



Universidad Internacional de La Rioja  
Facultad de Empresa y Comunicación

Máster Universitario en Dirección y Gestión Financiera

**Análisis y valoración de PharmaMar**

Trabajo fin de estudio presentado por:	Jiménez García, José Antonio Vázquez Reyes, Carlos
Individual / Grupal:	Grupal
Director/a:	José Torres Pruñonosa
Fecha:	22/07/2021

## Resumen

Este trabajo se basa en realizar un análisis tanto de la organización como de la estructura económico-financiera de la farmacéutica española PharmaMar, fundada en 1986. A partir de este análisis general económico de la empresa se procederá posteriormente a proponer diferentes alternativas a una serie de puntos clave a mejorar por la empresa para solucionar los posibles problemas más relevantes que pueda tener identificados previamente en dicho análisis a través de ratios, evaluación de las políticas de inversión y financiación o principales riesgos financieros que muestran los estados financieros. Además, después de la identificación de estos problemas y las diferentes soluciones propuestas para ellos, se realizará una valoración económica de la empresa a través del método del descuento de flujos de caja. Se descubrirá el impacto del COVID-19 para el sector en general y para PharmaMar en particular.

**Palabras clave:** PharmaMar, análisis, valoración, flujos de caja y farmacéutica.

## Abstract

This work is based on an analysis of both the organization and the economic-financial structure of the Spanish pharmaceutical company PharmaMar, founded in 1986. From this general economic analysis of the company, we will proceed to propose different alternatives to a series of key points to be improved by the company to solve the most relevant possible problems previously identified in this analysis through ratios, evaluation of investment and financing policies or main financial risks shown in the financial statements. In addition, after the identification of these problems and the different solutions proposed for them, an economic valuation of the company will be carried out through the cash flows method. The impact of COVID-19 for the industry in general and for PharmaMar will be discussed.

**Keywords:** PharmaMar, analysis, evaluation, cash flows and pharmaceutical.

## Índice de contenidos

1. INTRODUCCIÓN	6
2. OBJETIVOS Y JUSTIFICACIÓN	6
3. ¿QUÉ ES PHARMAMAR?	7
3.1. Historia	7
3.2. Actualidad	8
4. ANÁLISIS DE LA ORGANIZACIÓN	9
4.1. Análisis del entorno general	10
4.2. Análisis del entorno específico	17
4.3. DAFO	19
5. ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO	22
5.1. Análisis de estados financieros y ratios	22
5.2. Evaluación de políticas de inversión y financiación	32
5.2.1. Financiación	32
5.2.2. Inversión	34
5.3. Informe de diagnóstico	35
5.4. Principales riesgos financieros	36
5.5. Plan de mejoras	37
6. ESTADOS FINANCIEROS PREVISIONALES	38
7. CUADRO DE MANDOS INTEGRAL	44
8. VALORACIÓN DE LA EMPRESA	47
9. CONCLUSIÓN Y LIMITACIONES	50

## Índice de ilustraciones

Ilustración 1: El gasto público en salud en el período 2006-2017 en comparación con el PIB.	11
Ilustración 2: Pirámide de población de España (años 2020, 2050 y 2070)	13
Ilustración 3: expectativas de vida a los 65 años, enfermedades crónicas, enfermedades que limitan las actividades cotidianas y síntomas de depresión.	14
Ilustración 4: relación gasto en I+D con PIB	15
Ilustración 5: esquema del análisis PORTER	19
Ilustración 6: estructura económica de PharmaMar, 2018-2020, en miles de euros.	23
Ilustración 7: estructura financiera, 2018-2020, en miles de euros.	25
Ilustración 8: evolución del fondo de maniobra y NOF, 2018-2020, en miles de euros.	26
Ilustración 9: evolución del resultado del ejercicio para 2017-2020.	30
Ilustración 10: evolución del gasto en personal e I+D para 2017-2020.	31
Ilustración 11: Cuadro de mando integral	45

## Índice de tablas

Tabla 1: 10 principales empresas del sector ordenadas por activo total, incluyendo beneficio operativo, resultado antes de impuestos y beneficio neto, con datos del último ejercicio disponible, en miles de euros.	9
Tabla 2: Serie Anual Total Gasto en productos farmacéuticos y sanitarios, en miles de euros.	11
Tabla 3: proyecciones macroeconómicas de la economía española (2021-2023)	12
Tabla 4: cuadro-resumen del análisis PESTEL	16
Tabla 5: análisis DAFO de PharmaMar	22
Tabla 6: peso relativo de ANC y AC sobre activo total.	23
Tabla 7: autonomía financiera, peso relativo de PNC y peso relativo de PC, 2015-2019.	25
Tabla 8: ratios, 2015-2020.	27
Tabla 9: evolución del gasto en personal e I+D para 2017-2020.	31
Tabla 10: balances de PharmaMar para 2017-2020.	33
Tabla 11: gasto en I+D 2019-2020.	34
Tabla 12: estados financieros previsionales.	42
Tabla 13: valoración por descuentos de flujos de caja, en miles de euros.	47
Tabla 14: valoración por descuentos de flujos de caja para el accionista, en miles de euros.	48
Tabla 15: valoración por múltiplos.	49

## 1. INTRODUCCIÓN

En el trabajo se realizará una pequeña introducción sobre la empresa PharmaMar, con su historia y la actualidad de esta para entrar en el contexto de la misma. Posteriormente se pasará a un análisis de la organización mediante los métodos PESTEL y Porter para entornos generales y específicos. Una vez finalizada la descripción del entorno de la organización, pasaremos a realizar el análisis económico-financiero de la empresa mediante: análisis de estados financieros, ratios, evaluación de políticas de inversión y financiación, informe de diagnóstico, principales riesgos financieros y plan de mejoras.

