

Trabajo Fin de Grado

ANÁLISIS Y VALORACIÓN DE EMPRESAS COTIZADAS. SECTOR FARMACÉUTICO EN ESPAÑA

Autora

Celia Arana Goñi

Director

José Ángel Ansón Lapeña

Facultad de Economía y Empresa

2018

INFORMACIÓN DEL TRABAJO:

Autora del trabajo: Celia Arana Goñi

Director del trabajo: José Ángel Ansón Lapeña

Título del trabajo: Análisis y valoración de empresas cotizadas. Sector farmacéutico en España / *Analysis and valuation of listed companies. Spanish pharmaceutical industry.*

Titulación a la que está vinculado: Programa conjunto Derecho-ADE

RESUMEN:

Este trabajo versa sobre el análisis y valoración del sector farmacéutico español cotizado. Esta tarea se lleva a cabo mediante el estudio de las cinco compañías farmacéuticas españolas que cotizan en el mercado continuo cuya capitalización bursátil es más elevada.

En primer lugar el análisis contenido es sectorial, patrimonial, financiero, de rentabilidad y bursátil. Para ello se utiliza información pública y oficial, que abarca un horizonte temporal de 10 años (2008-2017). Posteriormente, se procede a valorar cada una de las empresas examinadas mediante la proyección de sus flujos de caja en un periodo igual. De esta manera, se obtiene el valor real de las acciones de las compañías, lo que permite predecir el comportamiento de las cotizaciones bursátiles y tomar decisiones de inversión fundadas.

Por último, las conclusiones que se extraen del presente escrito reúnen los resultados de todos los tipos de análisis realizados; permitiendo en última instancia la confrontación de los mismos y el análisis de las posibles discordancias existentes.

ABSTRACT:

This paper deals with the analysis and valuation of the Spanish pharmaceutical industry. This task is carried out through the study of the five Spanish pharmaceutical entities listed on the continuous market whose market capitalisation is highest.

Firstly, it contains different kinds of analysis: sectorial, patrimonial, financial, economic and market. In order to achieve this, public and official information has been used, on a time lapse spanning 10 years (2008-2017). Secondly, this paper offers a valuation of each one of the examined companies by projecting and then discounting their cash flow over a period of 10 years. In this manner, the real value of the shares is obtained, which makes it possible to predict the behaviour of stock prices and make informed decisions.

Finally, the conclusions drawn from this document include the corollaries of all analyses carried out; which ultimately allows the comparison of the results and the analysis of possible existing disagreements.

ÍNDICE

SIGLAS Y ABREVIATURAS	VII
I. INTRODUCCIÓN	1
1. PRESENTACIÓN Y JUSTIFICACIÓN DEL TEMA ELEGIDO	1
2. OBJETIVOS A CONSEGUIR EN LA REALIZACIÓN DEL TRABAJO.....	1
3. TRANSCENDENCIA Y UTILIDAD.....	1
4. PARTES EN LAS QUE SE DIVIDE ESTE TRABAJO	2
II. MARCO TEÓRICO Y METODOLOGÍA	3
III. ANÁLISIS DEL ENTORNO	6
1. ANÁLISIS DEL ENTORNO GENERAL: PEST.....	6
1.1 Factores político-legales.....	6
1.2 Factores económicos	7
1.3 Factores socio-culturales	8
1.4 Factores tecnológicos	8
2. ANÁLISIS DEL ENTORNO ESPECÍFICO. PORTER	9
2.1 Rivalidad entre los competidores: Media.....	9
2.2 Amenaza de nuevos competidores: Baja.....	9
2.3 Amenaza de productos sustitutivos: Baja.....	10
2.4 Poder negociador de los consumidores: Alto	10
2.5 Poder negociador de los proveedores: Bajo	10
3. CONCLUSIONES DEL ANÁLISIS DEL ENTORNO.....	10
IV. PRESENTACIÓN DE LAS ENTIDADES OBJETO DE ESTUDIO	11
1. GRIFOLS, S.A.	11
2. ALMIRALL, S.A.	12
3. Laboratorios Farmacéuticos ROVI, S.A.	12
4. FAES FARMA, S.A.....	13
5. PHARMAMAR, S.A.....	13
V. ANÁLISIS PATRIMONIAL	14
1. BALANCE DE SITUACIÓN	14
1.1. Análisis de la composición del activo.	14
1.2. Análisis de la composición del Pasivo y el Patrimonio Neto.....	16
2. CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS	17
VI. ANÁLISIS DE FINANCIACIÓN	19
1. ANÁLISIS DE LA FINANCIACIÓN A CORTO PLAZO	19
2. ANÁLISIS DE LA FINANCIACIÓN A LARGO PLAZO.....	21
VII. ANÁLISIS DE RENTABILIDAD	23

VIII.	ANÁLISIS BURSÁTIL	26
IX.	VALORACIÓN DE LAS ENTIDADES	30
X.	CONCLUSIONES	36
XI.	BIBLIOGRAFÍA	40
1.	OBRAS DOCTRINALES.....	40
2.	RECURSOS ELECTRÓNICOS.....	40
XII.	ANEXOS	43
1.	ANEXO I: MARCO TEÓRICO.....	43
2.	ANEXO II: CUENTAS RESUMIDAS DE LAS ENTIDADES ANALIZADAS.....	45
2.1.	GRIFOLS.....	45
2.2.	ALMIRALL.....	48
2.3.	Laboratorios ROVI.....	51
2.4.	FAES FARMA.....	54
2.5.	PHARMAMAR.....	57
3.	ANEXO III: ANÁLISIS PATRIMONIAL DE LAS ENTIDADES OBJETO DE ESTUDIO.....	60
4.	ANEXO IV: ANÁLISIS DE LA FINANCIACIÓN.....	62
4.1.	Análisis de la financiación a corto plazo.....	62
4.2.	Análisis de la financiación a largo plazo.....	63
5.	ANEXO V: ANÁLISIS DE RENTABILIDAD.....	65
6.	ANEXO VI: ANÁLISIS BURSÁTIL.....	67
6.1.	Información necesaria.....	67
6.2.	Ratios bursátiles.....	69
7.	ANEXO VII: VALORACIÓN DE LAS ENTIDADES.....	71
7.1.	Valoración mediante el método de DFC de Grifols.....	71
7.2.	Valoración mediante el método de DFC de Almirall.....	72
7.3.	Valoración mediante el método de DFC de Laboratorios ROVI.....	73
7.4.	Valoración mediante el método de DFC de FAES FARMA.....	74
7.5.	Valoración mediante el método de DFC de PharmaMar. Caso más conservador posible: no puede comercializarse Zephyre.....	75
7.6.	Valoración mediante el método de DFC de PharmaMar. Caso en el que el resto de las fases de estudio son exitosas y se aprueba la comercialización de Zephyre para el tratamiento del cáncer de pulmón.....	76

SIGLAS Y ABREVIATURAS

AAPP: Administraciones Públicas

AC: Activo Corriente

ALM: ALRMIALL, S.A.

ANC: Activo No Corriente

Bce.: Balance de Situación

C/P: Corto plazo

CAPEX: *capital expenditures*

CCAA: Cuentas Anuales

CCNNPP: Capitales No Permanentes

CCPP: Capitales Permanentes

CHMP: Comité Europeo de Medicamentos de uso humano. *Committee for Medicinal Products for Human Use.*

CSIC: Consejo Superior de Investigaciones Científicas

DFC: Descuento de Flujos de Caja

EBIT: *Earnings Before Interests and Taxes*

EBITDA: *Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation, and Amortization*

EBT: *Earnings Before Interests*

Ej: Ejercicio

EMA: *European Medicine Agency*

EV: *Enterprise value*

FAE: FAES FARMA, S.A.

FM: Fondo de Maniobra

g: tasa de crecimiento a posteridad (o a perpetuidad)

GRF: GRIFOLS, S.A.

INE: Instituto Nacional de Estadística

L/P: Largo plazo

NOF: Necesidades Operativas de Fondos

PC: Pasivo Corriente

PEST: Factores Político-legales, Económicos, Sociales-culturales y Tecnológicos

PHM: PHARMA MAR, S.A.

PIB: Producto Interior Bruto

PN: Patrimonio Neto

PNC: Pasivo No Corriente

PyG: Cuenta de Pérdidas y Ganancias

ROVI: Laboratorios Farmacéuticos ROVI, S.A.

RRPP: Recursos propios

SNS: Sistema Nacional de Salud

TFG: Trabajo de Fin de Grado

I. INTRODUCCIÓN

1. PRESENTACIÓN Y JUSTIFICACIÓN DEL TEMA ELEGIDO

El presente trabajo contiene el análisis y valoración de un sector cotizado, el farmacéutico, para lo que se lleva a cabo un estudio de un periodo de 10 años. En él se aborda el análisis desde una perspectiva estratégica, financiera y bursátil del antedicho sector, se realiza una valoración de las entidades tratadas y se extraen las conclusiones globales derivadas de este examen.

La razón que ha motivado la elección del tema es la utilidad que el mismo aporta como complemento de la formación obtenida durante el transcurso del grado en Administración y Dirección de Empresas. La realización de un análisis amplio de un sector importante en la economía española, que además presenta particularidades relevantes, me ha aportado la oportunidad de poner en práctica varias técnicas aprendidas en diferentes asignaturas para extraer conclusiones reales en casos económicos verídicos.

2. OBJETIVOS A CONSEGUIR EN LA REALIZACIÓN DEL TRABAJO.

Todo el estudio se ha llevado a cabo desde una perspectiva económica actual. Los datos financieros de los grupos analizados son los depositados por los mismos en el repositorio oficial estatal - y visibles tanto en la página web de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, como en las páginas web corporativas de cada una de las entidades-. Por su parte, los datos macroeconómicos se han extraído en su totalidad de páginas web oficiales del Estado español¹.

Todo lo anterior se ha hecho para poder sacar conclusiones reales mediante un estudio detallado que permite hacer recomendaciones valiosas para cualquier persona en posesión de capital para invertir.

3. TRANSCENDENCIA Y UTILIDAD

El presente trabajo de fin de grado aporta una visión global del sector farmacéutico español, mediante el análisis de sus cinco empresas cotizadas más importantes, en un horizonte temporal lo suficientemente amplio como para poder extraer conclusiones representativas -10 años- .

¹ Con excepción de los extraídos de Farmaindustria, Asociación Nacional Empresarial de la Industria Farmacéutica [Recurso electrónico].

Por lo tanto, su utilidad no es meramente académica, puesto que proporciona información valiosa y extraída a partir de datos fiables a cualquier inversor. Se permite así conocer las características de esta industria y de las empresas particulares, la evolución experimentada durante 10 ejercicios, la situación presente en la que se encuentran además de una estimación de su valor.

Asimismo, y desde una perspectiva personal, la realización de este análisis me ha permitido profundizar y afianzar conocimientos adquiridos a lo largo de la carrera. Para más abundamiento, también me ha aportado la oportunidad de relacionar lo aprendido de manera independiente en las diferentes asignaturas del grado, debido a la amplitud del análisis realizado.

4. PARTES EN LAS QUE SE DIVIDE ESTE TRABAJO

El presente estudio se puede dividir en varias partes. Son las siguientes:

- Primeramente, se hace una breve introducción y exposición del marco teórico y metodología; apartado éste, en el que se incluye una breve descripción de las técnicas utilizadas posteriormente.
- En segundo lugar, se realiza un análisis estratégico del sector, que permite analizar tanto el entorno general como el entorno específico del mismo.
- En tercer término, tras una breve introducción de los grupos farmacéuticos que se analizan, se realiza un análisis económico-financiero de cada uno de ellos. Esta parte contiene análisis patrimonial, financiero, económico y bursátil.
- En cuarto lugar, se realiza una valoración de cada una de dichas entidades, que complementa el análisis bursátil.
- Por último, se recogen las ideas clave en las conclusiones.

II. MARCO TEÓRICO Y METODOLOGÍA

La **extracción de los datos contables** se ha realizado, en su gran mayoría, de las páginas web corporativas de cada una de las entidades. La elección de las entidades se ha hecho de la siguiente manera: de entre los grupos farmacéuticos cuyas sedes se encuentran en territorio español se han escogido aquellos que a 31 de diciembre de 2017 presentaban una mayor capitalización bursátil.

El **análisis estratégico** es el proceso de investigación del entorno en el que opera una organización, con el fin de formular una estrategia para la toma de decisiones y el cumplimiento de los objetivos. En este sentido, el apartado III del presente trabajo realiza un análisis del entorno general, mediante la aplicación en primer lugar del método PEST; y, en segundo término, un análisis del entorno específico PORTER. Como referencia metodológica en el análisis del entorno se ha seguido fundamentalmente a MARTÍNEZ PEDRÓS, D. y MILLA GUTIÉRREZ, A. (2012). *Análisis del entorno*.

Mediante el PEST se analizan los factores Politico-legales, Económicos, Socioculturales y Tecnológicos. Por su parte, el análisis PORTER considera cinco fuerzas competitivas: amenaza de entrada de nuevos competidores, poder de negociación de clientes y proveedores, amenaza de productos sustitutivos e intensidad de la rivalidad entre los competidores.

La metodología seguida ha consistido en la lectura de informes de factores que afectan al sector farmacéutico y el análisis de los datos específicamente aplicables a la industria farmacéutica española mediante el estudio de las estadísticas públicas aportadas por el Instituto Nacional de Estadística.

El **análisis patrimonial** se ha llevado a cabo a través del análisis de las cuentas consolidadas de los cinco grupos tratados. Las principales referencias bibliográfica en esta parte del trabajo han sido GONZÁLEZ PASCUAL, J. (2015): *Análisis de la empresa a través de su información económico financiera. Fundamentos teóricos y aplicaciones* y ESTEIO SÁNCHEZ, F. (2003): *Análisis de estados financieros. Planificación y control (comentarios y casos prácticos)*. Este análisis consiste en el estudio de la relación entre las masas patrimoniales del balance de la empresa y entre las partidas que componen la cuenta de pérdidas y ganancias operativa.

La metodología seguida en este apartado se ha desarrollado mediante la extracción de los datos contables y el análisis comparado de las proporciones y relaciones entre ellos presentados. Lo anterior, para las cinco entidades que se examinan, y en los estados contables arriba mencionados. Además, mediante el estudio de las memorias consolidadas de los grupos, se han averiguado los motivos de los que derivan las diferencias entre las anteriormente citadas proporciones y relaciones.

El **análisis financiero** consiste en el estudio de los diferentes tipos de fondos -en función de su procedencia- que sufragan el activo de cada una de las sociedades y la relación que existe entre ellos. En este apartado se estudia si la proporción de las diferentes clases de financiación permite a las empresas mantener una estructura financiera estable y sana. Se considera una estructura financiera perfecta aquella que permita a la sociedad maximizar su beneficio al menor coste posible. En esta parte, la obra doctrinal de referencia ha sido de nuevo ESTEO SÁNCHEZ, F. (2003): *Análisis de estados financieros. Planificación y control (comentarios y casos prácticos)*.

Para ello se han analizado varios ratios, cuyas fórmulas se incluyen en las tablas 2.1 y 2.2 del Anexo I. De la interpretación de estos ratios se ha elaborado un diagnóstico de la financiación de las sociedades comparándolas entre ellas y con “valores ideales”. Es importante indicar que, en ningún momento se pretende afirmar que esos valores ideales lo sean para todos los sectores ni para todas las empresas; sólo se señalan a modo informativo y orientativo, para tener una base de referencia.

El **análisis de la rentabilidad** se ha llevado a cabo siguiendo principalmente, a GARRIDO MIRALLES, P. e ÍÑIGUEZ SÁNCHEZ, R. (2017): *Análisis de estados contables. Elaboración e interpretación de la información financiera*. Se ha hecho una distinción entre los ratios que expresan la rentabilidad económica y los que muestran la rentabilidad financiera. La diferencia entre las dos estriba en el hecho de que la primera expresa la capacidad de la entidad –como unidad productiva- de convertir inversión en beneficios; y la segunda, expresa la rentabilidad que obtiene el inversor. Es decir, la primera es una medida de la rentabilidad objetiva, mientras que la segunda depende de la estructura financiera de la empresa.

También en este caso, el análisis se ha realizado mediante ratios. Sus fórmulas se encuentran expresadas en las tablas 2.3 y 2.4 del Anexo I. La metodología ha consistido

en la obtención, interpretación, comparación y evolución de los ratios, así como en su contraste con el rendimiento de otros activos financieros.

El **análisis bursátil** se ha llevado a cabo contando principalmente con las siguientes referencias bibliográficas: SCHERK W. (2007): “Análisis fundamental del mercado de valores. Curso de bolsa y mercados financieros” y SISKI GOYTRE, J. (2007): “El análisis bursátil a través de ratios: una visión fundamental. Curso de bolsa y mercados financieros”. El análisis bursátil consiste en el estudio de los movimientos de las cotizaciones de diferentes activos financieros en el mercado secundario. En este caso el trabajo se centra en el análisis fundamental, que se ocupa en encontrar el valor intrínseco de los títulos cotizados, asumiendo que el precio de dicho activo tenderá hacia su valor real.

La metodología empleada ha sido el análisis de varios ratios bursátiles, los cuales se encuentran recogidos en la Tabla 2.5 del Anexo I. Una vez obtenidos los resultados, en la memoria se han interpretado tres de los ratios bursátiles más importantes: el PER, el Book-to-Market y la rentabilidad bursátil de la acción.

Por último y muy relacionado con el análisis bursátil, se ha realizado una **valoración de las empresas tratadas**, pudiendo extraer mediante ella una estimación del valor intrínseco de las acciones de las compañías farmacéuticas. En este caso, la referencia bibliográfica fundamental ha sido MARTÍNEZ CONESA, I. y GARCÍA MECA, E. (2005): *Valoración de empresas cotizadas*. Se ha calculado así el valor de los grupos tratados mediante la aplicación del método de Descuento de Flujos de Caja. Este método consiste en la obtención del valor de una empresa mediante el cálculo del Valor Actual Neto de los flujos de caja esperados. La aplicación de este método suele basarse en proyecciones futuras con horizontes temporales de 5 a 10 años, siendo el escogido en este trabajo, 10 años.

Para el descuento de flujos de caja se sigue la siguiente metodología. En primer lugar, se estiman los flujos libres de caja para los 10 años venideros y posteriormente se descuentan a una tasa adecuada. Una vez obtenidos y descontados todos los flujos de caja libres, se halla y se descuenta el valor residual de la empresa en el periodo n (en este caso 2026), para lo que se utiliza una expresión que depende del último flujo, la tasa anteriormente mencionada y una previsión del crecimiento de la empresa a posteridad (g).

La tasa adecuada es el *WACC*, que representa el coste de capital de la empresa. Para hallar esta magnitud, es necesario considerar el coste de capital y de la deuda, para lo que a su vez se necesita averiguar cuál es la beta de las acciones (riesgo intrínseco que llevan aparejado). Con todo ello se calcula el valor actual de la corporación analizada. Ese valor, dividido por el número total de las acciones que forman el Capital Social de la empresa, representa el valor intrínseco de la acción. Todas las fórmulas necesarias se encuentran en el Anexo I, Cuadro 1.

Precisamente por mostrar el valor intrínseco, podríamos incluir el descuento de flujos de caja dentro del análisis fundamental. Este valor real de la acción se compara con el existente en los mercados, y así se puede emitir un juicio respecto de si es conveniente comprar, mantener o vender un determinado título en el mercado bursátil.

III. ANÁLISIS DEL ENTORNO

1. ANÁLISIS DEL ENTORNO GENERAL: PEST

Mediante el análisis PEST, se lleva a cabo un estudio de los factores del entorno general que pueden afectar a todas las industrias de una economía. No obstante lo anterior, en este apartado se pretende presentar un análisis PEST directamente orientado al sector farmacéutico.

1.1 Factores político-legales

En este sector tiene una gran incidencia la estricta y compleja regulación de los aspectos más variados; como podría ser la legislación medioambiental, la de protección de la salud y la de protección de los consumidores.

Las compañías farmacéuticas que deseen producir y operar en territorio español, deberán hacer frente además a la complejidad del marco competencial de la regulación que les es aplicable. Esto implica la existencia de regulación emanada de diferentes poderes legislativos y que debe ser aplicada simultáneamente: regulación de la Unión Europea, regulación nacional, regulación autonómica e incluso recomendación de Organizaciones Internacionales. Es especialmente destacable que en función de la Comunidad Autónoma cuya normativa sea aplicable, los requisitos legales son susceptibles de variación, y que en caso de conflicto, deberá seguirse el correcto orden de prelación normativa.

1.2 Factores económicos

Como factores económicos, destacan la recuperación económica del país, e innegablemente ligado a lo anterior, el nivel de gasto público destinado a la financiación de la adquisición de productos farmacéuticos. En este sentido, España lleva cuatro años con tasas de crecimiento del PIB positivas, lo que ha llevado a un incremento en la capacidad de consumo de las personas físicas y del gasto público.

En lo que se refiere al nivel de gasto de los consumidores, si bien la demanda de algunos de los tratamientos farmacéuticos no se ve afectada por el incremento de capacidad de consumo por ser productos de primera necesidad, la demanda de otros muchos sí depende de ella; en el caso contrario el descenso del gasto público en productos farmacéuticos adquiridos mediante receta hubiera implicado un incremento correlativo del gasto por consumidor, lo que contradice la evidencia empírica. En los últimos años se aprecia un aumento en el gasto que los usuarios dedican anualmente a productos farmacéuticos².

El gasto público que se ha dedicado a la financiación de la adquisición de medicamentos mediante el sistema de receta oficial del Sistema Nacional de Salud (SNS) ha variado a lo largo de los años. En el momento actual, nos encontramos en una fase de crecimiento que sigue a otra muy intensa de reducción de gasto debido a la última crisis financiera. A pesar del incremento que se está produciendo desde 2014³, todavía no se ha alcanzado el punto de máximo gasto público anual que se dio en 2009. No obstante, es de esperar una prolongación de la tendencia ascendente conforme continúe la recuperación económica y se mitiguen paulatinamente las políticas de reducción del gasto, más si cabe bajo el mando del nuevo Gobierno de la Nación. De otro lado, el gasto farmacéutico hospitalario no experimentó un decremento en términos absolutos durante la crisis, pero sí que limitó su expansión, tendencia que se mantiene hasta el momento⁴.

² Información extraída de la encuesta de presupuestos familiares (años base: 2006). Instituto Nacional de Estadística [Recurso electrónico].

³ Información extraída de la página web del Ministerio de Sanidad, Servicios Sociales e igualdad [Recurso electrónico].

⁴ Información extraída de:

- Página web de Farmaindustria [Recurso electrónico], años 2004 – 2014.
- Página web del Ministerio de Hacienda y Función Pública [Recurso electrónico], años 2015-2017 indicadores sobre gasto farmacéutico.

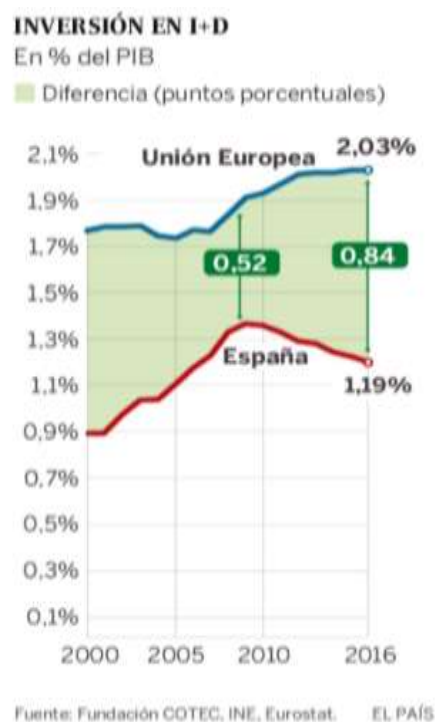
1.3 Factores socio-culturales

En los factores socioculturales cabe destacar dos tendencias de incidencia opuesta en el sector. En primer lugar el envejecimiento de la población y en segundo lugar la moda de la vida sana. El envejecimiento de la población, tiene un indudable efecto positivo en el sector farmacéutico. No sólo la población ha envejecido notablemente en las últimas décadas, sino que se prevé que este envejecimiento siga aumentando⁵.

Por otro lado, y con un impacto mucho menor, ha surgido en la última década una cultura de hábitos saludables, que afecta fundamentalmente a las generaciones jóvenes. Esta tendencia se experimenta en todas las sociedades occidentales, impulsada por el auge de las redes sociales.

1.4 Factores tecnológicos

La Investigación y Desarrollo es un factor determinante del éxito en el sector farmacéutico. En nuestro país, este I+D+i se financia, aproximadamente al 50%, por el Gobierno y actores privados⁶. Sin embargo, tanto en investigación privada como pública, la inversión española en I+D+i es inferior a la de los países de nuestro entorno⁷. Si bien el objetivo europeo es de una inversión del 3% del PIB en 2020, el anterior Gobierno español propuso por su parte una meta del 2%, lo que nos aleja más si cabe de nuestros vecinos europeos⁸.



Dicho lo anterior, lo cierto es que los datos aportados por el INE demuestran que la inversión en I+D+i (tanto pública como privada) no sólo ha descendido durante los años de recesión, sino que además ha crecido en menor medida que el PIB en los años de recuperación, por lo que continuamos alejándonos tanto del objetivo europeo como del español.

⁵ Información extraída de la página web de la Fundación General del Consejo Superior de Investigaciones Científicas [Recurso electrónico].

⁶ Información extraída de la página web del Instituto Nacional de Estadística [Recurso electrónico].

⁷ Información extraída de la página web de El País [Recurso electrónico].

⁸ Véanse la Estrategia Europa 2020 y el Plan Estatal de Investigación Científica y Técnica y de Innovación 2017-2020.

2. ANÁLISIS DEL ENTORNO ESPECÍFICO. PORTER

El modelo de análisis de las Cinco Fuerzas de Porter⁹ propone un marco de reflexión estratégica para determinar la rentabilidad de un sector específico, normalmente con el fin de calcular el valor y la proyección futura de empresas o unidades de negocio que operan en dicho sector¹⁰.

2.1 Rivalidad entre los competidores: Media

La gran inversión que implica la producción en el sector farmacéutico, actúa de manera disuasoria para los competidores que deseen apartarse del negocio, lo que les obliga a utilizar estrategias competitivas más agresivas si la rentabilidad obtenida no es suficiente. Por otro lado, las especificidades del sector nos llevan a tener en consideración la incidencia de las patentes: 20 años de exclusividad de explotación del producto. Cuando la patente caduca, pueden entrar en el mercado los medicamentos genéricos. En el caso de estos últimos, la rivalidad es mucho mayor, si bien la creación de una marca permite una diferenciación del producto.

2.2 Amenaza de nuevos competidores: Baja

Existen en la industria farmacéutica grandes barreras a la entrada:

- Estrictos requisitos legales. En este caso, no sólo existe la obligación de respetar las patentes del resto de competidores sino que además, es necesario cumplir con la estricta reglamentación del sector¹¹.
- Necesidad de gran capacidad financiera. Se requiere un personal altamente cualificado y una tecnología muy específica; a lo que se le debe sumar que es necesario que transcurra un largo periodo de tiempo para poder obtener beneficios en caso de que se busque descubrir un nuevo principio activo.
- Necesidad de lograr economías de escala para alcanzar a los competidores. Los jugadores que ya están bien situados en el mercado ya han creado economías de escala en fabricación, investigación y desarrollo, marketing -como medio de creación

⁹ PORTER, M.E. (2008): “Las cinco fuerzas competitivas que le dan forma a la estrategia”. *Harvard Business Review*.

¹⁰ COLÓM GORGUES, A (2015): *Guía básica y ejercicios prácticos para la gestión empresarial*. Ediciones de la universidad de Lleida, Lleida.

¹¹ Véase el apartado 1.1 del presente epígrafe

de la imagen de marca y diferenciación del producto- y acuerdos preferentes de distribución.

- Falta de experiencia y de *savoir faire*.

2.3 Amenaza de productos sustitutivos: Baja

La única alternativa a los tratamientos farmacéuticos es la medicina natural o tradicional y tratamientos homeopáticos. Su efectividad es puesta en duda por los propios consumidores, quienes además, sólo se plantean su consumo en caso de dolencias menores.

2.4 Poder negociador de los consumidores: Alto

En nuestro país, la mayoría de los productos farmacéuticos se distribuyen bien por el sistema de receta oficial, bien por vía hospitalaria. Es decir, que son las Comunidades Autónomas las que compran los medicamentos; en este sentido, la gran escala de las compras, les permite tener un gran poder negociador. Por su parte, los consumidores finales sólo pueden adquirir independientemente un número limitado de compuestos, teniendo además la posibilidad de elegir entre diferentes productores caso de que la patente haya caducado.

