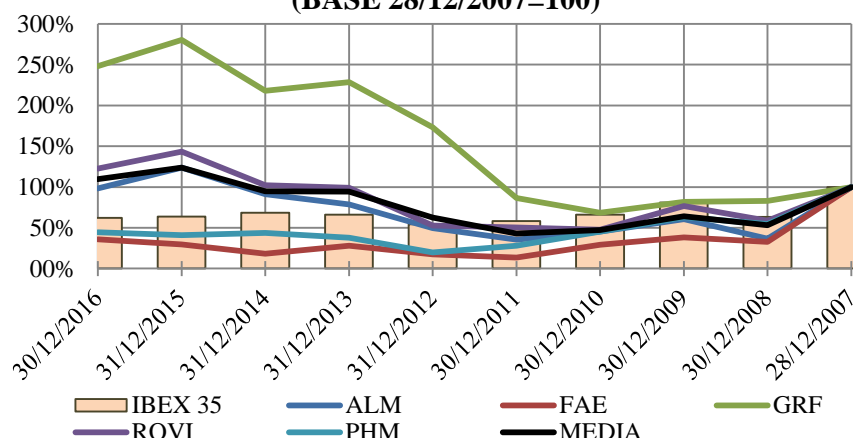
En tercer lugar, la evolución de FAE y PHM ha sido mucho peor. Sus precios actuales están por debajo del 50% del valor que alcanzaron en 2007 y se han comportado peor que el IBEX durante todo el periodo analizado. No obstante, en los últimos años se

³⁹ En comparación con años anteriores donde la diferencia entre ROE y ROI era mayor.

⁴⁰ Se refiere a la acciones clase A de GRF que forman parte del IBEX 35. También existen acciones clase B cotizadas en el mercado continuo, pero sin derecho a voto.

puede ver que han comenzado a remontar lentamente desde que alcanzaran sus mínimos en los años 2011(FAE) y 2012 (PHM).

Figura 4.26. Evolución de las cotizaciones 07-15 (BASE 28/12/2007=100)



Por último, si hubiésemos creado una cartera formada por solo títulos de las 5 empresas analizadas del subsector a finales de 2007, se habría revalorizado un 10% en 9 años (línea negra de la figura 4.26). La rentabilidad ofrecida por esta cartera (sin considerar el reparto de dividendos) habría sido muy superior a la del IBEX 35, ya que éste se sitúa alrededor del 60% del valor que tenía a finales de 2007. En el periodo 07-11 se habría comportado peor que el índice de referencia y en el 12-16 bastante mejor que este.

Continuando con el análisis, se deben examinar los *ratios bursátiles* para los grupos durante el periodo analizado (se pueden consultar en el Anexo VII). Respecto a los *dividendos* en el sector, en la figura 4.27 se recoge la rentabilidad por dividendo media del periodo 08-15. Se puede observar que el subsector ha ofrecido un *dividend yield* medio del 2,2%, prácticamente la mitad que el ofrecido por las empresas que conforman el IBEX 35 (4%)⁴¹ durante el mismo periodo.

Esta situación se puede explicar por dos razones: primero, porque algunas de las empresas no han repartido dividendos en ciertos años, ya fuera por la existencia de malos resultados o para financiar las adquisiciones de otras compañías; y segundo, dado que las empresas del IBEX 35 han sido más castigadas en sus precios que las empresas del subsector, han podido ofrecer *yields* mayores.

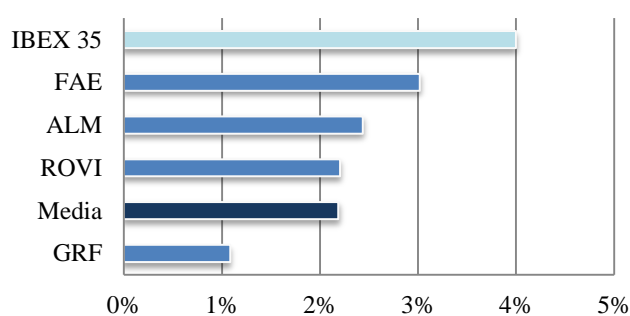
En los últimos años, las empresas del IBEX 35 han aumentado sus dividendos, y su *dividend yield* medio se sitúa alrededor del 5% en los años 15-16. Por su parte, el *yield* de ALM y ROVI ha disminuido en los últimos años (por debajo del 2%) por las subidas en sus cotizaciones y, en el caso de ALM, también debido a su bajo *pay-out* en los años

⁴¹ VERA CASTELLÓ, M. (Enero 2017). El dividendo es lo nuestro [en línea]. Cincodías.com

de su reestructuración. Además, ROVI ha empeorado su DPA en 2015, manteniendo su *pay-out* constante durante toda la serie histórica en el 35%.

Así pues, FAE es el título con mejor *yield* tanto en su valor

4.27. Dividend Yield (valor medio 08-15)



medio, como en los últimos años donde ha seguido los pasos del IBEX (con un *yield* del 4-5%). El *pay-out* de FAE ha sido tradicionalmente alto (superior al 60%), presentando un DPA creciente y siguiendo una política de dividendos flexible (*scrip dividend*) en los últimos años. Asimismo, GRF ha pasado de no repartir dividendos durante 10-12 para financiar la compra de Talecris, a continuar con su *pay-out* estable en el 40%, con un DPA creciente, pero mantiene *yields* bajos por la fuerte revalorización de sus títulos. Por último, PHM sigue una política de no reparto de dividendos, pese al mal comportamiento del precio de su acciones en el mercado continuo.

En otro orden de las cosas, en la figura 4.28 se presentan el *PER* y el *EYR* (rentabilidad bursátil) en sus valores medios (07-15) para los valores analizados y para el IBEX 35, junto con la rentabilidad media del bono español a 10 años (línea verde)⁴².

El *PER* indica cuantas veces está contenido el BPA en el precio de la acción, es decir, cuantos años se necesitan para recuperar la inversión vía beneficios. En este sentido, la media del sector sin considerar a PHM, presenta un *PER* de 23x, superando el rango considerado normal o más adecuado (10-17), donde se encuentran las empresas del IBEX 35 (15x). Esto indica que, en general, los inversores han estado confiando en una subida de los beneficios en los próximos años.

A mayor abundamiento, ALM tiene un *PER* medio cercano a la media del IBEX 35, aunque alcanza un *PER* del 21x en el 2015, señalando que los inversores confían en el incremento de los beneficios derivados de la reestructuración sufrida por el grupo. ROVI y, en mayor medida, FAE y GRF presentan un *PER* bastante superior. En el caso

⁴² Valores del IBEX 35 obtenidos de: PINARDO, M. (Enero 2016). Ibex35: crecimiento de BPA del 6% para el conjunto de las empresas y otras expectativas para 2016 [en línea]. Consensodelmercado.com; rentabilidades medias del bono español a 10 años obtenidas de: INE (Diciembre 2016). Boletín Mensual de Estadística [en línea].

de FAE, hay que decir que desde 2012 su PER ha bajado hasta situarse alrededor de 19x en 2015. ROVI sufre la situación inversa, ya que su PER se ha ido incrementando en los últimos años hasta llegar a 30x en 2015, lo que podría indicar que sus títulos están sobrevalorados. Respecto a GRF, hay que decir que ha mantenido un PER alto (superior a 24x) en los últimos 5 años considerados, pudiéndose explicar por la revalorización de sus acciones durante ese periodo.

Asimismo, cabe hacer mención a PHM, cuya PER medio se sitúa en niveles altísimos, superando 60x, lo que indica una clara situación de

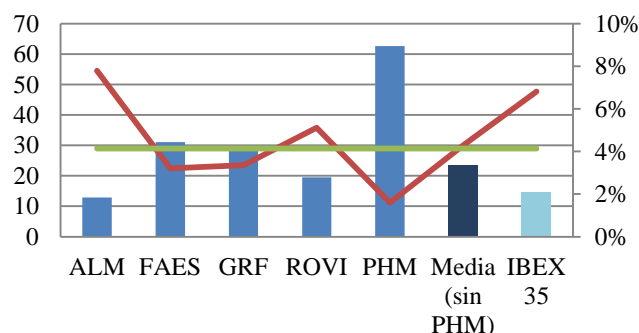
burbuja. Los inversores siguen confiando en que la investigación en productos oncológicos de origen marino producirá un incremento muy alto en los beneficios de PHM en el futuro. De hecho, PHM tiene intención de lanzar un nuevo antitumoral para el cáncer de pulmón para el 2019 que podría convertirse en un superventas⁴³.

Respecto a la *rentabilidad bursátil* (EYR) –que indica la rentabilidad que genera la acción vía BPA por cada euro invertido–, hay que compararla con la rentabilidad que ha ofrecido de media la renta fija (el bono español a 10 años). La media del sector (4,3%), sin considerar a PHM, se ha situado ligeramente por encima de la media de la renta fija (4,1%), pero 250 p.b por debajo de la ofrecida por el conjunto de las empresas del IBEX 35 (6,8%). FAE y PHM no son capaces de producir rendimientos superiores a los producidos por la renta fija.

Por otra parte, cabe continuar analizando el *Price-to-Book ratio* (Precio/Valor en libros) de los grupos del subsector, cuya evolución se recoge en la figura 4.29 para el periodo 07-15, junto a la media de las empresas del IBEX 35⁴⁴.

En general, hay que destacar que el sector se ha presentado un P/B superior al IBEX 35 durante todo el periodo analizado. Esto es algo habitual en el las empresas del sector

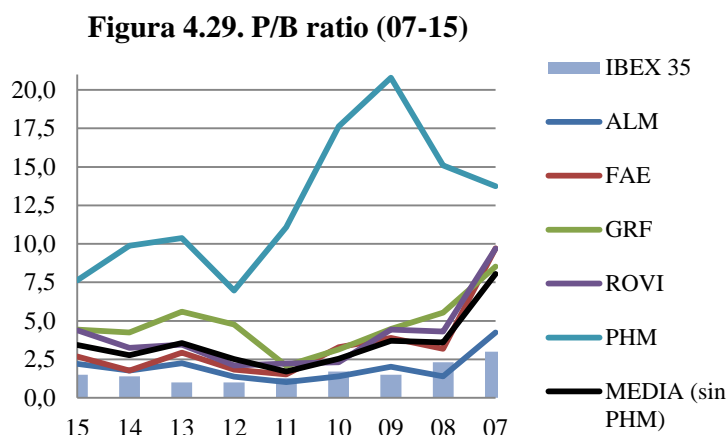
Figura 4.28. PER medio (07-15)



⁴³ SIMÓN RUIZ, A. (Enero 2017). PharmaMar prevé lanzar un nuevo antitumoral este año y otro en 2018 [en línea]. cincodías.com

⁴⁴ Obtenida a partir de: JARAMILLO, C. (Septiembre 2016). El Ibex 35 ofrece un descuento del 25% por valor en libros frente a la media histórica [en línea]. Eleconomista.es

farmacéutico, debido a que el valor contable no recoge correctamente el valor atribuido a los intangibles como patentes y marcas. Otras empresas de sectores como el energético, constructor, inmobiliario o de la agricultura, suelen presentar la situación contraria⁴⁵.



En este sentido, dejando a un lado PHM, el resto de los grupos del subsector analizados siguió una evolución parecida a la del IBEX. Los máximos valores se alcanzaron justo antes del inicio de la crisis, en el pico de la burbuja, cuando el ratio P/B indicaba que el valor de mercado era 8 veces superior al valor en libros para la media del subsector y 3 veces superior en el caso de la media de las empresas del IBEX 35. A partir de aquí, cayeron alcanzando mínimos en el año 2011 para el subsector (1,7) y 2012-2013 en el caso del IBEX 35 (1,0). En los últimos años, el P/B ratio ha comenzado a remontar, situándose alrededor de 3 (sector) y 1,5 (IBEX 35).

Asimismo, se debe hacer referencia a GRF y ROVI. El primero ha mantenido un alto P/B (más de 4) desde la compra de Talecris debido a las fuertes subidas en su cotización. En el caso de ROVI, ha ido incrementándose hasta arrojar un 4,38 en el año 2015, también en línea con la revalorización de sus acciones⁴⁶. Por otro lado, PHM vuelve a estar en una situación atípica y extrema, con unos valores del P/B muy elevados, indicando sobrevaloración. Esta situación vuelve a reforzar la idea de que los inversores creen en un incremento de sus beneficios extraordinario. Sin embargo, FAE y ALM han presentado un P/B inferior a la media, pudiendo indicar que se encuentran infravaloradas por el mercado⁴⁷.

⁴⁵ DAMODARAN, A. (Enero 2017). Price and Value to Book Ratio by Sector (US) [en línea]. www.stern.nyu.edu

⁴⁶ También habría que considerar que ROVI apenas reconoce inmovilizado intangible en su balance consolidado (véase apartado 4.3).

⁴⁷ No obstante, habría que tener en cuenta que en este caso el inmovilizado intangible reconocido es alto en ambos casos.

4.7.1.1. Valoración por el método del Descuento de Flujos de Caja (DFC)

En la figura 4.30 se recoge una tabla con el resumen de la aplicación de este método de valoración a los grupos objeto de estudio. Al final de la tabla, se recoge la recomendación que se haría teniendo en cuenta un MDS del 30%⁴⁸.

Figura 4.30. Valoración por Descuento de Flujos de Caja

2015	ALM	FAE	GRF	ROVI	PHM
BAIT	168.276	38.669	970.370	21.842	11.329
Tipo impositivo efectivo	-23,64%	-22,61%	-23,01%	-5,21%	10,90%
–Impuestos	-39.779	-8.741	-223.257	-1.138	1.234
BAIDT	128.497	29.928	747.113	20.704	12.563
+Amortizaciones	74.250	5.766	189.755	9.975	6.282
Flujo de caja bruto	202.747	35.694	936.868	30.679	18.845
± NOF ¹	-24.371	-5.441	-128.600	1.082	2.625
Flujo de caja operativo	178.376	30.253	808.268	31.761	21.470
–CAPEX ²	-55.585	-5.855	-195.520	-18.342	-9.221
Free Cash Flow (FCF)	122.791	24.398	612.748	13.419	12.249
Tasa libre de riesgo (Rf) ³	1,65%	1,65%	2,47%	1,65%	1,65%
Prima mercado (Rm-Rf) ⁴	6%	6%	5%	6%	6%
Beta (β) ⁵	0,77	0,83	0,54	0,44	0,83
Coste de capital (Ke) ⁶	6,27%	6,63%	5,17%	4,29%	6,63%
Deuda financiera neta ⁷	-99.789	-27.673	4.103.525	10.585	24.998
Coste de la deuda (Kd) ⁸	-	-	4,83%	1,76%	3,93%
WACC	6,27%	6,63%	4,15%	3,18%	4,22%
Tasa de crecimiento FCF ⁹	5,00%	5,00%	3,70%	5,00%	5,00%
Crecimiento a perpetuidad (g) ¹⁰	1,00%	1,00%	0,75%	1,00%	1,00%
Total FCFe (16-22) actualizados	819.415	160.655	4.215.106	100.814	88.359
Valor residual (VR)	2.163.352	392.946	17.590.040	704.102	405.147
Deuda financiera neta/ Exceso de caja	-99.789	-27.673	4.103.525	10.585	24.998
Capitalización estimada	3.082.556	581.274	17.701.620	794.331	468.508
Número de acciones	173.455	247.916	687.555	50.000	222.205
Valor intrínseco (€/acc.)	17,77	2,34	25,75	15,89	2,11
Valor de cotización (30/01/2017)	15,11	3,44	20,00	13,07	2,92
Potencial de revalorización	17,6%	-31,8%	28,8%	21,6%	-27,7%
Margen de seguridad (MDS) ¹¹	30%	30%	30%	30%	30%
Recomendación	Mantener/ Comprar	Vender	Mantener/ Comprar	Mantener/ Comprar	Mantener/ Vender

⁴⁸ MDS prudente, es el utilizado por la gestora de fondos de inversión Bestinver. Fuente: SERRANO, A. (Mayo 2015). Bestinver: “El margen de seguridad es menor ahora por la revalorización bursátil pero también porque somos muy prudentes” [en línea]. Fundssociety.com

Notas: ¹ Estimado a partir de la variación de (existencias+clientes–proveedores).

²“Capital Expenditures” o pagos por inversiones en capital fijo. Se han calculado como la media de los últimos 5 ejercicios a partir de la información del EFE consolidado. Para GRF se ha obtenido de sus informes anuales.

³Rentabilidad del bono español a 10 años (30/01/2017) y, en el caso de GRF, de la T-note de EEUU ya que más del 90% de su deuda está en dólares.

⁴Estimada a partir de la media entre la utilizada por profesores, analistas y directivos de la encuesta realizada por Pablo Fernández en su artículo "Prima de riesgo del mercado utilizada para España" (2011), para GRF es menor porque forma parte del IBEX 35.

⁵Beta de ALM y PHM obtenida del portal www.invertia.com; la de FAE y GRF de informes elaborados por Bankinter; ROVI de Reuters y elaboración propia a partir de las rentabilidades del mercado y del valor de las últimas 100 sesiones.

⁶Estimado utilizando el modelo CAPM: $K_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$, siendo $R_m - R_f$ la prima del mercado.

⁷Calculada como: Exigible a largo plazo–(Tesorería+otros activos financieros corrientes) a partir del balance consolidado. Si es negativa, el WACC coincide con K_e .

⁸Estimado a partir de: $K_d = (\text{Gastos financieros}) / [(\text{Deuda total en } n-1 + \text{Deuda total en } n) / 2]$.

⁹Crecimiento esperado medio de los FCF en los próximos 7 años. Para ALM se ha estimado a partir del crecimiento de los ingresos totales del último trimestre disponible (sept. 2015 a sept. 2016: 6,7%), teniendo en cuenta que la compañía espera continuar con un alto dígito en los próximos años (según manifiesta en su nota de prensa “Resultados Almirall de Enero a Septiembre de 2016”) y siendo conservadores.

Para FAE, se ha obtenido teniendo en cuenta el crecimiento medio de las ventas 2013-2015 (5%). Además, un informe de Bankinter (28/10/2016) estima el crecimiento de los ingresos hasta el 2017 en un 4,8%, y considera que en 2016 cerrarán con un crecimiento del rango del 8-11% en sus ingresos.

Para GRF se ha estimado a partir del crecimiento esperado en los ingresos (3,7%) en los próximos años por parte de Bankinter (Informe 08/11/2016), y los datos del tercer trimestre dan un crecimiento del 3% respecto al 2015.

Para ROVI, se ha supuesto teniendo en cuenta que la CAGR de las ventas durante 2011-2015 ha sido del 7,65% y del 7,43% en el EBITDA. Siendo conservador se ha rebajado el crecimiento para los próximos años, teniendo en cuenta que en 2017 ROVI espera una tasa de crecimiento de los ingresos operativos situada entre la banda baja y la banda media de la primera decena (0 y 10%), según la nota de prensa de sus últimos resultados trimestrales.

En el caso de PHM, la CAGR 09-15 de las ventas es de 7,82%, y para ser conservador se espera un crecimiento del 5%, en línea con el crecimiento del último trimestre respecto al 2015.

¹⁰La mayoría de los analistas la sitúa entre el 1-2%, por ejemplo, Bankinter la sitúa en un 0,75% para los informes sobre farmacéuticas que ha realizado en los últimos años. Es preciso apuntar que en el caso de GRF es ligeramente inferior al resto porque parte de un tamaño mucho más grande.

4.7.1.2. Valoración por el método de Descuento de Dividendos

En la figura 4.31 se presenta la valoración por este método (véase capítulos 2 y 3 para conocer el proceso de cálculo). El *pay-out* medio de las compañías analizadas se ha mantenido más o menos constante durante la serie histórica analizada, de forma que casa bien con este modelo. PHM no se ha incluido puesto que sigue una política de no reparto de dividendos. Las recomendaciones difieren del DFC: para ALM y GRF su potencial de revalorización es menor; y para ROVI no se recomendaría comprar.

Figura 4.31. Valoración por Descuento de Dividendos

	ALM	FAE	GRF	ROVI
Dividendo 2016e	0,20	0,09	0,32	0,14
Ke	6,27%	6,63%	5,17%	4,29%
g	5,00%	3,00%	3,70%	3,00%
Precio objetivo	15,71	2,60	21,87	11,10
Precio (30/01/2017)	15,11	3,44	19,995	13,07
MDS	30%	30%	30%	30%
Revalorización	4,0%	-24,5%	9,4%	-15,1%
Recomendación	Mantener	Mantener/ Vender	Mantener	Mantener/ Vender

Notas: ¹En el caso de FAE y ROVI se ha supuesto una tasa inferior al crecimiento esperado de los FCF en los próximos años teniendo en cuenta que en este caso es un crecimiento a perpetuidad. Para GRF se ha considerado el mismo por el buen comportamiento de su DPA en los últimos años; y para ALM es la g más alta porque su *pay-out* actual es inferior a su media histórica debido a la reciente reestructuración.

4.7.1.3. Valoración por el método de múltiplos del PER

La valoración por este método se recoge en la figura 4.32. Este método de valoración es uno de los principales métodos de entre los utilizados por los analistas, y también adecuado para el sector de bienes de consumo⁴⁹.