2.5 Poder negociador de los proveedores: Bajo

Los proveedores de la industria farmacéutica son en principio, las empresas pertenecientes a la industria química. Sin embargo, es relativamente frecuente que las propias corporaciones farmacéuticas fabriquen sus propios compuestos químicos. Además, el número de empresas suministradoras es alto y el coste de cambiar de proveedor es bajo.

3. CONCLUSIONES DEL ANÁLISIS DEL ENTORNO

La conclusión global que podemos extraer de los análisis es que nos encontramos en un buen momento para formar parte de la industria. En lo referente al entorno general, si bien la compleja regulación y la baja inversión en I+D+i pueden considerarse aspectos negativos, el contexto económico general que apunta a la recuperación económica implica un aumento en el consumo de los productos farmacéuticos quedando aún un amplio margen de recuperación para llegar a los niveles registrados antes de la crisis económica.

Por otro lado, el entorno específico es muy ventajoso para las empresas que ya forman parte del sector. La competencia entre ellas no pasa de un nivel medio; la amenaza de aparición de productos sustitutivos y nuevos competidores es baja; y también lo es el poder negociador de los proveedores. La única nota discordante es el alto poder negociador de los consumidores en el caso de que se den dos circunstancias simultáneamente: que sean Administración Pública y que el medicamento adquirido no esté protegido por ningún derecho de la propiedad intelectual.

IV. PRESENTACIÓN DE LAS ENTIDADES OBJETO DE ESTUDIO

Las entidades que se van a analizar son cinco de las compañías españolas pertenecientes al sector farmacéutico que cotizan en el mercado continuo, ordenadas atendiendo a la cifra de ventas contenida en las CCAA a 31 de diciembre de 2016.

1. GRIFOLS, S.A.

Grifols es un grupo empresarial multinacional español con sede social en Barcelona y especializado en el sector farmacéutico-hospitalario¹². Es uno de los valores presentes en el índice IBEX 35, lo que implica que se trata de una de las 35 sociedades que cotizan en el mercado continuo cuyas acciones están dotadas de más liquidez -podemos definir la liquidez de un activo financiero como la posibilidad de convertir el mismo en dinero efectivo de forma inmediata sin pérdida significativa de valor-. Además, también cotiza en la bolsa estadounidense, concretamente en el NASDAQ.

La empresa fue fundada por José Antonio Grifols y sus dos hijos el 18 de noviembre de 1940, en Barcelona. Su actividad se centraba entonces en las tareas del laboratorio de análisis y la práctica de transfusiones sanguíneas¹³. A día de hoy ha llegado a convertirse, en términos de capacidad, en el tercer productor mundial de hemoderivados¹⁴ y en la primera empresa europea del sector. En lo que se refiere a los propietarios actuales de la empresa, Grifols no tiene ningún accionista con una participación superior al 9% del capital social.

¹² Información obtenida de la página web de la Bolsa de Madrid [Recurso electrónico].

¹³ Información obtenida de la página web corporativa de Grifols [Recurso electrónico].

¹⁴ Podemos definir los hemoderivados como especialidades farmacéuticas cuyo principio activo proviene de la sangre de donantes sanos a través de un proceso de fraccionamiento y purificación adecuado, no pudiendo obtenerse mediante métodos de síntesis química y biológica.

La fabricación de sus fármacos se lleva a cabo en varias plantas industriales localizadas en diferentes continentes. Son las siguientes: Parets del Vallés, Barcelona; Las Torres de Cotillas, Murcia; Clayton, Carolina del Norte; Melville, Nueva York; Los Ángeles, California; Guadalajara, México; Dürdingen, Suiza; y Melbourne, Australia. Esta producción se divide en tres divisiones: hemoterapia, análisis clínicos y farmacia hospitalaria; siendo la primera la más importante.

2. ALMIRALL, S.A.

Almirall es un grupo empresarial español de la industria farmacéutica cotizado en el mercado continuo. Hoy en día su actividad se centra en la investigación, desarrollo, producción y comercialización de productos farmacéuticos para la salud de la piel¹⁵. No obstante, a lo largo de su historia Almirall ha desarrollado productos con otros propósitos farmacéuticos, siendo el más conocido Almax (medicamento antiácido).

Laboratorios Almirall fue fundado en 1943 por Antonio Gallardo Carreras en Barcelona¹⁶. En la actualidad la mayor parte de las acciones están, de manera indirecta, en manos de los dos hijos del fundador: Jorge Gallardo Ballart y Antonio Gallardo Ballart. Además de centros de Investigación y Desarrollo, Almirall, S.A. tiene dos centros de producción, ambos dentro del Unión Europea: uno en España, la planta farmacéutica de San Andrés de la Barca (Barcelona); y el otro en Alemania, la planta farmacéutica de Reinbek.

3. Laboratorios Farmacéuticos ROVI, S.A.

ROVI es una compañía farmacéutica española con sede en Madrid, donde fue fundada en 1946. Su actividad de fabricación se distribuye entre productos propios (centrados en la Bemiparina, una heparina¹⁷ de segunda generación de bajo peso molecular desarrollada a nivel interno) y la fabricación y empaquetado para terceros¹⁸.

¹⁵ Información obtenida de la página web de la Bolsa de Madrid [Recurso electrónico].

¹⁶ Información obtenida de la página web corporativa de Almirall [Recurso electrónico].

¹⁷ La heparina se usa para prevenir la formación de coágulos de sangre en quienes padecen algunas afecciones médicas o se someten a ciertos procedimientos médicos que aumentan las probabilidades de que éstos se formen. La heparina se usa también para impedir el crecimiento de los coágulos que ya se formaron en los vasos sanguíneos, pero no puede usarse para disminuir el tamaño de dichos coágulos. Asimismo, la heparina se usa en pequeñas dosis para prevenir la formación de coágulos en los catéteres (tubos de plástico delgados mediante los cuales se pueden administrar medicamentos o extraer sangre) que se dejan en la vena por un tiempo. La heparina pertenece a una clase de medicamentos llamados anticoagulantes ("diluyentes de la sangre"). U.S. National Library of Medicine.

¹⁸ Información obtenida de la página web corporativa de Laboratorios ROVI [Recurso electrónico].

A pesar de cotizar en el mercado continuo, en la actualidad casi el 70% de las acciones del grupo se encuentran en posesión de los tres hermanos López-Belmonte Encina. La producción de Laboratorios Farmacéuticos Rovi, S.A. se realiza íntegramente en España. Dispone de una planta de fabricación de productos de investigación propia en Granada además de otras tres plantas de producción, dedicadas a productos para terceros. La producción para terceros (formas orales, inyectables y supositorios) se realiza en Madrid, Alcalá de Henares y en San Sebastián de los Reyes.

4. FAES FARMA, S.A.

FAES FARMA, S.A. es un grupo empresarial español del sector farmacéutico, que recientemente se ha extendido, mediante la diversificación al sector de nutrición y salud animal. FAES cotiza en el mercado continuo. Su domicilio social y sus principales instalaciones industriales están ubicadas en Leioa (Vizcaya)¹⁹.

FAES se constituyó en Leioa el 29 de junio de 1933, bajo la denominación de Fábrica Española de Productos Químicos y Farmacéuticos, S.A., adoptando la denominación actual el 6 de junio de 2001. Ninguno de los propietarios de FAES FARMA alcanza el 4% del capital social y su principal planta de fabricación se encuentra en el mismo lugar en el que fue fundada y en el que tiene su sede social: Leioa.

5. PHARMAMAR, S.A.

PharmaMar es una compañía biofarmacéutica con sede en Madrid, líder mundial en el descubrimiento, desarrollo y comercialización de antitumorales de origen marino. PharmaMar fue filial del grupo Zeltia hasta que en 2015 la primera absorbió a la segunda mediante una fusión inversa, convirtiéndose así en cabeza del grupo empresarial. Zeltia fue creada en 1939, en Lugo, por los hermanos Fernández López²⁰. El objetivo inicial de la empresa fue el de explotar la flora medicinal de nuestro país y el aprovechamiento de los productos procedentes de glándulas de animales que se obtenían de las empresas cárnicas. Por su parte, PharmaMar se creó en 1986, para la búsqueda de antitumorales de origen marino. El máximo accionista del grupo es José María Fernández Sousa-Faro, que tiene un control total superior al 11% del capital social. La principal planta de producción de PharmaMar se encuentra en la localidad madrileña de Colmenar Viejo.

¹⁹ Información obtenida de la página web de la Bolsa de Madrid [Recurso electrónico].

²⁰ Información obtenida de la página web corporativa de PharmaMar [recurso electrónico].

V. ANÁLISIS PATRIMONIAL

Para el presente análisis patrimonial (y los análisis posteriores) se han utilizado las cuentas auditadas consolidadas de los grupos tratados del periodo comprendido entre 2008 y 2017. Se adjuntan tablas resuntivas de las cuentas anuales de los últimos 10 periodos de dichos grupos, en el Anexo II del presente trabajo.

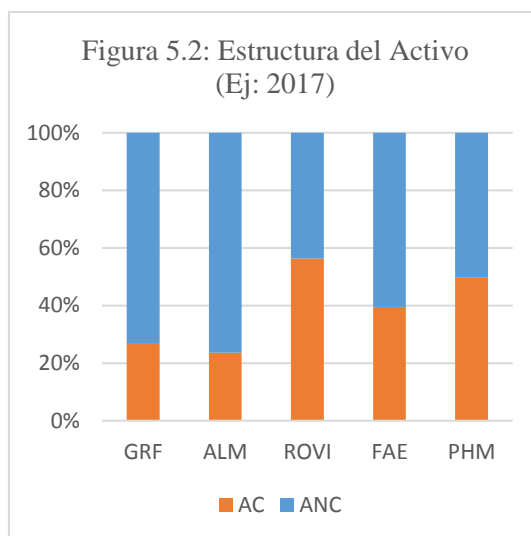
1. BALANCE DE SITUACIÓN

1.1. Análisis de la composición del activo.

La ordenación de las masas de balance se ha hecho de menor a mayor liquidez en el activo y de menor a mayor exigibilidad en el pasivo²¹.

En la Figura 5.1 del anexo III podemos apreciar la proporción de las diferentes masas patrimoniales en la composición del activo para el último ejercicio auditado, para 2012 y 2008 y para la media de la última década. Es destacable la heterogeneidad de las estructuras de balance así como las diferencias en los cambios producidos. Esto se debe, entre otras cosas, al fuerte crecimiento e internacionalización de Grifols, y las variaciones existentes entre la actividad desarrollada por las entidades objeto de análisis- ROVI produce medicamentos para otros distribuidores²² y FAE continúa su diversificación hacia el sector de nutrición animal²³.

En general, precisamente por tratarse del sector farmacéutico, apreciamos un fuerte peso del ANC. En este sentido, son GRF y ALM los que mayor proporción del mismo



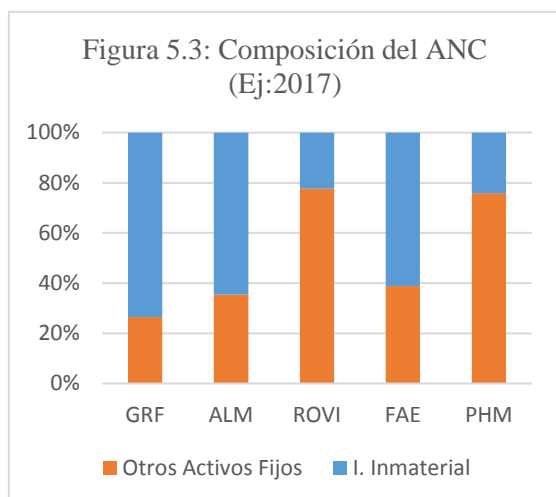
²¹ Para más detalle, véase GONZÁLEZ PASCUAL, J. (2015): *Análisis de la empresa a través de su información económico financiera. Fundamentos teóricos y aplicaciones*. Ed. Pirámide, Madrid.

²² Además de la producción para otras compañías, en realidad la mayor parte de los ingresos de ROVI provienen de la compra para la posterior venta de productos farmacéuticos; si bien no es esto algo que la compañía publicite ni se encuentre en el objeto social. Esto se aprecia en la nota 5 de la memoria consolidada correspondiente al ejercicio 2017, de la cual se infiere que los beneficios derivados de la compraventa son superiores a los extraídos de la producción para sí misma y para otras entidades en 2017.

²³ FAES adquirió en 2017 el 100% del capital de tres entidades, dos de ellas dedicadas a la nutrición y salud animal (valoradas en 20,2 millones de euros), y una de ellas dedicada a la cosmética y salud (valorada en 60,5 millones de euros). La expansión del grupo en el sector animal por tanto, no impide la expansión del mismo en el sector farmacéutico. El incremento en el fondo de comercio aparecerá en balance consolidado del próximo ejercicio. Nota 27 de la memoria consolidada de 2017.

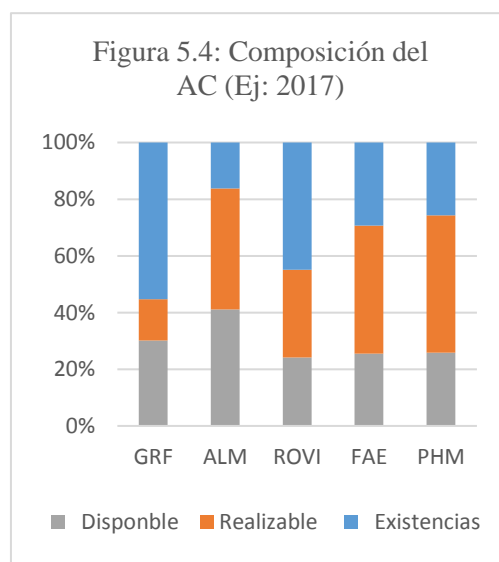
presentan en balance, encontrándose formado en su mayor parte por activos intangibles (derechos de la propiedad intelectual) y fondo de comercio (que proviene de la adquisición de otras corporaciones).

Al analizar la composición de este ANC, vemos que en tres de las entidades, éste está formado principalmente por inmovilizado inmaterial (GRF, ALM, FAE), mientras que las otras dos cuentan con una proporción del mismo mucho inferior - la de PHM es justo del 24% y la de ROVI es del 22%²⁴-. El caso más palpable es el de ROVI, puesto que



carece absolutamente de fondo de comercio y además sus activos intangibles son los que menor porcentaje representan. Esto es consistente con su particular modelo de negocio, puesto que dedica una gran parte de sus instalaciones a la producción para otras empresas. Dicho lo anterior, es PHM la que tiene menor valor contable de activos intangibles, que además vienen reduciéndose desde 2014.

En lo que se refiere al Activo Corriente, en general es reseñable la gran proporción de realizable. La explicación la encontramos en el tipo de clientes de estas compañías -en España las Administraciones Públicas disfrutan de periodos de pago más largos que los de la media de los consumidores-. En este aspecto debemos excluir a Grifols, quien vende la mayor parte de su producción en EEUU, donde el sector público no es el principal cliente de las compañías farmacéuticas.

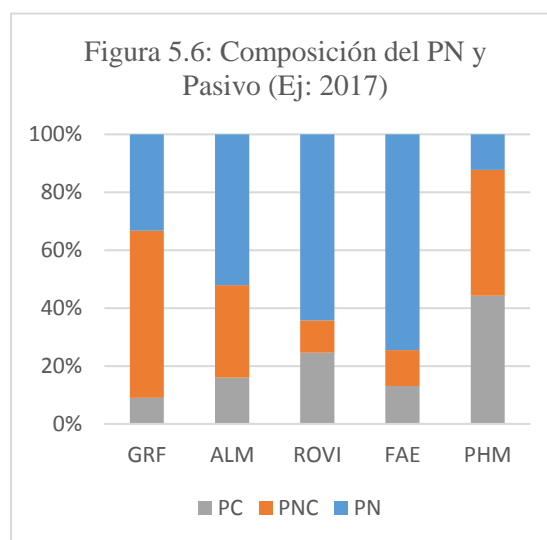


²⁴ En lo que se refiere a ROVI, en el inmovilizado inmaterial se incluyen, además del fondo de comercio (valorado en 0) y la propiedad intelectual, las participaciones en negocios conjuntos. La naturaleza de las mismas, según la memoria de las cuentas auditadas es efectivamente inmaterial. En el primer semestre de 2016 ROVI realizó una aportación de los activos consistentes en los derechos de distribución en España de los productos de EnerZona así como el know-how de la promoción, distribución y venta de estos productos a una sociedad dependiente de nueva creación (Enervit Nutrition, S.L.).

Por último, la variación de la composición del activo en la última década difiere mucho entre las entidades analizadas. En la Tabla 5.1 del Anexo III se puede apreciar el incremento de cada una de las masas y submasas de balance entre el cierre en 2008 y el cierre en 2017. La media de este crecimiento muestra que las entidades duplican su balance desde 2008; sin embargo, así como Grifols multiplica su tamaño más de 8 veces, PharmaMar (grupo Zeltia en 2008) lo ha reducido un 10%.

1.2. Análisis de la composición del Pasivo y el Patrimonio Neto

En la Figura 5.5 del Anexo III podemos apreciar la proporción de las diferentes masas patrimoniales en la composición del PN y Pasivo de los grupos para el último ejercicio auditado, el de 2012 y 2008 y la media de los diez últimos ejercicios. En el presente gráfico (Figura 5.6) se aprecia dicha distribución a 31 de diciembre de 2017.



Vemos que, de nuevo PHM se encuentra en una posición menos ventajosa que el resto, puesto que las pérdidas continuadas de los últimos años le han hecho reducir su PN²⁵, llegando a estar financiada por pasivo en un 88%. Además, casi la mitad del pasivo de PHM está formado por pasivo exigible a corto plazo. El resto de las entidades muestran un mayor equilibrio entre PN y Pasivo, si bien con grandes diferencias entre ellas: la que mayor proporción de deuda tiene es GRF, siendo ésta en su mayoría exigible a largo plazo. Por su parte FAE destaca porque el 75% de su activo está financiado con fondos propios. En lo que se refiere a la composición de la deuda, es destacable también que ROVI cuenta con un PC más de dos veces superior al PNC²⁶.

Además, de 2016 a 2017, FAE ha multiplicado su PNC por más de 6. Esto se debe a que durante 2017 la sociedad solicitó un crédito por valor de 40 millones de euros que, si bien

²⁵ Lo anterior a pesar de varias ampliaciones de capital, la última de 2,089 millones de euros en mayo de 2017. Se emitieron en esta ocasión 444.400 acciones con un valor de suscripción de 4,75€ la acción (0,05 euros de valor nominal y 4,70 de prima de emisión. Para más información, véase la Nota 17 de la memoria de las Cuentas Anuales del citado ejercicio.

²⁶ En términos absolutos, ROVI tiene que hacer frente a una deuda de más de 73 millones de euros en el corto plazo.

se clasifica como deuda a largo plazo y por lo tanto se incluye en el ANC, lo cierto es que el total del crédito tiene un vencimiento único en 2019 y la devolución de 40 millones en un mismo ejercicio puede ser problemática. Si este análisis se realizase en el plazo de un año, mostraría una composición de la deuda de FAE de mala calidad, puesto que en ese ejercicio los 40 millones se deberían incluir en el PC.

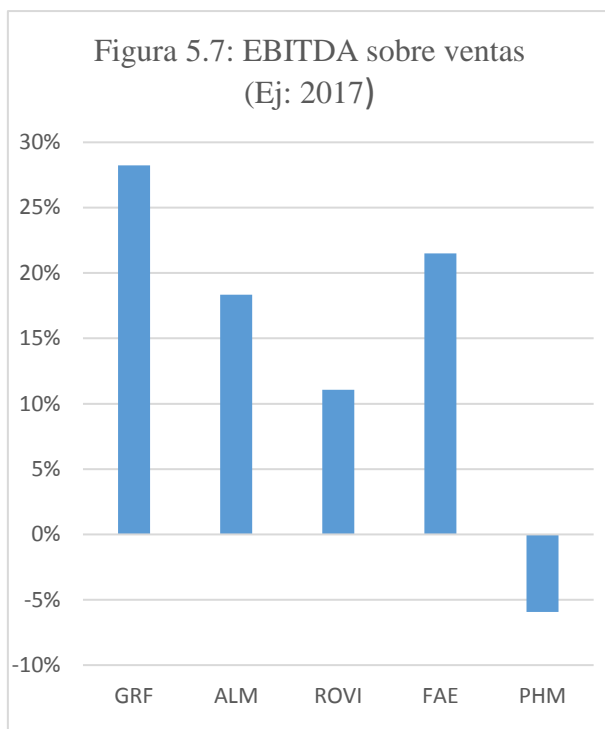
En cuanto a la variación en los últimos 10 años de las masas analizadas, en la tabla 5.2 del Anexo III se puede apreciar el incremento de cada una de las masas de PN y Pasivo. En la evolución del PN, de nuevo, vemos como el incremento en GRF y el decremento en PHM son los que más destacan. Especialmente preocupante es la disminución del grupo PHM, que se ha visto reducido a menos de la mitad, mientras que aumenta la precariedad de su deuda (mayor deuda a corto plazo y menor a largo plazo).

2. CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS

Para un mejor análisis de las cuentas de pérdidas y ganancias se utiliza la estructura operativa de la misma²⁷.

En cuanto a lo que a los resultados en términos absolutos se refiere, si bien la media de los resultados de las entidades en este periodo y en los 10 años analizados se sitúa ligeramente por debajo de los 100 millones de euros, se aprecian grandes diferencias entre las entidades. Grifols obtiene beneficios 7 veces superiores a la media del sector y PHM obtiene pérdidas que se acumulan; dinámica ésta que implica la destrucción paulatina de su activo. Además, es necesario aclarar que si bien Almirall obtiene muy pobres resultados en 2017, este dato debe ser matizado porque corresponde a la depreciación de activos que ha realizado dicho año, y no refleja los beneficios consistentemente positivos que registra desde 2008 (salvo en 2013, en el que registra una pérdida 10 veces inferior a la de 2017).

²⁷ La estructura de la cuenta de pérdidas y ganancias operativa se realiza siguiendo la obra ESTEO SÁNCHEZ, F. (2003): *Análisis de estados financieros. Planificación y control*. Ediciones Centro de Estudios Financieros, Madrid.

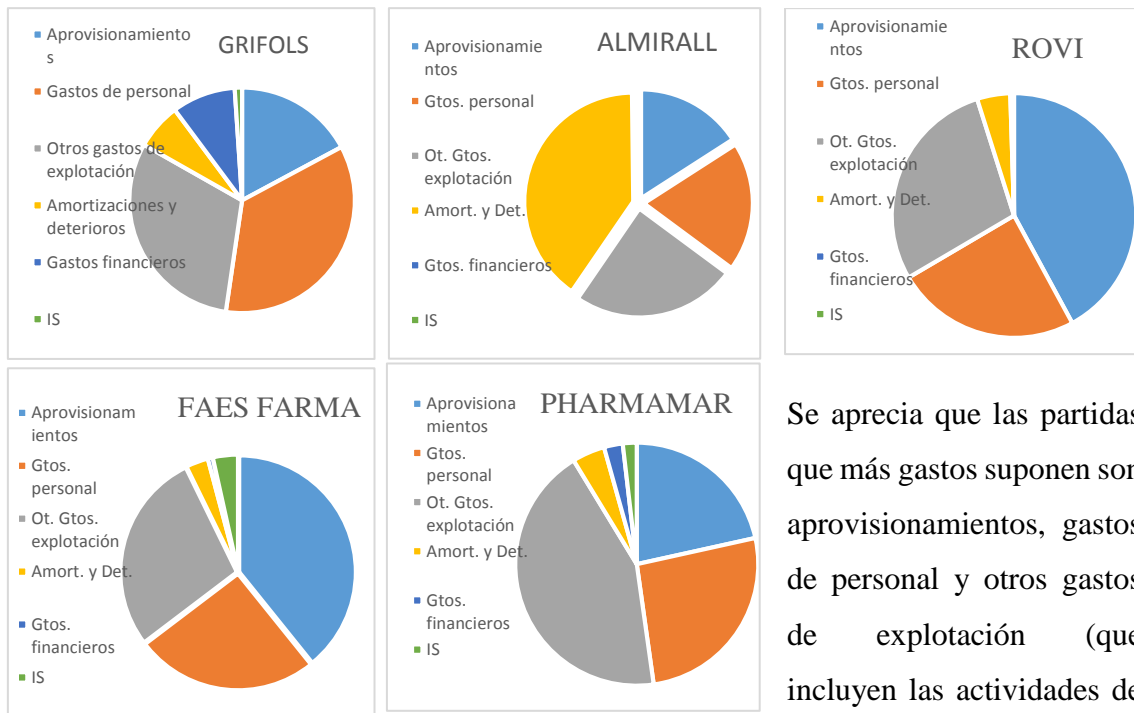


Para asegurar la comparabilidad en el análisis utilizamos las magnitudes en términos relativos. En la Figura 5.7 se aprecia el porcentaje que representa el EBITDA sobre las ventas totales de cada uno de los grupos estudiados. El EBITDA representa el resultado obtenido por una sociedad antes de intereses, impuestos, amortizaciones y depreciaciones. Por ello, se entiende que representa la capacidad de la misma para crear valor mediante el ejercicio de su actividad ordinaria. De los grupos que nos interesan, es GRF el que más

riqueza crea con su actividad (mantiene el 28,23% del valor de sus ventas tras abonar los gastos de explotación), seguido por FAE (21,51%). El EBITDA sobre ventas de ROVI es muy inferior al de GRF, lo que implica que -además de las diferencias en tamaño de las sociedades- GRF genera mucho más valor de la explotación de su actividad ordinaria, sus gastos son proporcionalmente muy inferiores. Todavía destaca más PHM, puesto que no es siquiera capaz de crear valor antes de cuantificar las amortizaciones y depreciaciones y abonar los gastos financieros e impuestos (en su caso).

En los gráficos que aparecen a continuación²⁸ se aprecia la significatividad de las diferentes partidas de gastos en los que incurre cada una de las compañías.

²⁸ Figuras 5.8 a 5.12, respectivamente.



Se aprecia que las partidas que más gastos suponen son aprovisionamientos, gastos de personal y otros gastos de explotación (que incluyen las actividades de

I+D). Por su parte, Almirall destaca por contar con una gran partida de amortización y deterioro, pero esto solo es aplicable el ejercicio 2017 (por la gran depreciación de su activo inmaterial anteriormente aludida). Se aprecia también que los gastos financieros representan un porcentaje muy pequeño del total; en este sentido es necesario exceptuar a GRF (6,9%) y a PHM (2,18%).

VI. ANÁLISIS DE FINANCIACIÓN

1. ANÁLISIS DE LA FINANCIACIÓN A CORTO PLAZO

En el Anexo IV (apartado 4.1) se incluyen los ratios utilizados para el análisis de la financiación a corto plazo. En este sentido, en primer lugar, hay que prestar atención al **fondo de maniobra**. El capital circulante o fondo de maniobra puede definirse como la parte de activo corriente financiada por capitales permanentes²⁹. En términos generales, puede entenderse que un fondo de maniobra positivo implica que la sociedad es capaz de hacer frente a sus obligaciones a corto plazo.

Volviendo a nuestro análisis, el FM de las cinco sociedades y durante los 10 periodos analizados siempre ha sido positivo³⁰. Al analizar el fondo de maniobra, es necesario tener

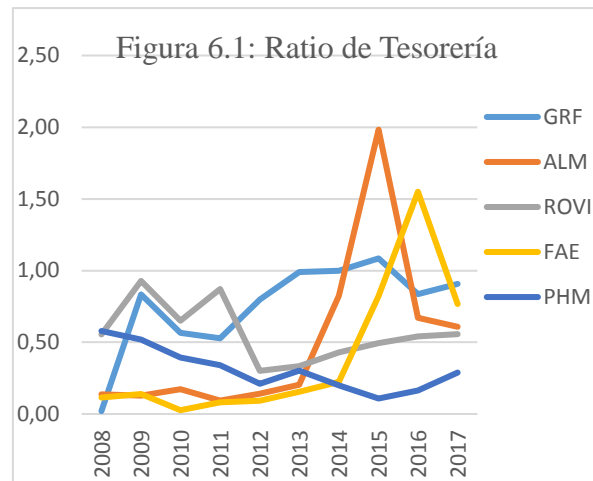
²⁹ Véase ESTEO SÁNCHEZ, F. (2003): Análisis de estados financieros. Planificación y control (comentarios y casos prácticos). Ediciones Centro de Estudios Financieros.