Las recomendaciones son parecidas a las vistas en último lugar, con la excepción de ALM en la que se recomendaría comprar. El caso de PHM es especial, ya que se necesitaría una tasa de crecimiento media anual del 52% en el BPA de los próximos 5 años para poder justificar su precio de mercado actual. Esto vuelve a confirmar que los inversores confían en los beneficios extraordinarios de PHM en los próximos años proveniente de su investigación en medicamentos de origen marino.

⁴⁹ FERNÁNDEZ, P. (2001): *Valoración de empresas*, Gestión 2000, Barcelona, pp. 230-236.

Figura 4.32. Valoración por múltiplos del PER

	PER medio 07-15	Tasa de crecimiento ¹	BPA 2015	Media BPA 16-20e	Precio objetivo	Precio (30/01/2017)	MDS	Potencial	R
ALM	12,84	5,00%	0,76	0,88	20,56	15,11	30%	36,0%	C
FAE	31,10	5,00%	0,12	0,14	3,25	3,44	30%	-5,7%	M
GRF	29,76	3,70%	1,55	1,73	20,12	20,00	30%	0,6%	M
ROVI	19,53	5,00%	0,4	0,46	10,82	13,07	30%	-17,2%	M/V
PHM	62,66	52,0%	0,03	0,15	2,91	2,91			
Media subsector	23,31								

Notas: ¹Se ha supuesto igual a la tasa de crecimiento anteriormente estimada para los Flujos de Caja Libre.

4.7.1. Análisis técnico

Cabe comenzar señalando que los gráficos utilizados se pueden consultar en el Anexo VIII. En cuanto a ALM, su tendencia principal es alcista. Esta tendencia comenzó en diciembre de 2011 y desarrolló su primera fase hasta febrero de 2016. En ese momento perforó la primera línea de velocidad y entró en una fase horizontal que se prevé que mantenga hasta alcanzar los precios marcados por la segunda línea de velocidad que marca la tendencia alcista principal.

Acerca de FAE, hay que decir que en mayo de 2007 comenzó una fuerte tendencia bajista que se desarrolló hasta junio de 2012, momento en el cual se inició la tendencia alcista que desarrolla en la actualidad. La confirmación del inicio de la nueva tendencia alcista se produjo en diciembre de 2012, cuando la cotización perforó la línea que marcaba la tendencia bajista. Lo esperado es que FAE continúe con el movimiento alcista respetando la línea de tendencia y la media móvil de 30 semanas.

En este sentido, respecto a GRF la tendencia es alcista, iniciada en torno a julio de 2010. La primera fase de esta tendencia se desarrolló hasta julio de 2014. En ese momento, se perforó la primera línea de velocidad y entró en una fase lateral que se ha mantenido hasta la fecha. En diciembre de 2016 se encontró con la segunda línea de velocidad, que marca la correcta continuación de la tendencia alcista principal, la cual está respetando. En este punto, se debería estar alerta de que la cotización respete los precios marcados por esta línea para seguir con la tendencia alcista a largo plazo.

En relación con ROVI, cabe decir que en el periodo 2008-2012 ROVI desarrolló una tendencia bajista, finalizada en junio de 2012 por la perforación de la línea de tendencia. Este suceso confirmó la figura de doble suelo que indicaba cambio de tendencia y que se formó durante los meses de marzo de 2009 y agosto de 2010. La tendencia alcista iniciada a mediados de 2012 se viene desarrollando hasta la actualidad. La cotización ha desarrollado las 5 ondas de Elliott de la primera fase de la tendencia alcista y ahora está realizando la corrección para continuar con la tendencia (se pueden apreciar los puntos en el gráfico).

Por último, respecto a PHM⁵⁰, cabe decir que se halla en una tendencia lateral. A finales de 2015 comenzó una tendencia bajista hasta alcanzar el mínimo en 1,7€. A partir de aquí comenzó la tendencia lateral actual, con un primer soporte en 2€ y una primera resistencia en 3,2€.

5. CONCLUSIONES

Generales

1. La situación económica-financiera del subsector de la Bolsa española relativo a los productos farmacéuticos es buena, sin problemas de liquidez, solvencia o rentabilidad. Los grupos de este subsector, en general, aguantaron satisfactoriamente los años de la reciente crisis económica, si bien sufrieron perjuicios en sus resultados y en la rentabilidad. No obstante, hay que decir que en los últimos años se han recuperado, de la mano de los mercados de exportación, alcanzando o incluso superando la situación precrisis (2007-2008).
2. El comportamiento bursátil de la mayoría del subsector también ha sido bueno en comparación con el índice IBEX 35 durante el periodo analizado. Una cartera formada exclusivamente por los cinco valores analizados habría batido al IBEX 35 por una gran diferencia y se habría revalorizado respecto a la situación precrisis, sin tener en cuenta el reparto de dividendos.
3. La valoración de los grupos por medio de los distintos métodos ha resultado en recomendaciones en algunos casos semejantes y en otros divergentes o contradictorios.

⁵⁰ El gráfico es distinto porque el programa utilizado no lo tenía disponible para PHM.

Asimismo, los resultados del análisis fundamental en algunos casos también son divergentes a los obtenidos con el análisis técnico.

4. El contexto del subsector farmacéutico es muy favorable en el medio y en el largo plazo. Así pues, los mercados de medicamentos de los países emergentes y en vías en desarrollo experimentarán un gran crecimiento, en línea con su crecimiento económico. Mientras tanto, en los países desarrollados, el envejecimiento de la población y el aumento del sobrepeso y la obesidad provocarán un aumento en el gasto farmacéutico. No obstante, en el corto plazo el gasto público farmacéutico en los mercados europeos experimentará un leve crecimiento y, además, los grupos han de esperar que tendrán que realizar inversiones en I+D sin esperar una gran ayuda del Estado. Por último, el atractivo de la industria desde el punto de vista estructural es alto.

Específicas

1. El análisis económico muestra que, en general, el subsector farmacéutico se encuentra en una muy buena situación a este respecto, ya que obtiene de media un margen bruto alrededor del 20%, un ROI sobre el 10% y un ROE cercano al 15% en el año 2015, indicando un buen apalancamiento financiero. Asimismo, todos los grupos presentan un crecimiento del EBITDA respecto al 2007.

2. La rentabilidad por dividendo del subsector es bastante peor que la del IBEX 35 en el periodo analizado, debido en parte al buen comportamiento de sus acciones. El PER medio (07-15) es superior al del IBEX 35 indicando que los inversores confían en el incremento de los beneficios en el futuro, lo que correlativamente implica unos rendimientos solo ligeramente superiores a la deuda pública. El valor de mercado de los grupos es bastante superior a su valor contable en comparación con el valor medio del IBEX 35 y de otros sectores, debido a los intangibles como patentes, marcas y proyectos de investigación.

3. Los resultados del análisis fundamental y técnico, junto con el económico-financiero, indicarían una señal de compra (sobreponderar) para ALM, que se encuentra con buenas perspectivas gracias a su reciente reorganización hacia el área dermatológica y su acción todavía no está cara; y para GRF, que pese a su mayor endeudamiento, ha fortalecido su posición en el mercado norteamericano (con un crecimiento esperado bastante alto) con las últimas adquisiciones de empresas.

Para FAE y ROVI, los distintos tipos y métodos de análisis no indican una clara señal hacia un sentido en concreto, si bien FAE tendería más hacia una señal de mantener o vender (infraponderar). Por último, PHM es un valor con un alto contenido especulativo, en el cual no recomendaría entrar a ningún pequeño inversor averso al riesgo.

En definitiva, creo que con el desarrollo de este trabajo he conseguido alcanzar los objetivos planteados al comienzo del mismo, y sobre todo, el principal: conocer la situación económica-financiera desde antes del inicio de la crisis hasta la actualidad, y realizar una valoración de las empresas cotizadas del subsector farmacéutico. Asimismo, considero que este TFG puede servir como ayuda al pequeño inversor en sus decisiones de inversión, no solo en relación con este subsector, sino también para que conozca la gran cantidad de aspectos que podría o debería tener en cuenta. Por otro lado, respecto a la aplicación universitaria, pienso que este trabajo puede servir como modelo para realizar otros análisis de este tipo, y además es un buen ejemplo de la aplicación práctica de los modelos y conceptos teóricos del análisis de empresas.

Finalmente, no se debe terminar sin señalar las principales *limitaciones* del estudio. Entre ellas, destacan: la utilización de información únicamente externa; la falta de un análisis de los distintos productos farmacéuticos de cada uno de los grupos y de su posicionamiento en el mercado, así como del pipeline (tratamientos en fase de investigación) de cada compañía; y la gran dependencia en los métodos de valoración de las previsiones e hipótesis realizadas en cada una de las variables (sobre todo en el DFC), que en muchas ocasiones llevan a grandes diferencias en los resultados provocados por pequeños cambios en estas variables. Todo ello teniendo en cuenta que ningún análisis ni método es perfecto y que nadie sabe cual va a ser el comportamiento futuro de las acciones y los mercados.

BIBLOGRAFÍA

LIBROS

AMAT, O. (2008): *Análisis Económico-Financiero*, Gestión 2000, Barcelona.

FERNÁNDEZ, P. (2001): *Valoración de empresas*, Gestión 2000, Barcelona.

GÓNZALEZ PASCUAL, J. (2011): *Análisis de la empresa a través de su información económico-financiera*, Pirámide, Madrid.

GUERRAS MARTÍN, L.A. y NAVAS LÓPEZ, J.E. (2013): *Fundamentos de Dirección Estratégica de la Empresa*, Civitas, Navarra.

VENTURA J. (2009): *Análisis Estratégico de la Empresa*. Paraninfo, Madrid.

LEGISLACIÓN

LEY 48/2015, de 29 de octubre, de Presupuestos Generales del Estado para el año 2016, que modifica el Real Decreto Legislativo 1/2015, de 24 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de garantías y uso racional de los medicamentos y productos sanitarios.

ORDEN SSI/2160/2015, de 14 de octubre, por la que se procede a la actualización del sistema de precios de referencia de medicamentos en el Sistema Nacional de Salud.

REAL DECRETO LEGISLATIVO 1/2015, de 24 julio, por el que se aprueba el texto refundido de la ley de garantías y uso racional de los medicamentos y productos sanitarios.

REAL DECRETO-LEY 4/2010, de 26 de marzo, de racionalización del gasto farmacéutico con cargo al Sistema Nacional de Salud.

REAL DECRETO-LEY 9/2011, de 19 de agosto, de medidas para la mejora de la calidad y cohesión del Sistema Nacional de Salud, de contribución a la consolidación fiscal, y de elevación del importe máximo de los avales del Estado para 2011.

REAL DECRETO-LEY 16/2012, de 20 de abril, de medidas urgentes para garantizar la sostenibilidad del Sistema Nacional de Salud y mejorar la calidad y seguridad de sus prestaciones.

PÁGINAS WEB CONSULTADAS Y DOCUMENTOS EN LÍNEA

ALFONSO SIMÓN RUIZ, A. (mayo 2015). Novartis, imbatible en el mercado farmacéutico en España [en línea]. Cincodías.com

ALMIRALL, S.A. Página web corporativa. Almirall.es

BANKINTER (Octubre 2016). Análisis FAES [en línea].

-(Noviembre 2016). Análisis resultados Grifols del tercer trimestre de 2016 [en línea].

BENITO, M. R. (Junio 2015). La aprobación del biosimilar de enoxaparina supondrá una oportunidad única para Rovi [en línea]. ElGlobal.net

BRAVO, D. (Diciembre 2016). Víctor Grifols cede el mando de la compañía a su hermano y a su hijo [en línea]. Expansión.com

CNMV. Descarga y visualización de informes IPP. Cnmv.es

CATTELL, J., CHILUKURI, S., LEVY, M (abril 2013). How big data can revolutionize pharmaceutical R&D [en línea], Mckinsey.com

COMISIÓN EUROPEA (2015). The 2015 Ageing Report, Economic and budgetary projections for the 28 EU Member States (2013-2060) [en línea].

CORDERO, D. (diciembre 2013). Almirall compra la Aqua Pharmaceuticals por cerca de 240 millones [en línea]. Elpaís.com

DAMODARAN, A. (Enero 2017). Price and Value to Book Ratio by Sector (US) [en línea]. www.stern.nyu.edu

FAES FARMA. Página web corporativa. Faesfarma.com

FERNÁNDEZ, P. (2011). Prima de riesgo del mercado utilizada para España [en línea].

FMI (octubre 2016). Perspectivas de la economía mundial [en línea].

FONTGIVELL, C. (junio 2010). Grifols compra el gigante de EEUU Talecris y se sube al podio del sector [en línea]. Expansión.com

FUSTER, A. (Marzo 2016). Cómo valorar una empresa por múltiplos históricos y comparables [en línea]. Rankia.com

-(Marzo 2016). Valorando una empresa por Descuento de Flujos de Caja (DFC) [en línea]. Rankia.com

GRIFOLS. Página web corporativa. Grifols.com

IMS Institute for Healthcare Informatics [2014]. Global Outlook for Medicines Through 2018 [en línea].

INE (Diciembre 2016). Boletín Mensual de Estadística [en línea].

INVERTIA. Economía, mercados. Invertia.com

JARAMILLO, C. (Septiembre 2016). El Ibex 35 ofrece un descuento del 25% por valor en libros frente a la media histórica [en línea]. Eleconomista.es

KIRKLAND, R. (Junio 2015). Novartis on digitizing medicine in an aging world [en línea]. McKinsey.com

LABORATORIOS FARMACÉUTICOS ROVI, S.A. Página web corporativa. Rovi.es

LARRAKOETXEA, C. (septiembre 2016). Se cumple el sueño de Faes Farma: logra el acceso a Japón [en línea]. Eleconomista.es

LIZÓN, J. (Enero 2017). PIB: España mantuvo el crecimiento en el 3,2% en el año sin Gobierno [en línea]. Lavanguardia.com

MACINNES, B. (Febrero 2014). How cloud is finding its place in the pharmaceutical industry [en línea]. CloudPro.co.uk

MINISTERIO DE ECONOMÍA, INDUSTRIA Y COMPETITIVIDAD (2013). Estrategia Española de Ciencia y Tecnología y de Innovación 2013-2020 [en línea].

-(Abril 2016). Actualización del Programa de Estabilidad (2016-2019) [en línea].

MONGE, P. (Diciembre 2016). PharmaMar logra un acuerdo en Japón con una filial de Roche [en línea]. Cincodías.com

MORALES, V. (Junio 2016). Introducción a la valoración por Descuento de Flujos de Caja [en línea]. Invertirenvalor.com

NICOLAU, A. (Mayo 2016). Cómo calcular el Coste Medio Ponderado de Capital (WACC) [en línea]. Rankia.com

NICKOLAS, S. (Mayo 2015). What is the average price-to-book ratio for companies in the drugs sector? [en línea]. Investopedia.com

OCDE (2012). OBESITY UPDATE [en línea].

-(2015). Health at a Glance 2015 [en línea].

PHARMAMAR, S.A. Página web corporativa. Pharmamar.com

PINARDO, M. (Enero 2016). Ibex35: crecimiento de BPA del 6% para el conjunto de las empresas y otras expectativas para 2016 [en línea]. Consensodelmercado.com

RAMÓN, E. (Diciembre 2016). Grifols compra la división de diagnóstico de la americana Hologic por 1.750 millones [en línea]. Expansión.com

RAMONA, E. (Enero 2016). Almirall ejecuta la opción de compra sobre ThermiGen LLC [en línea]. Expansión.com

ROIG, M. (Julio 2016). Bruselas salva a España de la multa por el déficit y da dos años más para bajarlo del 3% del PIB [en línea]. Diario Expansión.

ROSA, F. (noviembre 2013). Rovi comercializará en España dos productos de Novartis para la EPOC [en línea]. ElGlobal.net

SERRANO, A. (Mayo 2015). Bestinver: “El margen de seguridad es menor ahora por la revalorización bursátil pero también porque somos muy prudentes” [en línea]. Fundssociety.com

SIMON, A. (octubre 2015). El dueño de Laboratorios Rovi cede a sus hijos la mayoría de las acciones [en línea]. Cincodías.com

SIMÓN RUIZ, A. (Enero 2017). PharmaMar prevé lanzar un nuevo antitumoral este año y otro en 2018 [en línea]. cincodías.com

VERA CASTELLÓ, M. (Enero 2017). El dividendo es lo nuestro [en línea]. Cincodías.com

ANEXO I. MARCO TEÓRICO

FIGURA 2.1. Estructura operativa del balance.

INVERSIÓN			FINANCIACIÓN	
<i>Activo fijo</i>	Activo no corriente	Patrimonio neto	Recursos Propios	<i>Recursos Permanentes</i>
<i>Activo corriente</i>	Existencias	Pasivo no corriente	Recursos Ajenos	<i>Pasivo corriente</i>
	Realizable	Pasivo corriente		
	Disponible			

FIGURA 2.2. Relaciones lógicas de equilibrio.

RELACIONES LÓGICAS DE EQUILIBRIO
$\text{Liquidez} = \frac{\text{Activo corriente}}{\text{Pasivo corriente}}$
$\text{Solvencia} = \frac{\text{Activo}}{\text{Pasivo}}$
$\text{Endeudamiento} = \frac{\text{Pasivo}}{\text{Patrimonio Neto}}$
$\text{Cobertura} = \frac{\text{Patrimonio Neto} + \text{Pasivo No corriente}}{\text{Activo No corriente}}$

FIGURA 2.3. Expresiones para el análisis de la situación financiera a corto plazo.

$\begin{aligned} \text{Capital circulante} &= \text{Activo corriente} - \text{Pasivo Corriente} \\ &= (\text{Existencias} + \text{Realizable} + \text{Disponible}) - \text{PC} \end{aligned}$
$\text{Cc real o total} = \text{Cc mínimo o de explotación} + \text{Cc no de explotación}$
$\text{Tesorería Neta (TN)} = \text{Cc Total o Real} - \text{Cc Mínimo o de explotación}$
$\text{Coeficiente Básico de Financiación (CBF)} = \frac{\text{ANC} + \text{Cc Real}}{\text{ANC} + \text{Cc Mínimo}}$
RATIOS DE LIQUIDEZ
$\text{Liquidez General} = \frac{\text{Activo Corriente}}{\text{Pasivo Corriente}}$

$\text{Liquidez Inmediata} = \frac{\text{Activo corriente} - \text{Existencias}}{\text{Pasivo Corriente}}$
$\text{Ratio de Tesorería} = \frac{\text{Disponible}}{\text{Pasivo Corriente}}$

FIGURA 2.4. Ratios de solvencia, estructura, cobertura y amortización.

RATIOS DE SOLVENCIA, COBERTURA y ENDEUDAMIENTO	
Ratio de Solvencia	$\frac{\text{Activo Total}}{\text{Exigible Total}}$
Ratio de Solvencia ajustado	$\frac{\text{Activo Total} - \text{Fondo de Comercio}}{\text{Exigible Total}}$
Cobertura del inmovilizado con recursos propios	$\frac{\text{PN}}{\text{Activo no corriente}}$
Cobertura del inmovilizado con los recursos permanentes	$\frac{\text{Recursos Permanentes}}{\text{Inmovilizado}}$
Endeudamiento	$\frac{\text{Pasivo}}{\text{Patrimonio Neto}}$
Endeudamiento a largo plazo	$\frac{\text{Pasivo no corriente}}{\text{Patrimonio Neto}}$
Endeudamiento a corto plazo	$\frac{\text{Pasivo corriente}}{\text{Patrimonio Neto}}$
Composición del endeudamiento	$\frac{\text{Pasivo no corriente}}{\text{Pasivo corriente}}$
Endeudamiento bancario	$\frac{\text{Deudas bancarias}}{\text{Patrimonio Neto}}$
Cobertura de cargas financieras	$\frac{\text{Resultado Antes de Interes e Impuestos (RAIT)}}{\text{Gastos financieros}}$
Capacidad de devolución de deudas	$\frac{\text{RAIT}}{\text{Pasivo}}$

FIGURA 2.5. Ratios de autofinanciación.

RATIOS DE AUTOFINANCIACIÓN	
Autofinanciación del periodo para el crecimiento	$\frac{\text{Beneficio no distribuido}}{\text{Resultado del ejercicio}}$
Grado de autofinanciación total	$\frac{\text{Reservas}}{\text{Patrimonio Neto}}$
Crecimiento de reservas	$\frac{\text{Beneficio no distribuido del ejercicio}}{\text{Reservas totales}}$

FIGURA 2.6. Estructura operativa de la cuenta de pérdidas y ganancias.

Ventas
Compras
Variación de existencias de PT y PC
Coste de ventas
Margen bruto de explotación
Otros ingresos de explotación
Otros gastos de explotación
RESULTADO BRUTO EXPLOTACIÓN (EBITDA)
Amortizaciones y deterioros
RESULTADO OPERATIVO
Resultados de inversiones financieras
RESULTADO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (EBIT)
Gastos financieros
RESULTADO ORDINARIO ANTES DE IMPUESTOS (EBT)
Impuesto sobre resultados ordinarios
RESULTADO ORDINARIO NETO DE IMPUESTOS
Resultados excepcionales
Impuesto sobre resultados excepcionales
RESULTADO DE OPERACIONES CONTINUADAS
Resultado de operaciones interrumpidas neto de impuestos
RESULTADO DEL EJERCICIO

FIGURA 2.7. Rentabilidades.

RENTABILIDAD DE LAS VENTAS	
Margen Bruto	$\frac{\text{Ventas} - \text{Coste de ventas}}{\text{Ventas}}$
Margen Comercial	$\frac{RAIT}{\text{Ventas}}$
RENTABILIDAD ECONÓMICA	
Retorno sobre la inversión (ROI)	$\frac{RAIT}{\text{Activo medio}}$
Rentabilidad de los activos después de intereses	$\frac{\text{Resultado Antes de Impuestos (RAT)}}{\text{Activo medio}}$
Rentabilidad de los activos después de impuestos	$\frac{\text{Resultado después de Impuestos (RDT)}}{\text{Activo medio}}$

RENTABILIDAD FINANCIERA	
Rentabilidad financiera antes de impuestos	$\frac{RAT}{\text{Patrimonio Neto medio}}$
Rentabilidad financiera después de impuestos	$\frac{RDT}{\text{Patrimonio Neto medio}}$

FIGURA 2.8. Ratios bursátiles.

RATIOS BURSÁTILES	
Capitalización bursátil	$\text{Precio de cotización} \times \text{número de acciones}$
Valor contable	$PN = \text{Activo} - \text{Pasivo}$
Beneficio por acción (BPA)	$\frac{RDT}{\text{Número de acciones}}$
Dividendo por acción (DPA)	$\frac{\text{Dividendos pagados}}{N^{\circ} \text{ acciones}}$
Rentabilidad de la acción	$\frac{\text{Incremento en el precio} + DPA}{\text{Precio de cotización inicial } (P_0)}$
Rentabilidad por dividendo (Dividend Yield)	$\frac{DPA}{\text{Precio de cotización acción } (P_1)}$
Price-earning ratio (PER)	$\frac{\text{Precio de la acción}}{BPA}$
Rentabilidad bursátil (Earning yield ratio, EYR)	$\frac{1}{PER}$
Pay-out	$\frac{\text{Dividendos del ejercicio}}{RDT}$
Price-to-Book ratio (P/B)	$\frac{\text{Precio cotización acción}}{\text{Valor contable de la acción}}$

FIGURA 2.9. Método valoración basado en el descuento del FCF.

Beneficio antes de intereses e Impuestos (BAIT)
-Impuestos sobre el BAIT
Beneficio antes de intereses y después de impuestos (BAIDT)
+Amortizaciones
Flujo de caja bruto
-Incremento de necesidades operativas de fondos (NOF)
Flujo de caja operativo
-Pagos por inversiones en activo fijo (Capital expenditures, CAPEX)
Free cash flow

$$V = \frac{FCF_1}{1+k} + \frac{FCF_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{FCF_N + VR_N}{(1+k)^N}$$

$$VR_N = \frac{FCF_N (1+g)}{(k-g)}$$

Siendo FCF_i = FCF generado en el periodo i; VR_N = valor residual de la empresa en el año N; g =tasa de crecimiento a perpetuidad; y k =tasa de descuento=coste medio ponderado de capital (CPMC) o WACC del inglés Weighted Average Cost of Capital.

$$k = WACC = \frac{E \times Ke + D \times Kd \times (1 - T)}{E + D}$$

Siendo D=valor de mercado de la deuda; E=valor de mercado de las acciones; Kd=coste de la deuda antes de impuestos o rentabilidad exigida a la deuda; T=tasa impositiva; Ke=rentabilidad exigida a las acciones.

Ke se calcula a partir del modelo CAPM (Capital asset pricing model): $Ke = R_f + \beta(R_m - R_f)$, siendo $R_m - R_f$ la prima del mercado. Además, $Kd = (\text{Gastos financieros}) / [(\text{Deuda total en } n-1 + \text{Deuda total en } n) / 2]$.

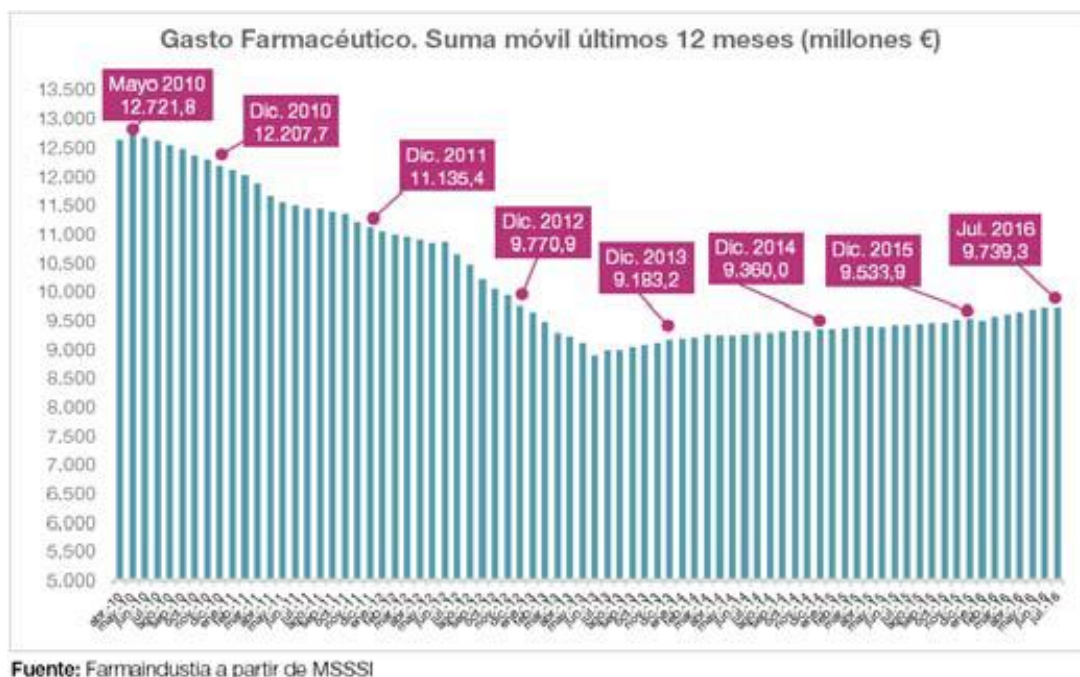
FIGURA 2.10. Modelo Gordon-Shapiro.

$$\text{Valor de la acción} = \frac{\text{Dividendo año } n (1 + g)}{Ke - g}$$

Siendo Ke=Rentabilidad exigida por el accionista (coste de capital) y g =tasa de crecimiento constate de los dividendos. Los supuestos de este modelo son: los dividendos crecen a un ritmo constante g ; el *Pay-out* es constante a lo largo del tiempo; siempre se repartirán dividendos.

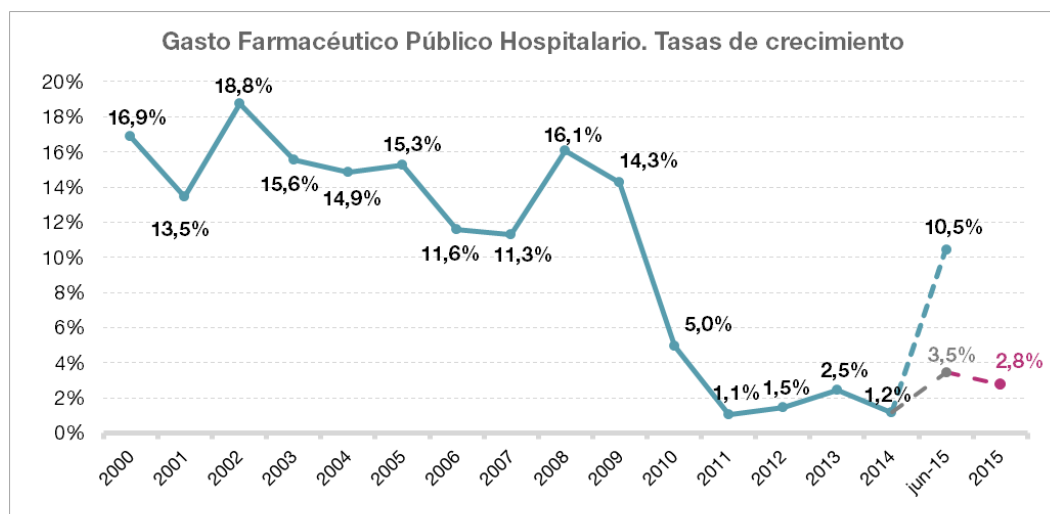
ANEXO II. ANÁLISIS DEL CONTEXTO

FIGURA 4.1. Gasto farmacéutico publico en receta oficial del SNS (2010-2016).



Fuente: Farmaindustria (Octubre 2016). Boletín de Coyuntura, N° 127 [en línea].

FIGURA 4.2. Evolución gastó farmacéutico público hospitalario (2000-2015).



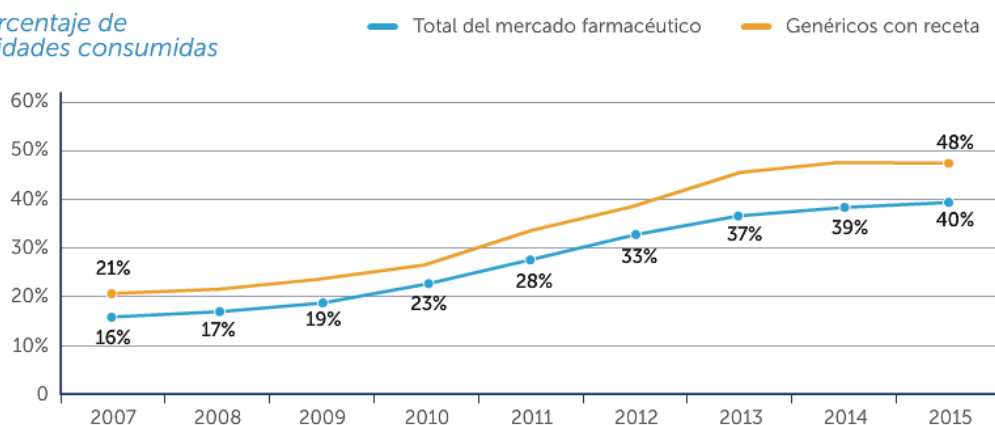
Fuente: Datos 2000-2005, MSSSI. Datos 2006-2015, Estimación Farmaindustria a partir de Encuesta de Deuda Hospitalaria. Predicción 2015, Farmaindustria

Nota: El dato de junio muestra la estimación de crecimiento del gasto hospitalario con y sin el gasto en medicamentos contra la hepatitis C (muchos de ellos sujetos a techos, descuentos, etc.). La previsión de crecimiento a final de 2015 no incluye el gasto en medicamentos contra la hepatitis C

FIGURA 4.3. Consumo de medicamentos genéricos en España (2007-2015).

CONSUMO DE MEDICAMENTOS GENÉRICOS EN ESPAÑA

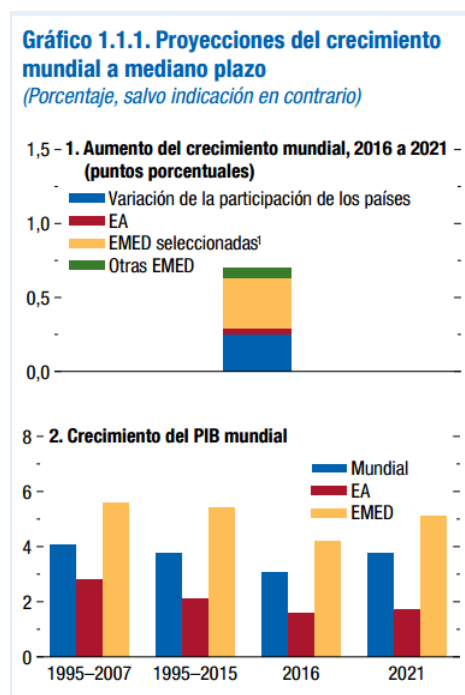
Porcentaje de unidades consumidas



Fuente: Asociación Española de Medicamentos Genéricos (AESEG)

Fuente: CESCE (2015). Informe Sectorial Químico 2015 [en línea].

FIGURA 4.4. *Proyecciones de crecimiento mundial a medio plazo.*



Nota: EA = economías avanzadas; EMED = economías de mercados emergentes y en desarrollo. EMED seleccionadas = Argentina, Brasil, Nigeria, Rusia, Sudáfrica y Venezuela.

Fuente: FMI (octubre 2016). Perspectivas de la economía mundial [en línea].

FIGURA 4.5. *Escenario macroeconómico mundial y europeo (2016-2019).*

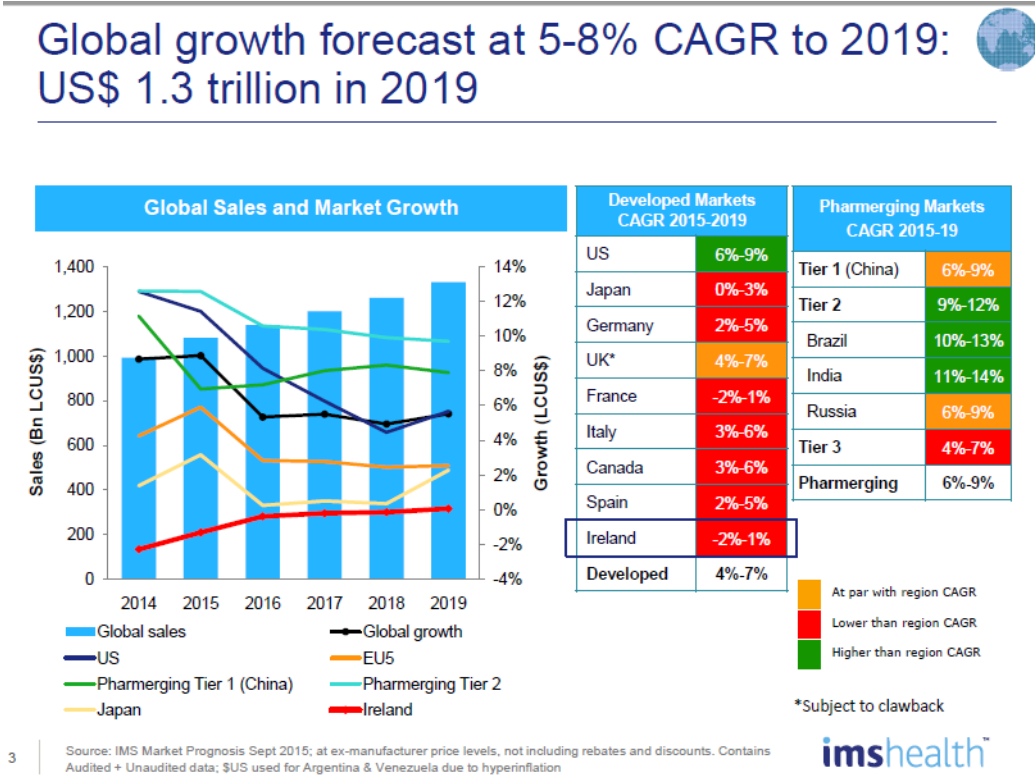
Cuadro 3.2.1. Supuestos básicos del Escenario 2016-2019
Variación anual en % salvo indicación en contrario

	2015 (A)	2016 (F)	2017 (F)	2018 (F)	2019 (F)
Tipos de interés a corto plazo (euríbor a tres meses)	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	0,0
Tipos de interés a largo (deuda pública a 10 años, España)	1,7	1,7	1,9	2,2	2,5
Tipo de cambio (dólares/euro)	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Tipo de cambio efectivo nominal zona euro (% variación)	-6,8	1,2	-0,2	0,0	0,0
Crecimiento del PIB Mundial, excluida la UE	3,2	3,4	3,7	3,8	3,9
Crecimiento del PIB de la zona euro	1,6	1,4	1,7	1,8	1,9
Volumen de importaciones mundiales excluida la UE	0,8	2,2	3,5	4,0	4,5
Mercados españoles de exportación	3,7	4,1	4,9	5,0	5,1
Precio del petróleo (Brent, dólares/barril)	52,2	39,7	45,3	45,3	45,3
(F) Previsión.					

Fuentes: Banco Central Europeo, Comisión Europea y Ministerio de Economía y Competitividad.

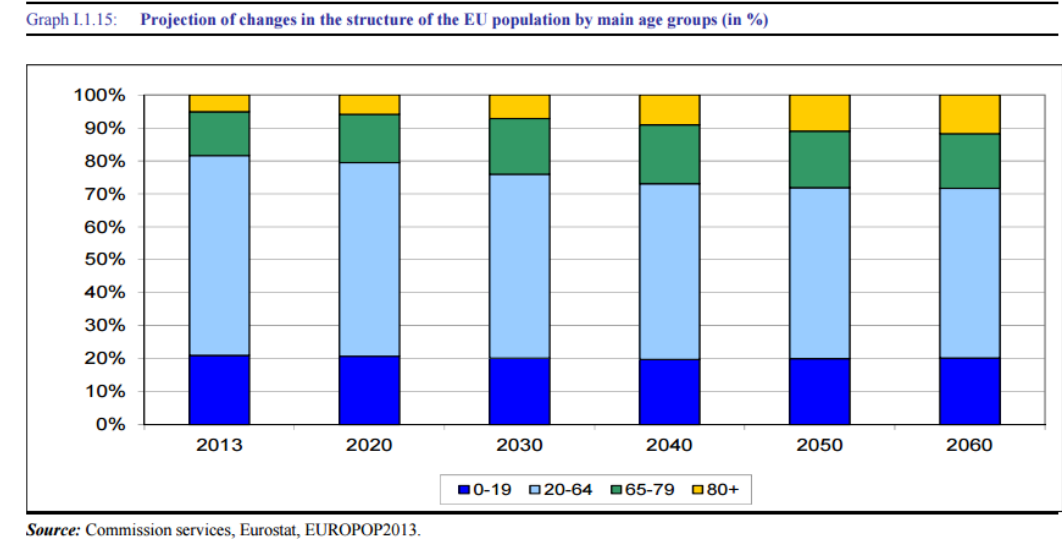
Fuente: Ministerio de Economía, Industria y Competitividad (abril 2016). Actualización del Programa de Estabilidad (2016-2019) [en línea].

FIGURA 4.6. *Perspectivas de crecimiento del mercado mundial de medicamentos de prescripción (2017-2019).*



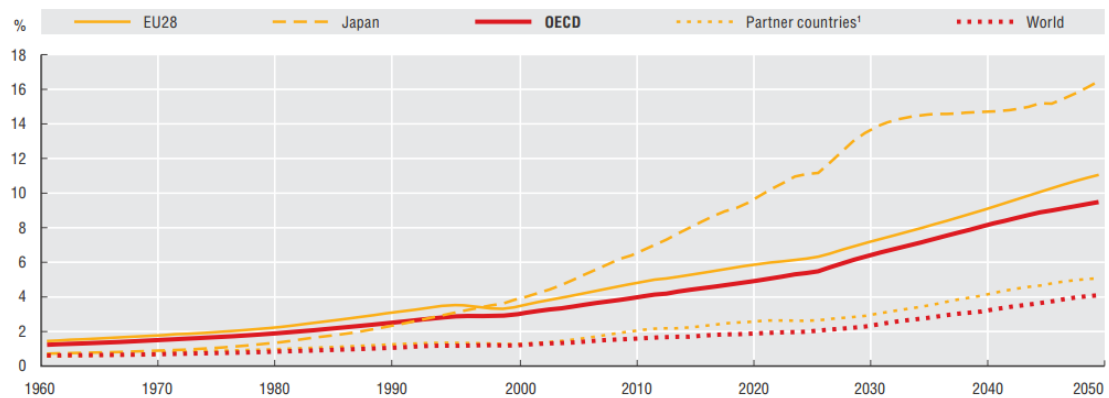
Fuente: McFarlane, A. (Noviembre 2015). Myths and reality in the prescription market: Europe and Ireland [en línea].

FIGURA 4.7. *Previsiones de cambio demográfico por franjas de edad hasta 2050-2060.*



Fuente: Comisión Europea (2015). The 2015 Ageing Report, Economic and budgetary projections for the 28 EU Member States (2013-2060) [en línea].

11.2. Trends in the share of the population aged over 80 years, 1960-2050



1. Partner countries include Brazil, China, India, Indonesia, Latvia, Lithuania, Russia and South Africa.

Source: OECD Historical Population Data and Projections Database, 2015.