³⁰ Salvo el caso de Almirall en el periodo 2013, lo que fue corregido con creces en el periodo posterior.

en cuenta que un resultado positivo puede tener dos lecturas: la primera de ellas, positiva, a la que se acaba de hacer alusión; la segunda de ellas, negativa, que se expone a continuación. Un fondo de maniobra positivo puede indicar, en primer lugar, que la relación entre la rotación de clientes y proveedores no es beneficiosa para la empresa -en el sentido de que los primeros gozan de periodos de pago más largos que de los que goza la sociedad para pagar a los segundos-; y, en segundo lugar, un exceso de liquidez implica un coste de oportunidad elevado, al existir recursos ociosos en la empresa.

En segundo término, debemos prestar atención a los **ratios de liquidez**. A este respecto, dado que el FM es positivo, el ratio de liquidez general es mayor que uno en todos los casos (con la excepción citada).

Más información adicional pueden aportar los ratios de liquidez inmediata y de tesorería -que tiene en cuenta sólo los activos más líquidos de los que dispone la empresa-. En este caso, la conclusión no cambia: los cinco grupos cuentan con mucha liquidez. La media de las cinco entidades se encuentra en un valor del ratio de tesorería de 0,63; más del doble

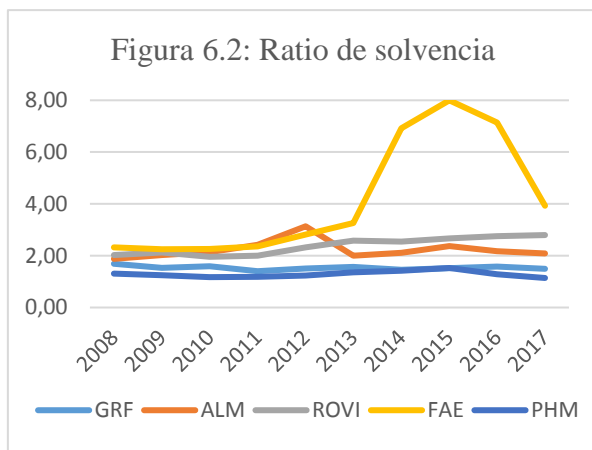


del 0,3 que suele ser el nivel recomendado en general³¹. La sociedad que cuenta con menos activos líquidos en relación con su PC es PHM -quien ha pasado de situarse a la cabeza de las cinco entidades en 2008, a posicionarse en último lugar-. Por su parte, es FAE quien más ha incrementado este ratio.

³¹ Téngase en cuenta que éste, y todos los niveles óptimos que se dicen recomendados son una indicación general. En cada caso, el nivel óptimo varía dependiendo tanto del sector en el que se opera como de las características de la entidad analizada.

2. ANÁLISIS DE LA FINANCIACIÓN A LARGO PLAZO

Los ratios utilizados para la realización del análisis financiero a largo plazo pueden encontrarse al completo en el Anexo IV en su apartado 4.2.



Comenzamos el análisis de la financiación a largo plazo por la **solvencia**³². En la Figura 6.2 se puede apreciar como FAE destaca por su gran solvencia los ejercicios de 2014 a 2016. Esto se debe al gran esfuerzo en devolución de deuda que se realizó en el periodo que culminó el 31 de diciembre de 2014³³. El presente ejercicio sin

embargo, FAE ha aumentado su deuda bancaria por importe de 40 millones de euros que, si bien no ha implicado que deje de ser la sociedad que presenta un ratio activo/pasivo más alto, sí que ha hecho que pase de un valor de 8 en 2015 a 3,93 en 2017³⁴. Por su parte, el resto de entidades, también presentan diferencias entre sí: ROVI es casi dos veces más solvente que GRF y dos veces y media más que PHM, quien presenta el ratio más bajo (1,14)³⁵.

En segundo lugar, analizamos los ratios de **cobertura de inmovilizado**. La Figura 6.3 muestra la cobertura de inmovilizado con capitales permanentes³⁶; en ella se aprecia que, excepto ALM en 2013, todos los grupos son capaces de cubrir su inmovilizado con capitales permanentes. Se aprecia que ROVI tiene una cobertura de inmovilizado más alta que el resto, lo que es coherente con la menor cantidad relativa de intangible que presenta

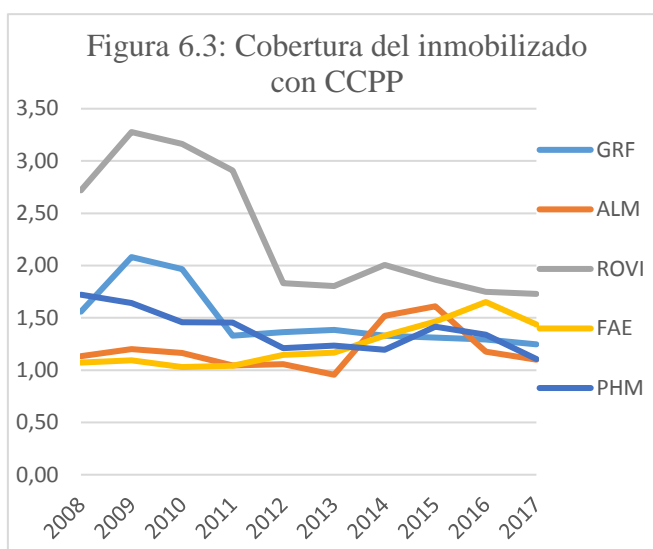
³² Podemos entender la solvencia como la capacidad de la empresa para hacer frente a sus pasivos exigibles con sus activos financieros. En este sentido, DE PABLO LÓPEZ, A. Y FERRUZ AGUDO, L. (2007): *Finanzas de empresa*. Ed. Centro de estudios de Ramón Areces, Madrid.

³³ En la nota 13 de la memoria de la sociedad del ejercicio 2014 se puede ver que la devolución de deuda es de más de 48 millones de euros. La deuda queda, en este periodo, reducida a menos de la mitad de la existente el periodo anterior.

³⁴ Suele entenderse que un ratio 2 implica una situación normal de balance. En este sentido, ESTEO SÁNCHEZ, F. (2003): *Análisis de estados financieros. Planificación y control (comentarios y casos prácticos)*. Ediciones Centro de Estudios Financieros.

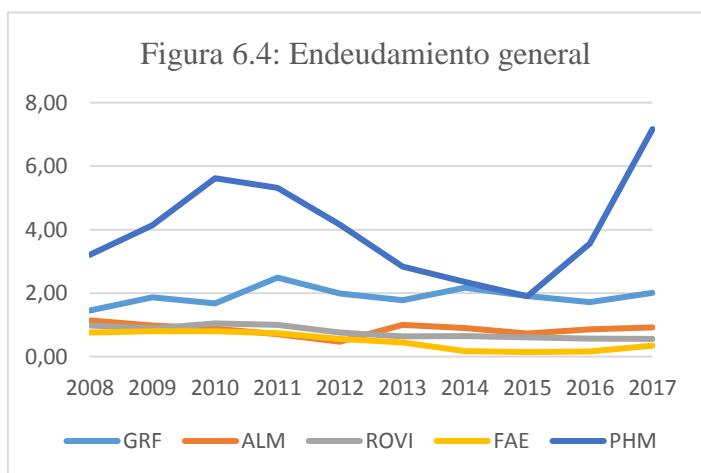
³⁵ Valor éste inferior al 1,5 que suele ser recomendado.

³⁶ Estos resultados de cobertura de inmovilizado con CCPP son especialmente relevantes si se tiene en cuenta que las particularidades del sector conducen a que estas empresas presenten una gran proporción de inmovilizado en su balance. Téngase en consideración que la proporción de inmovilizado de ROVI y PHM es mucho menor que la del resto de los grupos.



en su activo³⁷. El resto de las entidades ha reducido las diferencias a lo largo de los 10 periodos hasta la obtención de unos ratios muy similares en el último de ellos. Precisamente por deberse a una menor cantidad de inmovilizado en balance, ROVI sigue siendo la que presenta un mayor ratio de cobertura de inmovilizado con recursos propios. Al comparar los ratios de cobertura de inmovilizado con capitales permanentes y con capitales propios, el único cambio reseñable en este caso es que PHM pasa a situarse a mayor distancia de la media de las cinco entidades debido a que su proporción de PN en balance es muy inferior al del resto de las entidades.

Al comparar los ratios de cobertura de inmovilizado con capitales permanentes y con capitales propios, el único cambio reseñable en este caso es que PHM pasa a situarse a mayor distancia de la media de las cinco entidades debido a que su proporción de PN en balance es muy inferior al del resto de las entidades.



En tercer término, analizamos el **endeudamiento**, magnitud ésta -muy relacionada con la solvencia- que expresa la relación entre los recursos propios y los recursos ajenos con los que cuenta la empresa - a mayor solvencia, menor endeudamiento-.

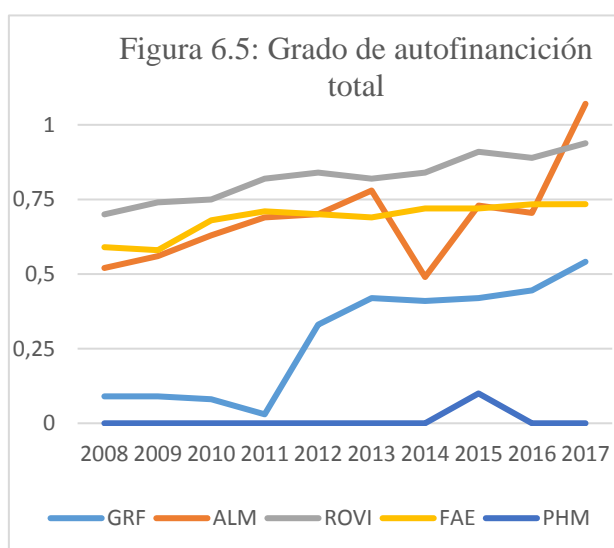
Los ratios confirman la situación problemática en la que se encuentra PHM. En el caso del endeudamiento general (ilustrado en la Figura 6.4) PHM presenta un ratio de 7,17 en 2017, muy lejos del ratio de 1 que suele considerarse como referencia de una situación normal³⁸; esto se ve agudizado por el hecho de que con esta elevadísima proporción de deuda, su ratio de cobertura de cargas financieras es nulo: es decir, que su actividad no es siquiera capaz de cubrir los gastos financieros³⁹. Podemos añadir que PHM, además de ser el grupo más endeudado (y menos solvente), muestra un ratio de composición del

³⁷ Recuérdese que gran parte de su actividad se centra en la producción para terceros y compraventa de fármacos.

³⁸ Muy lejos también del ratio de 0,96 que representa la media de las otras cuatro entidades analizadas.

³⁹ Recuérdese que PHM parte de un EBITDA directamente negativo en los dos últimos periodos.

endeudamiento mucho menos ventajoso que la mayoría de sus competidoras ya que su deuda está compuesta, casi al 50% por deuda a corto plazo. Esto contrasta con la media de las cinco empresas estudiadas para el último periodo auditado, que se compone aproximadamente dos tercios de deuda a largo plazo y un tercio de deuda a corto plazo. También muestra una posición contraria a esta tendencia ROVI, quien presenta un ratio de composición del endeudamiento todavía más bajo que PHM, lo que implica una composición en exceso orientada hacia la deuda a corto plazo. Se confirman así las conclusiones a las que se llegaba en el análisis patrimonial. Por último, exceptuando el caso extremo de PHM, es GRF la que presenta un ratio de endeudamiento más alto, siendo su deuda dos veces mayor a su patrimonio neto.



Para finalizar, mediante los **ratios de autofinanciación** se ha estudiado la capacidad de los grupos para financiar su propio crecimiento⁴⁰. En la Figura 6.5 se muestra la evolución del grado de autofinanciación total de las entidades analizadas. Una vez más, podemos destacar a PHM, puesto que en la mayoría de los ejercicios su autofinanciación es nula. Esto se debe

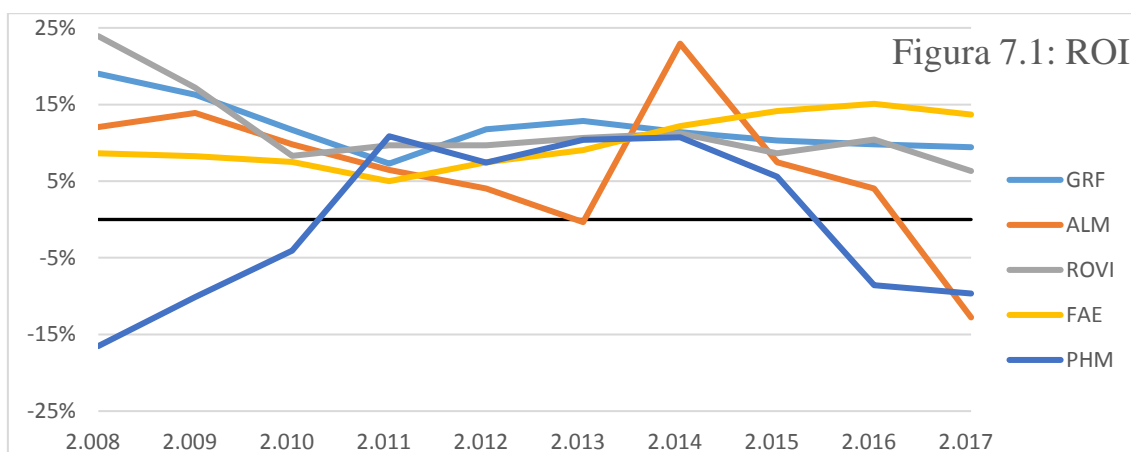
a que viene acumulando tantas pérdidas que sus reservas ha pasado a ser menores que cero, mientras continua compensando pérdidas con aumentos de capital.

VII. ANÁLISIS DE RENTABILIDAD

En el Anexo V, se pueden encontrar tablas recopilativas del conjunto de ratios de rentabilidad, tanto económica como financiera, para las cinco entidades. En primer lugar, se analiza la **rentabilidad económica** -en la Figura 7.1, se utiliza el ROI para mostrar su evolución-. El ROI o ROA es una medida directa de la rentabilidad de la empresa, puesto que tiene en consideración la inversión total realizada en la misma, con independencia de

⁴⁰ Nótese que el grado de autofinanciación total de Almirall en el ejercicio 2017 es superior a la unidad puesto que las pérdidas de este ejercicio reducen el total del patrimonio neto a una cifra inferior a la del total de las reservas.

la estructura financiera que presente su balance⁴¹. Un ROI con un valor superior a 0, no implica necesariamente que la empresa obtenga beneficios, puesto que éste se calcula teniendo en cuenta el beneficio antes de intereses e impuestos. En 2017, el ROI medio de las cinco entidades es 1,41%, lo que es una magnitud relativamente baja⁴²; además la tendencia de la rentabilidad económica de las entidades analizadas es ligeramente decreciente. Si bien esta media no es muy elevada, su resultado muestra dos grupos muy polarizados, PHM y ALM, con rentabilidades negativas, y el resto, con rentabilidades altas (9,82% de media).



En el análisis comparado, también en términos de rentabilidad encontramos grandes contrastes entre las sociedades -la diferencia en la rentabilidad se aproxima a los 30 puntos porcentuales en 2017-: mientras FAE obtiene una rentabilidad económica cercana al 14%, ALM pierde 12 céntimos por cada euro de activo invertido en la sociedad. En una situación parecida a la de esta última se encuentra PHM; quedando así confirmado lo expuesto en el análisis de la cuenta de Pérdidas y Ganancias.

Los únicos grupos que han logrado incrementar su rentabilidad económica a lo largo de los 10 años estudiados son FAE y PHM⁴³. Esta última afirmación no está reñida con el gran incremento de resultados de GRF expuesto en el análisis patrimonial, dado que para conseguir este aumento en los beneficios, la sociedad ha tenido que elevar su tamaño de

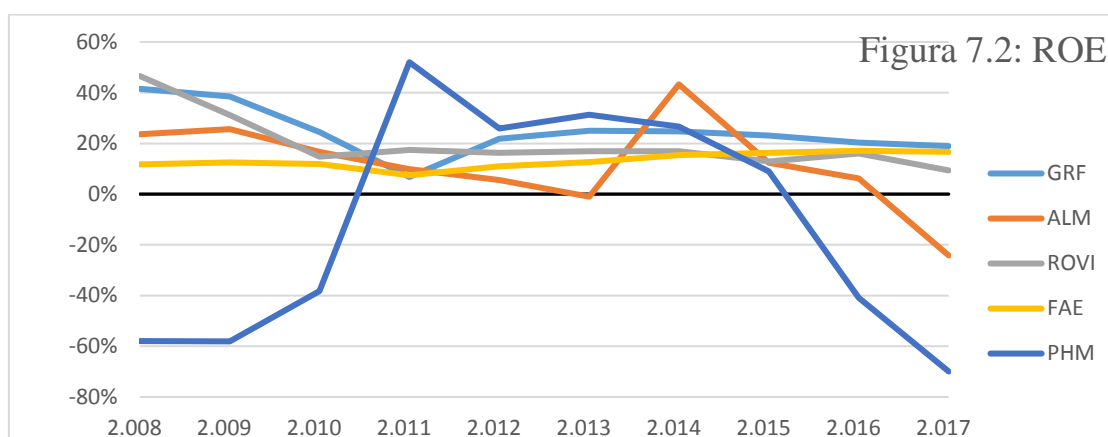
⁴¹ En este sentido, véase GARRIDO MIRALLES, P. e IÑIGUEZ SÁNCHEZ, R. (2017): *Análisis de estados contables. Elaboración e interpretación de la información financiera*. Ed. Pirámide, Madrid.

⁴² A modo ilustrativo, el bono español a 10 años al final del ejercicio (31.12.2017) ofrecía un rendimiento del 1,57%. Dato obtenido de www.tesoro.es [recurso en línea].

⁴³ Para más detalle, la rentabilidad económica de PHM, aun continuando siendo negativa, ha disminuido su valor absoluto; FAE por su parte ha incrementado el beneficio atribuible a cada parte alícuota de activo.

balance en una cantidad proporcionalmente superior. Se aprecian, por tanto, rendimientos decrecientes de la inversión por parte de GRF.

En segundo término se analiza la **rentabilidad financiera**. Para ilustrarla se incluye la Figura 7.2, que recoge el ROE de los cinco grupos. El ROE es un ratio que muestra la rentabilidad de los accionistas. Su valor, a diferencia de lo que ocurre con el ROI, se ve influido por la forma de financiación de la empresa. De la comparación de ambos ratios podemos evaluar el efecto del apalancamiento de la empresa sobre la rentabilidad de la misma.



La tendencia del conjunto de las entidades también ha sido negativa durante los diez últimos ejercicios, pero el decremento de rentabilidad experimentada por los inversores es más elevado que el decremento en el ROI. En la Figura 7.2 se aprecia cómo el ROE toma valores más extremos que el ROI, lo que se debe al efecto apalancamiento.

La Tabla 7.1, contenida en el Anexo V, muestra la diferencia entre ROE y ROI durante los 10 años objeto de estudio; del análisis de los datos en ella contenidos parece poder extraerse que, el endeudamiento beneficia a los inversores en términos de rentabilidad sólo en los periodos en los que la empresa es capaz de generar beneficios. En realidad, en el caso de que la empresa tenga pérdidas, un mayor endeudamiento nunca puede implicar una mejora en la rentabilidad financiera⁴⁴, sino que implica un empeoramiento de la misma. Sin embargo, en el caso de que la empresa tenga beneficios, un mayor endeudamiento puede tener un efecto positivo o negativo sobre la rentabilidad de la empresa. Dicho endeudamiento será beneficioso en aquellos periodos en los que el coste medio de la deuda sea inferior a la rentabilidad económica.

⁴⁴ Debido a que se añaden gastos financieros y las pérdidas se tienen que repartir entre menos capital propio.

En relación a lo anterior, como se ha visto en el análisis de la cuenta PyG, los gastos financieros son relativamente bajos en la mayoría de los grupos; por lo tanto, cumplirán la condición de ser más pequeños que el ROI en todos los casos en que éste sea ligeramente positivo. Cuanto mayor es el endeudamiento de una sociedad, más se incrementa este efecto. Éste es el motivo por el que PHM tiene una rentabilidad financiera tan negativa: combina pérdidas con una gran carga de deuda. Lo expuesto queda meridianamente claro mediante el análisis de la Tabla 7.2.

Tabla 7.2: Efecto de la estructura de financiación sobre la deuda financiera⁴⁵

	ROI	ROE	Intensidad del efecto apalancamiento	Nivel de endeudamiento	Significatividad gastos financieros
GRF	9,44%	18,90%	100,30%	2,01	6,90%
ALM	-12,78%	-24,20%	89,39%	0,92	0,31%
ROVI	6,32%	9,34%	47,75%	0,56	0,37%
FAE	13,69%	16,69%	21,88%	0,34	0,58%
PHM	-9,65%	-69,96%	625,17%	7,17	2,18%

VIII. ANÁLISIS BURSÁTIL

El presente análisis bursátil se va a llevar a cabo mediante análisis fundamental. Podemos encontrar el conjunto de ratios bursátiles utilizados en el análisis así como la información imprescindible para su cálculo en el Anexo VI del presente trabajo.

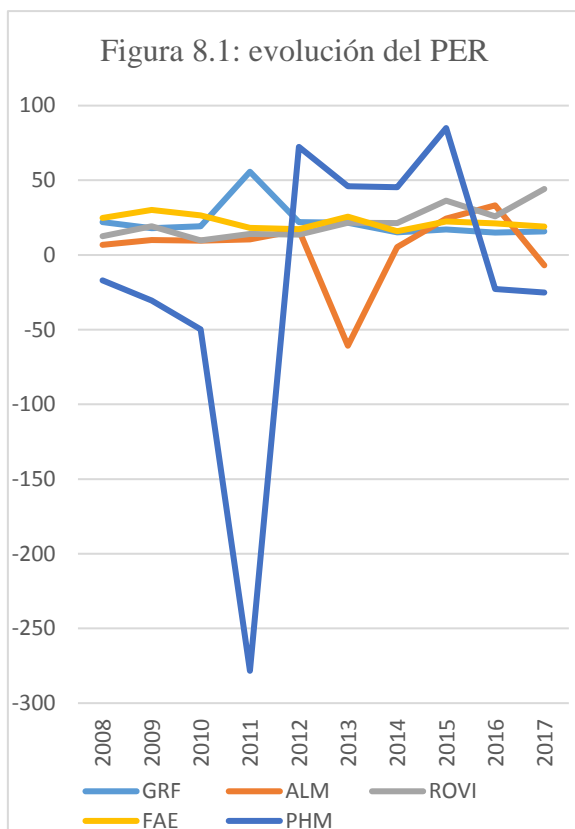
Comenzamos este análisis mediante el examen del ratio **PER** (*Price-to-Earnings Ratio*). El mismo expresa el número de años que necesita un inversor para recuperar el dinero invertido en la compra de las acciones si el beneficio por acción fuese constante⁴⁶. Precisamente porque los beneficios no son constantes, es necesario hacer un estudio que recoja más de un solo ejercicio; al utilizar datos históricos sin embargo, no se puede evitar

⁴⁵ NOTAS:

- El efecto apalancamiento se expresa como la variación en la rentabilidad producida al pasar a tener en cuenta la estructura de financiación de la sociedad [ROE-ROI/ROI].
- Los gastos financieros se expresan en términos de significatividad sobre la cifra de negocios que aparece en la cuenta de pérdidas y ganancias.
- El nivel de endeudamiento se expresa en términos del ratio de endeudamiento general obtenido para cada una de las entidades.

⁴⁶ Definición extraída de la página web de Expansión [Recurso en línea].

el riesgo de penalizar a las empresas cuyos resultados van a crecer y premiar a aquellas en las que van a estancarse o bajar⁴⁷. En términos generales, cuanto más bajo es el PER, más infravalorado -o menos sobrevalorado- se encuentra un título en concreto, por lo que las acciones que presentan mayor atractivo para el inversor son aquellas con un PER menos elevado.



En la Figura 8.1 se ve la evolución del PER de las entidades objeto de análisis para los últimos 10 ejercicios auditados. En este caso, de las entidades analizadas y desde 2013, GRF es el valor que menos tiempo necesita para amortizarse⁴⁸. Hasta 2012, sin embargo, era ALM quien ocupaba esta primera posición de manera estable, el cambio se produce porque a partir de 2013, la cotización del activo sube⁴⁹ (llegando en 2015 a ser tres veces y media superior a la de 2011) mientras el beneficio por acción se mantiene relativamente constante. Es por lo tanto en 2013 cuando el mercado aprecia la infravaloración de las acciones de la

sociedad. Es exactamente la misma razón, la que da explicación al aumento del valor del PER de ROVI: a partir de 2014 la cotización de la acción sube.

Teniendo en cuenta que la media del mercado de los últimos 100 años es de un valor del PER cercano a 16,5^{50 51}, y que los expertos consideran que un PER razonable es el que

⁴⁷ Véase SCHERK W. (2007): “Análisis fundamental del mercado de valores. Curso de bolsa y mercados financieros”. Sánchez Fernández (Dir.). Instituto español de analistas financieros, Barcelona. Página 597.

⁴⁸ Nótese que aunque se presenten valores más bajos, estos lo son por tomar valores negativos. Quedan omitidos dado que no puede tardarse una cantidad negativa de años en recuperar una inversión.

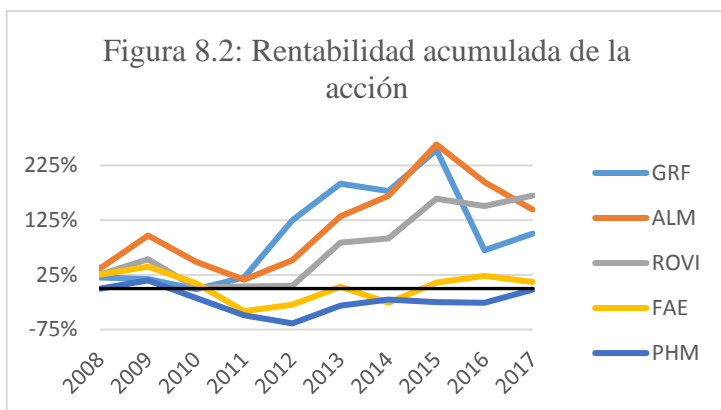
⁴⁹ Lo que se combina en ese ejercicio con un resultado negativo aislado, lo que explica el valor de -60 que podemos apreciar en el gráfico.

⁵⁰ En realidad, es la media del PER de Shiller o CAPE; ratio que mide la relación entre el precio actual de un índice bursátil y el beneficio neto real medio de la empresa durante los últimos 10 años. Por ello, también se le suele llamar PER10 (Definición extraída de la página web de academia de inversión).

De esta manera, se evita el riesgo que está implícito en utilizar un PER para un solo año, puesto que los resultados de un solo ejercicio no siempre son ilustrativos de la deriva de una sociedad.

⁵¹ Media histórica extraída de Rankia.com [Recurso electrónico].

toma un valor de entre 10-17⁵², en general, las empresas del sector tienen un tiempo de recuperación de la inversión relativamente elevado⁵³. Sólo GRF presenta un PER en la media desde 2013.



En segundo lugar, pasamos a analizar la **rentabilidad que la acción** representa para el inversor. Con este ratio se muestra la rentabilidad obtenida por el inversor en el caso de desprenderse del título⁵⁴. La evolución de esta

rentabilidad aparece ilustrada en la Figura 8.2, en la que se aprecia que desde 2008, las acciones más rentables han sido ROVI (+183%) y ALM (+158,3%), seguidas de GRF (+115%). Mientras tanto, FAE solo ha incrementado su valor en un 25% y, por último, PHM ha disminuido su valor en un 2,2%. Además de la comparativa entre los grupos, resulta interesante el contraste con la evolución de otros activos financieros en el mismo lapso temporal.

En este sentido, puede compararse con la variación del valor del IBEX⁵⁵ en ese mismo periodo representada por una pérdida de 13,64%⁵⁶. Esto implica que las 35 empresas cuyos valores han tenido en cada momento más liquidez del mercado

IBEX 35	
Cotización media 2017	10.255,63
Cotización media 2008	11.875,67
VARIACIÓN	-13,64%
Rentabilidad en el sector	
Promedio con dividendos	96,13%
Promedio sin dividendos	74,50%

continuo español han perdido el 13,64% de su valor bursátil; mientras que las empresas analizadas han incrementado su valor en un 75%⁵⁷. Podemos por lo tanto concluir que, la

⁵² Información extraída de mejoresbookers.es. Ana Pérez Sánchez [Recurso electrónico].