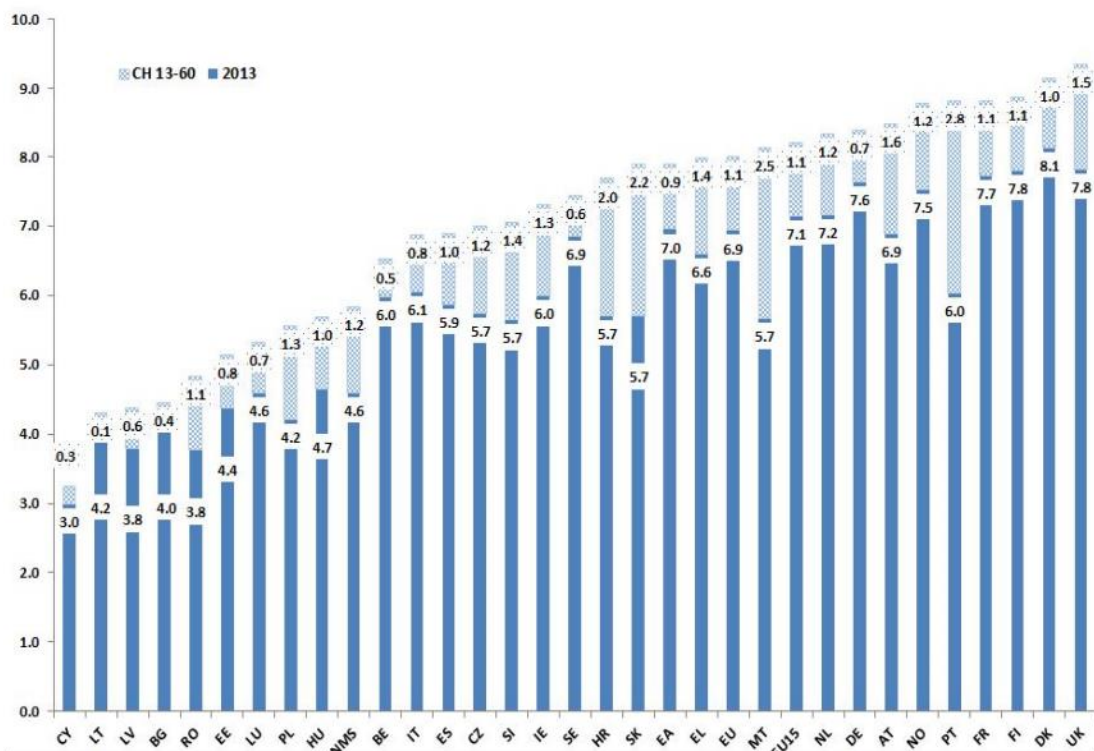
StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888933281371>

Information on data for Israel: <http://oe.cd/israel-disclaimer>

Fuente: OECD (2015). Health at a Glance 2015 [en línea].

FIGURA 4.8. Incremento previsto en el gasto público en sanidad debido al cambio demográfico (2013-2060).

Graph II.2.2: Projected increase in public expenditure on health care due to demographic change over 2013-2060, as % of GDP

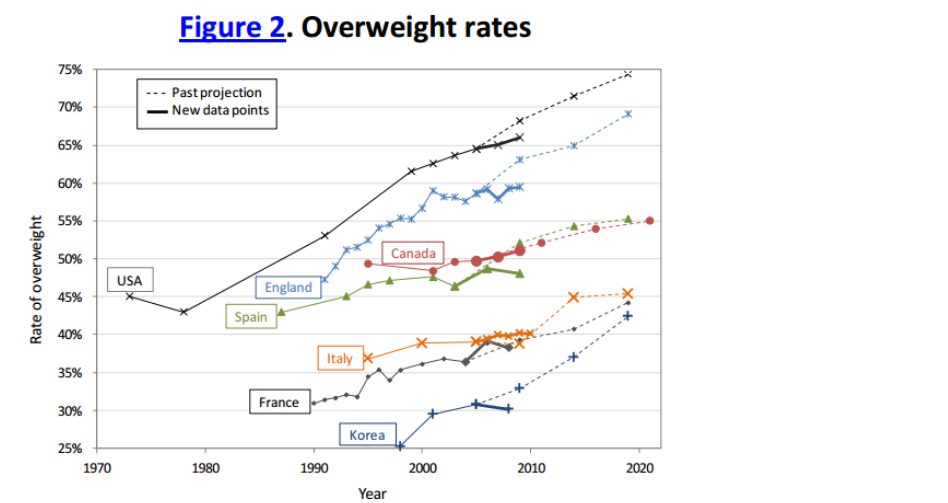


(1) The EU15 and NMS averages in all result tables are weighted according to GDP. The level of expenditures in 2013 is the first year of projected expenditures based on latest available data. Health care expenditure exclude long-term nursing care. The aggregate of health care expenditure utilized for projections is based on OECD SHA/health data definition based on ESA 95, while GDP and other expenditure items have been revised according to ESA 2010. A revision of health expenditure data based on ESA 2010 may change the reported level of expenditure.

Source: Commission services, EPC.

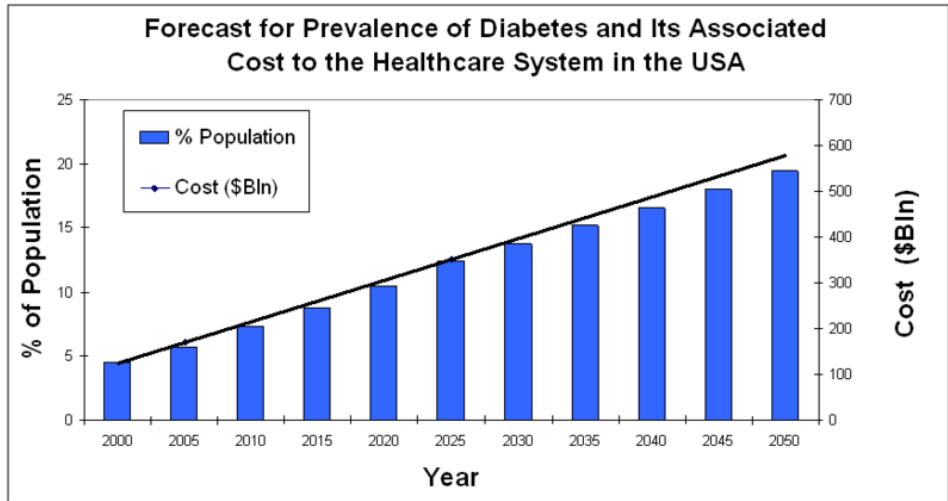
Fuente: Comisión Europea (2015). The 2015 Ageing Report, Economic and budgetary projections for the 28 EU Member States (2013-2060) [en línea].

FIGURA 4.9. Previsiones en la tasa de población con sobrepeso para algunos países desarrollados (1990-2020).



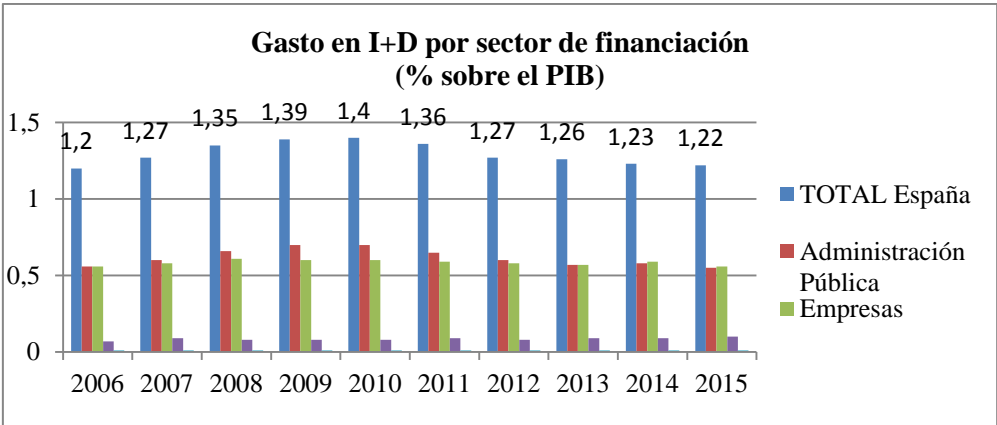
Fuente: OCDE (2012). OBESITY UPDATE [en línea].

FIGURA 4.10. Previsión de prevalencia de la diabetes y su asociación con el incremento en los costes del sistema sanitario en Estados Unidos (2000-2050).



Fuente: US Diabetes Data Forecasts [en línea].

FIGURA 4.11. Gasto en I+D en España por sector de financiación (2006-2015).



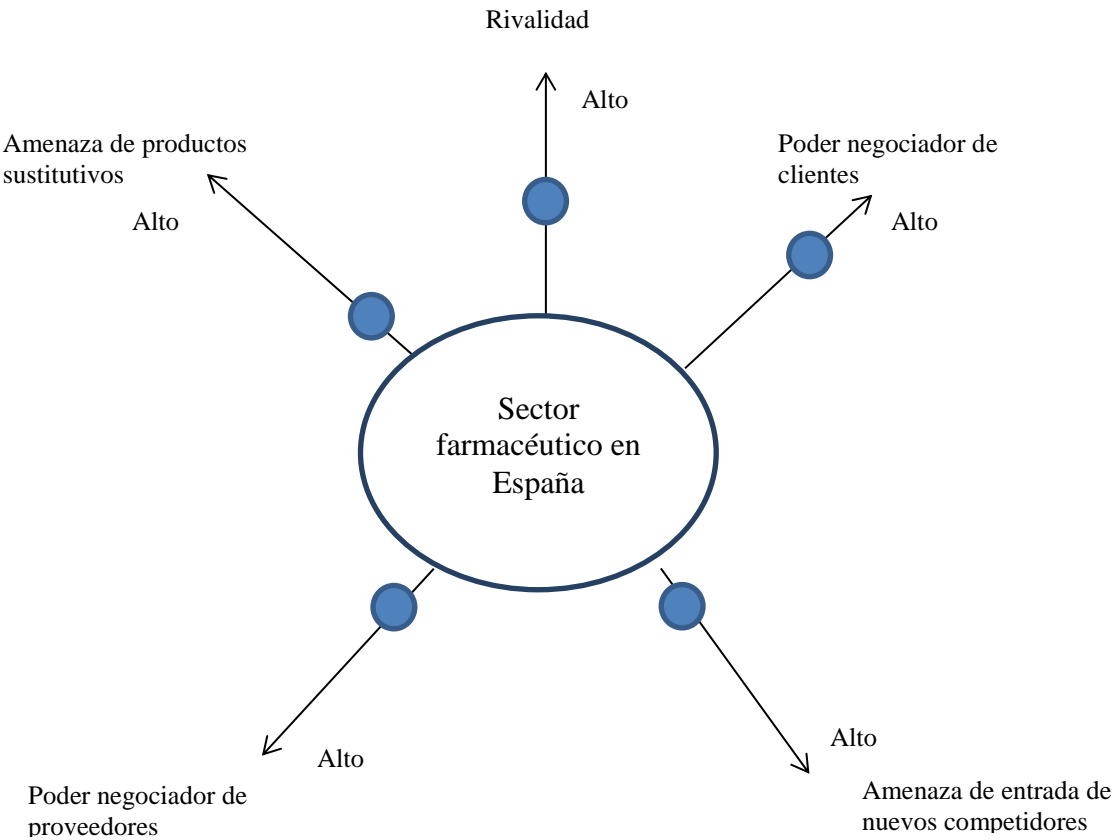
Fuente: elaboración propia a partir de los datos del ICONO (Observatorio español de I+D+i), Ministerio de Economía, Industria y Competitividad.

FIGURA 4.12. *Proyecciones en el gasto en I+D en España (2016-2020).*

INDICADORES DE ESFUERZO	2010	2016	2020
GASTO EN I+D SOBRE EL PRODUCTO INTERIOR BRUTO (%) FUENTE: INE	1,39%	1,48%	2,00%
GASTOS I+D SECTOR PRIVADO SOBRE EL PRODUCTO INTERIOR BRUTO (%) FUENTE: INE	0,60%	0,73%	1,20%
RATIO ENTRE FINANCIACIÓN PRIVADA Y PÚBLICA DEL GASTO EN I+D FUENTE: INE	0,86	1,06	1,70
% DE LA FINANCIACIÓN DEL GASTO EN I+D PROCEDENTE DEL EXTRANJERO FUENTE: INE	5,7%	9,6%	15,0%

Fuente: Ministerio de Economía y Competitividad (2013). Estrategia Española de Ciencia y Tecnología y de Innovación 2013-2020 [en línea].

FIGURA 4.13. *Modelo de las cinco fuerzas de Porter aplicado al sector farmacéutico.*



Fuente: Elaboración propia a partir del esquema propuesto por Ventura J. (2009): *Análisis Estratégico de la Empresa*. Paraninfo, Madrid.

ANEXO III. ANÁLISIS PATRIMONIAL

ALMIRALL

(Unidades en miles de euros para todas las tablas en Anexos)

ESTRUCTURA	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
ACTIVO NO CORRIENTE	1.385.262	1.433.135	1.438.122	1.045.667	997.952	1.008.670	978.983	961.090	987.503
Inmovilizado Intangible	760.003	783.189	931.340	628.500	624.156	654.657	625.476	616.179	657.706
ACTIVO CORRIENTE	1.147.083	1.107.266	334.599	310.440	458.655	528.070	503.989	435.326	451.606
Existencias	87.124	81.019	97.742	92.406	93.207	87.900	97.704	112.529	112.851
Realizable	462.005	728.320	156.002	182.442	326.731	377.655	366.900	280.511	293.857
Disponible	597.954	297.927	80.855	35.592	38.717	62.515	39.385	42.286	44.898
TOTAL ACTIVO	2.532.345	2.540.401	1.772.721	1.356.107	1.456.607	1.536.740	1.482.972	1.396.416	1.439.109
PATRIMONIO NETO	1.462.582	1.339.566	888.334	923.667	854.713	819.302	750.957	652.994	573.655
PASIVO NO CORRIENTE	768.207	839.642	486.303	182.959	188.333	355.860	424.191	435.506	590.712
PASIVO CORRIENTE	301.556	361.193	398.084	249.481	413.561	361.578	307.824	307.916	274.742
TOTAL PASIVO	1.069.763	1.200.835	884.387	432.440	601.894	717.438	732.015	743.422	865.454
TOTAL P. NETO Y PASIVO	2.532.345	2.540.401	1.772.721	1.356.107	1.456.607	1.536.740	1.482.972	1.396.416	1.439.109

SIGNIFICATIVIDAD	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
ACTIVO NO CORRIENTE	54,7%	56,4%	81,1%	77,1%	68,5%	65,6%	66,0%	68,8%	68,6%
Inmovilizado Intangible	30,0%	30,8%	52,5%	46,3%	42,8%	42,6%	42,2%	44,1%	45,7%
Resto inmovilizado	24,7%	25,6%	28,6%	30,8%	25,7%	23,0%	23,8%	24,7%	22,9%
ACTIVO CORRIENTE	45,3%	43,6%	18,9%	22,9%	31,5%	34,4%	34,0%	31,2%	31,4%
Existencias	3,4%	3,2%	5,5%	6,8%	6,4%	5,7%	6,6%	8,1%	7,8%
Realizable	18,2%	28,7%	8,8%	13,5%	22,4%	24,6%	24,7%	20,1%	20,4%
Disponible	23,6%	11,7%	4,6%	2,6%	2,7%	4,1%	2,7%	3,0%	3,1%
TOTAL ACTIVO	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
PATRIMONIO NETO	57,8%	52,7%	50,1%	68,1%	58,7%	53,3%	50,6%	46,8%	39,9%
PASIVO NO CORRIENTE	30,3%	33,1%	27,4%	13,5%	12,9%	23,2%	28,6%	31,2%	41,0%
PASIVO CORRIENTE	11,9%	14,2%	22,5%	18,4%	28,4%	23,5%	20,8%	22,1%	19,1%
TOTAL PASIVO	42,2%	47,3%	49,9%	31,9%	41,3%	46,7%	49,4%	53,2%	60,1%
TOTAL P. NETO Y PASIVO	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

EVOLUCIÓN	Total 07-15	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008
ACTIVO NO CORRIENTE	40,3%	-3,3%	-0,3%	37,5%	4,8%	-1,1%	3,0%	1,9%	-2,7%
Inmovilizado Intangible	15,6%	-3,0%	-15,9%	48,2%	0,7%	-4,7%	4,7%	1,5%	-6,3%
ACTIVO CORRIENTE	154,0%	3,6%	230,9%	7,8%	-32,3%	-13,1%	4,8%	15,8%	-3,6%
Existencias	-22,8%	7,5%	-17,1%	5,8%	-0,9%	6,0%	-10,0%	-13,2%	-0,3%
Realizable	57,2%	-36,6%	366,9%	-14,5%	-44,2%	-13,5%	2,9%	30,8%	-4,5%
Disponible	1231,8%	100,7%	268,5%	127,2%	-8,1%	-38,1%	58,7%	-6,9%	-5,8%
TOTAL ACTIVO	76,0%	-0,3%	43,3%	30,7%	-6,9%	-5,2%	3,6%	6,2%	-3,0%

PATRIMONIO NETO	155,0%	9,2%	50,8%	-3,8%	8,1%	4,3%	9,1%	15,0%	13,8%
PASIVO NO CORRIENTE	30,0%	-8,5%	72,7%	165,8%	-2,9%	-47,1%	-16,1%	-2,6%	-26,3%
PASIVO CORRIENTE	9,8%	-16,5%	-9,3%	59,6%	-39,7%	14,4%	17,5%	0,0%	12,1%
TOTAL PASIVO	23,6%	-10,9%	35,8%	104,5%	-28,2%	-16,1%	-2,0%	-1,5%	-14,1%
TOTAL P. NETO Y PASIVO	76,0%	-0,3%	43,3%	30,7%	-6,9%	-5,2%	3,6%	6,2%	-3,0%

RELACIONES LÓGICAS	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Liquidez	3,80	3,07	0,84	1,24	1,11	1,46	1,64	1,41	1,64
Solvencia	2,37	2,12	2,00	3,14	2,42	2,14	2,03	1,88	1,66
Endeudamiento	0,73	0,90	1,00	0,47	0,70	0,88	0,97	1,14	1,51
Cobertura	1,61	1,52	0,96	1,06	1,05	1,17	1,20	1,13	1,18

FAES FARMA

ESTRUCTURA	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
ACTIVO NO CORRIENTE	177.209	178.556	200.116	203.954	207.562	209.389	206.030	194.883	179.574
Inmovilizado Intangible	93.538	98.826	105.130	108.731	112.698	114.865	115.071	112.967	108.723
ACTIVO CORRIENTE	113.468	88.677	85.040	82.890	83.558	87.708	86.992	80.132	96.994
Existencias	34.025	32.908	31.093	30.456	32.538	36.191	29.531	27.452	28.422
Realizable	53.891	49.050	45.981	47.505	44.962	49.363	48.078	45.171	63.254
Disponible	25.552	6.719	7.966	4.929	6.058	2.154	9.383	7.509	5.318
TOTAL ACTIVO	290.677	267.233	285.156	286.844	291.120	297.097	293.022	275.015	276.568
PATRIMONIO NETO	254.335	228.626	197.807	184.817	167.612	165.508	162.806	156.708	150.603
PASIVO NO CORRIENTE	5.240	8.542	36.099	49.141	48.628	50.085	62.695	52.427	22.873
PASIVO CORRIENTE	31.102	30.065	51.250	52.886	74.880	81.504	67.521	65.880	103.092
TOTAL PASIVO	36.342	38.607	87.349	102.027	123.508	131.589	130.216	118.307	125.965
TOTAL P. NETO Y PASIVO	290.677	267.233	285.156	286.844	291.120	297.097	293.022	275.015	276.568

SIGNIFICATIVIDAD	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
ACTIVO NO CORRIENTE	61,0%	66,8%	70,2%	71,1%	71,3%	70,5%	70,3%	70,9%	64,9%
Inmovilizado Intangible	32,2%	37,0%	36,9%	37,9%	38,7%	38,7%	39,3%	41,1%	39,3%
Resto inmovilizado	28,8%	29,8%	33,3%	33,2%	32,6%	31,8%	31,0%	29,8%	25,6%
ACTIVO CORRIENTE	39,0%	33,2%	29,8%	28,9%	28,7%	29,5%	29,7%	29,1%	35,1%
Existencias	11,7%	12,3%	10,9%	10,6%	11,2%	12,2%	10,1%	10,0%	10,3%
Realizable	18,5%	18,4%	16,1%	16,6%	15,4%	16,6%	16,4%	16,4%	22,9%
Disponible	8,8%	2,5%	2,8%	1,7%	2,1%	0,7%	3,2%	2,7%	1,9%
TOTAL ACTIVO	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
PATRIMONIO NETO	87,5%	85,6%	69,4%	64,4%	57,6%	55,7%	55,6%	57,0%	54,5%
PASIVO NO CORRIENTE	1,8%	3,2%	12,7%	17,1%	16,7%	16,9%	21,4%	19,1%	8,3%
PASIVO CORRIENTE	10,7%	11,3%	18,0%	18,4%	25,7%	27,4%	23,0%	24,0%	37,3%
TOTAL PASIVO	12,5%	14,4%	30,6%	35,6%	42,4%	44,3%	44,4%	43,0%	45,5%
TOTAL P. NETO Y PASIVO	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

EVOLUCIÓN	Total 07-15	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008
ACTIVO NO CORRIENTE	-1,3%	-0,8%	-10,8%	-1,9%	-1,7%	-0,9%	1,6%	5,7%	8,5%
Inmovilizado Intangible	-14,0%	-5,4%	-6,0%	-3,3%	-3,5%	-1,9%	-0,2%	1,9%	3,9%
ACTIVO CORRIENTE	17,0%	28,0%	4,3%	2,6%	-0,8%	-4,7%	0,8%	8,6%	-17,4%
Existencias	19,7%	3,4%	5,8%	2,1%	-6,4%	-10,1%	22,6%	7,6%	-3,4%
Realizable	-14,8%	9,9%	6,7%	-3,2%	5,7%	-8,9%	2,7%	6,4%	-28,6%
Disponible	380,5%	280,3%	-15,7%	61,6%	-18,6%	181,2%	-77,0%	25,0%	41,2%
TOTAL ACTIVO	5,1%	8,8%	-6,3%	-0,6%	-1,5%	-2,0%	1,4%	6,5%	-0,6%

PATRIMONIO NETO	68,9%	11,2%	15,6%	7,0%	10,3%	1,3%	1,7%	3,9%	4,1%
PASIVO NO CORRIENTE	-77,1%	-38,7%	-76,3%	-26,5%	1,1%	-2,9%	-20,1%	19,6%	129,2%
PASIVO CORRIENTE	-69,8%	3,4%	-41,3%	-3,1%	-29,4%	-8,1%	20,7%	2,5%	-36,1%
TOTAL PASIVO	-71,1%	-5,9%	-55,8%	-14,4%	-17,4%	-6,1%	1,1%	10,1%	-6,1%
TOTAL P. NETO Y PASIVO	5,1%	8,8%	-6,3%	-0,6%	-1,5%	-2,0%	1,4%	6,5%	-0,6%

RELACIONES LÓGICAS	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Liquidez	3,65	2,95	1,66	1,57	1,12	1,08	1,29	1,22	0,94
Solvencia	8,00	6,92	3,26	2,81	2,36	2,26	2,25	2,32	2,20
Endeudamiento	0,14	0,17	0,44	0,55	0,74	0,80	0,80	0,75	0,84
Cobertura	1,46	1,33	1,17	1,15	1,04	1,03	1,09	1,07	0,97

GRIFOLS

ESTRUCTURA	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
ACTIVO NO CORRIENTE	6.512.243	5.536.627	3.701.376	3.692.910	3.878.503	744.900	652.599	553.639	444.042
Inmovilizado Intangible	4.693.931	4.243.093	2.775.576	2.838.994	2.903.408	267.747	243.385	216.323	207.466
ACTIVO CORRIENTE	3.089.472	2.913.122	2.139.660	1.934.564	1.929.215	1.144.082	1.004.578	626.600	495.527
Existencias	1.431.391	1.194.057	946.913	998.644	1.030.341	527.865	484.462	373.098	270.659
Realizable	515.581	639.919	483.970	462.593	558.288	376.568	270.744	247.134	219.178
Disponible	1.142.500	1.079.146	708.777	473.327	340.586	239.649	249.372	6.368	5.690
TOTAL ACTIVO	9.601.715	8.449.749	5.841.036	5.627.474	5.807.718	1.888.982	1.657.177	1.180.239	939.569
PATRIMONIO NETO	3.301.390	2.662.888	2.107.204	1.880.741	1.664.994	707.390	578.528	481.279	384.166
PASIVO NO CORRIENTE	5.247.319	4.707.150	3.018.536	3.153.868	3.496.647	758.466	779.606	381.422	238.827
PASIVO CORRIENTE	1.053.006	1.079.711	715.296	592.865	646.077	423.126	299.043	317.538	316.576
TOTAL PASIVO	6.300.325	5.786.861	3.733.832	3.746.733	4.142.724	1.181.592	1.078.649	698.960	555.403
TOTAL P. NETO Y PASIVO	9.601.715	8.449.749	5.841.036	5.627.474	5.807.718	1.888.982	1.657.177	1.180.239	939.569

SIGNIFICATIVIDAD	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
ACTIVO NO CORRIENTE	67,8%	65,5%	63,4%	65,6%	66,8%	39,4%	39,4%	46,9%	47,3%
Inmovilizado Intangible	48,9%	50,2%	47,5%	50,4%	50,0%	14,2%	14,7%	18,3%	22,1%
Resto inmovilizado	18,9%	15,3%	15,8%	15,2%	16,8%	25,3%	24,7%	28,6%	25,2%
ACTIVO CORRIENTE	32,2%	34,5%	36,6%	34,4%	33,2%	60,6%	60,6%	53,1%	52,7%
Existencias	14,9%	14,1%	16,2%	17,7%	17,7%	27,9%	29,2%	31,6%	28,8%
Realizable	5,4%	7,6%	8,3%	8,2%	9,6%	19,9%	16,3%	20,9%	23,3%
Disponible	11,9%	12,8%	12,1%	8,4%	5,9%	12,7%	15,0%	0,5%	0,6%
TOTAL ACTIVO	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
PATRIMONIO NETO	34,4%	31,5%	36,1%	33,4%	28,7%	37,4%	34,9%	40,8%	40,9%
PASIVO NO CORRIENTE	54,6%	55,7%	51,7%	56,0%	60,2%	40,2%	47,0%	32,3%	25,4%
PASIVO CORRIENTE	11,0%	12,8%	12,2%	10,5%	11,1%	22,4%	18,0%	26,9%	33,7%
TOTAL PASIVO	65,6%	68,5%	63,9%	66,6%	71,3%	62,6%	65,1%	59,2%	59,1%
TOTAL P. NETO Y PASIVO	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

EVOLUCIÓN	Total 07-15	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008
ACTIVO NO CORRIENTE	1366,6%	17,6%	49,6%	0,2%	-4,8%	420,7%	14,1%	17,9%	24,7%
Inmovilizado Intangible	2162,5%	10,6%	52,9%	-2,2%	-2,2%	984,4%	10,0%	12,5%	4,3%
ACTIVO CORRIENTE	523,5%	6,1%	36,1%	10,6%	0,3%	68,6%	13,9%	60,3%	26,5%
Existencias	428,9%	19,9%	26,1%	-5,2%	-3,1%	95,2%	9,0%	29,8%	37,8%
Realizable	135,2%	-19,4%	32,2%	4,6%	-17,1%	48,3%	39,1%	9,6%	12,8%
Disponible	19979,1%	5,9%	52,3%	49,7%	39,0%	42,1%	-3,9%	3816,0%	11,9%
TOTAL ACTIVO	921,9%	13,6%	44,7%	3,8%	-3,1%	207,5%	14,0%	40,4%	25,6%

PATRIMONIO NETO	759,4%	24,0%	26,4%	12,0%	13,0%	135,4%	22,3%	20,2%	25,3%
PASIVO NO CORRIENTE	2097,1%	11,5%	55,9%	-4,3%	-9,8%	361,0%	-2,7%	104,4%	59,7%
PASIVO CORRIENTE	232,6%	-2,5%	50,9%	20,7%	-8,2%	52,7%	41,5%	-5,8%	0,3%
TOTAL PASIVO	1034,4%	8,9%	55,0%	-0,3%	-9,6%	250,6%	9,5%	54,3%	25,8%
TOTAL P. NETO Y PASIVO	921,9%	13,6%	44,7%	3,8%	-3,1%	207,5%	14,0%	40,4%	25,6%

RELACIONES LÓGICAS	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Liquidez	2,93	2,70	2,99	3,26	2,99	2,70	3,36	1,97	1,57
Solvencia	1,52	1,46	1,56	1,50	1,40	1,60	1,54	1,69	1,69
Endeudamiento	1,91	2,17	1,77	1,99	2,49	1,67	1,86	1,45	1,45
Cobertura	1,31	1,33	1,38	1,36	1,33	1,97	2,08	1,56	1,40

ROVI

ESTRUCTURA	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
ACTIVO NO CORRIENTE	109.764	99.287	98.440	91.321	58.891	50.956	38.474	36.941	31.845
Inmovilizado Intangible	18.881	17.206	14.468	3.176	2.736	2.290	974	745	749
ACTIVO CORRIENTE	154.083	162.033	137.483	131.042	169.177	161.931	126.313	98.964	80.314
Existencias	63.859	67.567	58.747	56.225	41.306	41.824	30.390	25.816	20.919
Realizable	60.973	67.795	59.335	58.232	78.380	86.472	59.984	53.508	42.182
Disponible	29.251	26.671	19.401	16.585	49.491	33.635	35.939	19.640	17.213
TOTAL ACTIVO	263.847	261.320	235.923	222.363	228.068	212.887	164.787	135.905	112.159
PATRIMONIO NETO	164.785	158.470	144.464	126.447	113.981	104.134	87.205	68.715	51.924
PASIVO NO CORRIENTE	39.836	40.733	33.119	40.784	57.331	57.126	38.863	31.777	25.715
PASIVO CORRIENTE	59.226	62.117	58.340	55.132	56.756	51.627	38.719	35.413	34.520
TOTAL PASIVO	99.062	102.850	91.459	95.916	114.087	108.753	77.582	67.190	60.235
TOTAL P. NETO Y PASIVO	263.847	261.320	235.923	222.363	228.068	212.887	164.787	135.905	112.159

SIGNIFICATIVIDAD	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
ACTIVO NO CORRIENTE	41,6%	38,0%	41,7%	41,1%	25,8%	23,9%	23,3%	27,2%	28,4%
Inmovilizado Intangible	7,2%	6,6%	6,1%	1,4%	1,2%	1,1%	0,6%	0,5%	0,7%
Resto inmovilizado	34,4%	31,4%	35,6%	39,6%	24,6%	22,9%	22,8%	26,6%	27,7%
ACTIVO CORRIENTE	58,4%	62,0%	58,3%	58,9%	74,2%	76,1%	76,7%	72,8%	71,6%
Existencias	24,2%	25,9%	24,9%	25,3%	18,1%	19,6%	18,4%	19,0%	18,7%
Realizable	23,1%	25,9%	25,2%	26,2%	34,4%	40,6%	36,4%	39,4%	37,6%
Disponible	11,1%	10,2%	8,2%	7,5%	21,7%	15,8%	21,8%	14,5%	15,3%
TOTAL ACTIVO	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
PATRIMONIO NETO	62,5%	60,6%	61,2%	56,9%	50,0%	48,9%	52,9%	50,6%	46,3%
PASIVO NO CORRIENTE	15,1%	15,6%	14,0%	18,3%	25,1%	26,8%	23,6%	23,4%	22,9%
PASIVO CORRIENTE	22,4%	23,8%	24,7%	24,8%	24,9%	24,3%	23,5%	26,1%	30,8%
TOTAL PASIVO	37,5%	39,4%	38,8%	43,1%	50,0%	51,1%	47,1%	49,4%	53,7%
TOTAL P. NETO Y PASIVO	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

EVOLUCIÓN	Total 07-15	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008
ACTIVO NO CORRIENTE	244,7%	10,6%	0,9%	7,8%	55,1%	15,6%	32,4%	4,1%	16,0%
Inmovilizado Intangible	2420,8%	9,7%	18,9%	355,5%	16,1%	19,5%	135,1%	30,7%	-0,5%
ACTIVO CORRIENTE	91,9%	-4,9%	17,9%	4,9%	-22,5%	4,5%	28,2%	27,6%	23,2%
Existencias	205,3%	-5,5%	15,0%	4,5%	36,1%	-1,2%	37,6%	17,7%	23,4%
Realizable	44,5%	-10,1%	14,3%	1,9%	-25,7%	-9,4%	44,2%	12,1%	26,9%
Disponible	69,9%	9,7%	37,5%	17,0%	-66,5%	47,1%	-6,4%	83,0%	14,1%
TOTAL ACTIVO	135,2%	1,0%	10,8%	6,1%	-2,5%	7,1%	29,2%	21,3%	21,2%

PATRIMONIO NETO	217,4%	4,0%	9,7%	14,2%	10,9%	9,5%	19,4%	26,9%	32,3%
PASIVO NO CORRIENTE	54,9%	-2,2%	23,0%	-18,8%	-28,9%	0,4%	47,0%	22,3%	23,6%
PASIVO CORRIENTE	71,6%	-4,7%	6,5%	5,8%	-2,9%	9,9%	33,3%	9,3%	2,6%
TOTAL PASIVO	64,5%	-3,7%	12,5%	-4,6%	-15,9%	4,9%	40,2%	15,5%	11,5%
TOTAL P. NETO Y PASIVO	135,2%	1,0%	10,8%	6,1%	-2,5%	7,1%	29,2%	21,3%	21,2%

RELACIONES LÓGICAS	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Liquidez	2,60	2,61	2,36	2,38	2,98	3,14	3,26	2,79	2,33
Solvencia	2,66	2,54	2,58	2,32	2,00	1,96	2,12	2,02	1,86
Endeudamiento	0,60	0,65	0,63	0,76	1,00	1,04	0,89	0,98	1,16
Cobertura	1,86	2,01	1,80	1,83	2,91	3,16	3,28	2,72	2,44

PHARMA MAR

ESTRUCTURA	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
ACTIVO NO CORRIENTE	99.804	99.473	93.471	92.948	88.285	87.416	84.929	82.615	82.761
Inmovilizado Intangible	26.829	26.288	22.590	19.744	17.325	14.448	12.528	11.769	10.919
ACTIVO CORRIENTE	112.135	101.916	95.899	106.882	129.531	143.406	126.387	124.925	149.564
Existencias	22.990	24.404	22.232	23.502	25.309	29.197	24.820	26.440	19.329
Realizable	81.516	60.961	51.209	65.044	73.841	73.614	64.321	60.678	93.710
Disponible	7.629	16.551	22.458	18.336	30.381	40.595	37.246	37.807	36.525
TOTAL ACTIVO	211.939	201.389	189.370	199.830	217.816	230.822	211.316	207.540	232.325
PATRIMONIO NETO	73.036	60.069	49.435	38.726	34.502	34.860	41.136	49.344	98.813
PASIVO NO CORRIENTE	68.280	58.694	65.877	73.749	93.947	92.644	98.272	92.872	78.059
PASIVO CORRIENTE	70.623	82.626	74.058	87.355	89.367	103.318	71.908	65.324	55.453
TOTAL PASIVO	138.903	141.320	139.935	161.104	183.314	195.962	170.180	158.196	133.512
TOTAL P. NETO Y PASIVO	211.939	201.389	189.370	199.830	217.816	230.822	211.316	207.540	232.325

SIGNIFICATIVIDAD	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
ACTIVO NO CORRIENTE	47,1%	49,4%	49,4%	46,5%	40,5%	37,9%	40,2%	39,8%	35,6%
Inmovilizado Intangible	12,7%	13,1%	11,9%	9,9%	8,0%	6,3%	5,9%	5,7%	4,7%
Resto inmovilizado	34,4%	36,3%	37,4%	36,6%	32,6%	31,6%	34,3%	34,1%	30,9%
ACTIVO CORRIENTE	52,9%	50,6%	50,6%	53,5%	59,5%	62,1%	59,8%	60,2%	64,4%
Existencias	10,8%	12,1%	11,7%	11,8%	11,6%	12,6%	11,7%	12,7%	8,3%
Realizable	38,5%	30,3%	27,0%	32,5%	33,9%	31,9%	30,4%	29,2%	40,3%
Disponible	3,6%	8,2%	11,9%	9,2%	13,9%	17,6%	17,6%	18,2%	15,7%
TOTAL ACTIVO	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
PATRIMONIO NETO	34,5%	29,8%	26,1%	19,4%	15,8%	15,1%	19,5%	23,8%	42,5%
PASIVO NO CORRIENTE	32,2%	29,1%	34,8%	36,9%	43,1%	40,1%	46,5%	44,7%	33,6%
PASIVO CORRIENTE	33,3%	41,0%	39,1%	43,7%	41,0%	44,8%	34,0%	31,5%	23,9%
TOTAL PASIVO	65,5%	70,2%	73,9%	80,6%	84,2%	84,9%	80,5%	76,2%	57,5%
TOTAL P. NETO Y PASIVO	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

EVOLUCIÓN	Total 07-15	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008
ACTIVO NO CORRIENTE	20,6%	0,3%	6,4%	0,6%	5,3%	1,0%	2,9%	2,8%	-0,2%
Inmovilizado Intangible	145,7%	2,1%	16,4%	14,4%	14,0%	19,9%	15,3%	6,4%	7,8%
ACTIVO CORRIENTE	-25,0%	10,0%	6,3%	-10,3%	-17,5%	-9,7%	13,5%	1,2%	-16,5%
Existencias	18,9%	-5,8%	9,8%	-5,4%	-7,1%	-13,3%	17,6%	-6,1%	36,8%
Realizable	-13,0%	33,7%	19,0%	-21,3%	-11,9%	0,3%	14,4%	6,0%	-35,2%
Disponible	-79,1%	-53,9%	-26,3%	22,5%	-39,6%	-25,2%	9,0%	-1,5%	3,5%
TOTAL ACTIVO	-8,8%	5,2%	6,3%	-5,2%	-8,3%	-5,6%	9,2%	1,8%	-10,7%

PATRIMONIO NETO	-26,1%	21,6%	21,5%	27,7%	12,2%	-1,0%	-15,3%	-16,6%	-50,1%
PASIVO NO CORRIENTE	-12,5%	16,3%	-10,9%	-10,7%	-21,5%	1,4%	-5,7%	5,8%	19,0%
PASIVO CORRIENTE	27,4%	-14,5%	11,6%	-15,2%	-2,3%	-13,5%	43,7%	10,1%	17,8%
TOTAL PASIVO	4,0%	-1,7%	1,0%	-13,1%	-12,1%	-6,5%	15,1%	7,6%	18,5%
TOTAL P. NETO Y PASIVO	-8,8%	5,2%	6,3%	-5,2%	-8,3%	-5,6%	9,2%	1,8%	-10,7%

RELACIONES LÓGICAS	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Liquidez	1,59	1,23	1,29	1,22	1,45	1,39	1,76	1,91	2,70
Solvencia	1,53	1,43	1,35	1,24	1,19	1,18	1,24	1,31	1,74
Endeudamiento	1,90	2,35	2,83	4,16	5,31	5,62	4,14	3,21	1,35
Cobertura	1,42	1,19	1,23	1,21	1,45	1,46	1,64	1,72	2,14

ANEXO IV. ANÁLISIS DE LA SITUACIÓN FINANCIERA A CORTO PLAZO

	ALMIRALL		FAES		GRIFOLS		ROVI		PHARMA MAR	
<i>Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar*</i>	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014
Clientes por ventas y prestación de servicios	103.196	111.193	43.799	38.893	375.546	514.844	46.692	54.365	40.868	37.617
Otros deudores	24.141	101.545	3.491	4.206	120.860	114.996	11.788	11.443	687	771
Provisión por pérdidas por deterioro de cuentas a cobrar	-6.368	-5.497	-760	-792	-13.210	-14.092	-1.313	-1.993	-1.355	-1.399
Total deudores	120.969	207.241	46.530	42.307	483.196	615.748	57.167	63.815	40.200	36.989

**Datos obtenidos de la Memoria de las cuentas anuales consolidadas (2015) de los grupos*

CAPITAL CIRCULANTE	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014
Existencias (netas de deterioro)	87.124	81.019	33.695	32.558	1.431.391	1.194.057	63.859	67.567	22.990	24.404
Deudores por ventas y prestación de servicios (netos de deterioro)	98.035	108.320	43.095	38.178	365.552	503.325	45.644	52.719	39.535	36.246
Efectivo y otros activos líquidos (80%)**	478.363	238.342	20.442	5.375	914.000	863.317	23.401	21.337	6.103	13.241
Acreedores comerciales	235.169	251.549	27.606	24.964	532.353	618.058	45.742	55.018	35.620	30.665
Cc mínimo o de explotación	428.353	176.131	69.626	51.147	2.178.590	1.942.641	87.161	86.604	33.009	43.226
Cc no de explotación	417.174	569.942	12.740	7.465	-142.124	-109.230	7.696	13.312	8.503	-23.936
Capital circulante real o total	845.527	746.073	82.366	58.612	2.036.466	1.833.411	94.857	99.916	41.512	19.290

***Hipótesis: el 80% del efectivo es de explotación*

Tesorería Neta=Cc no de explotación	417.174	569.942	12.740	7.465	-142.124	-109.230	7.696	13.312	8.503	-23.936
Coefficiente Básico de Financiación (CBF)	1,23	1,35	1,05	1,03	0,98	0,99	1,04	1,07	1,06	0,83