⁵³ PHM es el caso extremo. En los ejercicios que no ha registrado pérdidas presenta un PER elevadísimo.

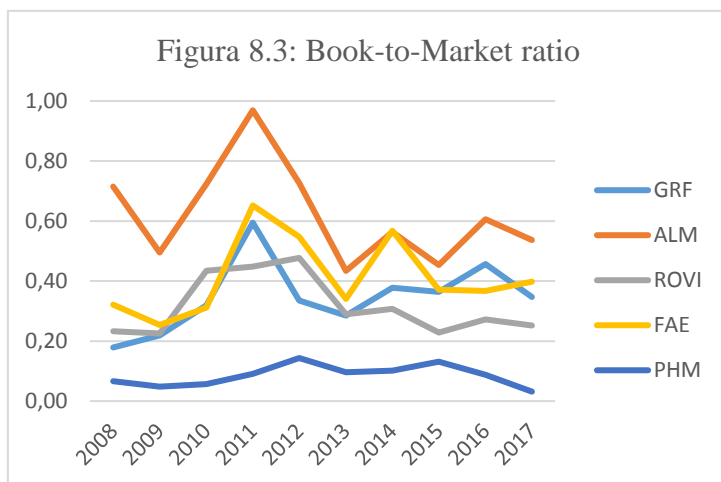
⁵⁴ Para facilitar la comparabilidad entre las entidades, se presenta la rentabilidad obtenida por el inversor en el caso de que hubiera adquirido la acción al precio de la cotización media del año de referencia (2008) y que hubiera recibido el dividendo que en su caso se hubiera repartido dicho ejercicio a las acciones ordinarias. Esta rentabilidad es acumulada, por lo tanto, se calcula como la adición entre el incremento (o decremento) del valor del título conforme transcurren los ejercicios y la acumulación de los dividendos repartidos. La rentabilidad de la acción se encuentra así siempre referenciada a 2008.

⁵⁵ Se utiliza la cotización media del índice en el periodo para asegurar la comparabilidad entre el incremento de las acciones y el del IBEX.

⁵⁶ Cotizaciones históricas del IBEX 35 obtenidas de Invertia.com [Recurso electrónico].

⁵⁷ Para la comparativa con el IBEX se halla la rentabilidad que se obtendría si ninguna de las entidades hubiera repartido dividendos en todo el periodo puesto que el incremento del valor del IBEX tampoco tiene en cuenta el valor de los dividendos que reparten sus entidades integrantes.

inversión en el sector en la última década ha resultado muy rentable. En este sentido, incluso en el caso de PHM -único grupo que presenta una rentabilidad de la acción negativa- se ha perdido menos que en el índice de referencia de la bolsa española.



Por último, vamos completar el análisis bursátil con el estudio del **Book-to-Market ratio**. Este ratio relaciona el precio de mercado de una empresa con su valor contable, centrándose en el proceso de creación de riqueza más que en su

distribución⁵⁸ -como ocurre en los dos ratios anteriores-. Los valores del ratio, expresan la proporción existente entre el valor contable de la empresa y el valor bursátil de la misma.

Si el valor del ratio es menor que uno, el valor de la compañía en el mercado es mayor que el valor en libros. Es decir, que los mercados tienen expectativas de beneficios futuros, puesto que si la empresa fuese liquidada en ese instante, se recibiría en la liquidación menos capital que por la venta del título en el mercado. Se aprecia en el gráfico que todos los grupos analizados, durante todos los periodos, muestran un valor del ratio inferior a uno. Esto implica que el mercado siempre ha considerado que las entidades analizadas conseguirían beneficios en un futuro. En este caso, el grupo en el que más esperanzas se deposita es PHM, puesto que su valor en libros es mucho menor que el de mercado.

Por último, debemos tener en cuenta que estos valores tan bajos del ratio *book-to-price* deben ser matizados ya que las empresas que, como en el caso del sector farmacéutico, cuentan con mayor nivel de intangible, suelen valorar mal el mismo en su balance.

⁵⁸ SISKI GOYTRE, J. (2007): El análisis bursátil a través de ratios: una visión fundamental. Curso de bolsa y mercados financieros, Sánchez Fernández (Dir.). Instituto español de analistas financieros, Barcelona. Página 631.

IX. VALORACIÓN DE LAS ENTIDADES

Para la valoración de las entidades se va a utilizar el método de Descuento de Flujos de Caja (*Discounted Cash Flow*, en inglés). Este método determina el valor actual de los flujos de fondos futuros de una compañía descontándolos a una tasa. En este caso, utilizamos como flujo de caja el Flujo de Caja Libre o *Free Cash Flow* (FCF) y como tasa de descuento el Coste Medio Ponderado del Capital (*Weighted Average Cost of Capital*, WACC). Podemos definir FCF como aquella cantidad de fondos que efectivamente han entrado en la empresa y que quedan en ella después del pago a proveedores y el mantenimiento del inmovilizado. Es posible entenderlo entonces, como el flujo de caja generado que puede utilizarse para satisfacer a los suministradores de financiación de la misma. Por su parte, el WACC es el coste en el que incurre la compañía para remunerar sus fuentes de financiación.

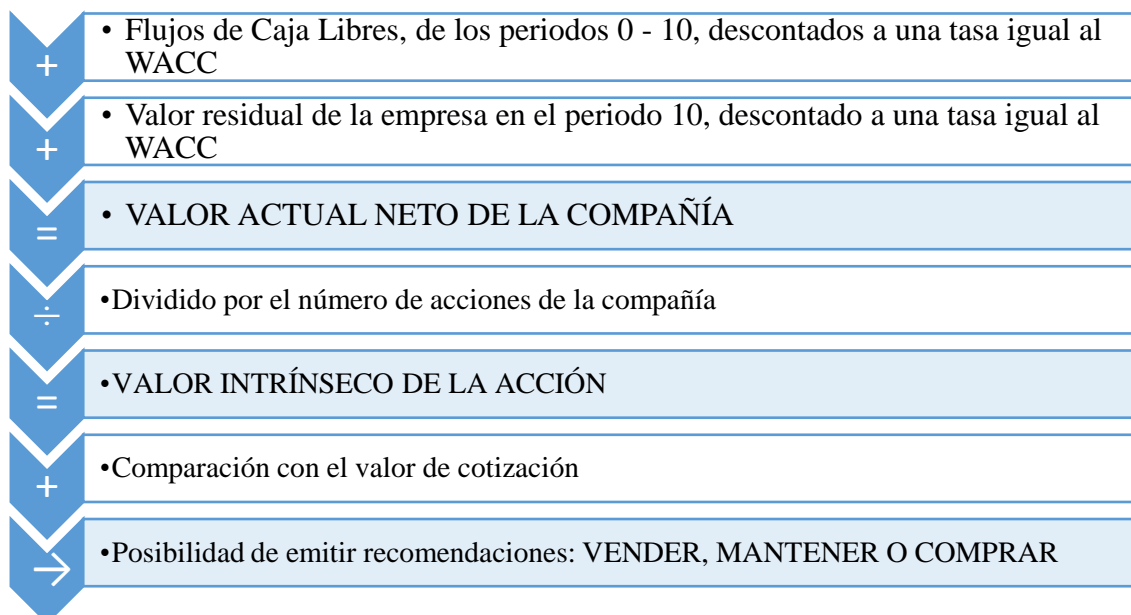
Para calcular el valor actual de cada una de las sociedades se realizan una serie de hipótesis, basadas en la información contable de las compañías, la evolución registrada en los últimos años, las previsiones futuras y hechos relevantes relacionados con las sociedades en cuestión. Estas hipótesis permiten la estimación de cada uno de los componentes del FCF para un horizonte temporal de 10 años. De esta manera, se obtiene el Flujo de Caja Libre anual de cada una de las compañías, que será descontado aplicando una tasa de descuento igual al WACC.

A la suma de los flujos de caja descontados, se deberá adicionar el valor residual de la empresa en el año 2026 (último año para el que se estiman flujos en este análisis), descontado a su vez con una tasa igual al WACC. Este valor residual representa el valor que tendrá la empresa al cierre de año 2026. Para ello, además del WACC, se necesita la tasa de crecimiento a perpetuidad (g) de la empresa. Esta tasa, estima el crecimiento de los flujos de caja de la empresa en un periodo de tiempo infinito. Es así como finalmente, se obtiene el valor en el momento presente de las cinco entidades analizadas.

Una vez hecha esta valoración, es posible obtener el valor intrínseco de cada una de las acciones de las empresas, mediante la división del valor actual de la corporación por el número total de títulos. De nuevo recurriendo al análisis fundamental, se asume que el valor bursátil de una acción va a tender a su valor real (o intrínseco). De esta manera, al comparar el valor al que cotiza la acción en un momento dado, con el valor que realmente tiene la misma, se puede emitir una recomendación a los inversores en cuanto a comprar,

vender o mantener los títulos. La figura 9.1 esquematiza todo el proceso que se acaba de explicar.

Figura 9.1: Aplicación del método de Descuento de Flujos de Caja.



El procedimiento y las hipótesis que se han asumido para poder estimar los Flujos de Caja Libres, siempre de la manera más conservadora razonablemente posible, son los siguientes (para más información, véase el Anexo VII del presente trabajo):

- Se parte del EBIT. La estimación de la evolución del EBIT se hace en función de la cantidad que representa esta magnitud en los ejercicios anteriores, así como, en determinados casos de las previsiones que la propia sociedad hace de sus resultados. Además, en el caso de GRF y PHM, se añade el rechazo por parte de las autoridades estadounidenses y europeas respectivamente de uno de sus fármacos en última fase de investigación.
- Al EBIT se le resta la tasa impositiva esperada, calculada como la media aritmética de las tasas impositivas efectivas de los últimos 10 ejercicios. Así se obtiene el beneficio operativo después de impuestos.
- A lo anterior, se le suma la cantidad estimada como gasto de amortización, la diferencia entre periodos en las necesidades operativas de fondos y se le resta la inversión en inmovilizado que realiza la empresa para poder mantener su actividad productiva. De esta manera, se obtiene el FCF.

Por su parte, se ha asumido como tasa de crecimiento a posteridad un 1%, adoptando el criterio más conservador posible dentro de la horquilla que suelen dar los expertos⁵⁹. Por último, para el cálculo del WACC -tasa a la que se descuenta el FCF hallado como se acaba de detallar y el valor residual de la empresa en el último periodo- se ha considerado la misma tasa impositiva que para el FCF, el activo libre de riesgo de referencia es el bono español a 10 años de la última subasta pública, la beta es extraída de diferentes páginas bursátiles⁶⁰, y la prima de riesgo de mercado de estudios externos⁶¹.

En el caso de PharmaMar, dada su situación especial se han hecho dos análisis diferenciados. Podemos resumir esta situación especial como sigue: En el momento actual, PHM está comercializando un único compuesto activo que constituye la mayor parte de sus ingresos y cuya marca comercial es Yondelis. Por otro lado, la empresa muestra dos principios activos en la última fase de investigación: el más avanzado, con marca comercial Aplidin y, el segundo, cuya marca comercial es Zepsyre⁶², al que aún le falta recorrido en la investigación. Sin embargo, las autoridades europeas han rechazado la autorización de la comercialización de Aplidin en dos ocasiones, una en diciembre de 2017 (por el organismo CHMP) y otra en marzo de 2018 (por su superior jerárquico dentro de la EMA)⁶³. Las esperanzas de la compañía se encuentran por lo tanto en el Zepsyre, medicamento que podría ser utilizado contra un tipo de cáncer de pulmón que afecta a muchas personas y en cuyo campo, además, no se ha producido un descubrimiento relevante en 20 años⁶⁴. En consecuencia, se ha llevado a cabo una valoración de la compañía en dos escenarios diferentes, el primero -conservador-, si la investigación en curso no aporta resultados exitosos o las autoridades europeas rechazan también la comercialización de este antitumoral, y la segunda, en el caso de que se

⁵⁹ Se puede citar en este caso a Óscar Sánchez Vela, en su artículo “la Tasa de Crecimiento "g" y su razonabilidad”, la estima entre un 1% y un 3%. [Recurso electrónico].

⁶⁰ En concreto, las betas se han obtenido de investing.com y se han contrastado con tradingview.com

⁶¹ En concreto, se ha extraído de FERNÁNDEZ, P. (2009): “La prima de riesgo de mercado según 100 libros”.

⁶² Los compuestos activos que se mencionan son la Trabectedina en el caso de Yondelis, Plitidepsina en el caso de Aplidin y la Lurbinectedina en el caso de Zepsyre.

⁶³ Solo con la primera negativa, la cotización de la acción cayó un 40%: un 33% antes de la negativa cuando se conoció que se esperaba que se denegase la autorización y un 8% cuando finalmente se emitió la resolución negativa.

⁶⁴ Se trata de un cáncer muy agresivo que se presenta generalmente con metástasis distantes y un peor pronóstico en comparación con otros tipos de cáncer de pulmón. La tasa de supervivencia a 5 años es de aproximadamente 5%. Alrededor del 18% de todos los casos de cáncer de pulmón diagnosticados son de este tipo, y sólo en los EE.UU. se registran más de 34.000 casos nuevos cada año. Este tumor está muy asociado con el consumo de tabaco. Después del fracaso al tratamiento en primera línea basado en platino, las alternativas terapéuticas son muy limitadas. La última aprobación de un medicamento para esta indicación, tuvo lugar hace 20 años. Fuente: Nota de prensa PHM de 29 de mayo de 2018.

cumplan las expectativas de la empresa. De esta manera, podemos apreciar cuál es el impacto en el valor de una empresa que puede tener una circunstancia concreta, como es el caso de la obtención de una patente o la concesión de una autorización por parte de una autoridad gubernativa.

El Anexo VII recoge pormenorizadamente el análisis completo, y la explicación de los motivos que llevan a la asunción de cada una de las hipótesis empleadas. A modo de resumen, la Tabla 9.1 muestra los resultados obtenidos para el conjunto de las entidades.

Tabla 9.1: Resultados de la valoración de las entidades

	GRF	ALM	ROVI	FAE	PHM-criterio conservador	PHM-éxito de Zepsyre
Valor intrínseco de la acción	33,840	14,758	17,471	4,855	-2,031	6,516
Valor bursátil (al cierre 08.06.2018)	26,910	11,110	16,500	3,590	1,500	1,500
Margen de revalorización	25,75%	32,84%	5,88%	35,25%	-235,37%	334,40%
Recomendación	COMPRAR	COMPRAR	MANTENER	COMPRAR	VENDER	COMPRAR

Se aprecia por lo tanto, que en los casos de GRF, ALM, FAE y PHM si el proyecto de Zepsyre tiene éxito, el valor de la acción como parte alícuota de una sociedad es mayor que el valor que por ella se está otorgando en el mercado. Esto implica que, desde el punto de vista del inversor, resulta barato adquirir esos títulos. En este sentido, cabría esperar que se revalorizasen hasta un 35 % en el caso de FAE, un 32% en el caso de ALM y un 26% en el caso de GRF. Por su parte, según el análisis llevado a cabo, el mercado está valorando correctamente ROVI (revalorización 6%).

En el caso de PHM, la alternativa existosa alberga un gran margen de revalorización puesto que la acción podría triplicar su valor (de lo que el inversor obtendría unas

plusvalías de más de un 200%). Por el contrario, en el caso de que se considere que PHM no va a tener éxito, la pérdida potencial sería del 100% del capital invertido, puesto que en ese caso, la empresa tendría un valor negativo. El motivo de estos resultados, estriba en el hecho de que esta sociedad arrastra muchas pérdidas, y además ni siquiera es capaz de crear valor con su actividad de explotación. Es por ello que, a falta de cambios drásticos (como lo sería el éxito de Zepsyre como fármaco contra el cáncer de pulmón), el valor de la sociedad es negativo. En la figura 9.1 se aprecia el potencial de revalorización de cada una de las entidades.



Resulta especialmente relevante el efecto que puede tener en la valoración de una empresa la predicción que se realice de una determinada circunstancia. En este caso, vemos como PHM se encuentra en un momento crucial, sólo tiene un principio activo dentro de su rama de actividad más importante y necesita conseguir otra patente poder mantener su actividad. La sociedad lleva varios años haciendo un gran esfuerzo en investigación (lo que irremediamente ha afectado a su cuenta de resultados) y ha recibido dos duros golpes⁶⁵ en un corto periodo de tiempo afectando a dos de sus productos que habían atravesado todas las fases de desarrollo. Sin embargo, aún existe la posibilidad de que se pueda comercializar Zepsyre contra el cáncer de pulmón, lo que significaría un enorme incremento en los ingresos y la multiplicación del valor de la empresa. Es por esta dualidad de escenarios posibles que es aceptable la existencia de dos valoraciones tan dispares.

De la misma manera, se aprecia que la rentabilidad de una acción en bolsa puede cambiar drásticamente por la resolución de un solo aspecto. En este caso, el inversor que decida

⁶⁵ No sólo se rechazó Aplidin, sino que Zepsyre fracasó en la fase de pruebas III para actuar contra determinados tipos de cáncer de ovario.

invertir en PharmaMar, asumirá un riesgo enorme, a cambio de unas posibilidades de crecimiento del valor del título de más de un 300%.

En la Tabla 9.2⁶⁶ se recogen los ratios PER y EV/EBITDA y los resultados obtenidos mediante la valoración de empresas por el método de descuento de flujos de caja, lo que nos permite relacionar este apartado del trabajo con el anterior. Podemos definir el ratio EV/EBITDA como el número de períodos de flujo de fondos operativo que hacen falta para recuperar la inversión realizada en la compra de una acción⁶⁷. La mayor ventaja del EV/EBITDA respecto del PER es que el primero tiene en cuenta la situación de endeudamiento de la empresa⁶⁸. Al igual que lo que ocurre con el PER, cuanto menor sea el valor de este ratio, más atractivo se presenta el título para el inversor.

Tabla 9.2	DFC	PER	EV/EBITDA
GRF	Comprar	22,17	13,01
ALM	Comprar	14,55	14,80
ROVI	Mantener	21,87	17,69
FAE	Comprar	22,15	16,71
PHM (-)	Vender	62,22	26,58
PHM (+)	Comprar	62,22	26,58

En primer lugar, se aprecia que hay valores que presentan resultados uniformes en aplicación de los diferentes métodos de análisis (ALM, GRF). ALM presenta el PER más bajo, uno de los EV/EBITDA menos elevados y, además,

muestra un alto potencial de revalorización según el DFC (+33%); en la misma situación se encuentra GRF, con un potencial de revalorización del 26%, el EV/EBITDA más bajo y un PER también relativamente reducido. Por su parte, ROVI y FAE, aportan resultados no tan claros, puesto que mientras que ambas presentan valores de los ratios similares, las recomendaciones que derivan del DFC son diferentes: una invita a comprar (FAE) y otra a mantener (ROVI).

El caso de PHM, de nuevo, merece un comentario singularizado. En función de cuál sea el criterio que se utilice para hacer la valoración de la empresa, la orden derivada será la de comprar o vender; y además con potenciales de pérdida y de revalorización muy altos (235% en el primer caso⁶⁹ y 334% en el segundo). Es posible apreciar en este momento

⁶⁶ Los valores de PER y EBITDA que aparecen en la tabla representan el promedio de los resultantes en los últimos 10 años, quedando siempre excluidos aquellos en los que los resultados de la sociedad (en el caso del PER) o el EBITDA de la misma (en el caso del EV/EBITDA) son negativos, puesto que vician la representatividad de los ratios.

⁶⁷ La definición del PER se encuentra recogida en el apartado VIII del presente trabajo.

⁶⁸ Véase en este sentido SCHERK W. (2007): Análisis fundamental del mercado de valores. Curso de bolsa y mercados financieros, Sánchez Fernández (Dir.). Instituto español de analistas financieros, Barcelona. Página 707.

⁶⁹ Nótese que en este análisis se utiliza el término de potencial de pérdida para expresar que el verdadero valor de la acción sería negativo. En ningún caso se quiere decir que los accionistas tuvieran que abonar

por qué se daba la disparidad en los ratios bursátiles analizados en el apartado anterior: el PER y la rentabilidad de la acción muestran los resultados económicos y bursátiles pasados; el book-to-ratio por su parte, muestra la confianza de los inversores en la posibilidad de que una empresa genere beneficios futuros. Los mercados, a día de hoy, siguen confiando en que PHM, generará beneficios en un futuro.

Por último, es necesario resaltar la gran importancia del potencial de revalorización, puesto que, como ocurrió a partir de 2013 para las acciones de ALM y ROVI, el mercado puede apreciar que los títulos están infravalorados, disparándose la cotización de los mismos en un periodo relativamente corto de tiempo. Aquellos inversores que tengan las acciones infravaloradas en su haber en el momento en el que la cotización suba rápidamente, verán incrementar muchísimo el valor de su cartera. Previsiblemente, este incremento de valor de las acciones que cotizan a un valor inferior a su valor intrínseco continuará hasta que este último y el bursátil coincidan. Análogamente, pero en sentido contrario, cabe esperar que aquellas acciones que estén sobrevaloradas, acarrearán una pérdida de valor en la cartera del inversor hasta que su valoración se adecúe al valor de las mismas cuando el mercado aprecie este hecho.

X. CONCLUSIONES

El **entorno del sector farmacéutico** a medio y largo plazo en nuestro país es, en suma, muy favorable, tanto desde un punto de vista general como específico.

- En el entorno general, esta valoración positiva viene explicada por la recuperación económica, la cual impulsa a un incremento en el consumo de usuarios finales y Administraciones Públicas. Si bien hasta ahora, la recuperación en el nivel de gasto farmacéutico de estas últimas ha sido más moderada, podría esperarse una mejora en la tendencia como consecuencia del reciente cambio de Gobierno. Esta situación económica se ve además favorecida por el continuado envejecimiento de la población. Como notas discordantes, podemos citar la baja inversión en I+D+i realizada en nuestro país y lo complejo de la regulación aplicable al sector.

dinero si PHM no pudiera continuar con su actividad puesto que su responsabilidad está limitada al capital aportado.

- Por otro lado, el entorno específico muestra un panorama aún más benévolo, con grandes barreras de entrada que hacen muy baja la amenaza de nuevos competidores. También son bajos el poder negociador de proveedores y la amenaza de productos sustitutivos; si bien es cierto que los consumidores tienen un alto poder de negociación en algunos casos.

Los **análisis financiero y patrimonial** muestran grandes diferencias entre las entidades analizadas, si bien se puede citar como característica común la elevada situación de liquidez en el sector. Esta particularidad tiene dos lecturas diferentes:

- La primera, positiva. Todas las empresas son capaces de hacer frente a sus obligaciones financieras en el corto plazo
- La segunda, negativa. La razón de esta elevada liquidez puede estribar en que la relación deudores/acreedores no sea beneficiosa para las sociedades estudiadas; este es el caso de las entidades cuyos periodos de pago a proveedores son inferiores que los periodos de pago que se conceden a sus deudores. En esta situación se encuentran ALM, ROVI, FAE y PHM, puesto que su gran dependencia del mercado español implica que sus clientes son AAPP, quienes disfrutan de unos periodos de pago privilegiados.

En GRF sin embargo, el motivo de esta liquidez es la elevada cantidad de disponible en balance- representando éste más del 90% de su PC-. Por su parte, el resto de las entidades también muestran un nivel de tesorería muy alto, si bien no tan exagerado; lo que implica que las compañías tienen recursos ociosos.

De estos análisis destacan la gran solvencia de FAE, el enorme crecimiento de GRF en el periodo y la situación crítica de endeudamiento en la que se encuentra PHM.

En lo que se refiere a la **rentabilidad de las sociedades**, es destacable que el sector farmacéutico español es un sector económicamente rentable y que ha soportado bien la crisis económica de 2008, manteniendo la mayoría de las entidades analizadas resultados positivos durante la recesión.

En este aspecto, podemos recalcar que una de las sociedades, FAE, es capaz de crear rendimientos crecientes a escala, lo que implica que con cada euro adicional invertido en la estructura productiva de la sociedad, el incremento que se produce en el beneficio es proporcionalmente mayor. Por otro lado, además de ser la empresa que crea una mayor rentabilidad con su inversión, es la única que ha sido capaz de aumentar su rentabilidad

económica durante la crisis. En lo que se refiere a la rentabilidad financiera, sin embargo, el resto de las corporaciones que tienen beneficios son capaces de aprovechar mejor el efecto apalancamiento, aumentando la rentabilidad de sus inversores mediante el recurso a la deuda. Debido a los rendimientos crecientes de su inversión y a que presenta un gran margen de mejora en lo que se refiere a la maximización positiva del efecto 2apalancamiento FAE puede resultar una apuesta muy interesante desde el punto de vista del inversor.

Correlativamente con lo anterior en el **análisis bursátil**, se aprecia que incluso aquella sociedad que registraría más pérdidas -entendiendo pérdidas bursátiles como la diferencia de la cotización media del último ejercicio analizado con la cotización media de 2008, cuando la primera es inferior-, éstas serían menores que las que se obtendrían por la inversión del mismo capital en el IBEX 35. Además, mientras este índice perdió valor en su cotización bursátil de 2008 a 2017, cuatro de las cinco empresas vieron el valor de sus acciones revalorizarse. La media de esta revalorización es muy elevada, representando un 75% de la cuantía inicial. Por lo tanto, también en términos bursátiles el sector es muy rentable.

Tanto los ratios bursátiles como el resultado de la valoración de las compañías mediante el método de Descuento de Flujos de Caja, muestran empresas con amplio margen de revalorización. Ahora bien, PHM se encuentra en un momento decisivo, puesto que depende absolutamente del éxito de uno de sus fármacos que se encuentra en la última fase de desarrollo.

- Si el fármaco supera los exámenes que le faltan y se obtiene la autorización para su comercialización, la compañía podrá revertir la situación tan precaria en la que se encuentra, ofreciendo a los inversores la capacidad de triplicar el valor de su inversión. Este grupo lleva varios años arrastrando pérdidas, hasta el punto que su PN se ha reducido a un 12% del total del activo, a pesar de varias ampliaciones de capital.
- En el caso de que este principio activo no pueda salir adelante, la situación es completamente opuesta, pudiendo los inversores, llegar a perder toda su inversión, puesto que el valor de la compañía en ese caso es negativo.

Durante el desarrollo de todo el análisis comparado se llega a la conclusión de que, pese a su pertenencia a un mismo sector, las **diferencias presentadas entre las compañías son muy notables**. Existe heterogeneidad tanto en tamaños de balance, composición del

mismo, resultados y su evolución a lo largo del tiempo, tipo de actividad y grado de internacionalización. En este último aspecto, destaca especialmente GRF, cuyas ventas en España no alcanzan siquiera el 6% en 2017. En el lado opuesto se encuentra ROVI, con ventas nacionales del 70%.

Además, y relacionado con lo anterior, el sector farmacéutico es un sector que presenta un gran dinamismo. No solo el sector se encuentra en crecimiento, sino que muestra una cierta autonomía -que no independencia total- de la crisis económico-financiera vivida en la última década.

Dentro de este dinamismo, y en el seno de los casos aquí analizados, podemos encontrar diferencias en las actividades desarrolladas por las empresas:

- En primer lugar, las empresas más grandes, con resultados positivos prolongados en el tiempo y estructuras de balance sanas GRF y ALM son las únicas entidades que presentan una actividad puramente farmacéutica.
- ROVI es la que muestra un tipo de actividad más diferenciada puesto que la mayoría de sus ingresos depende de la producción para otras empresas y de la compra y posterior venta de productos farmacéuticos. Este hecho, afecta a la estructura de su activo y su cuenta de PyG, dado que no necesita tanto intangible ni tanta inversión en I+D+i como el resto. Si bien no ha dejado de investigar, dado que una importante parte de sus ingresos no depende del descubrimiento de fármacos ni de la creación de una marca propia, el riesgo que asume ROVI es menor que el de sus competidoras.
- Por su parte FAE se está preparando para el momento en el que se agote su patente sobre la bilastina (a partir de 2026), mediante el refuerzo de áreas que no son puramente farmacéuticas, como la nutrición y salud animal o los productos de autocuidado. En esta misma línea, PHM ya comenzó a diversificar su actividad, dedicándose a la química de gran consumo; sin embargo, la importancia de esta actividad sigue siendo secundaria, y no alcanza para poder sacar a la sociedad de la situación en la que se encuentra.

XI. BIBLIOGRAFÍA

1. OBRAS DOCTRINALES

COLÓM GORGUES, A. (2015) *Guía básica y ejercicios prácticos para la gestión empresarial*. Ediciones de la universidad de Lleida, Lleida.