RATIOS LIQUIDEZ

ALM	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Liquidez general	3,8	3,1	0,8	1,2	1,1	1,5	1,6	1,4	1,6
Liquidez inmediata	3,5	2,8	0,6	0,9	0,9	1,2	1,3	1,0	1,2
Ratio de tesorería	2,0	0,8	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,2
FAE	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Liquidez general	3,6	2,9	1,7	1,6	1,1	1,1	1,3	1,2	0,9
Liquidez inmediata	2,6	1,9	1,1	1,0	0,7	0,6	0,9	0,8	0,7
Ratio de tesorería	0,8	0,2	0,2	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1
GRF	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Liquidez general	2,9	2,7	3,0	3,3	3,0	2,7	3,4	2,0	1,6
Liquidez inmediata	1,6	1,6	1,7	1,6	1,4	1,5	1,7	0,8	0,7
Ratio de tesorería	1,1	1,0	1,0	0,8	0,5	0,6	0,8	0,0	0,0
ROVI	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Liquidez general	2,6	2,6	2,4	2,4	3,0	3,1	3,3	2,8	2,3
Liquidez inmediata	1,5	1,5	1,3	1,4	2,3	2,3	2,5	2,1	1,7
Ratio de tesorería	0,5	0,4	0,3	0,3	0,9	0,7	0,9	0,6	0,5
PHM	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Liquidez general	1,6	1,2	1,3	1,2	1,4	1,4	1,8	1,9	2,7
Liquidez inmediata	1,3	0,9	1,0	1,0	1,2	1,1	1,4	1,5	2,3
Ratio de tesorería	0,1	0,2	0,3	0,2	0,3	0,4	0,5	0,6	0,7
MEDIA	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Liquidez general	2,9	2,5	1,8	1,9	1,9	2,0	2,3	1,9	1,8
Liquidez inmediata	2,1	1,7	1,1	1,2	1,3	1,3	1,6	1,2	1,3
Ratio de tesorería	0,9	0,5	0,4	0,3	0,4	0,4	0,5	0,3	0,3

ANEXO V. ANALÁLISIS DE LA SITUACIÓN FINANCIERA A LARGO PLAZO

SOLVENCIA

ALM	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Solvencia general	2,4	2,1	2,0	3,1	2,4	2,1	2,0	1,9	1,7
Fondo de comercio	347.310	338.769	336.215	270.293	271.086	271.879	272.672	273.465	274.258
Solvencia ajustada	2,0	1,8	1,6	2,5	2,0	1,8	1,7	1,5	1,3
FAE									
Solvencia general	8,0	6,9	3,3	2,8	2,4	2,3	2,3	2,3	2,2
Fondo de comercio	17.348	17.348	17.348	17.348	17.348	17.348	17.348	17.348	17.348
Solvencia ajustada	7,5	6,5	3,1	2,6	2,2	2,1	2,1	2,2	2,1
GRF									
Solvencia general	1,5	1,5	1,6	1,5	1,4	1,6	1,5	1,7	1,7
Fondo de comercio	3.532.359	3.174.732	1.829.141	1.869.899	1.895.101	189.448	174.000	158.567	150.243
Solvencia ajustada	1,0	0,9	1,1	1,0	0,9	1,4	1,4	1,5	1,4
ROVI									
Solvencia general	2,7	2,5	2,6	2,3	2,0	2,0	2,1	2,0	1,9
Fondo de comercio	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Solvencia ajustada	2,7	2,5	2,6	2,3	2,0	2,0	2,1	2,0	1,9
PHM									
Solvencia general	1,5	1,4	1,4	1,2	1,2	1,2	1,2	1,3	1,7
Fondo de comercio	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Solvencia ajustada	1,5	1,4	1,4	1,2	1,2	1,2	1,2	1,3	1,7
MEDIA									
Solvencia general	3,2	2,9	2,2	2,2	1,9	1,8	1,8	1,8	1,8
Solvencia ajustada	2,9	2,6	1,9	1,9	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7

RATIOS COBERTURA Y ENDEUDAMIENTO

ALM	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Cobertura Inmovilizado con recursos propios	1,1	0,9	0,6	0,9	0,9	0,8	0,8	0,7	0,6
Cobertura Inmovilizado con recursos permanentes	1,6	1,5	1,0	1,1	1,0	1,2	1,2	1,1	1,2
Endeudamiento	0,7	0,9	1,0	0,5	0,7	0,9	1,0	1,1	1,5
Endeudamiento a l/p	0,5	0,6	0,5	0,2	0,2	0,4	0,6	0,7	1,0
Endeudamiento a c/p	0,2	0,3	0,4	0,3	0,5	0,4	0,4	0,5	0,5
Endeudamiento bancario	0,2	0,2	0,3	0,0	0,2	0,3	0,3	0,5	0,8
Composición Endeudamiento	2,5	2,3	1,2	0,7	0,5	1,0	1,4	1,4	2,2
Cobertura cargas financieras	11,5	26,5	1,3	7,5	6,6	8,8	10,1	6,5	10,1
Capacidad de devolución de deudas	0,2	0,4	0,0	0,1	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2
FAE									
Cobertura Inmovilizado con recursos propios	1,4	1,3	1,0	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Cobertura Inmovilizado con recursos permanentes	1,5	1,3	1,2	1,1	1,0	1,0	1,1	1,1	1,0
Endeudamiento	0,1	0,2	0,4	0,6	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8
Endeudamiento a l/p	0,0	0,0	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4	0,3	0,2
Endeudamiento a c/p	0,1	0,1	0,3	0,3	0,4	0,5	0,4	0,4	0,7
Endeudamiento bancario	0,0	0,0	0,2	0,3	0,4	0,5	0,5	0,4	0,4
Composición Endeudamiento	0,2	0,3	0,7	0,9	0,6	0,6	0,9	0,8	0,2
Cobertura cargas financieras	185,2	37,0	15,3	9,2	6,4	8,3	6,7	4,0	6,3
Capacidad de devolución de deudas	1,1	0,9	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
GRF									
Cobertura Inmovilizado con recursos propios	0,5	0,5	0,6	0,5	0,4	0,9	0,9	0,9	0,9
Cobertura Inmovilizado con recursos permanentes	1,3	1,3	1,4	1,4	1,3	2,0	2,1	1,6	1,4
Endeudamiento	1,9	2,2	1,8	2,0	2,5	1,7	1,9	1,5	1,4
Endeudamiento a l/p	1,6	1,8	1,4	1,7	2,1	1,1	1,3	0,8	0,6
Endeudamiento a c/p	0,3	0,4	0,3	0,3	0,4	0,6	0,5	0,7	0,8
Endeudamiento bancario	1,4	1,6	1,3	1,5	1,8	1,2	1,4	1,0	0,9
Composición Endeudamiento	5,0	4,4	4,2	5,3	5,4	1,8	2,6	1,2	0,8
Cobertura cargas financieras	3,9	3,6	3,1	2,4	1,4	4,2	8,5	6,9	6,3
Capacidad de devolución de deudas	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3
ROVI									
Cobertura Inmovilizado con recursos propios	1,5	1,6	1,5	1,4	1,9	2,0	2,3	1,9	1,6
Cobertura Inmovilizado con recursos permanentes	1,9	2,0	1,8	1,8	2,9	3,2	3,3	2,7	2,4
Endeudamiento	0,6	0,6	0,6	0,8	1,0	1,0	0,9	1,0	1,2
Endeudamiento a l/p	0,2	0,3	0,2	0,3	0,5	0,5	0,4	0,5	0,5
Endeudamiento a c/p	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,4	0,5	0,7
Endeudamiento bancario	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2
Composición Endeudamiento	0,7	0,7	0,6	0,7	1,0	1,1	1,0	0,9	0,7
Cobertura cargas financieras	12,7	12,1	16,4	10,0	9,0	10,1	16,6	18,9	20,6
Capacidad de devolución de deudas	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2	0,1	0,3	0,4	0,3
PHM									
Cobertura Inmovilizado con recursos propios	0,7	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4	0,5	0,6	1,2
Cobertura Inmovilizado con recursos permanentes	1,4	1,2	1,2	1,2	1,5	1,5	1,6	1,7	2,1

Endeudamiento	1,9	2,4	2,8	4,2	5,3	5,6	4,1	3,2	1,4
Endeudamiento a l/p	0,9	1,0	1,3	1,9	2,7	2,7	2,4	1,9	0,8
Endeudamiento a c/p	1,0	1,4	1,5	2,3	2,6	3,0	1,7	1,3	0,6
Endeudamiento bancario	1,3	1,5	1,9	3,0	3,9	4,3	3,0	2,2	1,0
Composición Endeudamiento	1,0	0,7	0,9	0,8	1,1	0,9	1,4	1,4	1,4
Cobertura cargas financieras	2,1	3,3	3,1	2,6	3,9	-1,6	-4,2	-5,5	-8,0
Capacidad de devolución de deudas	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	-0,1	-0,2	-0,3
MEDIA									
Cobertura Inmovilizado con recursos propios	1,0	1,0	0,8	0,8	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0
Cobertura Inmovilizado con recursos permanentes	1,5	1,5	1,3	1,3	1,6	1,8	1,9	1,6	1,6
Endeudamiento	1,1	1,2	1,3	1,6	2,0	2,0	1,7	1,5	1,3
Endeudamiento a l/p	0,7	0,7	0,7	0,9	1,2	1,0	1,0	0,8	0,6
Endeudamiento a c/p	0,4	0,5	0,6	0,7	0,9	1,0	0,7	0,7	0,6
Endeudamiento bancario	0,6	0,7	0,7	1,0	1,3	1,3	1,1	0,8	0,7

RATIOS DE AUTOFINANCIACIÓN

ALM	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Grado de autofinanciación del periodo para el crecimiento	75,0%	92,3%	0,0%	66,7%	66,7%	60,6%	63,7%	62,2%	61,7%
Grado de autofinanciación total	0,73	0,49	0,78	0,70	0,69	0,63	0,56	0,52	0,45
Crecimiento de las reservas	0,09	0,63	0,00	0,08	0,10	0,14	0,23	0,25	0,31
FAE									
Grado de autofinanciación del periodo para el crecimiento	23,8%	27,3%	31,9%	45,0%	57,1%	20,0%	25,0%	33,3%	-
Grado de autofinanciación total	0,72	0,72	0,69	0,70	0,71	0,68	0,58	0,59	0,59
Crecimiento de las reservas	0,04	0,04	0,05	0,07	0,07	0,04	0,06	0,07	-
GRF									
Grado de autofinanciación del periodo para el crecimiento	59,9%	59,8%	60,4%	100,0%	100,0%	100,0%	60,6%	60,3%	70,7%
Grado de autofinanciación total	0,42	0,41	0,42	0,33	0,03	0,08	0,09	0,09	0,48
Crecimiento de las reservas	0,23	0,26	0,23	0,41	1,01	2,17	1,76	1,65	0,34
ROVI									
Grado de autofinanciación del periodo para el crecimiento	65,3%	64,8%	65,0%	65,0%	64,8%	64,9%	65,6%	64,9%	-
Grado de autofinanciación total	0,91	0,84	0,82	0,84	0,82	0,75	0,74	0,70	0,65
Crecimiento de las reservas	0,09	0,12	0,13	0,12	0,12	0,20	0,21	0,32	-
PHM									
Grado de autofinanciación del periodo para el crecimiento	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	-	-	-	-	-
Grado de autofinanciación total	0,07	-	-	-	-	-	-	-	-
Crecimiento de las reservas	1,26	-	-	-	-	-	-	-	-

ANEXO VI. ANÁLISIS ECONÓMICO

ALMIRALL

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS OPERATIVA	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Importe neto de la cifra de negocios.	684.985	786.396	692.891	682.882	768.418	882.438	925.486	902.827	792.468
Variación de existencias de PT y PC	-2.680	-5.672	1.817	7.241	-3.442	-1.709	-14.961	-3.296	13.123
Otros ingresos de explotación	84.015	621.049	132.592	217.287	104.664	119.652	107.827	153.143	124.895
Aprovisionamientos	-148.107	-165.765	-176.845	-215.396	-229.987	-272.078	-274.045	-276.783	-273.048
Gastos de personal	-188.381	-256.213	-232.140	-224.431	-209.458	-229.624	-230.433	-243.596	-207.118
Otros gastos de explotación	-229.445	-320.311	-331.263	-341.559	-269.841	-279.355	-268.099	-307.917	-277.979
Deterioro y resultado por enajenaciones de inmovilizado	43.976	-55.076	-10.416	-1.784	-9.321	-15.452	16.096	-4.260	-10.054
RESULTADO BRUTO EXPLOTACIÓN (EBITDA)	244.363	604.408	76.636	124.240	151.033	203.872	261.871	220.118	162.287
Amortizaciones	-74.250	-84.709	-69.445	-68.037	-63.212	-61.891	-64.824	-63.318	-36.037
RESULTADO OPERATIVO	170.113	519.699	7.191	56.203	87.821	141.981	197.047	156.800	126.250
Resultados de inversiones financieras	20.932	-8.489	-49	3.298	9.389	7.842	2.619	7.381	19.471
RESULTADO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (EBIT)	191.045	511.210	7.142	59.501	97.210	149.823	199.666	164.181	145.721
Gastos financieros	-16.572	-19.286	-5.328	-7.928	-14.719	-16.936	-19.764	-25.105	-14.444
RESULTADO ORDINARIO ANTES DE IMPUESTOS (EBT)	174.473	491.924	1.814	51.573	82.491	132.887	179.902	139.076	131.277
Impuesto sobre resultados ordinarios	-41.244	-34.240	-1.132	29.020	13.976	-643	-20.977	-8.250	2.088
RESULTADO ORDINARIO NETO DE IMPUESTOS	133.229	457.684	682	80.593	96.467	132.244	158.925	130.826	133.365
Resultados excepcionales	-1.837	-9.947	-91.543	-2.753	-10.519	-13.706	-8.412	5.646	-2.125
Impuesto sobre resultados excepcionales	434	692	57.144	-1.549	-1.782	66	981	-335	-34
RESULTADO DE OPERACIONES CONTINUADAS	131.826	448.429	-33.717	76.291	84.166	118.604	151.494	136.137	131.206
Resultado de operaciones interrumpidas neto de impuestos									
RESULTADO DEL EJERCICIO	131.826	448.429	-33.717	76.291	84.166	118.604	151.494	136.137	131.206
<i>Tipo de gravamen efectivo</i>	<i>-23,64%</i>	<i>-6,96%</i>	<i>-62,42%</i>	<i>56,27%</i>	<i>16,94%</i>	<i>-0,48%</i>	<i>-11,66%</i>	<i>-5,93%</i>	<i>1,59%</i>

SIGNIFICATIVIDAD	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Importe neto de la cifra de negocios.	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Variación de existencias de PT y PC	-0,4%	-0,7%	0,3%	1,1%	-0,4%	-0,2%	-1,6%	-0,4%	1,7%
Otros ingresos de explotación	12,3%	79,0%	19,1%	31,8%	13,6%	13,6%	11,7%	17,0%	15,8%
Aprovisionamientos	-21,6%	-21,1%	-25,5%	-31,5%	-29,9%	-30,8%	-29,6%	-30,7%	-34,5%
Gastos de personal	-27,5%	-32,6%	-33,5%	-32,9%	-27,3%	-26,0%	-24,9%	-27,0%	-26,1%
Otros gastos de explotación	-33,5%	-40,7%	-47,8%	-50,0%	-35,1%	-31,7%	-29,0%	-34,1%	-35,1%
Deterioro y resultado por enajenaciones de inmovilizado	6,4%	-7,0%	-1,5%	-0,3%	-1,2%	-1,8%	1,7%	-0,5%	-1,3%
RESULTADO BRUTO EXPLOTACIÓN (EBITDA)	35,7%	76,9%	11,1%	18,2%	19,7%	23,1%	28,3%	24,4%	20,5%
Amortizaciones	-10,8%	-10,8%	-10,0%	-10,0%	-8,2%	-7,0%	-7,0%	-7,0%	-4,5%
RESULTADO OPERATIVO	24,8%	66,1%	1,0%	8,2%	11,4%	16,1%	21,3%	17,4%	15,9%
Resultados de inversiones financieras	3,1%	-1,1%	0,0%	0,5%	1,2%	0,9%	0,3%	0,8%	2,5%
RESULTADO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (EBIT)	27,9%	65,0%	1,0%	8,7%	12,7%	17,0%	21,6%	18,2%	18,4%
Gastos financieros	-2,4%	-2,5%	-0,8%	-1,2%	-1,9%	-1,9%	-2,1%	-2,8%	-1,8%
RESULTADO ORDINARIO ANTES DE IMPUESTOS (EBT)	25,5%	62,6%	0,3%	7,6%	10,7%	15,1%	19,4%	15,4%	16,6%
Impuesto sobre resultados ordinarios	-6,0%	-4,4%	-0,2%	4,2%	1,8%	-0,1%	-2,3%	-0,9%	0,3%
RESULTADO ORDINARIO NETO DE IMPUESTOS	19,4%	58,2%	0,1%	11,8%	12,6%	15,0%	17,2%	14,5%	16,8%
Resultados excepcionales	-0,3%	-1,3%	-13,2%	-0,4%	-1,4%	-1,6%	-0,9%	0,6%	-0,3%
Impuesto sobre resultados excepcionales	0,1%	0,1%	8,2%	-0,2%	-0,2%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%
RESULTADO DE OPERACIONES CONTINUADAS	19,2%	57,0%	-4,9%	11,2%	11,0%	13,4%	16,4%	15,1%	16,6%
Resultado de operaciones interrumpidas neto de impuestos	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
RESULTADO DEL EJERCICIO	19,2%	57,0%	-4,9%	11,2%	11,0%	13,4%	16,4%	15,1%	16,6%

FAES PHARMA

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS OPERATIVA	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Importe neto de la cifra de negocios.	204.724	191.742	180.394	176.109	190.224	202.507	195.320	194.180	185.940
Variación de existencias de PT y PC	2.036	-548	-859	-917	-2.229	3.253	-613	81	1.975
Otros ingresos de explotación	9.519	6.320	12.921	13.834	6.317	10.793	6.180	4.939	17.980
Aprovisionamientos	-72.991	-65.423	-65.753	-62.817	-72.921	-89.123	-79.444	-79.365	-70.575
Gastos de personal	-48.392	-46.183	-46.228	-48.266	-47.232	-47.087	-44.373	-43.962	-52.290
Otros gastos de explotación	-47.705	-43.926	-47.061	-48.252	-50.189	-48.762	-43.093	-41.626	-46.635
Deterioro y resultado por enajenaciones de inmovilizado	-2.756	-2.347	0	0	0	0	0	0	0
RESULTADO BRUTO EXPLOTACIÓN (EBITDA)	44.435	39.635	33.414	29.691	23.970	31.581	33.977	34.247	36.395
Amortizaciones	-5.766	-6.380	-7.605	-8.332	-9.123	-9.041	-8.616	-8.568	-14.960
RESULTADO OPERATIVO	38.669	33.255	25.809	21.359	14.847	22.540	25.361	25.679	21.435
Resultados de inversiones financieras	773	406	79	232	-153	-419	-1.922	-1.813	523
RESULTADO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (EBIT)	39.442	33.661	25.888	21.591	14.694	22.121	23.439	23.866	21.958
Gastos financieros	-213	-910	-1.692	-2.340	-2.312	-2.666	-3.483	-5.913	-3.477
RESULTADO ORDINARIO ANTES DE IMPUESTOS (EBT)	39.229	32.751	24.196	19.251	12.382	19.455	19.956	17.953	18.481
Impuesto sobre resultados ordinarios	-8.868	-7.417	-1.591	267	1.799	547	1.324	1.662	3.379
RESULTADO ORDINARIO NETO DE IMPUESTOS	30.361	25.334	22.605	19.518	14.181	20.002	21.280	19.615	21.860
Resultados excepcionales	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Impuesto sobre resultados excepcionales	0	0	0	0	0	0	0	0	0
RESULTADO DE OPERACIONES CONTINUADAS	30.361	25.334	22.605	19.518	14.181	20.002	21.280	19.615	21.860
Resultado de operaciones interrumpidas neto de impuestos									
RESULTADO DEL EJERCICIO	30.361	25.334	22.605	19.518	14.181	20.002	21.280	19.615	21.860
<i>Tipo de gravamen efectivo</i>	<i>-22,61%</i>	<i>-22,65%</i>	<i>-6,58%</i>	<i>1,39%</i>	<i>14,53%</i>	<i>2,81%</i>	<i>6,63%</i>	<i>9,26%</i>	<i>18,28%</i>

SIGNIFICATIVIDAD	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Importe neto de la cifra de negocios.	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Variación de existencias de PT y PC	1,0%	-0,3%	-0,5%	-0,5%	-1,2%	1,6%	-0,3%	0,0%	1,1%
Otros ingresos de explotación	4,6%	3,3%	7,2%	7,9%	3,3%	5,3%	3,2%	2,5%	9,7%
Aprovisionamientos	-35,7%	-34,1%	-36,4%	-35,7%	-38,3%	-44,0%	-40,7%	-40,9%	-38,0%
Gastos de personal	-23,6%	-24,1%	-25,6%	-27,4%	-24,8%	-23,3%	-22,7%	-22,6%	-28,1%
Otros gastos de explotación	-23,3%	-22,9%	-26,1%	-27,4%	-26,4%	-24,1%	-22,1%	-21,4%	-25,1%
Deterioro y resultado por enajenaciones de inmovilizado	-1,3%	-1,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
RESULTADO BRUTO EXPLOTACIÓN (EBITDA)	21,7%	20,7%	18,5%	16,9%	12,6%	15,6%	17,4%	17,6%	19,6%
Amortizaciones	-2,8%	-3,3%	-4,2%	-4,7%	-4,8%	-4,5%	-4,4%	-4,4%	-8,0%
RESULTADO OPERATIVO	18,9%	17,3%	14,3%	12,1%	7,8%	11,1%	13,0%	13,2%	11,5%
Resultados de inversiones financieras	0,4%	0,2%	0,0%	0,1%	-0,1%	-0,2%	-1,0%	-0,9%	0,3%
RESULTADO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (EBIT)	19,3%	17,6%	14,4%	12,3%	7,7%	10,9%	12,0%	12,3%	11,8%
Gastos financieros	-0,1%	-0,5%	-0,9%	-1,3%	-1,2%	-1,3%	-1,8%	-3,0%	-1,9%
RESULTADO ORDINARIO ANTES DE IMPUESTOS (EBT)	19,2%	17,1%	13,4%	10,9%	6,5%	9,6%	10,2%	9,2%	9,9%
Impuesto sobre resultados ordinarios	-4,3%	-3,9%	-0,9%	0,2%	0,9%	0,3%	0,7%	0,9%	1,8%
RESULTADO ORDINARIO NETO DE IMPUESTOS	14,8%	13,2%	12,5%	11,1%	7,5%	9,9%	10,9%	10,1%	11,8%
Resultados excepcionales	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Impuesto sobre resultados excepcionales	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
RESULTADO DE OPERACIONES CONTINUADAS	14,8%	13,2%	12,5%	11,1%	7,5%	9,9%	10,9%	10,1%	11,8%
Resultado de operaciones interrumpidas neto de impuestos	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
RESULTADO DEL EJERCICIO	14,8%	13,2%	12,5%	11,1%	7,5%	9,9%	10,9%	10,1%	11,8%