DE PABLO LÓPEZ, A. Y FERRUZ AGUDO, L. (2007): *Finanzas de empresa*. Ed. Centro de estudios de Ramón Areces, Madrid.

ESTEO SÁNCHEZ, F. (2003): *Análisis de estados financieros. Planificación y control (comentarios y casos prácticos)*. Ediciones Centro de Estudios Financieros.

FERNÁNDEZ, P. (2009): “La prima de riesgo de mercado según 100 libros”. *IESE Business School*.

GARRIDO MIRALLES, P. e ÍÑIGUEZ SÁNCHEZ, R. (2017): *Análisis de estados contables. Elaboración e interpretación de la información financiera*. Ed. Pirámide, Madrid.

GONZÁLEZ PASCUAL, J. (2015): *Análisis de la empresa a través de su información económico financiera. Fundamentos teóricos y aplicaciones*. Ed. Pirámide, Madrid.

MARTÍNEZ CONESA, I. y GARCÍA MECA, E. (2005): *valoración de empresas cotizadas*. Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas (AECA), Alcobendas (Madrid).

MARTÍNEZ PEDRÓS, D. y MILLA GUTIÉRREZ, A. (2012): *Análisis del entorno*. Ediciones Díaz de Santos. Madrid.

PORTER, M.E. (2008): “Las cinco fuerzas competitivas que le dan forma a la estrategia”. *Harvard Business Review*.

SCHERK W. (2007): “Análisis fundamental del mercado de valores. Curso de bolsa y mercados financieros”. Sánchez Fernández (Dir.). *Instituto español de analistas financieros, Barcelona*.

SISKA GOYTRE, J. (2007): “El análisis bursátil a través de ratios: una visión fundamental. Curso de bolsa y mercados financieros”. Sánchez Fernández (Dir.). *Instituto español de analistas financieros, Barcelona*.

2. RECURSOS ELECTRÓNICOS

GARCÍA F. El ratio PER: Cálculo, significado, uso, ventajas e inconvenientes

MAQUEDA. A. La inversión en I+D sigue perdiendo peso en España pese a la recuperación (Abril 2018). Elpaís.com

Página web corporativa de Almirall. Última consulta Junio 2018. www.almirall.es

Página web corporativa de Farmaindustria. Última consulta Abril 2018.
www.farmaindustria.es

Página web corporativa de Grifols. Última consulta Junio 2018. www.grifols.com

Página web corporativa de Laboratorios ROVI. Última consulta Junio 2018.
www.rovi.es

Página web de Invertia. Última consulta Junio 2018.

Página web de Investing. Última consulta Junio de 2018. www.investing.com

Página web de la Bolsa de Madrid. Última consulta Junio 2018

Página web de la CNMV. Última consulta, junio 2018

Página web de la U.S. National Library of Medicine. Heparina inyectable. Última consulta Abril 2018.

Página web de Rankia. Última consulta Junio 2018.

Página web del Boletín Oficial del Estado (BOE). Última consulta Junio 2018.

Página web del Instituto Nacional de Estadística. Última consulta Mayo 2018.

Página web del Ministerio de hacienda y función pública. Última consulta Abril 2018.
<http://www.minhAFP.gob.es>

Página web del Ministerio de Sanidad, Servicios sociales e Igualdad. Última consulta Junio 2018. www.msssi.gob.es

Página web del tesoro público. Última consulta, junio 2018

Recurso electrónico de Trading View.

RUIZ M. Envejecimiento de la población (Abril 2018). Unidad de Análisis de la Fundación General CSIC. www.fgcsic.es

VIGARIO A. EEUU rechaza aprobar el fármaco de Grifols investigado por la Justicia (Mayo 2018). www.eleconomista.es. Última consulta Junio 2018.

SÁNCHEZ VELA, O. “La tasa de crecimiento «g» y su razonabilidad”. www.idylia.net. Última consulta junio 2018.

Página web corporativa de FAES FARMA. Última consulta Junio 2018.

www.faesfarma.com

Página web corporativa de Pharmamar. Última consulta Junio 2018.

www.pharmamar.com

XII. ANEXOS

1. ANEXO I: MARCO TEÓRICO

Tablas 2.1 y 2.2. Ratios financieros

Tabla 2.1: FINANCIACIÓN A CORTO PLAZO	
<i>Fondo de maniobra</i>	Activo Corriente - Pasivo Corriente
<i>Liquidez general</i>	Activo Corriente/Pasivo Corriente
<i>Liquidez inmediata</i>	(Activo Corriente - Existencias) / Pasivo Corriente
<i>Ratio Tesorería</i>	Disponible/Pasivo Corriente

Tabla 2.2: FINANCIACIÓN A LARGO PLAZO		
SOLVENCIA	<i>Solvencia</i>	Activo / Pasivo
COBERTURA	<i>Cobertura del inmovilizado con recursos propios</i>	PN/ANC
	<i>Cobertura del inmovilizado con capitales permanentes</i>	Recursos permanentes / Activo No Corriente
ENDEUDAMIENTO	<i>Endeudamiento general</i>	Pasivo / PN
	<i>Endeudamiento a L/P</i>	PNC/PN
	<i>Endeudamiento a C/P</i>	PC/PN
	<i>Composición endeudamiento</i>	PNC/PC
	<i>Cobertura cargas financieras</i>	EBIT / Gastos financieros
	<i>Capacidad devolución de deudas</i>	EBIT / Pasivo
AUTOFINANCIACIÓN	<i>Grado de autofinanciación del periodo para el crecimiento</i>	Beneficio retenido / Resultado del ejercicio
	<i>Grado de autofinanciación total</i>	Reservas / Patrimonio Neto
	<i>Crecimiento de reservas</i>	Beneficio retenido del ejercicio / Reservas totales

Tablas 2.3 y 2.4. Ratios que expresan la rentabilidad.

RENTABILIDAD ECONÓMICA		RENTABILIDAD FINANCIERA	
<i>ROI (Return on investments)</i>	EBIT / Activo medio	<i>ROE (Return on equity)</i>	EBT/PN Medio
<i>Rentabilidad de los activos después de intereses</i>	EBT / Activo medio	<i>Rentabilidad financiera después de impuestos</i>	Rdo Después de Impuestos /PN medio
<i>Rentabilidad de los activos después de impuestos</i>	Rdo Después de Impuestos / Activo medio		

Tabla 2.5. Ratios bursátiles

RATIOS BURSÁTILES	
<i>Beneficio por acción (BPA)</i>	RDT / nº acciones
<i>Cash-flow por acción</i>	Cash-flow / nº acciones
<i>Dividendo por acción (DPA)</i>	Dividendos pagados / nº acciones
<i>Rentabilidad de la acción</i>	[(Precio final-Precio inicial)+ Dividendo acumulado]/Precio inicial
<i>Rentabilidad por dividendo</i>	Dividendo / Capitalización Bursátil
<i>Price Earning Ratio (PER)</i>	Precio / Beneficio Por Acción
<i>Pay-out</i>	Dividendo repartido/ Resultado neto
<i>Book to Market Ratio</i>	Valor Contable de la compañía / Capitalización bursátil
<i>EV/EBITDA</i>	(Capitalización bursátil - deuda neta) / EBITDA

Cuadro 2.1. Formulas necesarias para el cálculo del Descuento de Flujos de Caja.**Descuento de flujos de caja**

$$Valor\ de\ la\ empresa_t = \sum_{j=1}^n \frac{FCF_j}{(1+WACC)^j} + \frac{V_n}{(1+WACC)^n}$$

Siendo: FCF= flujos de caja libres (*free cash flow*); V_n = valor residual de la empresa el año n; K= tasa de descuento apropiada según el riesgo de los flujos de fondos

Determinación de la tasa de descuento: WACC (Weighted Average Cost of Capital)

$$WACC = K_e \times \left(\frac{E}{D + E} \right) + K_d (1 - t) \times \left(\frac{D}{D + E} \right)$$

Donde: E= valor de mercado de los fondos propios de la empresa; D= valor de mercado de la deuda; K_e =rentabilidad exigida por los accionistas; K_d = coste de la deuda

Determinación de la rentabilidad exigida por los accionistas

$$K_e = R_f + \beta_L \times R_p$$

Siendo: R_f : Rentabilidad sin riesgo; R_p : Prima de riesgo por invertir en bolsa; β_L : beta de los recursos propios de la empresa (leveraged)

Determinación de la beta apalancada

$$\beta_L = \beta_U \left[1 + \left((1 - t) \frac{D}{E} \right) \right]$$

Siendo: β_U : Beta de los recursos propios sin apalancar; D: nivel de endeudamiento de la empresa; E: nivel de fondos propios de la empresa.

Determinación del valor residual de la empresa

$$V_n = \frac{FCL_n \times (1 - g)}{WACC - g}$$

Siendo: FCL_n : el flujo de caja libre de la empresa en el periodo n; g: la tasa de crecimiento a posteridad.

2. ANEXO II: CUENTAS RESUMIDAS DE LAS ENTIDADES ANALIZADAS.

2.1.GRIFOLS

2.1.1. Balance de situación. Periodos 2008-2017.

GRIFOLS (miles €)	2.017	2.016	2.015	2.014	2.013	2.012	2.011	2.010	2.009	2.008
Activo no corriente	7.974.948	7.007.258	6.512.243	5.536.627	3.701.376	3.692.910	3.878.503	744.900	652.599	553.639
I. inmaterial	5.859.840	4.839.297	4.693.931	4.243.093	2.775.576	2.838.994	2.903.408	267.747	243.385	216.323
Resto de I.	2.115.108	2.167.961	1.818.312	1.293.534	925.800	853.916	975.095	477.153	409.214	337.316
Activo corriente	2.945.316	3.122.514	3.089.472	2.913.122	2.139.660	1.934.564	1.929.215	1.144.082	1.004.578	626.600
Existencias	1.629.293	1.642.931	1.431.391	1.194.057	946.913	998.644	1.030.341	527.865	484.462	373.098
Realizable	429.502	584.574	515.581	639.919	483.970	462.593	558.288	376.568	270.744	247.134
Disponble	886.521	895.009	1.142.500	1.079.146	708.777	473.327	340.586	239.649	249.372	6.368
TOTAL ACTIVO	10.920.264	10.129.772	9.601.715	8.449.749	5.841.036	5.627.474	5.807.718	1.888.982	1.657.177	1.180.239
Patrimonio Neto	3.633.965	3.727.978	3.301.390	2.662.888	2.107.204	1.880.741	1.664.994	707.390	578.528	481.279
Pasivo	7.286.299	6.401.794	6.300.325	5.786.861	3.733.832	3.746.733	4.142.724	1.181.592	1.078.649	698.960
Pasivo No Corriente	6.308.312	5.330.031	5.247.319	4.707.150	3.018.536	3.153.868	3.496.647	758.466	779.606	381.422
Pasivo Corriente	977.987	1.071.763	1.053.006	1.079.711	715.296	592.865	646.077	423.126	299.043	317.538
TOTAL PASIVO	10.920.264	10.129.772	9.601.715	8.449.749	5.841.036	5.627.474	5.807.718	1.888.982	1.657.177	1.180.239
Significatividad de las masas	2.017	2.016	2.015	2.014	2.013	2.012	2.011	2.010	2.009	2.008
Activo no corriente	73%	69%	68%	66%	63%	66%	67%	39%	39%	47%
I. inmaterial	54%	48%	49%	50%	48%	50%	50%	14%	15%	18%
Resto de I.	19%	21%	19%	15%	16%	15%	17%	25%	25%	29%
Activo corriente	27%	31%	32%	34%	37%	34%	33%	61%	61%	53%
Existencias	15%	16%	15%	14%	16%	18%	18%	28%	29%	32%
Realizable	4%	6%	5%	8%	8%	8%	10%	20%	16%	21%
Disponble	8%	9%	12%	13%	12%	8%	6%	13%	15%	1%
TOTAL ACTIVO	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Patrimonio Neto	33%	37%	34%	32%	36%	33%	29%	37%	35%	41%
Pasivo	67%	63%	66%	68%	64%	67%	71%	63%	65%	59%
Pasivo No Corriente	58%	53%	55%	56%	52%	56%	60%	40%	47%	32%
Pasivo Corriente	9%	11%	11%	13%	12%	11%	11%	22%	18%	27%
TOTAL PASIVO	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

2.1.2. Cuenta de Pérdidas y Ganancias operativa. Ejercicios 2008-2017.

GRIFOLS (miles de euros)	2.017	2.016	2.015	2.014	2.013	2.012	2.011	2.010	2.009	2.008
Importe neto de la cifra de negocios	4.318.073	4.049.830	3.934.563	3.355.384	2.741.732	2.620.944	1.795.613	990.730	913.186	814.311
Variación de existencias de PT y PC	16.576	-73.003	47.765	24.614	28.834	-18.002	-35.150	45.749	73.093	31.058
Otros ingresos de explotación	0	22.069	89.856	61.825	67.959	54.958	38.045	35.437	43.773	30.024
Aprovisionamientos	-559.384	-846.939	-998.587	-826.113	-687.355	-614.787	-431.552	-306.859	-286.274	-206.738
Gastos de personal	-1.145.567	-1.027.913	-938.535	-799.401	-673.617	-663.938	-488.641	-289.008	-273.168	-238.159
Otros gastos de explotación	-1.006.558	-960.698	-965.553	-762.740	-608.377	-576.110	-472.862	-220.218	-203.381	-192.288
Resultados de inmovilizado		1.010	-9.384	-6408	-4587	-13855	-35953	-372	-1147	-1.991
RESULTADO BRUTO EXPLOTACIÓN (EBIIDA)	1.218.833	1.164.356	1.160.125	1.047.161	864.589	789.210	369.500	255.459	266.082	236.217
Amortizaciones y deterioros	-215.490	-224.948	-189.755	-189.472	-128.469	-129.126	-90.639	-45.776	-39.554	-33.256
RESULTADO OPERATIVO	1.003.343	939.408	970.370	857.689	736.120	660.084	278.861	209.683	226.528	202.961
Resultados de inversiones financieras	-10.209	25.783	-39.785	-42.974	1.407	11.981	1.724	-2.239	4.553	-1.387
RESULTADO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (EBIT)	993.134	965.191	930.585	814.715	737.527	672.065	280.585	207.444	231.081	201.574
Gastos financieros	-297.412	-252.439	-240.335	-225.035	-239.991	-284.117	-200.562	-49.660	-27.087	-29.305
RESULTADO ORDINARIO ANTES DE IMPUESTOS (EBT)	695.722	712.752	690.250	589.680	497.536	387.948	80.023	157.784	203.994	172.269
Impuesto sobre resultados ordinarios	-34.408	-168.209	-158.809	-122.597	-155.482	-132.571	-29.795	-42.517	-56.424	-50.153
RESULTADO ORDINARIO NETO DE IMPUESTOS	661.314	544.543	531.441	467.083	342.054	255.377	50.228	115.267	147.570	122.116
Resultados excepcionales	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Impuesto sobre resultados excepcionales	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
RESULTADO DE OPERACIONES CONTINUADAS	661.314	544.543	531.441	467.083	342.054	255.377	50.228	115.267	147.570	122.116
Resultado de operaciones interrumpidas neto de impuestos										
RESULTADO DEL EJERCICIO	661.314	544.543	531.441	467.083	342.054	255.377	50.228	115.267	147.570	122.116
TIPO DE GRAVAMEN EFECTIVO	-4,95%	-23,60%	-23,01%	-20,79%	-31,25%	-34,17%	-37,23%	-26,95%	-27,66%	-29,11%

Significatividad sobre ventas	2.017	2.016	2.015	2.014	2.013	2.012	2.011	2.010	2.009	2.008
Importe neto de la cifra de negocios	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Variación de existencias de PT y PC	0,38%	-1,80%	1,21%	0,73%	1,05%	-0,69%	-1,96%	4,62%	8,00%	3,81%
Otros ingresos de explotación	0,00%	0,54%	2,28%	1,84%	2,48%	2,10%	2,12%	3,58%	4,79%	3,69%
Aprovisionamientos	-12,95%	-20,91%	-25,38%	-24,62%	-25,07%	-23,46%	-24,03%	-30,97%	-31,35%	-25,39%
Gastos de personal	-26,53%	-25,38%	-23,85%	-23,82%	-24,57%	-25,33%	-27,21%	-29,17%	-29,91%	-29,25%
Otros gastos de explotación	-23,31%	-23,72%	-24,54%	-22,73%	-22,19%	-21,98%	-26,33%	-22,23%	-22,27%	-23,61%
Resultados de inmovilizado	0,00%	0,02%	-0,24%	-0,19%	-0,17%	-0,53%	-2,00%	-0,04%	-0,13%	-0,24%
RESULTADO BRUTO EXPLOTACIÓN (EBITDA)	28,23%	28,75%	29,49%	31,21%	31,53%	30,11%	20,58%	25,78%	29,14%	29,01%
Amortizaciones y deterioros	-4,99%	-5,55%	-4,82%	-5,65%	-4,69%	-4,93%	-5,05%	-4,62%	-4,33%	-4,08%
RESULTADO OPERATIVO	23,24%	23,20%	24,66%	25,56%	26,85%	25,18%	15,53%	21,16%	24,81%	24,92%
Resultados de inversiones financieras	-0,24%	0,64%	-1,01%	-1,28%	0,05%	0,46%	0,10%	-0,23%	0,50%	-0,17%
RESULTADO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (EBIT)	23,00%	23,83%	23,65%	24,28%	26,90%	25,64%	15,63%	20,94%	25,30%	24,75%
Gastos financieros	-6,89%	-6,23%	-6,11%	-6,71%	-8,75%	-10,84%	-11,17%	-5,01%	-2,97%	-3,60%
RESULTADO ORDINARIO ANTES DE IMPUESTOS (EBT)	16,11%	17,60%	17,54%	17,57%	18,15%	14,80%	4,46%	15,93%	22,34%	21,16%
Impuesto sobre resultados ordinarios	-0,80%	-4,15%	-4,04%	-3,65%	-5,67%	-5,06%	-1,66%	-4,29%	-6,18%	-6,16%
RESULTADO ORDINARIO NETO DE IMPUESTOS	15,32%	13,45%	13,51%	13,92%	12,48%	9,74%	2,80%	11,63%	16,16%	15,00%
Resultados excepcionales										
Impuesto sobre resultados excepcionales										
RESULTADO DE OPERACIONES CONTINUADAS	15,32%	13,45%	13,51%	13,92%	12,48%	9,74%	2,80%	11,63%	16,16%	15,00%
Resultado de operaciones interrumpidas neto de impuestos										
RESULTADO DEL EJERCICIO	15,32%	13,45%	13,51%	13,92%	12,48%	9,74%	2,80%	11,63%	16,16%	15,00%

2.1.3. Estado de Flujos de Efectivo. Periodos 2008-2017

GRIFOLS (cifras en miles de euros)	2.017	2.016	2.015	2.014	2.013	2.012	2.011	2.010	2.009	2.008
Flujos de efectivo de las actividades de explotación (FEI)	841.746	553.278	742.778	978.928	592.011	507.118	220.228	104.252	88.180	74.443
Flujos de efectivo de las actividades de inversión (FEI)	-2.185.880	-506.652	-633.110	-1.521.104	-236.034	-64.435	-1.618.726	-104.056	-135.953	-130.766
Flujos de efectivo de las actividades de financiación (FE)	1.434.065	-329.558	-158.038	841.118	-105.146	-305.330	1.474.972	-29.275	290.896	57.345
Efecto de las variaciones en el tipo de cambio	-98.419	35.441	111.724	71.427	-15.381	-4.612	24.463	19.356	-119	-344
Aumento o disminución neta del efectivo o equivalentes	-8.488	-247.491	63.354	370.369	235.450	132.741	100.937	-9.723	243.004	678
Efectivo o equivalentes al comienzo del ejercicio	895.009	1.142.500	1.079.146	708.777	473.327	340.586	239.649	249.372	6.368	5.690
Efectivo o equivalentes al final del ejercicio	886.521	895.009	1.142.500	1.079.146	708.777	473.327	340.586	239.649	249.372	6.368

2.2. ALMIRALL

2.2.1. Balance de situación. Periodos 2008-2017.

ALMIRAL (miles €)	2.017	2.016	2.015	2.014	2.013	2.012	2.011	2.010	2.009	2.008
Activo no corriente	1.661.082	2.079.975	1.385.262	1.433.135	1.438.122	1.045.667	997.952	1.008.670	978.983	961.090
I. inmaterial	1.072.131	1.425.761	760.003	783.189	931.340	628.500	624.156	654.657	625.476	616.179
Resto de I.	588.951	654.214	625.259	649.946	506.782	417.167	373.796	354.013	353.507	344.911
Activo corriente	515.363	738.553	1.147.083	1.107.266	334.599	310.440	458.655	528.070	503.989	435.326
Existencias	83.743	91.040	87.124	81.019	97.742	92.406	93.207	87.900	97.704	112.529
Realizable	220.078	398.014	462.005	728.320	156.002	182.442	326.731	377.655	366.900	280.511
Disponible	211.542	249.499	597.954	297.927	80.855	35.592	38.717	62.515	39.385	42.286
TOTAL ACTIVO	2.176.445	2.818.528	2.532.345	2.540.401	1.772.721	1.356.107	1.456.607	1.536.740	1.482.972	1.396.416
Patrimonio Neto	1.133.680	1.520.280	1.462.582	1.339.566	888.334	923.667	854.713	819.302	750.957	652.994
Pasivo	1.042.765	1.298.248	1.069.763	1.200.835	884.387	432.440	601.894	717.438	732.015	743.422
Pasivo No Corriente	694.358	926.663	768.207	839.642	486.303	182.959	188.333	355.860	424.191	435.506
Pasivo Corriente	348.407	371.585	301.556	361.193	398.084	249.481	413.561	361.578	307.824	307.916
TOTAL PASIVO	2.176.445	2.818.528	2.532.345	2.540.401	1.772.721	1.356.107	1.456.607	1.536.740	1.482.972	1.396.416
Significatividad de las masas	2.017	2.016	2.015	2.014	2.013	2.012	2.011	2.010	2.009	2.008
Activo no corriente	76%	74%	55%	56%	81%	77%	69%	66%	66%	69%
I. inmaterial	49%	51%	30%	31%	53%	46%	43%	43%	42%	44%
Resto de I.	27%	23%	25%	26%	29%	31%	26%	23%	24%	25%
Activo corriente	24%	26%	45%	44%	19%	23%	31%	34%	34%	31%
Existencias	4%	3%	3%	3%	6%	7%	6%	6%	7%	8%
Realizable	10%	14%	18%	29%	9%	13%	22%	25%	25%	20%
Disponible	10%	9%	24%	12%	5%	3%	3%	4%	3%	3%
TOTAL ACTIVO	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Patrimonio Neto	52%	54%	58%	53%	50%	68%	59%	53%	51%	47%
Pasivo	48%	46%	42%	47%	50%	32%	41%	47%	49%	53%
Pasivo No Corriente	32%	33%	30%	33%	27%	13%	13%	23%	29%	31%
Pasivo Corriente	16%	13%	12%	14%	22%	18%	28%	24%	21%	22%
TOTAL PASIVO	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

2.2.2. Cuenta de Pérdidas y Ganancias operativa. Ejercicios 2008-2017

ALMIRALL (miles de €)	2.017	2.016	2.015	2.014	2.013	2.012	2.011	2.010	2.009	2.008
Importe neto de la cifra de negocios	639.381	764.361	684.985	786.396	692.891	682.882	768.418	882.438	925.486	902.827
Variación de existencias de PT y PC	-4.189	6.467	-2.680	-5.672	1.817	7.241	-3.442	-1.709	-14.961	-3.296
Otros ingresos de explotación	116.404	94.854	84.712	621.049	132.592	217.287	104.664	120.594	109.783	158.789
Aprovisionamientos	-168.816	-169.238	-148.107	-165.765	-176.845	-215.396	-229.987	-272.078	-274.045	-276.783
Gastos de personal	-204.072	-227.769	-188.381	-256.213	-232.140	-224.431	-209.458	-229.624	-230.433	-243.596
Otros gastos de explotación	-259.269	-271.862	-231.979	-330.258	-342.480	-344.312	-270.424	-282.384	-269.933	-307.917
Resultados de inmovilizado	-2.222	30.089	44.217	14134	-5838	216	-2351	-1485	17121	840
RESULTADO BRUTO EXPLOTACIÓN (EBITDA)	117.217	226.902	242.767	663.671	69.997	123.487	157.420	215.752	263.018	230.864
Amortizaciones y deterioros	-427.233	-115.296	-74.491	-153.919	-74.023	-70.037	-70.182	-75.858	-65.849	-68.418
RESULTADO OPERATIVO	-310.016	111.606	168.276	509.752	-4.026	53.450	87.238	139.894	197.169	162.446
Resultados de inversiones financieras	-9.043	-4.073	21.232	-14.964	-1.133	3.129	9.389	7.842	3.010	8.349
RESULTADO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (EBIT)	-319.059	107.533	189.508	494.788	-5.159	56.579	96.627	147.736	200.179	170.795
Gastos financieros	-2.004	-14.896	-16.872	-12.811	-4.244	-7.759	-14.719	-16.936	-20.155	-26.073
RESULTADO ORDINARIO ANTES DE IMPUESTOS (EBT)	-321.063	92.637	172.636	481.977	-9.403	48.820	81.908	130.800	180.024	144.722
Impuesto sobre resultados ordinarios	17.102	-17.158	-40.810	-33.548	5.870	27.471	13.877	-633	-20.991	-8.585
RESULTADO ORDINARIO NETO DE IMPUESTOS	-303.961	75.479	131.826	448.429	-3.533	76.291	95.785	130.167	159.033	136.137
Resultados excepcionales	0	0	0	0	-80.326	0	-9.936	-11.619	-8.534	0
Impuesto sobre resultados excepcionales	0	0	0	0	50142	0	-1683	56	995	0
RESULTADO DE OPERACIONES CONTINUADAS	-303.961	75.479	131.826	448.429	-33.717	76.291	84.166	118.604	151.494	136.137
Resultado de operaciones interrumpidas neto de impuestos										
RESULTADO DEL EJERCICIO	-303.961	75.479	131.826	448.429	-33.717	76.291	84.166	118.604	151.494	136.137
TIPO DE GRAVÁMEN EFECTIVO	-5,33%	-18,52%	-23,64%	-6,96%	-62,42%	56,27%	16,94%	-0,48%	-11,66%	-5,93%

	2.017	2.016	2.015	2.014	2.013	2.012	2.011	2.010	2.009	2.008
Importe neto de la cifra de negocios	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Variación de existencias de PT y PC	-0,66%	0,85%	-0,39%	-0,72%	0,26%	1,06%	-0,45%	-0,19%	-1,62%	-0,37%
Otros ingresos de explotación	18,21%	12,41%	12,37%	78,97%	19,14%	31,82%	13,62%	13,67%	11,86%	17,59%
Aprovisionamientos	-26,40%	-22,14%	-21,62%	-21,08%	-25,52%	-31,54%	-29,93%	-30,83%	-29,61%	-30,66%
Gastos de personal	-31,92%	-29,80%	-27,50%	-32,58%	-33,50%	-32,87%	-27,26%	-26,02%	-24,90%	-26,98%
Otros gastos de explotación	-40,55%	-35,57%	-33,87%	-42,00%	-49,43%	-50,42%	-35,19%	-32,00%	-29,17%	-34,11%
Resultados de inmovilizado	-0,35%	3,94%	6,46%	1,80%	-0,84%	0,03%	-0,31%	-0,17%	1,85%	0,09%
RESULTADO BRUTO EXPLOTACION (EBITDA)	18,33%	29,69%	35,44%	84,39%	10,10%	18,08%	20,49%	24,45%	28,42%	25,57%
Amortizaciones y deterioros	-66,82%	-15,08%	-10,87%	-19,57%	-10,68%	-10,26%	-9,13%	-8,60%	-7,12%	-7,58%
RESULTADO OPERATIVO	-48,49%	14,60%	24,57%	64,82%	-0,58%	7,83%	11,35%	15,85%	21,30%	17,99%
Resultados de inversiones financieras	-1,41%	-0,53%	3,10%	-1,90%	-0,16%	0,46%	1,22%	0,89%	0,33%	0,92%
RESULTADO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (EBIT)	-49,90%	14,07%	27,67%	62,92%	-0,74%	8,29%	12,57%	16,74%	21,63%	18,92%
Gastos financieros	-0,31%	-1,95%	-2,46%	-1,63%	-0,61%	-1,14%	-1,92%	-1,92%	-2,18%	-2,89%
RESULTADO ORDINARIO ANTES DE IMPUESTOS (EBT)	-50,21%	12,12%	25,20%	61,29%	-1,36%	7,15%	10,66%	14,82%	19,45%	16,03%
Impuesto sobre resultados ordinarios	2,67%	-2,24%	-5,96%	-4,27%	0,85%	4,02%	1,81%	-0,07%	-2,27%	-0,95%
RESULTADO ORDINARIO NETO DE IMPUESTOS	-47,54%	9,87%	19,25%	57,02%	-0,51%	11,17%	12,47%	14,75%	17,18%	15,08%
Resultados excepcionales					-11,59%		-1,29%	-1,32%	-0,92%	0,00%
Impuesto sobre resultados excepcionales					7,24%		-0,22%	0,01%	0,11%	0,00%
RESULTADO DE OPERACIONES CONTINUADAS	-47,54%	9,87%	19,25%	57,02%	-4,87%	11,17%	10,95%	13,44%	16,37%	15,08%
Resultado de operaciones interrumpidas neto de impuestos	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
RESULTADO DEL EJERCICIO	-47,54%	9,87%	19,25%	57,02%	-4,87%	11,17%	10,95%	13,44%	16,37%	15,08%