GRIFOLS

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS OPERATIVA	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Importe neto de la cifra de negocios.	3.934.563	3.355.384	2.741.732	2.620.944	1.795.613	990.730	913.186	814.311	703.291
Variación de existencias de PT y PC	47.765	24.614	28.834	-18.002	-35.150	45.749	73.093	31.058	16.882
Otros ingresos de explotación	89.856	61.825	67.959	54.958	38.045	35.437	43.773	30.024	22.464
Aprovisionamientos	-998.587	-826.113	-687.355	-614.787	-431.552	-306.859	-286.274	-206.738	-196.308
Gastos de personal	-938.535	-799.401	-673.617	-663.938	-488.641	-289.008	-273.168	-238.159	-209.049
Otros gastos de explotación	-965.553	-762.740	-608.377	-576.110	-472.862	-220.218	-203.381	-192.288	-158.273
Deterioro y resultado por enajenaciones de inmovilizado	-9.384	-6.408	-4.587	-13.855	-35.953	-372	-1.147	-1.991	-1.125
RESULTADO BRUTO EXPLOTACIÓN (EBITDA)	1.160.125	1.047.161	864.589	789.210	369.500	255.459	266.082	236.217	177.882
Amortizaciones	-189.755	-189.472	-128.469	-129.126	-90.639	-45.776	-39.554	-33.256	-31.528
RESULTADO OPERATIVO	970.370	857.689	736.120	660.084	278.861	209.683	226.528	202.961	146.354
Resultados de inversiones financieras	-39.785	-42.974	1.407	11.981	1.724	-2.239	4.553	-1.387	756
RESULTADO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (EBIT)	930.585	814.715	737.527	672.065	280.585	207.444	231.081	201.574	147.110
Gastos financieros	-240.335	-225.035	-239.991	-284.117	-200.562	-49.660	-27.087	-29.305	-23.523
RESULTADO ORDINARIO ANTES DE IMPUESTOS (EBT)	690.250	589.680	497.536	387.948	80.023	157.784	203.994	172.269	123.587
Impuesto sobre resultados ordinarios	-158.809	-122.597	-155.482	-132.571	-29.795	-42.517	-56.424	-50.153	-35.239
RESULTADO ORDINARIO NETO DE IMPUESTOS	531.441	467.083	342.054	255.377	50.228	115.267	147.570	122.116	88.348
Resultados excepcionales	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Impuesto sobre resultados excepcionales	0	0	0	0	0	0	0	0	0
RESULTADO DE OPERACIONES CONTINUADAS	531.441	467.083	342.054	255.377	50.228	115.267	147.570	122.116	88.348
Resultado de operaciones interrumpidas neto de impuestos	0	0	0	0	0	0	0	0	0
RESULTADO DEL EJERCICIO	531.441	467.083	342.054	255.377	50.228	115.267	147.570	122.116	88.348
<i>Tipo de gravamen efectivo</i>	<i>-23,01%</i>	<i>-20,79%</i>	<i>-31,25%</i>	<i>-34,17%</i>	<i>-37,23%</i>	<i>-26,95%</i>	<i>-27,66%</i>	<i>-29,11%</i>	<i>-28,51%</i>

SIGNIFICATIVIDAD	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Importe neto de la cifra de negocios.	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Variación de existencias de PT y PC	1,2%	0,7%	1,1%	-0,7%	-2,0%	4,6%	8,0%	3,8%	2,4%
Otros ingresos de explotación	2,3%	1,8%	2,5%	2,1%	2,1%	3,6%	4,8%	3,7%	3,2%
Aprovisionamientos	-25,4%	-24,6%	-25,1%	-23,5%	-24,0%	-31,0%	-31,3%	-25,4%	-27,9%
Gastos de personal	-23,9%	-23,8%	-24,6%	-25,3%	-27,2%	-29,2%	-29,9%	-29,2%	-29,7%
Otros gastos de explotación	-24,5%	-22,7%	-22,2%	-22,0%	-26,3%	-22,2%	-22,3%	-23,6%	-22,5%
Deterioro y resultado por enajenaciones de inmovilizado	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,5%	-2,0%	0,0%	-0,1%	-0,2%	-0,2%
RESULTADO BRUTO EXPLOTACIÓN (EBITDA)	29,5%	31,2%	31,5%	30,1%	20,6%	25,8%	29,1%	29,0%	25,3%
Amortizaciones	-4,8%	-5,6%	-4,7%	-4,9%	-5,0%	-4,6%	-4,3%	-4,1%	-4,5%
RESULTADO OPERATIVO	24,7%	25,6%	26,8%	25,2%	15,5%	21,2%	24,8%	24,9%	20,8%
Resultados de inversiones financieras	-1,0%	-1,3%	0,1%	0,5%	0,1%	-0,2%	0,5%	-0,2%	0,1%
RESULTADO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (EBIT)	23,7%	24,3%	26,9%	25,6%	15,6%	20,9%	25,3%	24,8%	20,9%
Gastos financieros	-6,1%	-6,7%	-8,8%	-10,8%	-11,2%	-5,0%	-3,0%	-3,6%	-3,3%
RESULTADO ORDINARIO ANTES DE IMPUESTOS (EBT)	17,5%	17,6%	18,1%	14,8%	4,5%	15,9%	22,3%	21,2%	17,6%
Impuesto sobre resultados ordinarios	-4,0%	-3,7%	-5,7%	-5,1%	-1,7%	-4,3%	-6,2%	-6,2%	-5,0%
RESULTADO ORDINARIO NETO DE IMPUESTOS	13,5%	13,9%	12,5%	9,7%	2,8%	11,6%	16,2%	15,0%	12,6%
Resultados excepcionales	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Impuesto sobre resultados excepcionales	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
RESULTADO DE OPERACIONES CONTINUADAS	13,5%	13,9%	12,5%	9,7%	2,8%	11,6%	16,2%	15,0%	12,6%
Resultado de operaciones interrumpidas neto de impuestos	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
RESULTADO DEL EJERCICIO	13,5%	13,9%	12,5%	9,7%	2,8%	11,6%	16,2%	15,0%	12,6%

ROVI

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS OPERATIVA	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Importe neto de la cifra de negocios.	246.009	238.047	217.587	201.923	184.706	158.645	141.809	127.544	100.710
Variación de existencias de PT y PC	-4.826	8.820	2.522	14.919	-518	11.434	4.848	4.942	905
Otros ingresos de explotación	1.013	2.855	1.358	1.236	3.453	1.493	4.045	4.600	3.332
Aprovisionamientos	-92.249	-103.398	-87.417	-90.432	-68.921	-74.255	-51.274	-40.255	-32.928
Gastos de personal	-61.769	-58.085	-55.619	-53.546	-51.133	-42.207	-33.964	-33.495	-22.388
Otros gastos de explotación	-56.361	-51.663	-47.401	-48.359	-43.893	-37.306	-37.688	-33.583	-31.189
Deterioro y resultado por enajenaciones de inmovilizado	0	0	0	0	0	0	0	0	0
RESULTADO BRUTO EXPLOTACIÓN (EBITDA)	31.817	36.576	31.030	25.741	23.694	17.804	27.776	29.753	18.442
Amortizaciones	-9.975	-8.884	-6.943	-5.320	-4.709	-3.586	-2.414	-1.501	-744
RESULTADO OPERATIVO	21.842	27.692	24.087	20.421	18.985	14.218	25.362	28.252	17.698
Resultados de inversiones financieras	837	243	266	1.341	2.319	1.470	466	1.411	2.396
RESULTADO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (EBIT)	22.679	27.935	24.353	21.762	21.304	15.688	25.828	29.663	20.094
Gastos financieros	-1.781	-2.301	-1.487	-2.180	-2.376	-1.552	-1.560	-1.573	-976
RESULTADO ORDINARIO ANTES DE IMPUESTOS (EBT)	20.898	25.634	22.866	19.582	18.928	14.136	24.268	28.090	19.118
Impuesto sobre resultados ordinarios	-1.089	-1.518	-1.159	-1.244	-801	-730	-4.261	-4.605	-4.717
RESULTADO ORDINARIO NETO DE IMPUESTOS	19.809	24.116	21.707	18.338	18.127	13.406	20.007	23.485	14.401
Resultados excepcionales	0	0	1.385	1.256	0	11.785	162	68	740
Impuesto sobre resultados excepcionales	0	0	-70	-80	0	-609	-28	-11	-183
RESULTADO DE OPERACIONES CONTINUADAS	19.809	24.116	23.022	19.514	18.127	24.582	20.141	23.542	14.958
Resultado de operaciones interrumpidas neto de impuestos									
RESULTADO DEL EJERCICIO	19.809	24.116	23.022	19.514	18.127	24.582	20.141	23.542	14.958
<i>Tipo de gravamen efectivo</i>	<i>-5,21%</i>	<i>-5,92%</i>	<i>-5,07%</i>	<i>-6,35%</i>	<i>-4,23%</i>	<i>-5,17%</i>	<i>-17,56%</i>	<i>-16,39%</i>	<i>-24,68%</i>

SIGNIFICATIVIDAD	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Importe neto de la cifra de negocios.	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Variación de existencias de PT y PC	-2,0%	3,7%	1,2%	7,4%	-0,3%	7,2%	3,4%	3,9%	0,9%
Otros ingresos de explotación	0,4%	1,2%	0,6%	0,6%	1,9%	0,9%	2,9%	3,6%	3,3%
Aprovisionamientos	-37,5%	-43,4%	-40,2%	-44,8%	-37,3%	-46,8%	-36,2%	-31,6%	-32,7%
Gastos de personal	-25,1%	-24,4%	-25,6%	-26,5%	-27,7%	-26,6%	-24,0%	-26,3%	-22,2%
Otros gastos de explotación	-22,9%	-21,7%	-21,8%	-23,9%	-23,8%	-23,5%	-26,6%	-26,3%	-31,0%
Deterioro y resultado por enajenaciones de inmovilizado	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
RESULTADO BRUTO EXPLOTACIÓN (EBITDA)	12,9%	15,4%	14,3%	12,7%	12,8%	11,2%	19,6%	23,3%	18,3%
Amortizaciones	-4,1%	-3,7%	-3,2%	-2,6%	-2,5%	-2,3%	-1,7%	-1,2%	-0,7%
RESULTADO OPERATIVO	8,9%	11,6%	11,1%	10,1%	10,3%	9,0%	17,9%	22,2%	17,6%
Resultados de inversiones financieras	0,3%	0,1%	0,1%	0,7%	1,3%	0,9%	0,3%	1,1%	2,4%
RESULTADO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (EBIT)	9,2%	11,7%	11,2%	10,8%	11,5%	9,9%	18,2%	23,3%	20,0%
Gastos financieros	-0,7%	-1,0%	-0,7%	-1,1%	-1,3%	-1,0%	-1,1%	-1,2%	-1,0%
RESULTADO ORDINARIO ANTES DE IMPUESTOS (EBT)	8,5%	10,8%	10,5%	9,7%	10,2%	8,9%	17,1%	22,0%	19,0%
Impuesto sobre resultados ordinarios	-0,4%	-0,6%	-0,5%	-0,6%	-0,4%	-0,5%	-3,0%	-3,6%	-4,7%
RESULTADO ORDINARIO NETO DE IMPUESTOS	8,1%	10,1%	10,0%	9,1%	9,8%	8,5%	14,1%	18,4%	14,3%
Resultados excepcionales	0,0%	0,0%	0,6%	0,6%	0,0%	7,4%	0,1%	0,1%	0,7%
Impuesto sobre resultados excepcionales	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-0,4%	0,0%	0,0%	-0,2%
RESULTADO DE OPERACIONES CONTINUADAS	8,1%	10,1%	10,6%	9,7%	9,8%	15,5%	14,2%	18,5%	14,9%
Resultado de operaciones interrumpidas neto de impuestos	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
RESULTADO DEL EJERCICIO	8,1%	10,1%	10,6%	9,7%	9,8%	15,5%	14,2%	18,5%	14,9%

PHARMA MAR

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS OPERATIVA	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Importe neto de la cifra de negocios.	193.817	149.652	141.824	138.229	152.486	153.508	123.387	105.260	85.459
Variación de existencias de PT y PC	-4.649	1.874	-1.681	-2.308	-3.684	5.679	-2.151	2.716	9.399
Otros ingresos de explotación	7.082	34.319	27.255	27.323	27.953	9.873	20.902	22.372	6.830
Aprovisionamientos	-41.680	-40.973	-35.032	-35.786	-37.212	-51.617	-40.347	-44.645	-37.491
Gastos de personal	-50.133	-45.870	-42.224	-39.537	-38.639	-43.150	-42.729	-40.350	-37.061
Otros gastos de explotación	-85.003	-73.095	-66.563	-67.462	-71.749	-78.387	-75.460	-75.527	-66.878
Deterioro y resultado por enajenaciones de inmovilizado	-1.824	-328	-47	-313	-54	-92	431	-1.160	0
RESULTADO BRUTO EXPLOTACIÓN (EBITDA)	17.610	25.579	23.532	20.146	29.101	-4.186	-15.967	-31.334	-39.742
Amortizaciones	-6.282	-5.263	-4.591	-5.555	-5.362	-5.332	-5.278	-5.674	-5.589
RESULTADO OPERATIVO	11.328	20.316	18.941	14.591	23.739	-9.518	-21.245	-37.008	-45.331
Resultados de inversiones financieras	183	637	1.287	951	620	540	80	682	3.536
RESULTADO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (EBIT)	11.511	20.953	20.228	15.542	24.359	-8.978	-21.165	-36.326	-41.795
Gastos financieros	-5.510	-6.399	-6.442	-6.092	-6.324	-5.574	-5.096	-6.619	-5.198
RESULTADO ORDINARIO ANTES DE IMPUESTOS (EBT)	6.001	14.554	13.786	9.450	18.035	-14.552	-26.261	-42.945	-46.993
Impuesto sobre resultados ordinarios	654	-1.311	-1.958	5.061	-2.520	0	-1.920	-745	-3.673
RESULTADO ORDINARIO NETO DE IMPUESTOS	6.655	13.243	11.828	14.511	15.515	-14.552	-28.181	-43.690	-50.666
Resultados excepcionales	1	-79	15	-24	-67	1	44	-46	0
Impuesto sobre resultados excepcionales	0	7	-2	-13	9	0	3	-1	0
RESULTADO DE OPERACIONES CONTINUADAS	6.656	13.171	11.841	14.474	15.457	-14.551	-28.134	-43.737	-50.666
Resultado de operaciones interrumpidas neto de impuestos	-93	-76	-708	-10.749	-16.830	2.219	0	0	0
RESULTADO DEL EJERCICIO	6.563	13.095	11.133	3.725	-1.373	-12.332	-28.134	-43.737	-50.666
<i>Tipo de gravamen efectivo</i>	<i>10,90%</i>	<i>-9,01%</i>	<i>-14,20%</i>	<i>53,55%</i>	<i>-13,97%</i>	<i>0,00%</i>	<i>7,31%</i>	<i>1,74%</i>	<i>7,82%</i>

SIGNIFICATIVIDAD	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Importe neto de la cifra de negocios.	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Variación de existencias de PT y PC	-2,4%	1,3%	-1,2%	-1,7%	-2,4%	3,7%	-1,7%	2,6%	11,0%
Otros ingresos de explotación	3,7%	22,9%	19,2%	19,8%	18,3%	6,4%	16,9%	21,3%	8,0%
Aprovisionamientos	-21,5%	-27,4%	-24,7%	-25,9%	-24,4%	-33,6%	-32,7%	-42,4%	-43,9%
Gastos de personal	-25,9%	-30,7%	-29,8%	-28,6%	-25,3%	-28,1%	-34,6%	-38,3%	-43,4%
Otros gastos de explotación	-43,9%	-48,8%	-46,9%	-48,8%	-47,1%	-51,1%	-61,2%	-71,8%	-78,3%
Deterioro y resultado por enajenaciones de inmovilizado	-0,9%	-0,2%	0,0%	-0,2%	0,0%	-0,1%	0,3%	-1,1%	0,0%
RESULTADO BRUTO EXPLOTACIÓN (EBITDA)	9,1%	17,1%	16,6%	14,6%	19,1%	-2,7%	-12,9%	-29,8%	-46,5%
Amortizaciones	-3,2%	-3,5%	-3,2%	-4,0%	-3,5%	-3,5%	-4,3%	-5,4%	-6,5%
RESULTADO OPERATIVO	5,8%	13,6%	13,4%	10,6%	15,6%	-6,2%	-17,2%	-35,2%	-53,0%
Resultados de inversiones financieras	0,1%	0,4%	0,9%	0,7%	0,4%	0,4%	0,1%	0,6%	4,1%
RESULTADO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (EBIT)	5,9%	14,0%	14,3%	11,2%	16,0%	-5,8%	-17,2%	-34,5%	-48,9%
Gastos financieros	-2,8%	-4,3%	-4,5%	-4,4%	-4,1%	-3,6%	-4,1%	-6,3%	-6,1%
RESULTADO ORDINARIO ANTES DE IMPUESTOS (EBT)	3,1%	9,7%	9,7%	6,8%	11,8%	-9,5%	-21,3%	-40,8%	-55,0%
Impuesto sobre resultados ordinarios	0,3%	-0,9%	-1,4%	3,7%	-1,7%	0,0%	-1,6%	-0,7%	-4,3%
RESULTADO ORDINARIO NETO DE IMPUESTOS	3,4%	8,8%	8,3%	10,5%	10,2%	-9,5%	-22,8%	-41,5%	-59,3%
Resultados excepcionales	0,0%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Impuesto sobre resultados excepcionales	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
RESULTADO DE OPERACIONES CONTINUADAS	3,4%	8,8%	8,3%	10,5%	10,1%	-9,5%	-22,8%	-41,6%	-59,3%
Resultado de operaciones interrumpidas neto de impuestos	0,0%	-0,1%	-0,5%	-7,8%	-11,0%	1,4%	0,0%	0,0%	0,0%
RESULTADO DEL EJERCICIO	3,4%	8,8%	7,8%	2,7%	-0,9%	-8,0%	-22,8%	-41,6%	-59,3%

EVOLUCIÓN PYG 2007-2015	ALM	FAE	GRF	ROVI	PHM	MEDIA
Cifra de negocios neta	-13,6%	10,1%	459,5%	144,3%	126,8%	145,4%
Variación de existencias de PT y PC	-120,4%	3,1%	182,9%	-633,3%	-149,5%	-143,4%
Otros ingresos de explotación	-32,7%	-47,1%	300,0%	-69,6%	3,7%	30,9%
Aprovisionamientos	-45,8%	3,4%	408,7%	180,2%	11,2%	111,5%
Gastos de personal	-9,0%	-7,5%	349,0%	175,9%	35,3%	108,7%
Otros gastos de explotación	-17,5%	2,3%	510,1%	80,7%	27,1%	120,5%
Deterioro y resultado por enajenaciones de inmovilizado	537,4%	-	-734,1%	-	-	-39,3%
EBITDA	50,6%	22,1%	552,2%	72,5%	144,3%	168,3%
Amortizaciones	106,0%	-61,5%	501,9%	1240,7%	12,4%	359,9%
RESULTADO OPERATIVO	34,7%	80,4%	563,0%	23,4%	125,0%	165,3%
Resultados de inversiones financieras	7,5%	47,8%	-5362,6%	-65,1%	-94,8%	-1093,4%
RESULTADO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (EBIT)	31,1%	79,6%	532,6%	12,9%	127,5%	156,7%
Gastos financieros	14,7%	-93,9%	921,7%	82,5%	6,0%	186,2%
RESULTADO ORDINARIO ANTES DE IMPUESTOS (EBT)	32,9%	112,3%	458,5%	9,3%	112,8%	145,2%

RATIOS DE RENTABILIDAD

ALM	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Rentabilidad de las ventas									
Margen bruto	35,7%	76,9%	11,1%	18,2%	19,7%	23,1%	28,3%	24,4%	20,5%
Margen comercial	27,9%	65,0%	1,0%	8,7%	12,7%	17,0%	21,6%	18,2%	18,4%
Activo medio	2.536.373	2.156.561	1.564.414	1.406.357	1.496.674	1.509.856	1.439.694	1.417.763	1.417.763
Rentabilidad económica (ROI)	7,5%	23,7%	0,5%	4,2%	6,5%	9,9%	13,9%	11,6%	10,3%
Rentabilidad de los activos después de intereses	6,9%	22,8%	0,1%	3,7%	5,5%	8,8%	12,5%	9,8%	9,3%
Rentabilidad de los activos después de impuestos	5,2%	20,8%	-2,2%	5,4%	5,6%	7,9%	10,5%	9,6%	9,3%
Patrimonio neto medio	1.401.074	1.113.950	906.001	889.190	837.008	785.130	701.976	613.325	613.325
Rentabilidad financiera antes de impuestos	12,5%	44,2%	0,2%	5,8%	9,9%	16,9%	25,6%	22,7%	21,4%
Rentabilidad financiera después de impuestos	9,4%	40,3%	-3,7%	8,6%	10,1%	15,1%	21,6%	22,2%	21,4%
FAE									
Rentabilidad de las ventas									
Margen bruto	21,7%	20,7%	18,5%	16,9%	12,6%	15,6%	17,4%	17,6%	19,6%
Margen comercial	19,3%	17,6%	14,4%	12,3%	7,7%	10,9%	12,0%	12,3%	11,8%
Activo medio	278.955	276.195	286.000	288.982	294.109	295.060	284.019	275.792	275.792
Rentabilidad económica (ROI)	14,1%	12,2%	9,1%	7,5%	5,0%	7,5%	8,3%	8,7%	8,0%
Rentabilidad de los activos después de intereses	14,1%	11,9%	8,5%	6,7%	4,2%	6,6%	7,0%	6,5%	6,7%
Rentabilidad de los activos después de impuestos	10,9%	9,2%	7,9%	6,8%	4,8%	6,8%	7,5%	7,1%	7,9%
Patrimonio neto medio	241.481	213.217	191.312	176.215	166.560	164.157	159.757	153.656	153.656
Rentabilidad financiera antes de impuestos	16,2%	15,4%	12,6%	10,9%	7,4%	11,9%	12,5%	11,7%	12,0%
Rentabilidad financiera después de impuestos	12,6%	11,9%	11,8%	11,1%	8,5%	12,2%	13,3%	12,8%	14,2%
GRF									
Rentabilidad de las ventas									
Margen bruto	29,5%	31,2%	31,5%	30,1%	20,6%	25,8%	29,1%	29,0%	25,3%
Margen comercial	23,7%	24,3%	26,9%	25,6%	15,6%	20,9%	25,3%	24,8%	20,9%
Activo medio	9.025.732	7.145.393	5.734.255	5.717.596	3.848.350	1.773.080	1.418.708	1.059.904	1.059.904
Rentabilidad económica (ROI)	10,3%	11,4%	12,9%	11,8%	7,3%	11,7%	16,3%	19,0%	13,9%
Rentabilidad de los activos después de intereses	7,6%	8,3%	8,7%	6,8%	2,1%	8,9%	14,4%	16,3%	11,7%
Rentabilidad de los activos después de impuestos	5,9%	6,5%	6,0%	4,5%	1,3%	6,5%	10,4%	11,5%	8,3%
Patrimonio neto medio	2.982.139	2.385.046	1.993.973	1.772.868	1.186.192	642.959	529.904	432.723	432.723
Rentabilidad financiera antes de impuestos	23,1%	24,7%	25,0%	21,9%	6,7%	24,5%	38,5%	39,8%	28,6%
Rentabilidad financiera después de impuestos	17,8%	19,6%	17,2%	14,4%	4,2%	17,9%	27,8%	28,2%	20,4%
ROVI									
Rentabilidad de las ventas									
Margen bruto	12,9%	15,4%	14,3%	12,7%	12,8%	11,2%	19,6%	23,3%	18,3%
Margen comercial	9,2%	11,7%	11,2%	10,8%	11,5%	9,9%	18,2%	23,3%	20,0%
Activo medio	262.584	248.622	229.143	225.216	220.478	188.837	150.346	124.032	124.032
Rentabilidad económica (ROI)	8,6%	11,2%	10,6%	9,7%	9,7%	8,3%	17,2%	23,9%	16,2%
Rentabilidad de los activos después de intereses	8,0%	10,3%	10,0%	8,7%	8,6%	7,5%	16,1%	22,6%	15,4%
Rentabilidad de los activos después de impuestos	7,5%	9,7%	10,0%	8,7%	8,2%	13,0%	13,4%	19,0%	12,1%
Patrimonio neto medio	161.628	151.467	135.456	120.214	109.058	95.670	77.960	60.320	60.320
Rentabilidad financiera antes de impuestos	12,9%	16,9%	16,9%	16,3%	17,4%	14,8%	31,1%	46,6%	31,7%
Rentabilidad financiera después de impuestos	12,3%	15,9%	17,0%	16,2%	16,6%	25,7%	25,8%	39,0%	24,8%
PHM									
Rentabilidad de las ventas									
Margen bruto	9,1%	17,1%	16,6%	14,6%	19,1%	-2,7%	-12,9%	-29,8%	-46,5%
Margen comercial	5,9%	14,0%	14,3%	11,2%	16,0%	-5,8%	-17,2%	-34,5%	-48,9%
Activo medio	206.664	195.380	194.600	208.823	224.319	221.069	209.428	219.933	219.933
Rentabilidad económica (ROI)	5,6%	10,7%	10,4%	7,4%	10,9%	-4,1%	-10,1%	-16,5%	-19,0%
Rentabilidad de los activos después de intereses	2,9%	7,4%	7,1%	4,5%	8,0%	-6,6%	-12,5%	-19,5%	-21,4%
Rentabilidad de los activos después de impuestos	3,2%	6,7%	5,7%	1,8%	-0,6%	-5,6%	-13,4%	-19,9%	-23,0%
Patrimonio neto medio	66.553	54.752	44.081	36.614	34.681	37.998	45.240	74.079	74.079
Rentabilidad financiera antes de impuestos	9,0%	26,6%	31,3%	25,8%	52,0%	-38,3%	-58,0%	-58,0%	-63,4%

Rentabilidad financiera después de impuestos	9,9%	23,9%	25,3%	10,2%	-4,0%	-32,5%	-62,2%	-59,0%	-68,4%
MEDIA*									
Rentabilidad de las ventas									
Margen bruto	21,8%	32,2%	18,4%	18,5%	16,9%	18,9%	23,6%	23,6%	20,9%
Margen comercial	17,2%	26,5%	13,5%	13,7%	12,7%	10,6%	12,0%	8,8%	4,4%
Rentabilidad económica (ROI)	9,2%	13,9%	8,7%	8,1%	7,9%	9,4%	13,9%	15,8%	12,1%
Rentabilidad de los activos después de intereses	7,9%	12,1%	6,9%	6,1%	5,7%	5,0%	7,5%	7,1%	4,3%
Rentabilidad de los activos después de impuestos	6,5%	10,6%	5,5%	5,4%	3,9%	5,7%	5,7%	5,5%	2,9%
Rentabilidad financiera antes de impuestos	16,2%	25,6%	17,2%	16,1%	18,7%	17,0%	26,9%	30,2%	23,4%
Rentabilidad financiera después de impuestos	12,4%	22,3%	13,5%	12,1%	7,1%	7,7%	5,3%	8,6%	2,5%

*En el periodo 2007-2010 no se ha tenido en cuenta a PHM para evitar distorsiones

ANEXO VII. ANÁLISIS BURSÁTIL

COTIZACIONES	ALM	FAE	GRF*	ROVI	PHM	IBEX 35	MEDIA
30/12/2016	14,76	3,36	18,88	12,33	2,71	9.352,10	
31/12/2015	18,63	2,76	21,315	14,44	2,51	9.544,20	
31/12/2014	13,75	1,715	16,56	10,3	2,67	10.279,50	
31/12/2013	11,84	2,64	17,383	9,98	2,31	9.916,70	
31/12/2012	7,45	1,65	13,18	5,3	1,215	8.167,50	
30/12/2011	5,31	1,255	6,57	5,09	1,72	8.723,80	
30/12/2010	6,82	2,725	5,208	4,8	2,765	9.888,30	
30/12/2009	9,14	3,565	6,22	7,74	3,85	12.145,10	
30/12/2008	5,5	3,05	6,32	5,92	3,35	9.486,30	
28/12/2007	15,05	9,37	7,605	10,07	6,11	15.002,50	
EVOLUCIÓN (BASE 28/12/2007=100)							
30/12/2016	98,1%	35,9%	248,3%	122,4%	44,4%	62,3%	109,8%
31/12/2015	123,8%	29,5%	280,3%	143,4%	41,1%	63,6%	123,6%
31/12/2014	91,4%	18,3%	217,8%	102,3%	43,7%	68,5%	94,7%
31/12/2013	78,7%	28,2%	228,6%	99,1%	37,8%	66,1%	94,5%
31/12/2012	49,5%	17,6%	173,3%	52,6%	19,9%	54,4%	62,6%
30/12/2011	35,3%	13,4%	86,4%	50,5%	28,2%	58,1%	42,8%
30/12/2010	45,3%	29,1%	68,5%	47,7%	45,3%	65,9%	47,2%
30/12/2009	60,7%	38,0%	81,8%	76,9%	63,0%	81,0%	64,1%
30/12/2008	36,5%	32,6%	83,1%	58,8%	54,8%	63,2%	53,2%
28/12/2007	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
PRECIOS MEDIOS							
2016	16,70	3,06	20,10	13,39	2,61	9448,15	
2015	16,19	2,24	18,94	12,37	2,59	9911,85	
2014	12,80	2,18	16,97	10,14	2,49	10098,10	
2013	9,65	2,15	15,28	7,64	1,76	9042,10	
2012	6,38	1,45	9,88	5,20	1,47	8445,65	
2011	6,07	1,99	5,89	4,95	2,24	9306,05	
2010	7,98	3,15	5,71	6,27	3,31	11016,70	
2009	7,32	3,31	6,27	6,83	3,60	10815,70	
2008	10,28	6,21	6,96	8,00	4,73	12244,40	
2007	15,05	9,37	7,61	10,07	6,11	15002,50	

*Los valores corresponden a los precios de las acciones clase A de GRF y forman parte del IBEX 35. También existen las acciones clase B del GRF sin derecho a voto y cotizadas en el mercado continuo. El 4 de enero de 2016 se produjo un split 2x1, de forma que los precios han sido ajustados para homogeneizar la serie (divididos para dos).

RATIOS BURSÁTILES

ALM	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Beneficio por acción (BPA)	0,76	2,59	-0,20	0,45	0,51	0,71	0,91	0,82	0,81
Número de acciones*	173.455	173.139	168.585	169.536	165.031	167.048	166.477	166.021	161.983
Dividendo por acción	0,19	0,2	-	0,15	0,17	0,28	0,33	0,31	0,31
Pay-out	25,0%	7,7%	0,0%	33,3%	33,3%	39,4%	36,3%	37,8%	38,3%
Precio cierre del año	18,63	13,75	11,84	7,45	5,31	6,82	9,14	5,5	15,05
Precio medio del año	16,19	12,795	9,645	6,38	6,065	7,98	7,32	10,275	15,05
ALM									
Capitalización bursátil	3.231.472	2.380.656	1.996.046	1.263.040	876.317	1.139.267	1.521.599	913.114	2.437.840
Valor contable	1.462.582	1.339.566	888.334	923.667	854.713	819.302	750.957	652.994	573.655
BPA	0,76	2,59	-0,2	0,45	0,51	0,71	0,91	0,82	0,81
DPA	0,19	0,2	0	0,15	0,17	0,28	0,33	0,31	0,31
Dividend yield	1,4%	1,7%	0,0%	2,8%	2,5%	3,1%	6,0%	2,1%	2,1%
Rentabilidad de la acción	36,9%	17,8%	58,9%	43,1%	-19,6%	-22,3%	72,2%	-61,4%	-
Rentabilidad acumulada acción	34,6%	0,9%	-13,1%	-42,3%	-57,5%	-48,6%	-35,0%	-61,4%	-
PER	21,30	4,94	-48,23	14,18	11,89	11,24	8,04	12,53	18,58
Earning yield	4,7%	20,2%	-2,1%	7,1%	8,4%	8,9%	12,4%	8,0%	5,4%
Pay-out	25,0%	7,7%	0,0%	33,3%	33,3%	39,4%	36,3%	37,8%	38,3%
Price-to-Book ratio (P/B)	2,21	1,78	2,25	1,37	1,03	1,39	2,03	1,40	4,25
FAE									
Beneficio por acción	0,12	0,11	0,10	0,10	0,07	0,10	0,12	0,12	0,14
Número de acciones	247.916	235.043	219.779	204.818	202.586	200.020	177.333	163.458	156.143
Dividendo por acción	0,09	0,08	0,07	0,06	0,03	0,08	0,09	0,08	-
Pay-out	76,3%	72,7%	68,1%	55,0%	42,9%	80,0%	75,0%	66,7%	-
Precio cierre del año	2,76	1,715	2,64	1,65	1,255	2,725	3,565	3,05	9,37
Precio medio del año	2,24	2,18	2,15	1,45	1,99	3,15	3,31	6,21	9,37
FAE									
Capitalización bursátil	684.248	403.100	580.216	337.951	254.245	545.055	632.193	498.548	1.463.059
Valor contable	254.335	228.626	197.807	184.817	167.612	165.508	162.806	156.708	150.603
BPA	0,12	0,11	0,10	0,10	0,07	0,10	0,12	0,12	0,14
DPA	0,09	0,08	0,07	0,06	0,03	0,08	0,09	0,08	-
Dividend yield	5,3%	3,0%	4,2%	4,4%	1,1%	2,2%	3,0%	0,9%	0,0%
Rentabilidad de la acción	66,3%	-32,0%	64,2%	35,9%	-52,8%	-21,3%	19,8%	-66,6%	-
Rentabilidad acumulada acción	-64,4%	-76,5%	-67,5%	-78,8%	-83,6%	-68,2%	-60,1%	-66,6%	-
PER	18,65	19,80	20,85	14,53	28,43	31,45	27,56	51,75	66,93
Earning yield	5,4%	5,1%	4,8%	6,9%	3,5%	3,2%	3,6%	1,9%	1,5%
Pay-out	76,3%	72,7%	68,1%	55,0%	42,9%	80,0%	75,0%	66,7%	0,0%
Price-to-Book ratio (P/B)	2,69	1,76	2,93	1,83	1,52	3,29	3,88	3,18	9,71
GRF**									
Beneficio por acción	1,55	1,37	1,01	0,75	0,19	0,54	0,71	0,58	0,41
Número de acciones	343.777	341.818	338.667	340.503	264.358	213.457	207.845	210.545	215.483
Dividendo por acción	0,62	0,55	0,40				0,28	0,23	0,12
Pay-out	40,1%	40,2%	39,6%	0,0%	0,0%	0,0%	39,4%	39,7%	29,3%
Precio cierre del año	42,63	33,12	34,766	26,36	13,14	10,416	12,44	12,64	15,21
Precio medio del año	37,875	33,943	30,563	19,75	11,778	11,428	12,54	13,925	15,21
GRF									
Capitalización bursátil	14.655.233	11.321.018	11.774.108	8.975.650	3.473.663	2.223.372	2.585.593	2.661.287	3.277.495
Valor contable	3.301.390	2.662.888	2.107.204	1.880.741	1.664.994	707.390	578.528	481.279	384.166
BPA	1,55	1,37	1,01	0,75	0,19	0,54	0,71	0,58	0,41
DPA	0,62	0,55	0,40	0,00	0,00	0,00	0,28	0,23	0,12
Dividend yield	1,9%	1,6%	1,5%	0,0%	0,0%	0,0%	2,2%	1,5%	0,8%
Rentabilidad de la acción	30,6%	-3,2%	33,4%	100,6%	26,2%	-16,3%	0,6%	-15,4%	
Rentabilidad acumulada acción	193,9%	127,4%	134,6%	76,7%	-10,3%	-28,2%	-14,9%	-15,4%	
PER	24,50	24,84	30,26	26,33	61,99	21,16	17,66	24,01	37,10
Earning yield	4,1%	4,0%	3,3%	3,8%	1,6%	4,7%	5,7%	4,2%	2,7%
Pay-out	40,1%	40,2%	39,6%	0,0%	0,0%	0,0%	39,4%	39,7%	29,3%
Price-to-Book ratio (P/B)	4,44	4,25	5,59	4,77	2,09	3,14	4,47	5,53	8,53
ROVI									
Beneficio por acción	0,4	0,48	0,46	0,39	0,36	0,49	0,41	0,47	0,3

Número de acciones	50.000	50.000	50.000	50.000	50.000	50.000	50.000	50.000	50.000
Dividendo por acción	0,14	0,17	0,16	0,14	0,13	0,17	0,14	0,16	-
Pay-out	34,8%	35,2%	35,0%	35,0%	35,3%	35,1%	34,4%	35,1%	0,0%
Precio cierre del año	14,44	10,3	9,98	5,3	5,09	4,8	7,74	5,92	10,07
Precio medio del año	12,37	10,14	7,64	5,195	4,945	6,27	6,83	7,995	10,07
ROVI									
Capitalización bursátil	722.000	515.000	499.000	265.000	254.500	240.000	387.000	296.000	503.500
Valor contable	164.785	158.470	144.464	126.447	113.981	104.134	87.205	68.715	51.924
BPA	0,4	0,48	0,46	0,39	0,36	0,49	0,41	0,47	0,3
DPA	0,14	0,17	0,16	0,14	0,13	0,17	0,14	0,16	0,00
Dividend yield	1,3%	1,7%	3,0%	2,7%	2,6%	2,2%	2,4%	1,6%	0,0%
Rentabilidad de la acción	41,5%	4,9%	91,3%	6,8%	8,7%	-35,8%	33,1%	-39,6%	-
Rentabilidad acumulada acción	55,4%	12,9%	8,1%	-40,0%	-43,4%	-47,6%	-20,1%	-39,6%	-
PER	30,93	21,13	16,61	13,32	13,74	12,80	16,66	17,01	33,57
Earning yield	3,2%	4,7%	6,0%	7,5%	7,3%	7,8%	6,0%	5,9%	3,0%
Pay-out	34,8%	35,2%	35,0%	35,0%	35,3%	35,1%	34,4%	35,1%	0,0%
Price-to-Book ratio (P/B)	4,38	3,25	3,45	2,10	2,23	2,30	4,44	4,31	9,70
PHM									
Beneficio por acción	0,03	0,06	0,05	0,02	-0,01	-0,06	-0,13	-0,20	-0,23
Número de acciones	222.205	222.205	222.205	222.205	222.205	222.205	222.205	222.205	222.205
Dividendo por acción	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pay-out	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Precio cierre del año	2,51	2,67	2,31	1,215	1,72	2,765	3,85	3,35	6,11
Precio medio del año	2,59	2,49	1,7625	1,4675	2,2425	3,3075	3,6	4,73	6,11
PHM									
Capitalización bursátil	557.734	593.287	513.293	269.979	382.192	614.397	855.489	744.386	1.357.672
Valor contable	73.036	60.069	49.435	38.726	34.502	34.860	41.136	49.344	98.813
BPA	0,03	0,06	0,05	0,02	-0,01	-0,06	-0,13	-0,20	-0,23
DPA	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dividend yield	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Rentabilidad de la acción	-6,0%	15,6%	90,1%	-29,4%	-37,8%	-28,2%	14,9%	-45,2%	-
Rentabilidad acumulada acción	-58,9%	-56,3%	-62,2%	-80,1%	-71,8%	-54,7%	-37,0%	-45,2%	-
PER	86,33	41,50	35,25	87,54	-362,92	-59,60	-28,43	-24,03	-26,80
Earning yield	1,2%	2,4%	2,8%	1,1%	-0,3%	-1,7%	-3,5%	-4,2%	-3,7%
Pay-out	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Price-to-Book ratio (P/B)	7,64	9,88	10,38	6,97	11,08	17,62	20,80	15,09	13,74

Notas: *El número de las acciones de ROVI, PHM y FAE (12-15) han sido obtenidos a partir de sus páginas web corporativas. El número de acciones de ALM, GRF y FAE (07-11) es aproximado a partir del BPA obtenido de la CNMV y el DPA de sus páginas web corporativas.

**El número de acciones de Grifols de 2015 es antes del split (2x1 producido el 4 de enero de 2016). La capitalización bursátil de Grifols ha sido obtenida solo teniendo en cuenta las acciones clase A (representan 2/3 del total). Los dividendos repartidos corresponden al total de las acciones A y B, ya que el dividendo preferente de las clase B tiene una importancia relativa escasa (0,01€/acción).

VIII. ANÁLISIS TÉCNICO

ALMIRALL



FAES



GRIFOLS



ROVI



PHARMA MAR



Fuente: Invertia.com