2.2.3. Estado de Flujos de Efectivo. Periodos 2008-2017

ALMIRALL (cifras en miles de euros)	2.017	2.016	2.015	2.014	2.013	2.012	2.011	2.010	2.009	2.008
Flujos de efectivo de las actividades de explotación (FEI)	6.094	105.056	170.884	646.935	67.114	112.754	100.140	174.566	259.800	254.189
Flujos de efectivo de las actividades de inversión (FEI)	-67.163	-457.206	-5.550	-1.990	-306.974	-76.440	-27.268	-84.974	-40.715	-9.942
Flujos de efectivo de las actividades de financiación (FE)	-125.416	-49.135	-51.772	20.280	276.780	-212.948	-156.865	-36.340	-140.875	-202.370
Efecto de las variaciones en el tipo de cambio				-2					-149	-367
Aumento o disminución neta del efectivo o equivalentes	-186.485	-401.285	113.562	665.223	36.920	-176.634	-83.993	53.252	78.061	41.510
Efectivo o equivalentes al comienzo del ejercicio	466.711	867.996	754.434	89.211	52.291	228.925	312.918	259.666	159.227	117.717
Efectivo o equivalentes al final del ejercicio	280.226	466.711	867.996	754.434	89.211	52.291	228.925	312.918	237.288	159.227

2.3. Laboratorios ROVI

2.3.1. Balance de situación. Periodos 2008-2017.

ROVI (Miles €)	2.017	2.016	2.015	2.014	2.013	2.012	2.011	2.010	2.009	2.008
Activo no corriente	130.215	120.776	109.764	99.287	98.440	91.321	58.891	50.956	38.474	36.941
I. inmaterial	29.132	27.443	18.881	17.206	14.468	3.176	2.736	2.290	974	745
Resto de I.	101.083	93.333	90.883	82.081	83.972	88.145	56.155	48.666	37.500	36.196
Activo corriente	168.167	167.072	154.083	162.033	137.483	131.042	169.177	161.931	126.313	98.964
Existencias	75.492	67.386	63.859	67.567	58.747	56.225	41.306	41.824	30.390	25.816
Realizable	51.975	58.308	60.973	67.795	59.335	58.232	78.380	86.472	59.984	53.508
Disponible	40.700	41.378	29.251	26.671	19.401	16.585	49.491	33.635	35.939	19.640
TOTAL ACTIVO	298.382	287.848	263.847	261.320	235.923	222.363	228.068	212.887	164.787	135.905
Patrimonio Neto	191.687	183.406	164.785	158.470	144.464	126.447	113.981	104.134	87.205	68.715
Pasivo	106.695	104.442	99.062	102.850	91.459	95.916	114.087	108.753	77.582	67.190
Pasivo No Corriente	33.472	28.000	39.836	40.733	33.119	40.784	57.331	57.126	38.863	31.777
Pasivo Corriente	73.223	76.442	59.226	62.117	58.340	55.132	56.756	51.627	38.719	35.413
TOTAL PASIVO	298.382	287.848	263.847	261.320	235.923	222.363	228.068	212.887	164.787	135.905
Significatividad de las masas	2.017	2.016	2.015	2.014	2.013	2.012	2.011	2.010	2.009	2.008
Activo no corriente	44%	42%	42%	38%	42%	41%	26%	24%	23%	27%
I. inmaterial	10%	10%	7%	7%	6%	1%	1%	1%	1%	1%
Resto de I.	34%	32%	34%	31%	36%	40%	25%	23%	23%	27%
Activo corriente	56%	58%	58%	62%	58%	59%	74%	76%	77%	73%
Existencias	25%	23%	24%	26%	25%	25%	18%	20%	18%	19%
Realizable	17%	20%	23%	26%	25%	26%	34%	41%	36%	39%
Disponible	14%	14%	11%	10%	8%	7%	22%	16%	22%	14%
TOTAL ACTIVO	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Patrimonio Neto	64%	64%	62%	61%	61%	57%	50%	49%	53%	51%
Pasivo	36%	36%	38%	39%	39%	43%	50%	51%	47%	49%
Pasivo No Corriente	11%	10%	15%	16%	14%	18%	25%	27%	24%	23%
Pasivo Corriente	25%	27%	22%	24%	25%	25%	25%	24%	23%	26%
TOTAL PASIVO	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

2.3.2. Cuenta de Pérdidas y Ganancias operativa. Ejercicios 2008-2017

ROVI (miles de euros)	2.017	2.016	2.015	2.014	2.013	2.012	2.011	2.010	2.009	2.008
Importe neto de la cifra de negocios	275.649	265.166	246.009	238.047	217.587	201.923	184.706	158.645	141.809	127.544
Variación de existencias de PT y PC	3.830	7.851	-4.826	8.820	2.522	14.919	-518	11.434	4.848	4.942
Otros ingresos de explotación	0	3.997	1.013	2.855	1.358	1.236	3.453	1.493	4.045	4.600
Aprovisionamientos	-110.192	-118.310	-92.249	-103.398	-87.417	-90.432	-68.921	-74.255	-51.274	-40.255
Gastos de personal	-63.990	-60.465	-61.769	-58.085	-55.619	-53.546	-51.133	-42.207	-33.964	-33.495
Otros gastos de explotación	-74.809	-58.916	-56.361	-51.663	-47.401	-48.359	-43.893	-37.306	-37.688	-33.583
Resultados de inmovilizado	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
RESULTADO BRUTO EXPLOTACIÓN (EBITDA)	30.488	39.323	31.817	36.576	31.030	25.741	23.694	17.804	27.776	29.753
Amortizaciones y deterioros	-11.479	-11.023	-9.975	-8.884	-6.943	-5.320	-4.709	-3.586	-2.414	-1.501
RESULTADO OPERATIVO	19.009	28.300	21.842	27.692	24.087	20.421	18.985	14.218	25.362	28.252
Resultados de inversiones financieras	-474	497	837	243	266	1.341	2.319	1.470	466	1.411
RESULTADO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (EBIT)	18.535	28.797	22.679	27.935	24.353	21.762	21.304	15.688	25.828	29.663
Gastos financieros	-1.013	-915	-1.781	-2.301	-1.487	-2.180	-2.376	-1.552	-1.560	-1.573
RESULTADO ORDINARIO ANTES DE IMPUESTOS (EBT)	17.522	27.882	20.898	25.634	22.866	19.582	18.928	14.136	24.268	28.090
Impuesto sobre resultados ordinarios	-281	-1.793	-1.089	-1.518	-1.159	-1.244	-801	-730	-4.261	-4.605
RESULTADO ORDINARIO NETO DE IMPUESTOS	17.241	26.089	19.809	24.116	21.707	18.338	18.127	13.406	20.007	23.485
Resultados excepcionales	0	0	0	0	1.385	1.256	0	11.785	162	68
Impuesto sobre resultados excepcionales	0	0	0	0	-70	-80	0	-609	-28	-11
RESULTADO DE OPERACIONES CONTINUADAS	17.241	26.089	19.809	24.116	23.022	19.514	18.127	24.582	20.141	23.542
Resultado de operaciones interrumpidas neto de impuestos										
RESULTADO DEL EJERCICIO	17.241	26.089	19.809	24.116	23.022	19.514	18.127	24.582	20.141	23.542
TIPO DE GRAVAMEN EFECTIVO	-1,60%	-6,43%	-5,21%	-5,92%	-5,07%	-6,35%	-4,23%	-5,17%	-17,56%	-16,39%

Significatividad sobre ventas	2.017	2.016	2.015	2.014	2.013	2.012	2.011	2.010	2.009	2.008
Importe neto de la cifra de negocios	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Variación de existencias de PT y PC	1,39%	2,96%	-1,96%	3,71%	1,16%	7,39%	-0,28%	7,21%	3,42%	3,87%
Otros ingresos de explotación	0,00%	1,51%	0,41%	1,20%	0,62%	0,61%	1,87%	0,94%	2,85%	3,61%
Aprovisionamientos	-39,98%	-44,62%	-37,50%	-43,44%	-40,18%	-44,79%	-37,31%	-46,81%	-36,16%	-31,56%
Gastos de personal	-23,21%	-22,80%	-25,11%	-24,40%	-25,56%	-26,52%	-27,68%	-26,60%	-23,95%	-26,26%
Otros gastos de explotación	-27,14%	-22,22%	-22,91%	-21,70%	-21,78%	-23,95%	-23,76%	-23,52%	-26,58%	-26,33%
Resultados de inmovilizado	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
RESULTADO BRUTO EXPLOTACIÓN (EBITDA)	11,06%	14,83%	12,93%	15,37%	14,26%	12,75%	12,83%	11,22%	19,59%	23,33%
Amortizaciones y deterioros	-4,16%	-4,16%	-4,05%	-3,73%	-3,19%	-2,63%	-2,55%	-2,26%	-1,70%	-1,18%
RESULTADO OPERATIVO	6,90%	10,67%	8,88%	11,63%	11,07%	10,11%	10,28%	8,96%	17,88%	22,15%
Resultados de inversiones financieras	-0,17%	0,19%	0,34%	0,10%	0,12%	0,66%	1,26%	0,93%	0,33%	1,11%
RESULTADO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (EBIT)	6,72%	10,86%	9,22%	11,74%	11,19%	10,78%	11,53%	9,89%	18,21%	23,26%
Gastos financieros	-0,37%	-0,35%	-0,72%	-0,97%	-0,68%	-1,08%	-1,29%	-0,98%	-1,10%	-1,23%
RESULTADO ORDINARIO ANTES DE IMPUESTOS (EBT)	6,36%	10,51%	8,49%	10,77%	10,51%	9,70%	10,25%	8,91%	17,11%	22,02%
Impuesto sobre resultados ordinarios	-0,10%	-0,68%	-0,44%	-0,64%	-0,53%	-0,62%	-0,43%	-0,46%	-3,00%	-3,61%
RESULTADO ORDINARIO NETO DE IMPUESTOS	6,25%	9,84%	8,05%	10,13%	9,98%	9,08%	9,81%	8,45%	14,11%	18,41%
Resultados excepcionales					0,64%	0,62%		7,43%	0,11%	0,05%
Impuesto sobre resultados excepcionales					-0,03%	-0,04%		-0,38%	-0,02%	-0,01%
RESULTADO DE OPERACIONES CONTINUADAS	6,25%	9,84%	8,05%	10,13%	10,58%	9,66%	9,81%	15,49%	14,20%	18,46%
Resultado de operaciones interrumpidas neto de impuestos										
RESULTADO DEL EJERCICIO	6,25%	9,84%	8,05%	10,13%	10,58%	9,66%	9,81%	15,49%	14,20%	18,46%

2.3.3. Estado de Flujos de Efectivo. Periodos 2008-2017

Laboratorios ROVI (cifras en miles de euros)	2.017	2.016	2.015	2.014	2.013	2.012	2.011	2.010	2.009	2.008
Flujos de efectivo de las actividades de explotación (FEI)	18.039	45.526	29.392	23.002	29.816	19.614	12.684	2.520	9.622	9.828
Flujos de efectivo de las actividades de inversión (FEI)	-19.184	-16.298	-19.254	-8.450	-13.532	-39.794	8.311	-4.956	8.403	-6.171
Flujos de efectivo de las actividades de financiación (FE)	476	-17.101	-7.558	-7.282	-13.468	-12.726	-5.139	566	2.969	-1.282
Efecto de las variaciones en el tipo de cambio	-9									
Aumento o disminución neta del efectivo o equivalentes	-678	12.127	2.580	7.270	2.816	-32.906	15.856	-1.870	20.994	2.375
Efectivo o equivalentes al comienzo del ejercicio	41.378	29.251	26.671	19.401	16.585	49.491	33.635	31.491	10.497	8.122
Efectivo o equivalentes al final del ejercicio	40.700	41.378	29.251	26.671	19.401	16.585	49.491	29.621	31.491	10.497

2.4 FAES FARMA

2.4.1. Balance de situación. Periodos 2008-2017

FAES FARMA (Miles €)	2.017	2.016	2.015	2.014	2.013	2.012	2.011	2.010	2.009	2.008
Activo no corriente	260.407	177.567	177.209	178.556	200.116	203.954	207.562	209.389	206.030	194.883
I. inmaterial	159.252	90.148	93.538	98.826	105.130	108.731	112.698	114.865	115.071	112.967
Resto de I.	101.155	87.419	83.671	79.730	94.986	95.223	94.864	94.524	90.959	81.916
Activo corriente	169.834	153.656	113.468	88.677	85.040	82.890	83.558	87.708	86.992	80.132
Existencias	49.870	38.293	34.025	32.908	31.093	30.456	32.538	36.191	29.531	27.452
Realizable	76.695	56.544	53.891	49.050	45.981	47.505	44.962	49.363	48.078	45.171
Disponible	43.269	58.819	25.552	6.719	7.966	4.929	6.058	2.154	9.383	7.509
TOTAL ACTIVO	430.241	331.223	290.677	267.233	285.156	286.844	291.120	297.097	293.022	275.015
Patrimonio Neto	320.775	284.888	254.335	228.626	197.807	184.817	167.612	165.508	162.806	156.708
Pasivo	109.466	46.335	36.342	38.607	87.349	102.027	123.508	131.589	130.216	118.307
Pasivo No Corriente	53.016	8.390	5.240	8.542	36.099	49.141	48.628	50.085	62.695	52.427
Pasivo Corriente	56.450	37.945	31.102	30.065	51.250	52.886	74.880	81.504	67.521	65.880
TOTAL PASIVO	430.241	331.223	290.677	267.233	285.156	286.844	291.120	297.097	293.022	275.015
Significatividad de las masas	2.017	2.016	2.015	2.014	2.013	2.012	2.011	2.010	2.009	2.008
Activo no corriente	61%	54%	61%	67%	70%	71%	71%	70%	70%	71%
I. inmaterial	37%	27%	32%	37%	37%	38%	39%	39%	39%	41%
Resto de I.	24%	26%	29%	30%	33%	33%	33%	32%	31%	30%
Activo corriente	39%	46%	39%	33%	30%	29%	29%	30%	30%	29%
Existencias	12%	12%	12%	12%	11%	11%	11%	12%	10%	10%
Realizable	18%	17%	19%	18%	16%	17%	15%	17%	16%	16%
Disponible	10%	18%	9%	3%	3%	2%	2%	1%	3%	3%
TOTAL ACTIVO	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Patrimonio Neto	75%	86%	87%	86%	69%	64%	58%	56%	56%	57%
Pasivo	25%	14%	13%	14%	31%	36%	42%	44%	44%	43%
Pasivo No Corriente	12%	3%	2%	3%	13%	17%	17%	17%	21%	19%
Pasivo Corriente	13%	11%	11%	11%	18%	18%	26%	27%	23%	24%
TOTAL PASIVO	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

2.4.2. Cuenta de Pérdidas y Ganancias operativas. Ejercicios 2008-2017

FAES FARMA (miles de euros)	2.017	2.016	2.015	2.014	2.013	2.012	2.011	2.010	2.009	2.008
Importe neto de la cifra de negocios	274.576	228.635	204.724	191.742	180.394	176.109	190.224	202.507	195.320	194.180
Variación de existencias de PT y PC	-2.544	3.204	2.036	-548	-859	-917	-2.229	3.253	-613	81
Otros ingresos de explotación	7.580	8.220	9.519	6.320	12.921	13.834	6.317	10.793	6.180	4.939
Aprovisionamientos	-93.892	-80.646	-72.991	-65.423	-65.753	-62.817	-72.921	-89.123	-79.444	-79.365
Gastos de personal	-60.956	-52.750	-48.392	-46.183	-46.228	-48.266	-47.232	-47.087	-44.373	-43.962
Otros gastos de explotación	-67.233	-53.199	-47.705	-43.926	-47.061	-48.252	-50.189	-48.762	-43.093	-41.626
Resultados de inmovilizado	1.530	-1.920	-2.756	-2347	0	0	0	0	0	0
RESULTADO BRUTO EXPLOTACIÓN (EBITDA)	59.061	51.544	44.435	39.635	33.414	29.691	23.970	31.581	33.977	34.247
Amortizaciones y deterioros	-7.436	-5.684	-5.766	-6.380	-7.605	-8.332	-9.123	-9.041	-8.616	-8.568
RESULTADO OPERATIVO	51.625	45.896	38.669	33.255	25.809	21.359	14.847	22.540	25.361	25.679
Resultados de inversiones financieras	499	1.023	773	406	79	232	-153	-419	-1.922	-1.813
RESULTADO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (EBIT)	52.124	46.919	39.442	33.661	25.888	21.591	14.694	22.121	23.439	23.866
Gastos financieros	-1.595	-852	-213	-910	-1.692	-2.340	-2.312	-2.666	-3.483	-5.913
RESULTADO ORDINARIO ANTES DE IMPUESTOS (EBT)	50.529	46.067	39.229	32.751	24.196	19.251	12.382	19.455	19.956	17.953
Impuesto sobre resultados ordinarios	-8.308	-9.476	-8.868	-7.417	-1.591	267	1.799	547	1.324	1.662
RESULTADO ORDINARIO NETO DE IMPUESTOS	42.221	36.591	30.361	25.334	22.605	19.518	14.181	20.002	21.280	19.615
Resultados excepcionales	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Impuesto sobre resultados excepcionales	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
RESULTADO DE OPERACIONES CONTINUADAS	42.221	36.591	30.361	25.334	22.605	19.518	14.181	20.002	21.280	19.615
Resultado de operaciones interrumpidas neto de impuestos										
RESULTADO DEL EJERCICIO	42.221	36.591	30.361	25.334	22.605	19.518	14.181	20.002	21.280	19.615
TIPO DE GRAVAMEN EFECTIVO	-16,44%	-20,57%	-22,61%	-22,65%	-6,58%	1,39%	14,53%	2,81%	6,63%	9,26%

Significatividad sobre ventas	2.017	2.016	2.015	2.014	2.013	2.012	2.011	2.010	2.009	2.008
Importe neto de la cifra de negocios	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Variación de existencias de PT y PC	-0,93%	1,40%	0,99%	-0,29%	-0,48%	-0,52%	-1,17%	1,61%	-0,31%	0,04%
Otros ingresos de explotación	2,76%	3,60%	4,65%	3,30%	7,16%	7,86%	3,32%	5,33%	3,16%	2,54%
Aprovisionamientos	-34,20%	-35,27%	-35,65%	-34,12%	-36,45%	-35,67%	-38,33%	-44,01%	-40,67%	-40,87%
Gastos de personal	-22,20%	-23,07%	-23,64%	-24,09%	-25,63%	-27,41%	-24,83%	-23,25%	-22,72%	-22,64%
Otros gastos de explotación	-24,49%	-23,27%	-23,30%	-22,91%	-26,09%	-27,40%	-26,38%	-24,08%	-22,06%	-21,44%
Resultados de inmovilizado	0,56%	-0,84%	-1,35%	-1,22%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
RESULTADO BRUTO EXPLOTACION (EBITDA)	21,51%	22,54%	21,70%	20,67%	18,52%	16,86%	12,60%	15,60%	17,40%	17,64%
Amortizaciones y deterioros	-2,71%	-2,49%	-2,82%	-3,33%	-4,22%	-4,73%	-4,80%	-4,46%	-4,41%	-4,41%
RESULTADO OPERATIVO	18,80%	20,07%	18,89%	17,34%	14,31%	12,13%	7,81%	11,13%	12,98%	13,22%
Resultados de inversiones financieras	0,18%	0,45%	0,38%	0,21%	0,04%	0,13%	-0,08%	-0,21%	-0,98%	-0,93%
RESULTADO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (EBIT)	18,98%	20,52%	19,27%	17,56%	14,35%	12,26%	7,72%	10,92%	12,00%	12,29%
Gastos financieros	-0,58%	-0,37%	-0,10%	-0,47%	-0,94%	-1,33%	-1,22%	-1,32%	-1,78%	-3,05%
RESULTADO ORDINARIO ANTES DE IMPUESTOS (EBT)	18,40%	20,15%	19,16%	17,08%	13,41%	10,93%	6,51%	9,61%	10,22%	9,25%
Impuesto sobre resultados ordinarios	-3,03%	-4,14%	-4,33%	-3,87%	-0,88%	0,15%	0,95%	0,27%	0,68%	0,86%
RESULTADO ORDINARIO NETO DE IMPUESTOS	15,38%	16,00%	14,83%	13,21%	12,53%	11,08%	7,45%	9,88%	10,89%	10,10%
Resultados excepcionales										
Impuesto sobre resultados excepcionales										
RESULTADO DE OPERACIONES CONTINUADAS	15,38%	16,00%	14,83%	13,21%	12,53%	11,08%	7,45%	9,88%	10,89%	10,10%
Resultado de operaciones interrumpidas neto de impuestos										
RESULTADO DEL EJERCICIO	15,38%	16,00%	14,83%	13,21%	12,53%	11,08%	7,45%	9,88%	10,89%	10,10%

2.4.3. Estado de Flujos de Efectivo. Periodos 2008-2017

FAES FARMA (cifras en miles de euros)	2.017	2.016	2.015	2.014	2.013	2.012	2.011	2.010	2.009	2.008
Flujos de efectivo de las actividades de explotación (FEI)	41.727	49.625	40.912	32.259	31.647	23.872	19.975	15.238	22.441	34.308
Flujos de efectivo de las actividades de inversión (FEI)	-83.156	-11.539	-10.466	-3.182	-4.734	-1.257	-1.638	-9.069	-13.912	-11.102
Flujos de efectivo de las actividades de financiación (FEI)	25.879	-4.819	-11.613	-30.324	-23.876	-23.744	-14.433	-13.398	-6.655	-21.015
Efecto de las variaciones en el tipo de cambio										
Aumento o disminución neta del efectivo o equivalentes	-15.550	33.267	18.833	-1.247	3.037	-1.129	3.904	-7.229	1.874	2.191
Efectivo o equivalentes al comienzo del ejercicio	58.819	25.552	6.719	7.966	4.929	6.058	2.154	9.383	7.509	5.318
Efectivo o equivalentes al final del ejercicio	43.269	58.819	25.552	6.719	7.966	4.929	6.058	2.154	9.383	7.509

2.5 PHARMAMAR

2.5.1 Balance de situación. Periodos 2008-2017

PHARMA MAR (miles €)	2.017	2.016	2.015	2.014	2.013	2.012	2.011	2.010	2.009	2.008
Activo no corriente	94.544	100.145	99.804	99.473	93.471	92.948	88.285	87.416	84.929	82.615
I. inmaterial	22.760	27.448	26.829	26.288	22.590	19.744	17.325	14.448	12.528	11.769
Resto de I.	71.784	72.697	72.975	73.185	70.881	73.204	70.960	72.968	72.401	70.846
Activo corriente	93.176	120.992	112.135	101.916	95.899	106.882	129.531	143.406	126.387	124.925
Existencias	23.904	22.158	22.990	24.404	22.232	23.502	25.309	29.197	24.820	26.440
Realizable	45.184	84.544	81.516	60.961	51.209	65.044	73.841	73.614	64.321	60.678
Disponible	24.088	14.290	7.629	16.551	22.458	18.336	30.381	40.595	37.246	37.807
TOTAL ACTIVO	187.720	221.137	211.939	201.389	189.370	199.830	217.816	230.822	211.316	207.540
Patrimonio Neto	22.984	48.495	73.036	60.069	49.435	38.726	34.502	34.860	41.136	49.344
Pasivo	164.736	172.642	138.903	141.320	139.935	161.104	183.314	195.962	170.180	158.196
Pasivo No Corriente	81.626	85.478	68.280	58.694	65.877	73.749	93.947	92.644	98.272	92.872
Pasivo Corriente	83.110	87.164	70.623	82.626	74.058	87.355	89.367	103.318	71.908	65.324
TOTAL PASIVO	187.720	221.137	211.939	201.389	189.370	199.830	217.816	230.822	211.316	207.540
Significatividad de las masas	2.017	2.016	2.015	2.014	2.013	2.012	2.011	2.010	2.009	2.008
Activo no corriente	50%	45%	47%	49%	49%	47%	41%	38%	40%	40%
I. inmaterial	12%	12%	13%	13%	12%	10%	8%	6%	6%	6%
Resto de I.	38%	33%	34%	36%	37%	37%	33%	32%	34%	34%
Activo corriente	50%	55%	53%	51%	51%	53%	59%	62%	60%	60%
Existencias	13%	10%	11%	12%	12%	12%	12%	13%	12%	13%
Realizable	24%	38%	38%	30%	27%	33%	34%	32%	30%	29%
Disponible	13%	6%	4%	8%	12%	9%	14%	18%	18%	18%
TOTAL ACTIVO	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Patrimonio Neto	12%	22%	34%	30%	26%	19%	16%	15%	19%	24%
Pasivo	88%	78%	66%	70%	74%	81%	84%	85%	81%	76%
Pasivo No Corriente	43%	39%	32%	29%	35%	37%	43%	40%	47%	45%
Pasivo Corriente	44%	39%	33%	41%	39%	44%	41%	45%	34%	31%
TOTAL PASIVO	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

2.5.2. Cuenta de Pérdidas y Ganancias operativas. Ejercicios 2008-2017

PHARMAMAR (miles de euros)	2.017	2.016	2.015	2.014	2.013	2.012	2.011	2.010	2.009	2.008
Importe neto de la cifra de negocios	179.363	180.948	193.817	149.652	141.824	138.229	152.486	153.508	123.387	105.260
Variación de existencias de PT y PC	1.332	-1.116	-4.649	1.874	-1.681	-2.308	-3.684	5.679	-2.151	2.716
Otros ingresos de explotación	3.824	1.533	7.082	34.319	27.255	27.323	27.953	9.873	20.902	22.372
Aprovisionamientos	-45.527	-43.004	-41.680	-40.973	-35.032	-35.786	-37.212	-51.617	-40.347	-44.645
Gastos de personal	-55.447	-53.575	-50.133	-45.870	-42.224	-39.537	-38.639	-43.150	-42.729	-40.350
Otros gastos de explotación	-92.024	-96.295	-85.003	-73.095	-66.563	-67.462	-71.749	-78.387	-75.460	-75.527
Resultados de inmovilizado	-2.142	46	-1.824	-328	-47	-313	-54	-92	431	-1.160
RESULTADO BRUTO EXPLOTACIÓN (EBITDA)	-10.621	-11.463	17.610	25.579	23.532	20.146	29.101	-4.186	-15.967	-31.334
Amortizaciones y deterioros	-9.202	-7.414	-6.282	-5.263	-4.591	-5.555	-5.362	-5.332	-5.278	-5.674
RESULTADO OPERATIVO	-19.823	-18.877	11.328	20.316	18.941	14.591	23.739	-9.518	-21.245	-37.008
Resultados de inversiones financieras	102	270	183	637	1.287	951	620	540	80	682
RESULTADO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (EBIT)	-19.721	-18.607	11.511	20.953	20.228	15.542	24.359	-8.978	-21.165	-36.326
Gastos financieros	-5.281	-6.263	-5.510	-6.399	-6.442	-6.092	-6.324	-5.574	-5.096	-6.619
RESULTADO ORDINARIO ANTES DE IMPUESTOS (EBT)	-25.002	-24.870	6.001	14.554	13.786	9.450	18.035	-14.552	-26.261	-42.945
Impuesto sobre resultados ordinarios	-3.904	592	654	-1.311	-1.958	5.061	-2.520	0	-1.920	-745
RESULTADO ORDINARIO NETO DE IMPUESTOS	-28.906	-24.278	6.655	13.243	11.828	14.511	15.515	-14.552	-28.181	-43.690
Resultados excepcionales	0	0	1	-79	15	-24	-67	1	44	-46
Impuesto sobre resultados excepcionales	0	0	0	7	-2	-13	9	0	3	-1
RESULTADO DE OPERACIONES CONTINUADAS	-28.906	-24.278	6.656	13.171	11.841	14.474	15.457	-14.551	-28.134	-43.737
Resultado de operaciones interrumpidas neto de impuestos	0	0	-93	-76	-708	-10.749	-16.830	2.219	0	0
RESULTADO DEL EJERCICIO	-28.906	-24.278	6.563	13.095	11.133	3.725	-1.373	-12.332	-28.134	-43.737
TIPO DE GRAVAMEN EFECTIVO	15,61%	-2,38%	10,90%	-9,01%	-14,20%	53,55%	-13,97%	0,00%	7,31%	1,74%

Significatividad sobre ventas	2.017	2.016	2.015	2.014	2.013	2.012	2.011	2.010	2.009	2.008
Importe neto de la cifra de negocios	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Variación de existencias de PT y PC	0,74%	-0,62%	-2,40%	1,25%	-1,19%	-1,67%	-2,42%	3,70%	-1,74%	2,58%
Otros ingresos de explotación	2,13%	0,85%	3,65%	22,93%	19,22%	19,77%	18,33%	6,43%	16,94%	21,25%
Aprovisionamientos	-25,38%	-23,77%	-21,50%	-27,38%	-24,70%	-25,89%	-24,40%	-33,62%	-32,70%	-42,41%
Gastos de personal	-30,91%	-29,61%	-25,87%	-30,65%	-29,77%	-28,60%	-25,34%	-28,11%	-34,63%	-38,33%
Otros gastos de explotación	-51,31%	-53,22%	-43,86%	-48,84%	-46,93%	-48,80%	-47,05%	-51,06%	-61,16%	-71,75%
Resultados de inmovilizado	-1,19%	0,03%	-0,94%	-0,22%	-0,03%	-0,23%	-0,04%	-0,06%	0,35%	-1,10%
RESULTADO BRUTO EXPLOTACION (EBITDA)	-5,92%	-6,33%	9,09%	17,09%	16,59%	14,57%	19,08%	-2,73%	-12,94%	-29,77%
Amortizaciones y deterioros	-5,13%	-4,10%	-3,24%	-3,52%	-3,24%	-4,02%	-3,52%	-3,47%	-4,28%	-5,39%
RESULTADO OPERATIVO	-11,05%	-10,43%	5,84%	13,58%	13,36%	10,56%	15,57%	-6,20%	-17,22%	-35,16%
Resultados de inversiones financieras	0,06%	0,15%	0,09%	0,43%	0,91%	0,69%	0,41%	0,35%	0,06%	0,65%
RESULTADO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (EBIT)	-11,00%	-10,28%	5,94%	14,00%	14,26%	11,24%	15,97%	-5,85%	-17,15%	-34,51%
Gastos financieros	-2,94%	-3,46%	-2,84%	-4,28%	-4,54%	-4,41%	-4,15%	-3,63%	-4,13%	-6,29%
RESULTADO ORDINARIO ANTES DE IMPUESTOS (EBT)	-13,94%	-13,74%	3,10%	9,73%	9,72%	6,84%	11,83%	-9,48%	-21,28%	-40,80%
Impuesto sobre resultados ordinarios	-2,18%	0,33%	0,34%	-0,88%	-1,38%	3,66%	-1,65%	0,00%	-1,56%	-0,71%
RESULTADO ORDINARIO NETO DE IMPUESTOS	-16,12%	-13,42%	3,43%	8,85%	8,34%	10,50%	10,17%	-9,48%	-22,84%	-41,51%
Resultados excepcionales				-0,05%	0,01%	-0,02%	0,00%	0,00%	0,04%	-0,04%
Impuesto sobre resultados excepcionales				0,00%	0,00%	-0,01%	0,01%	0,00%	0,00%	0,00%
RESULTADO DE OPERACIONES CONTINUADAS	-16,12%	-13,42%	3,43%	8,80%	8,35%	10,47%	10,14%	-9,48%	-22,80%	-41,55%
Resultado de operaciones interrumpidas neto de impuestos			-0,05%	-0,05%	-0,50%	-7,78%	-11,04%	1,45%		
RESULTADO DEL EJERCICIO	-16,12%	-13,42%	3,39%	8,75%	7,85%	2,69%	-0,90%	-8,03%	-22,80%	-41,55%

2.5.3. Estado de Flujos de Efectivo. Periodos 2008-2017

PHARMA MAR (cifras en miles de euros)	2.017	2.016	2.015	2.014	2.013	2.012	2.011	2.010	2.009	2.008
Flujos de efectivo de las actividades de explotación (FEI)	-1.459	-8.414	11.084	22.109	20.727	6.319	-4.282	-21.899	-22.666	-35.656
Flujos de efectivo de las actividades de inversión (FEI)	5.995	13.779	-28.328	-22.312	6.446	311	5.879	-3.108	-6.661	27.926
Flujos de efectivo de las actividades de financiación (FE)	5.262	1.296	8.322	-5.704	-23.051	-18.675	-11.811	28.356	28.766	9.012
Efecto de las variaciones en el tipo de cambio										
Aumento o disminución neta del efectivo o equivalentes	9.798	6.661	-8.922	-5.907	4.122	-12.045	-10.214	3.349	-561	1.282
Efectivo o equivalentes al comienzo del ejercicio	14.290	7.629	16.551	22.458	18.336	30.381	40.595	37.246	37.807	36.525
Efectivo o equivalentes al final del ejercicio	24.088	14.290	7.629	16.551	22.458	18.336	30.381	40.595	37.246	37.807

3. ANEXO III: ANÁLISIS PATRIMONIAL DE LAS ENTIDADES OBJETO DE ESTUDIO

Figura 5.1. Evolución de la estructura del activo en los 10 últimos periodos por significatividad de las submasas de balance.

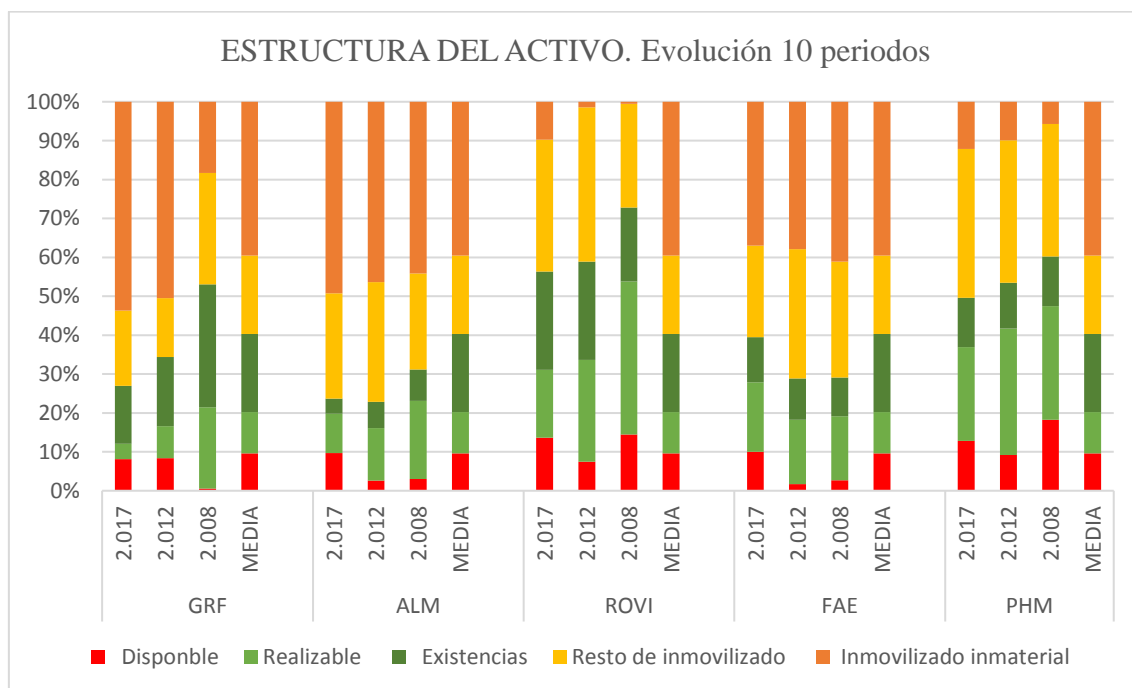


Tabla 5.1: Variación de las masas del activo entre los periodos 2008-2017

Variación 2008-2017	GRF	ALM	ROVI	FAE	PHM	Variación media
Activo no corriente	1340%	73%	252%	34%	14%	343%
Inmovilizado inmaterial	2609%	74%	3810%	41%	93%	1326%
Resto de inmovilizado	527%	71%	179%	23%	1%	160%
Activo corriente	370%	18%	70%	112%	-25%	109%
Existencias	337%	-26%	192%	82%	-10%	115%
Realizable	74%	-22%	-3%	70%	-26%	19%
Disponible	13821%	400%	107%	476%	-36%	2954%
TOTAL ACTIVO	825%	56%	120%	56%	-10%	210%

Figura 5.5: Composición del Pasivo y Patrimonio Neto de las sociedades por la proporción de cada una de las masas de balance

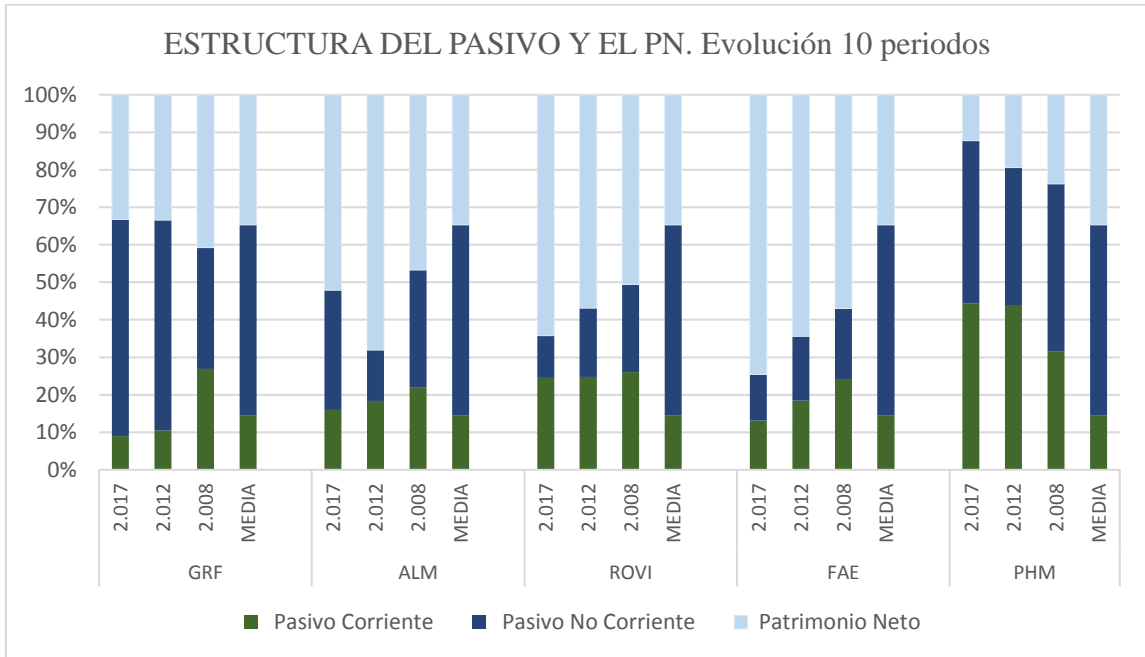


Tabla 5.2: Variación de las masas del pasivo entre los periodos 2008-2017.

Variación 2008-2017	GRF	ALM	ROVI	FAE	PHM	Variación media
Patrimonio Neto	655%	74%	179%	105%	-53%	192%
Pasivo	942%	40%	59%	-7%	4%	208%
Pasivo No Corriente	1554%	59%	5%	1%	-12%	322%
Pasivo Corriente	208%	13%	107%	-14%	27%	68%
TOTAL PASIVO Y PN	825%	56%	120%	56%	-10%	210%

4. ANEXO IV: ANÁLISIS DE LA FINANCIACIÓN

4.1. Análisis de la financiación a corto plazo.

GRIFOLS	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008
Fondo de Maniobra (miles de euros)	1.967.329	2.050.751	2.036.466	1.833.411	1.424.364	1.341.699	1.283.138	720.956	705.535	309.062
Liquidez general	3,01	2,91	2,93	2,70	2,99	3,26	2,99	2,70	3,36	1,97
Liquidez inmediata	1,35	1,38	1,57	1,59	1,67	1,58	1,39	1,46	1,74	0,80
Ratio de Tesorería	0,91	0,84	1,08	1,00	0,99	0,80	0,53	0,57	0,83	0,02
ALMIRALL	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008
Fondo de Maniobra (miles de euros)	166.956	366.968	845.527	746.073	-63.485	60.959	45.094	166.492	196.165	127.410
Liquidez general	1,48	1,99	3,80	3,07	0,84	1,24	1,11	1,46	1,64	1,41
Liquidez inmediata	1,24	1,74	3,51	2,84	0,59	0,87	0,88	1,22	1,32	1,05
Ratio de Tesorería	0,61	0,67	1,98	0,82	0,20	0,14	0,09	0,17	0,13	0,14
ROVI	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008
Fondo de Maniobra (miles de euros)	94.944	90.630	94.857	99.916	79.143	75.910	112.421	110.304	87.594	63.551
Liquidez general	2,30	2,19	2,60	2,61	2,36	2,38	2,98	3,14	3,26	2,79
Liquidez inmediata	1,42	1,30	1,61	1,70	1,65	1,62	2,45	2,64	3,26	2,79
Ratio de Tesorería	0,56	0,54	0,49	0,43	0,33	0,30	0,87	0,65	0,93	0,55
FAES FARMA	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008
Fondo de Maniobra (miles de euros)	113.384	115.711	82.366	58.612	33.790	30.004	8.678	6.204	19.471	14.252
Liquidez general	3,01	4,05	3,65	2,95	1,66	1,57	1,12	1,08	1,29	1,22
Liquidez inmediata	2,13	3,04	2,55	1,85	1,05	0,99	0,68	0,63	0,85	0,80
Ratio de Tesorería	0,77	1,55	0,82	0,22	0,16	0,09	0,08	0,03	0,14	0,11
PHARMA MAR	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008
Fondo de Maniobra (miles de euros)	10.066	33.828	41.512	19.290	21.841	19.527	40.164	40.088	54.479	59.601
Liquidez general	1,12	1,39	1,59	1,23	1,29	1,22	1,45	1,39	1,76	1,91
Liquidez inmediata	0,83	1,13	1,26	0,94	0,99	0,95	1,17	1,11	1,41	1,51
Ratio de Tesorería	0,29	0,16	0,11	0,20	0,30	0,21	0,34	0,39	0,52	0,58

4.2. Análisis del a financiación a largo plazo

4.2.1. Grifols

GRIFOLS										
	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008
SOLVENCIA										
Ratio de solvencia	1,50	1,58	1,52	1,46	1,56	1,50	1,40	1,60	1,54	1,69
COBERTURA										
Cobertura del inmovilizado con recursos propios	0,46	0,53	0,51	0,48	0,57	0,51	0,43	0,95	0,89	0,87
Cobertura del inmovilizado con CCPP	1,25	1,29	1,31	1,33	1,38	1,36	1,33	1,97	2,08	1,56
ENDEUDAMIENTO										
Endeudamiento general	2,01	1,72	1,91	2,17	1,77	1,99	2,49	1,67	1,86	1,45
Endeudamiento a L/P	1,74	1,43	1,59	1,77	1,43	1,68	2,10	1,07	1,35	0,79
Endeudamiento a C/P	0,27	0,29	0,32	0,41	0,34	0,32	0,39	0,60	0,52	0,66
Composición endeudamiento	6,45	4,97	4,98	4,36	4,22	5,32	5,41	1,79	2,61	1,20
Cobertura cargas financieras	3,34	3,82	3,87	3,62	3,07	2,37	1,40	4,18	8,53	6,88
Capacidad devolución de deudas	0,14	0,15	0,15	0,14	0,20	0,18	0,07	0,18	0,21	0,29
AUTOFINANCIACIÓN										
Grado de autofinanciación para el crecimiento	0,50	0,59	0,60	0,60	0,60	1,00	1,00	1,00	0,61	0,60
Grado de autofinanciación total	0,54	0,45	0,42	0,41	0,42	0,33	0,03	0,08	0,09	0,09
Crecimiento de reservas	0,20	0,24	0,23	0,26	0,23	0,41	1,01	2,17	1,76	1,65

4.2.2. Almirall

ALMIRALL										
	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008
SOLVENCIA										
Ratio de solvencia	2,09	2,17	2,37	2,12	2,00	3,14	2,42	2,14	2,03	1,88
COBERTURA										
Cobertura del inmovilizado con recursos propios	0,68	0,73	1,06	0,93	0,62	0,88	0,86	0,81	0,77	0,68
Cobertura del inmovilizado con CCPP	1,10	1,18	1,61	1,52	0,96	1,06	1,05	1,17	1,20	1,13
ENDEUDAMIENTO										
Endeudamiento general	0,92	0,85	0,73	0,90	1,00	0,47	0,70	0,88	0,97	1,14
Endeudamiento a L/P	0,61	0,61	0,53	0,63	0,55	0,20	0,22	0,43	0,56	0,67
Endeudamiento a C/P	0,31	0,24	0,21	0,27	0,45	0,27	0,48	0,44	0,41	0,47
Composición endeudamiento	1,99	2,49	2,55	2,32	1,22	0,73	0,46	0,98	1,38	1,41
Cobertura cargas financieras	-	7,22	11,23	38,62	-	7,29	6,56	8,72	9,93	6,55
Capacidad devolución de deudas	-	0,07	0,16	0,40	-	0,11	0,14	0,18	0,25	0,19
AUTOFINANCIACIÓN										
Grado de autofinanciación para el crecimiento	-	0,75	0,75	0,92	0,00	0,67	0,67	0,61	0,64	0,62
Grado de autofinanciación total	1,07	0,71	0,73	0,49	0,78	0,70	0,69	0,63	0,56	0,52
Crecimiento de reservas	0,04	0,09	0,09	0,63	-	0,08	0,10	0,14	0,23	0,25

4.2.3. Laboratorios ROVI

ROVI										
	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008
SOLVENCIA										
Ratio de solvencia	2,80	2,76	2,66	2,54	2,58	2,32	2,00	1,96	2,12	2,02
COBERTURA										
Cobertura del inmovilizado con recursos propios	1,47	1,52	1,50	1,60	1,47	1,38	1,94	2,04	2,27	1,86
Cobertura del inmovilizado con CCPP	1,73	1,75	1,86	2,01	1,80	1,83	2,91	3,16	3,28	2,72
ENDEUDAMIENTO										
Endeudamiento general	0,56	0,57	0,60	0,65	0,63	0,76	1,00	1,04	0,89	0,98
Endeudamiento a L/P	0,17	0,15	0,24	0,26	0,23	0,32	0,50	0,55	0,45	0,46
Endeudamiento a C/P	0,38	0,42	0,36	0,39	0,40	0,44	0,50	0,50	0,44	0,52
Composición endeudamiento	0,46	0,37	0,67	0,66	0,57	0,74	1,01	1,11	1,00	0,90
Cobertura cargas financieras	18,30	31,47	12,73	12,14	16,38	9,98	8,97	10,11	16,56	18,86
Capacidad devolución de deudas	0,17	0,28	0,23	0,27	0,27	0,23	0,19	0,14	0,33	0,44
AUTOFINANCIACIÓN										
Grado de autofinanciación para el crecimiento	0,65	0,65	0,65	0,65	0,65	0,65	0,65	0,65	0,66	0,65
Grado de autofinanciación total	0,94	0,89	0,91	0,84	0,82	0,84	0,82	0,75	0,74	0,70
Crecimiento de reservas	0,09	0,09	0,09	0,12	0,13	0,12	0,12	0,2	0,21	0,32

4.2.4. FAES FARMA

FAESFARMA										
	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008
SOLVENCIA										
Ratio de solvencia	3,93	7,15	8,00	6,92	3,26	2,81	2,36	2,26	2,25	2,32
COBERTURA										
Cobertura del inmovilizado con recursos propios	1,23	1,60	1,44	1,28	0,99	0,91	0,81	0,79	0,79	0,80
Cobertura del inmovilizado con CCPP	1,44	1,65	1,46	1,33	1,17	1,15	1,04	1,03	1,09	1,07
ENDEUDAMIENTO										
Endeudamiento general	0,34	0,16	0,14	0,17	0,44	0,55	0,74	0,80	0,80	0,75
Endeudamiento a L/P	0,17	0,03	0,02	0,04	0,18	0,27	0,29	0,30	0,39	0,33
Endeudamiento a C/P	0,18	0,13	0,12	0,13	0,26	0,29	0,45	0,49	0,41	0,42
Composición endeudamiento	0,94	0,22	0,17	0,28	0,70	0,93	0,65	0,61	0,93	0,80
Cobertura cargas financieras	32,68	55,07	185,2	36,99	15,30	9,23	6,36	8,30	6,73	4,04
Capacidad devolución de deudas	0,48	1,01	1,09	0,87	0,30	0,21	0,12	0,17	0,18	0,20
AUTOFINANCIACIÓN										
Grado de autofinanciación para el crecimiento	0,51	0,49	0,24	0,27	0,32	0,45	0,57	0,20	0,25	0,33
Grado de autofinanciación total	0,73	0,73	0,72	0,72	0,69	0,7	0,71	0,68	0,58	0,59
Crecimiento de reservas	0,13	0,14	0,04	0,04	0,05	0,07	0,07	0,04	0,06	0,07

4.2.5. PharmaMar

PHARMA MAR										
	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008
SOLVENCIA										
Ratio de solvencia	1,14	1,28	1,53	1,43	1,35	1,24	1,19	1,18	1,24	1,31
COBERTURA										
Cobertura del inmovilizado con recursos propios	0,24	0,48	0,73	0,60	0,53	0,42	0,39	0,40	0,48	0,60
Cobertura del inmovilizado con recursos permanentes	1,11	1,34	1,42	1,19	1,23	1,21	1,45	1,46	1,64	1,72
ENDEUDAMIENTO										
Endeudamiento general	7,17	3,56	1,90	2,35	2,83	4,16	5,31	5,62	4,14	3,21
Endeudamiento a L/P	3,55	1,76	0,93	0,98	1,33	1,90	2,72	2,66	2,39	1,88
Endeudamiento a C/P	3,62	1,80	0,97	1,38	1,50	2,26	2,59	2,96	1,75	1,32
Composición endeudamiento	0,98	0,98	0,97	0,71	0,89	0,84	1,05	0,90	1,37	1,42
Cobertura cargas financieras	-	-	2,09	3,27	3,14	2,55	3,85	-	-	-
Capacidad devolución de deudas	-	-	0,08	0,15	0,14	0,10	0,13	-	-	-
AUTOFINANCIACIÓN										
Grado de autofinanciación del periodo para el crecim	-	-	1,00	1,00	1,00	1,00	-	-	-	-
Grado de autofinanciación total	-	-	0,10	-	-	-	-	-	-	-
Crecimiento de reservas	-	-	1,30	-	-	-	-	-	-	-

5. ANEXO V: ANÁLISIS DE RENTABILIDAD

GRIFOLS	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008
RENTABILIDAD ECONÓMICA										
ROI (Return on investments)	9,44%	9,78%	10,31%	11,40%	12,86%	11,75%	7,29%	11,70%	16,29%	19,02%
Rentabilidad de los activos después de intereses	6,61%	7,22%	7,65%	8,25%	8,68%	6,79%	2,08%	8,90%	14,38%	16,25%
Rentabilidad de los activos después de impuestos	6,28%	5,52%	5,89%	6,54%	5,97%	4,47%	1,31%	6,50%	10,40%	11,52%
RENTABILIDAD FINANCIERA										
ROE (Return on equity)	18,90%	20,28%	23,15%	24,72%	24,95%	21,88%	6,75%	24,54%	38,50%	41,54%
Rentabilidad financiera después de impuestos	17,97%	15,49%	17,82%	19,58%	17,15%	14,40%	4,23%	17,93%	27,85%	29,45%
ALMIRALL										
RENTABILIDAD ECONÓMICA										
ROI (Return on investments)	-12,78%	4,02%	7,47%	22,94%	-0,33%	4,02%	6,46%	9,78%	13,90%	12,05%
Rentabilidad de los activos después de intereses	-12,86%	3,46%	6,81%	22,35%	-0,60%	3,47%	5,47%	8,66%	12,50%	10,21%
Rentabilidad de los activos después de impuestos	-12,17%	2,82%	5,20%	20,79%	-2,16%	5,42%	5,62%	7,86%	10,52%	9,61%
RENTABILIDAD FINANCIERA										
ROE (Return on equity)	-24,20%	6,21%	12,32%	43,27%	-1,04%	5,49%	9,79%	16,66%	25,65%	23,60%
Rentabilidad financiera después de impuestos	-22,91%	5,06%	9,41%	40,26%	-3,72%	8,58%	10,06%	15,11%	21,58%	22,20%
ROVI										
RENTABILIDAD ECONÓMICA										
ROI (Return on investments)	6,32%	10,44%	8,64%	11,24%	10,63%	9,66%	9,66%	8,31%	17,18%	23,92%
Rentabilidad de los activos después de intereses	5,98%	10,11%	7,96%	10,31%	9,98%	8,69%	8,59%	7,49%	16,14%	22,65%
Rentabilidad de los activos después de impuestos	5,88%	9,46%	7,54%	9,70%	10,05%	8,66%	8,22%	13,02%	13,40%	18,98%
RENTABILIDAD FINANCIERA										
ROE (Return on equity)	9,34%	16,02%	12,93%	16,92%	16,88%	16,29%	17,36%	14,78%	31,13%	46,57%
Rentabilidad financiera después de impuestos	9,19%	14,99%	12,26%	15,92%	17,00%	16,23%	16,62%	25,69%	25,84%	39,03%

FAES FARMA	2.017	2.016	2.015	2.014	2.013	2.012	2.011	2.010	2.009	2.008
RENTABILIDAD ECONÓMICA										
ROI (Return on investments)	13,69%	15,09%	14,14%	12,19%	9,05%	7,47%	5,00%	7,50%	8,25%	8,65%
Rentabilidad de los activos después de intereses	13,27%	14,81%	14,06%	11,86%	8,46%	6,66%	4,21%	6,59%	7,03%	6,51%
Rentabilidad de los activos después de impuestos	11,09%	11,77%	10,88%	9,17%	7,90%	6,75%	4,82%	6,78%	7,49%	7,11%
REBTABILIDAD FINANCIERA										
ROE (Return on equity)	16,69%	17,09%	16,25%	15,36%	12,65%	10,92%	7,43%	11,85%	12,49%	11,68%
Rentabilidad financiera después de impuestos	13,94%	13,57%	12,57%	11,88%	11,82%	11,08%	8,51%	12,18%	13,32%	12,77%
PHARMA MAR	2.017	2.016	2.015	2.014	2.013	2.012	2.011	2.010	2.009	2.008
RENTABILIDAD ECONÓMICA										
ROI (Return on investments)	-9,65%	-8,59%	5,57%	10,72%	10,39%	7,44%	10,86%	-4,06%	-10,11%	-16,52%
Rentabilidad de los activos después de intereses	-12,23%	-11,49%	2,90%	7,45%	7,08%	4,53%	8,04%	-6,58%	-12,54%	-19,53%
Rentabilidad de los activos después de impuestos	-14,14%	-11,21%	3,18%	6,70%	5,72%	1,78%	-0,61%	-5,58%	-13,43%	-19,89%
RENTABILIDAD FINANCIERA										
ROE (Return on equity)	-69,96%	-39,95%	9,86%	23,92%	25,26%	10,17%	-3,96%	-32,45%	-62,19%	-59,04%
Rentabilidad financiera después de impuestos	-80,88%	-39,95%	9,86%	23,92%	25,26%	10,17%	-3,96%	-32,45%	-62,19%	-59,04%
PROMEDIO	2.017	2.016	2.015	2.014	2.013	2.012	2.011	2.010	2.009	2.008
RENTABILIDAD ECONÓMICA										
ROI (Return on investments)	1,41%	6,15%	9,23%	13,70%	8,52%	8,07%	7,85%	6,65%	9,10%	9,42%
Rentabilidad de los activos después de intereses	0,15%	4,82%	7,88%	12,04%	6,72%	6,03%	5,68%	5,01%	7,50%	7,22%
Rentabilidad de los activos después de impuestos	-0,61%	3,67%	6,54%	10,58%	5,50%	5,42%	3,87%	5,71%	5,68%	5,47%
RENTABILIDAD FINANCIERA										
ROE (Return on equity)	-9,84%	3,93%	14,90%	24,84%	15,74%	12,95%	7,47%	7,07%	9,11%	12,87%
Rentabilidad financiera después de impuestos	-12,54%	1,83%	12,38%	22,31%	13,50%	12,09%	7,09%	7,69%	5,28%	8,88%

Tabla 7.1: impacto del apalancamiento en la rentabilidad de los grupos.

	2.017	2.016	2.015	2.014	2.013	2.012	2.011	2.010	2.009	2.008
GRF	9,46%	10,50%	12,84%	13,32%	12,09%	10,13%	-0,54%	12,84%	22,21%	22,52%
ALM	-11,42%	2,19%	4,85%	20,32%	-0,71%	1,47%	3,33%	6,87%	11,74%	11,55%
ROVI	3,02%	5,58%	4,29%	5,69%	6,25%	6,63%	7,69%	6,47%	13,95%	22,65%
FAE	3,00%	2,00%	2,11%	3,17%	3,60%	3,45%	2,44%	4,35%	4,24%	3,03%
PHM	-60,31%	-32,33%	3,45%	15,86%	20,88%	18,37%	41,14%	-34,24%	-47,94%	-41,46%

6. ANEXO VI: ANÁLISIS BURSÁTIL

6.1. Información necesaria

Dividendo repartido	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008
GRF	0,38	0,16	0,31	0,55	0,40	0,28	0,00	0,00	0,28	0,23
ALM	0,18	0,19	0,19	0,20	0,00	0,15	0,17	0,28	0,33	0,31
ROVI	0,12	0,18	0,14	0,17	0,16	0,14	0,13	0,17	0,14	0,16
FAE	0,10	0,11	0,09	0,08	0,07	0,06	0,03	0,08	0,09	0,08
PHM	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Cotizaciones medias	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008
GRF	24,57	19,16	42,63	33,12	34,77	26,36	13,14	10,42	12,44	12,64
ALM	12,20	14,51	18,63	13,75	11,84	7,45	5,31	6,82	9,14	5,50
ROVI	15,24	13,48	14,44	10,3	9,98	5,3	5,09	4,8	7,74	5,92
FAE	3,08	3,05	2,76	1,72	2,64	1,65	1,26	2,73	3,57	3,05
PHM	3,28	2,48	2,51	2,67	2,31	1,22	1,72	2,77	3,85	3,35

Valor Nominal Acciones	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008
GRF	0,25	0,25	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
ALM	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12
ROVI	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06
FAE	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
PHM	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05

Nº acciones (miles)	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008
GRF	426.130	426.130	213.065	213.065	213.065	213.065	213.065	213.065	213.065	213.065
ALM	172.951	172.951	172.951	172.951	172.951	170.523	166.099	166.099	166.099	166.099
ROVI	50.000	50.000	50.000	50.000	50.000	50.000	50.000	50.000	50.000	50.000
FAE	261.545	254.966	247.916	235.043	219.779	204.818	204.818	195.065	180.060	160.154
PHM	222.649	222.649	222.205	222.205	222.205	222.205	222.205	222.205	222.205	222.205

Valor Contable (miles de euros)	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008
GRF	3.633.965	3.727.978	3.301.390	2.662.888	2.107.204	1.880.741	1.664.994	707.390	578.528	481.279
ALM	1.133.680	1.520.280	1.462.582	1.339.566	888.334	923.667	854.713	819.302	750.957	652.994
ROVI	191.687	183.406	164.785	158.470	144.464	126.447	113.981	104.134	87.205	68.715
FAE	320.775	284.888	254.335	228.626	197.807	184.817	167.612	165.508	162.806	156.708
PHM	22.984	48.495	73.036	60.069	49.435	38.726	34.502	34.860	41.136	49.344

Capitalización bursátil (miles €)	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008
GRF	10.470.009	8.165.045	9.082.957	7.056.709	7.407.414	5.616.391	2.799.673	2.219.284	2.650.527	2.693.140
ALM	2.110.796	2.508.976	3.222.079	2.378.078	2.047.741	1.270.395	881.984	1.132.793	1.518.141	913.542
ROVI	761.879	674.074	722.000	515.000	499.000	265.000	254.500	240.000	387.000	296.000
FAE	806.049	777.117	684.248	403.100	580.216	337.951	257.047	531.553	641.915	488.468
PHM	729.414	552.625	557.734	593.287	513.293	269.979	382.192	614.397	855.489	744.386

6.2. Ratios bursátiles

GRIFOLS	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008
<i>Beneficio por acción</i>	1,5519	1,2779	2,4943	2,1922	1,6054	1,1986	0,2357	0,5410	0,6926	0,5731
<i>Cash-flow por acción</i>	2,1753	1,1027	1,2631	2,6766	3,3194	3,0815	-0,5606	0,4069	-0,2692	-0,3488
<i>Dividendo por acción</i>	0,38	0,16	0,31	0,55	0,40	0,28	0,00	0,00	0,28	0,23
<i>Price Earning Ratio (PER)</i>	15,83	14,99	17,09	15,11	21,66	21,99	55,74	19,25	17,96	22,05
<i>Rentabilidad de la acción</i>	114,86%	69,03%	253,47%	175,80%	184,50%	114,83%	8,01%	-13,54%	2,48%	1,84%
<i>Rentabilidad por dividendo</i>	1,56%	0,81%	0,72%	1,65%	1,15%	1,07%	-	-	2,26%	1,84%
<i>Pay-out</i>	0,25	0,12	0,12	0,25	0,25	0,23	-	-	0,41	0,40
<i>Book to Market Ratio</i>	0,35	0,46	0,36	0,38	0,28	0,33	0,59	0,32	0,22	0,18
<i>EV/EBITDA</i>	13,84	11,74	12,28	11,23	12,07	11,26	17,87	12,37	13,08	14,33

ALMIRALL	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008
<i>Beneficio por acción (BPA)</i>	-1,7575	0,4364	0,7622	2,5928	-0,1950	0,4474	0,5067	0,7141	0,9121	0,8196
<i>Cash-flow por acción</i>	1,5527	-0,7752	2,6898	6,1365	-2,1774	0,6041	0,9621	1,4567	2,1740	1,8411
<i>Dividendo por acción</i>	0,18	0,19	0,19	0,20	0,00	0,15	0,17	0,28	0,33	0,31
<i>Price Earning Ratio (PER)</i>	-6,94	33,24	24,44	5,30	-60,73	16,65	10,48	9,55	10,02	6,71
<i>Rentabilidad de la acción</i>	158,27%	196,85%	268,36%	176,18%	137,82%	58,00%	16,36%	40,73%	77,82%	5,64%
<i>Rentabilidad por dividendo</i>	1,47%	1,31%	1,02%	1,45%	0,00%	2,01%	3,20%	4,11%	3,61%	5,64%
<i>Pay-out</i>	-0,10	0,44	0,25	0,08	-	0,34	0,34	0,39	0,36	0,38
<i>Book to Market Ratio</i>	0,54	0,61	0,45	0,56	0,43	0,73	0,97	0,72	0,49	0,71
<i>EV/EBITDA</i>	25,10	15,68	15,22	4,94	40,73	13,50	9,18	8,29	8,41	6,99

ROVI	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008
<i>Beneficio por acción (BPA)</i>	0,3448	0,5218	0,3962	0,4823	0,4604	0,3903	0,3625	0,4916	0,4028	0,4708
<i>Cash-flow por acción</i>	0,1962	0,2399	0,1117	0,6092	0,2442	0,0778	-0,1374	0,7720	0,8026	0,7289
<i>Dividendo por acción</i>	0,12	0,18	0,14	0,17	0,16	0,14	0,13	0,17	0,14	0,16
<i>Price Earning Ratio (PER)</i>	44,19	25,84	36,45	21,36	21,67	13,58	14,04	9,76	19,21	12,57
<i>Rentabilidad de la acción</i>	182,95%	151,26%	164,36%	92,06%	83,78%	2,03%	-3,89%	-10,98%	35,81%	2,70%
<i>Rentabilidad por dividendo</i>	0,79%	1,36%	0,97%	1,65%	1,60%	2,64%	2,55%	3,54%	1,81%	2,70%
<i>Pay-out</i>	0,35	0,35	0,35	0,35	0,35	0,36	0,36	0,35	0,35	0,34
<i>Book to Market Ratio</i>	0,25	0,27	0,23	0,31	0,29	0,48	0,45	0,43	0,23	0,23
<i>EV/EBITDA</i>	27,15	18,75	24,89	16,16	18,40	13,38	13,47	17,70	15,43	11,55

FAES FARMA	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008
<i>Beneficio por acción (BPA)</i>	0,1614	0,1435	0,1225	0,1078	0,1029	0,0953	0,0692	0,1025	0,1182	0,1225
<i>Cash-flow por acción</i>	0,2003	0,1272	0,1428	0,2248	0,1219	0,2284	0,0895	0,0851	0,1267	0,2568
<i>Dividendo por acción</i>	0,10	0,11	0,09	0,08	0,07	0,06	0,03	0,08	0,09	0,08
<i>Price Earning Ratio (PER)</i>	19,09	21,24	22,54	15,91	25,67	17,31	18,13	26,57	30,17	24,90
<i>Rentabilidad de la acción</i>	26,77%	22,37%	9,39%	-27,87%	-0,16%	-34,92%	-49,67%	-2,46%	22,46%	2,62%
<i>Rentabilidad por dividendo</i>	3,24%	3,54%	3,32%	4,66%	2,65%	3,33%	2,39%	2,94%	2,52%	2,62%
<i>Pay-out</i>	0,62	0,75	0,75	0,74	0,68	0,58	0,43	0,78	0,76	0,65
<i>Book to Market Ratio</i>	0,40	0,37	0,37	0,57	0,34	0,55	0,65	0,31	0,25	0,32
<i>EV/EBITDA</i>	14,77	14,83	15,64	10,97	19,74	14,65	15,62	20,93	22,45	17,50

PHARMAMAR	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008
<i>Beneficio por acción (BPA)</i>	-0,13	-0,11	0,03	0,06	0,05	0,02	-0,01	-0,06	-0,13	-0,20
<i>Cash-flow por acción</i>	-0,24	-0,14	0,18	0,09	0,05	0,04	0,13	-0,11	-0,13	0,08
<i>Dividendo por acción</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Price Earning Ratio (PER)</i>	-25,23	-22,76	84,98	45,31	46,11	72,48	-278,36	-49,82	-30,41	-17,02
<i>Rentabilidad de la acción</i>	-2,21%	-25,91%	-25,07%	-20,30%	-31,04%	-63,73%	-48,66%	-17,46%	14,93%	0,00%
<i>Rentabilidad por dividendo</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Pay-out</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Book to Market Ratio</i>	0,03	0,09	0,13	0,10	0,10	0,14	0,09	0,06	0,05	0,07
<i>EV/EBITDA</i>	-81,92	-62,02	39,13	28,07	26,80	20,49	18,39	-183,89	-61,90	-27,60

NOTAS COMUNES AL PRESENTE ANEXO:

- Grifols es la única compañía analizada que cuenta con dos tipos de acciones (Clase A y Clase B). El análisis se hace con las acciones ordinarias (Clase A), y no las preferentes (Clase B) puesto que son las más numerosas y a las que se asignan la gran mayoría de los dividendos. Consecuentemente, se tiene en cuenta el dividendo pagado a las primeras y se excluye el pagado a las segundas.
- El número de acciones en circulación en todos los casos son la totalidad de las acciones de la sociedad. Los cambios producidos dicha cantidad se deben a los siguientes motivos:
 - o En el caso de Grifols, el 04.01.2016 se lleva a cabo un *split* 2x1; por ello el número de acciones se multiplica por dos y el valor nominal pasa de 0,5 a 0,25 a partir de dicho ejercicio.
 - o En el resto de los casos, la Junta General de Accionistas ha habilitado al Consejo de Administración de la sociedad a realizar las ampliaciones que consideren oportunas (dentro del límite establecido en los Estatutos Sociales). Véanse el artículo 297.1 de la Ley de Sociedades de Capital (vigente en la actualidad) y 153.1.a) de la derogada Ley de Sociedades Anónimas.
- En ningún caso se están teniendo en cuenta las acciones propias en cartera
- En los ratios en los que se necesita la cotización de las acciones en el mercado continuo, se ha utilizado la cotización media del periodo considerado. Dicho cálculo se ha llevado a cabo a partir de la información ofrecida por Invertia.com.

7. ANEXO VII: VALORACIÓN DE LAS ENTIDADES

7.1. Valoración mediante el método de DFC de Grifols

GRIFOLS (miles de euros)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
EBIT	993.134	1.004.555	998.528	975.062	935.085	880.382	813.473	737.413	655.561	571.321
Variación EBIT	2,90%	1,15%	-0,60%	-2,35%	-4,10%	-5,85%	-7,60%	-9,35%	-11,10%	-12,85%
- Impuestos	-34.408	-259.894	-258.335	-252.264	-241.921	-227.769	-210.458	-190.780	-169.604	-147.810
Beneficio operativo después de impuestos	958.726	744.661	740.193	722.798	693.164	652.614	603.015	546.633	485.957	423.511
+ Amortización	215.490	237.039	260.743	286.817	315.499	347.049	381.754	419.929	461.922	508.114
Variación Amortización	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%
- Capex	-322.211	-318.772	-318.772	-318.772	-318.772	-318.772	-318.772	-318.772	-318.772	-318.772
+ NOF (Existencias + Clientes – Proveedores)	-71.843	-71.843	-71.843	-71.843	-71.843	-71.843	-71.843	-71.843	-71.843	-71.843
Free Cash Flow (FCF) OPERATIVO	780.163	591.086	610.321	619.001	618.048	609.048	594.154	575.948	557.264	541.011
Tasa de descuento: WACC	4,31%	4,81%	4,81%	4,81%	4,81%	4,81%	4,81%	4,81%	4,81%	4,81%
Free Cash Flow (FCF) ACTUAL	780.163	563.948	555.566	537.597	512.126	481.498	448.157	414.479	382.622	354.408

Valor actual de los flujos de caja	5.030.563
Valor residual	14.333.841
Valor residual descontado	9.389.870
VALOR DE LA ENTIDAD	14.420.433
Número de acciones	426.129.798
Valor intrínseco de la acción	33,840
VALOR DE COTIZACIÓN (8.06.18)	26,91
Recomendación	COMPRAR
Margen de revalorización	26%

GRIFOLS	
Ke	5,59%
Prima de riesgo	6,70%
Rf	1,37%
βl	0,63
E	10.470.009.137
D	10.033.743.000
Kd	4,00%
t	25,87%
WACC	4,31%
g	1%

- Se estima que el EBIT continuará su desaceleración y, además, se tiene en cuenta el rechazo, por parte de las autoridades estadounidenses (principal mercado de la sociedad) del fármaco *pulmaquín*, en su última fase de investigación.

- Se prevé un incremento de la amortización del 10%, en consonancia con la media del incremento de los últimos 5 años.

7.3. Valoración mediante el método de DFC de Laboratorios ROVI.

ROVI (miles de euros)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
EBIT	18.535	23.000	23.000	23.000	23.000	23.000	23.000	23.000	23.000	23.000
Variación EBIT	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
- Impuestos	-281	-1.700	-1.700	-1.700	-1.700	-1.700	-1.700	-1.700	-1.700	-1.700
Beneficio operativo después de impuestos	18.254	21.300	21.300	21.300	21.300	21.300	21.300	21.300	21.300	21.300
+ Amortización	11.479	12.627	13.890	15.279	16.806	18.487	20.336	22.369	24.606	27.067
Variación Amortización	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%
- Capex	-14.932	-14.185	-13.476	-12.802	-12.162	-11.554	-10.976	-10.428	-9.906	-9.411
+ NOF (Existencias + Clientes – Proveedores)	-4.992	-1.016	-1.016	-1.016	-1.016	-1.016	-1.016	-1.016	-1.016	-1.016
Free Cash Flow (FCF) OPERATIVO	9.809	18.725	20.697	22.760	24.928	27.216	29.643	32.225	34.983	37.939
Tasa de descuento: WACC	4,76%	4,76%	4,76%	4,76%	4,76%	4,76%	4,76%	4,76%	4,76%	4,76%
Free Cash Flow (FCF) ACTUAL	9.809	17.874	18.858	19.795	20.695	21.568	22.423	23.269	24.112	24.961

Valor actual de los flujos de caja	203.364
Valor residual	1.018.614
Valor residual descontado	670.164
VALOR DE LA ENTIDAD	873.528
Número de acciones	50.000.000
Valor intrínseco de la acción	17,471
VALOR DE COTIZACIÓN (8.06.18)	16,5
Recomendación	COMPRAR
Margen de revalorización	5,88%

ROVI	
Ke	5,06%
Prima de riesgo	6,70%
Rf	1,37%
βl	0,55
E	761.879.237
D	65.995.000
Kd	1,49%
t	7,39%
WACC	4,76%
g	1%

- Al analizar la serie de valores que toma el EBIT de ROVI, se aprecia que los resultados son variables, pero giran en torno a los 23 millones de EBIT anuales. Por ello, a partir de 2018 se estima que esta será la cantidad constante que integrará el EBIT anual.

- Se prevé un incremento de la amortización del 10%, en consonancia con la media del incremento de los últimos 3 años.

- Esperamos un decremento del Capex en los próximos años, a una tasa igual a la de la media de los últimos 5 años.

7.4. Valoración mediante el método de DFC de FAES FARMA.

FAES FARMA (miles de euros)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
EBIT	52.124	56.294	59.672	62.058	63.300	63.300	62.034	59.552	55.979	51.501
Variación EBIT	10,00%	8,00%	6,00%	4,00%	2,00%	0,00%	-2,00%	-4,00%	-6,00%	-8,00%
- Impuestos	-34.408	-2.874	-11.934	-12.412	-12.660	-12.660	-12.407	-11.910	-11.196	-10.300
Beneficio operativo después de impuestos	17.716	53.420	47.737	49.647	50.640	50.640	49.627	47.642	44.783	41.201
+ Amortización	7.436	6.574	6.574	6.574	6.574	6.574	6.574	6.574	6.574	6.574
Variación Amortización	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
- Capex	-12.092	-8.088	-8.088	-8.088	-8.088	-8.088	-8.088	-8.088	-8.088	-8.088
+ NOF (Existencias + Clientes – Proveedores)	13.223	9.008	9.008	9.008	9.008	9.008	9.008	9.008	9.008	9.008
Free Cash Flow (FCF) OPERATIVO	22.068	60.914	55.231	57.141	58.134	58.134	57.121	55.136	52.277	48.695
Tasa de descuento: WACC	5,10%	4,81%	4,81%	4,81%	4,81%	4,81%	4,81%	4,81%	4,81%	4,81%
Free Cash Flow (FCF) ACTUAL	22.068	58.118	50.276	49.626	48.171	45.959	43.085	39.678	35.894	31.899

Valor actual de los flujos de caja	424.774
Valor residual	1.290.140
Valor residual descontado	845.150
VALOR DE LA ENTIDAD	1.269.924
Número de acciones	261.545.034
Valor intrínseco de la acción	4,855
VALOR DE COTIZACIÓN (8.06.18)	3,59
Recomendación	COMPRAR
Potencial de revalorización	35%

FAES FARMA	
Ke	5,52%
Prima de riesgo	6,70%
Rf	1,37%
β	0,62
E	806.049.102
D	66.197.000
Kd	0,00%
t	17,77%
WACC	5,10%
g	1%

- Se estima un crecimiento del EBIT que experimenta una desaceleración, de acuerdo a lo experimentado por la antedicha magnitud en los últimos 10 ejercicios.
- Se prevé que la amortización permanezca constante, en consonancia con lo que viene dándose los últimos 10 años. Para 2018, se estima una amortización igual a la media de la contabilizada por la sociedad en los últimos 5 años.

7.5. Valoración mediante el método de DFC de PharmaMar. Caso más conservador posible: no puede comercializarse Zepsyre.

PHARMAMAR (miles de euros)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
VALORACIÓN MÁS CONSERVADORA POSIBLE: CASO DE QUE SE RECHAZE LA COMERCIALIZACIÓN DE ZEPSYRE										
EBIT	-19.721	-22.285	-25.850	-30.762	-37.529	-46.912	-60.047	-78.662	-105.407	-144.407
Variación EBIT	10,00%	13,00%	16,00%	19,00%	22,00%	25,00%	28,00%	31,00%	34,00%	37,00%
-Impuestos	-34.408	4.457	5.170	6.152	7.506	9.382	12.009	15.732	21.081	28.881
Beneficio operativo después de impues	-54.129	-17.828	-20.680	-24.609	-30.023	-37.529	-48.037	-62.929	-84.325	-115.525
+ Amortización	9.202	10.122	11.134	12.248	13.473	14.820	16.302	17.932	19.725	21.698
Variación Amortización	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%
- Capex	-4.665	-7.684	-7.684	-7.684	-7.684	-7.684	-7.684	-7.684	-7.684	-7.684
+ NOF (Existencias + Clientes – Proveedc	-33.560	-3.043	-3.043	-3.043	-3.043	-3.043	-3.043	-3.043	-3.043	-3.043
Free Cash Flow (FCF) OPERATIVO	-86.171	-18.432	-20.272	-23.088	-27.277	-33.436	-42.462	-55.724	-75.327	-104.554
Tasa de descuento: WACC	10,06%	4,81%	4,81%	4,81%	4,81%	4,81%	4,81%	4,81%	4,81%	4,81%
Free Cash Flow (FCF) ACTUAL	-86.171	-17.586	-18.454	-20.052	-22.603	-26.434	-32.028	-40.101	-51.720	-68.492

Valor actual de los flujos de caja	-383.641
Valor residual	-104.528
Valor residual descontado	-68.475
VALOR DE LA ENTIDAD	-452.115
Número de acciones	222.649.287
Valor intrínseco de la acción	-2,031
VALOR DE COTIZACIÓN (8.06.18)	1,5
Recomendación	VENDER
Potencial de revalorización	-235%

PHARMA MAR	
Ke	11,42%
Prima de riesgo	6,70%
Rf	1,37%
βl	1,5
E	729.413.970
D	140.648.000
Kd	3,17%
t	4,96%
WACC	10,06%
g	1%

- Se estima una variación del EBIT que continúa con el incremento en las pérdidas, de acuerdo con la tendencia mostrada en los últimos ejercicios.

- Se prevé un incremento de la amortización del 10%, en consonancia con la media del incremento de los últimos 5 años.

7.6. Valoración mediante el método de DFC de PharmaMar. Caso en el que el resto de las fases de estudio son exitosas y se aprueba la comercialización de Zepsyre para el tratamiento del cáncer de pulmón.

PHARMAMAR (miles de euros)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
VALORACIÓN SI SE CUMPLEN LAS EXPECTATIVAS RESPECTO A LA COMERCIALIZACIÓN DE ZEPSYRE PARA EL CÁNCER DE PULMÓN										
EBIT	-19.721	-19.721	0	36.853	70.020	126.036	214.262	342.819	514.229	719.920
Variación EBIT	-5,99%	0,00%	-	100,00%	90,00%	80,00%	70,00%	60,00%	50,00%	40,00%
- Impuestos	-34.408	3.944	0	-7.371	-14.004	-25.207	-42.852	-68.564	-102.846	-143.984
Beneficio operativo después de impues	-54.129	-15.777	0	29.483	56.017	100.830	171.410	274.256	411.383	575.936
+ Amortización	9.202	10.122	11.134	12.248	13.473	14.820	16.302	17.932	19.725	21.698
Variación Amortización	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%
- Capex	-4.665	-7.684	-7.684	-7.684	-7.684	-7.684	-7.684	-7.684	-7.684	-7.684
+ NOF (Existencias + Clientes – Proveedc	-33.560	-3.043	-3.043	-3.043	-3.043	-3.043	-3.043	-3.043	-3.043	-3.043
Free Cash Flow (FCF) OPERATIVO	-86.171	-16.381	408	31.004	58.763	104.923	176.985	281.461	420.382	586.907
Tasa de descuento: WACC	10,06%	4,81%	4,81%	4,81%	4,81%	4,81%	4,81%	4,81%	4,81%	4,81%
Free Cash Flow (FCF) ACTUAL	-86.171	-15.629	371	26.927	48.692	82.949	133.496	202.553	288.637	384.474

Valor actual de los flujos de caja	1.066.299
Valor residual	586.934
Valor residual descontado	384.491
VALOR DE LA ENTIDAD	1.450.790
Número de acciones	222.649.287
Valor intrínseco de la acción	6,516
VALOR DE COTIZACIÓN (8.06.18)	1,5
Recomendación	COMPRAR
Margen de	334%

Para la estimación del EBIT, no existen previsiones al alcance del público de los ingresos adicionales derivados de la venta de Zepsyre para cáncer de pulmón exclusivamente. Los datos de los que se disponen son los siguientes: en 2020 la compañía pensaba ingresar 1000 millones de euros con el éxito de Aplidin y Zepsyre para cáncer de ovario, además de los que correspondían a otros tipos de cáncer derivando de los mismos principios activos. De Zepsyre para cáncer de ovario y Aplidin se esperaban 32 y 13 millones anuales respectivamente; de la comercialización de Zepsyre para cáncer de pulmón se espera un enorme nivel de ingresos, sólo en EEUU se detectan 34.000 pacientes afectados con el tipo de cáncer ante el que Zepsyre funciona (y EEUU representa un porcentaje inferior al 2,3% en 2017 (información extraída de la memoria consolidada -nota5-). En consecuencia, se va a estimar (de nuevo adoptando una perspectiva conservadora) que de esos 1.000 millones de euros, 300 corresponden a Zepsyre (cáncer de pulmón) en 2020; y que se mantiene la relación entre ingresos BAIT igual a la media de la que mantuvo en los ejercicios que la compañía fue capaz de crear valor (12,28%). Para 2020, por lo tanto, se espera un EBIT de 12,28% de 300 millones= 36,9 millones de euros. A partir de entonces, se prevé una evolución decelerada (volviendo a la posición conservadora de nuevo, aunque podría también esperarse que las autoridades de más lugares permitiesen la autorización del producto). La empresa no espera obtener autorización para comercializar Zepsyre hasta 2019 (fuente: pág. web corporativa), así que en 2018 se mantienen las pérdidas que se dieron en 2017 y en 2019 se estima que la aprobación de la comercialización.

NOTAS COMUNES AL PRESENTE ANEXO:

- En el caso de la valoración menos conservadora de PharmaMar, las hipótesis que no se corresponden con el BAIT y el cálculo del WACC es exactamente el mismo que en el caso de la hipótesis conservadora.
- β_1 ha sido extraída de investing.com
- La rentabilidad del activo sin riesgo se representa mediante la rentabilidad del bono español a 10 años a día 7 de junio de 2018. Información obtenida de <http://www.tesoro.es/deuda-publica>
- La prima de riesgo se extrae de FERNÁNDEZ, P. (2009): La prima de riesgo de mercado según 100 libros. IESE Business School.
- K_e se calcula aplicando el modelo CAPM : $K_e = R_f + \beta_1 \times \text{Prima de riesgo}$
- K_d se calcula de la siguiente manera: gastos financieros $\times (1-t)$ / deuda neta del ejercicio anterior
- La tasa impositiva t se calcula como la media de los tipos de gravamen efectivos aplicados en los últimos 10 ejercicios.
- Los FFPP (E) se calculan como capitalización bursátil.
- El valor bursátil de las acciones ha sido extraído de investing.com
- La deuda financiera neta se obtiene como la diferencia entre el pasivo total de la sociedad y los activos líquidos con los que cuenta la misma.
- Las variaciones en NOF se calculan como la media de las acaecidas los últimos 5 años, y, a falta de más información se estima que se mantienen constantes.
- La tasa de crecimiento a posteridad se estima de entre la mayoría de los expertos (g entre 1% y 2%) tomando el valor más conservador: $g=1\%$.
- Las variaciones en NOF se calculan como la media de las acaecidas los últimos 5 años y se estima que se mantienen a lo largo del tiempo.
- Salvo en ROVI, donde se incluye nota que explica el incremento, se estima un crecimiento del CAPEX igual al de la media de los últimos 5 ejercicios, partiendo para 2018 de un valor igual al de la media de dicha inversión en esos ejercicios.