El siguiente apartado tratará de elaborar y evaluar los estados financieros previsionales, con un análisis de los datos obtenidos, hipótesis sobre la evolución futura de la empresa y la aplicación de las mejoras que proponemos para la empresa. Para finalizar, se realiza una valoración de la empresa mediante el descuento de flujos de caja, conclusiones y limitaciones sobre el trabajo.

## 2. OBJETIVOS Y JUSTIFICACIÓN

El objetivo general es conocer el estado económico financiero de la empresa en los últimos tres años mediante el análisis de estados financieros, la aplicación de ratios, la evaluación de políticas de inversión y financiación... para poder realizar un diagnóstico de esta, así como elaborar unas previsiones de futuro, una valoración de la empresa y propuestas de mejora de cara al futuro

Los objetivos específicos del trabajo son:

- Determinar los factores que han afectado o influenciado el desarrollo de la empresa en los últimos tres años, desde la perspectiva tanto externa como interna. Se hará especial incidencia en el último año y como el COVID-19 ha afectado a los beneficios de la farmacéutica.
- Determinar las causas que han motivado la situación económica financiera de la misma, realizar recomendaciones sobre cómo se podría mejorar dicha situación, predecir la evolución y obtener el valor de la misma.

- Se pretende arrojar luz sobre la situación financiera actual de la empresa, así como realizar una proyección de esta bajo las difíciles circunstancias actuales de pandemia mundial y una valoración de la empresa lo más fidedigna y veraz posible.

El proyecto persigue conocer el estado de una empresa dentro del sector farmacéutico que se ha visto afectada por la reciente crisis del COVID-19, para conocer cómo el entorno ha afectado al desempeño de esta y las medidas internas han contribuido a aprovechar las oportunidades y mitigar las amenazas.

La evolución de la coyuntura mundial creada por la actual pandemia ha supuesto una gran alteración de los elementos del entorno que afectan a las empresas y se encuentra de interés como esto puede influenciar a una empresa dentro del mismo sector farmacéutico que cotiza en el IBEX35 y con un largo desarrollo histórico. Igualmente, las diferentes operaciones en bolsa que se pueden usar como medio para adaptarse a esta coyuntura se encuentran de especial interés, más si cabe en este caso en el que la propia empresa acometió un proceso de acciones corporativas en julio de 2020. La conjunción influencias externas, medidas internas desarrolladas por la empresa y la perspectiva de futuro para sobrevivir en un contexto cada vez más globalizado ponen de relevancia la importancia de la temática a tratar en este trabajo.

### 3. ¿QUÉ ES PHARMAMAR?

#### 3.1.HISTORIA

Para entender mejor el contexto en el que se mueve la empresa objeto del estudio, se presenta aquí la historia de esta para ofrecer una mejor visión del contexto que rodea al estudio.

El origen de PharmaMar se remonta a 1939 con la creación de Zeltia, que se dedicaba a ofrecer plantas medicinales y de origen animal a territorios que tenían difícil acceso a la misma. Con esta idea se comienza la investigación para obtener medicinas de productos naturales. En 1949 se fundó el laboratorio Antibióticos S.A. y en 1963 Zeltia comienza a cotizar en bolsa.

En la época de expansión del grupo Zeltia se crean 3 nuevas compañías dirigidas a mercados diferenciados: industria agraria (Zeltia Agraria), industria farmacéutica (ICI Farma), industria química y veterinaria (Cooper Zeltia).

En 1986 se fundó PharmaMar como subsidiaria de Zeltia, empresa pionera en el desarrollo de fármacos antitumorales de origen marino. En 1998, Zeltia cotiza en el mercado continuo de España. En 2006, se crea Sylentis, un spin-off para cubrir necesidades médicas utilizando diferentes técnicas médicas. En 2012-2015 PharmaMar se internacionaliza y crea filiales en Italia, Alemania, Francia y Reino Unido. En 2015, tras una operación corporativa se produce la fusión a la inversa de PharmaMar y Zeltia, convirtiéndose en la primera en el Holding de las unidades de negocio.

### 3.2.ACTUALIDAD

Actualmente la empresa se dedica a la investigación y el desarrollo con elementos marinos para el descubrimiento de moléculas con actividad antitumoral, centrado en la oncología. La misma cotiza en el IBEX 35 con una capitalización bursátil de 1.718,75 millones de euros.

Según el artículo 3 de los estatutos sociales de la misma, el objeto de la empresa es:

*La investigación y desarrollo, fabricación, importación, exportación, venta, comercialización y distribución de: productos químicos y sus derivados; sueros y toda clase de especialidades farmacéuticas y veterinarias; productos medicinales, dietéticos, profilácticos e inmunizadores e insecticidas y plaguicidas de uso doméstico, agrícola o industrial.*

*La adquisición, tenencia, disfrute, administración, enajenación y gravamen de toda clase de acciones, participaciones, títulos o valores representativos del capital o deudas de otras sociedades, incluidos valores mobiliarios de renta fija o variable, respetando las limitaciones o prohibiciones que en cada momento se deriven de la normativa vigente.*

*La adquisición, tenencia, disfrute, administración, explotación y enajenación de toda clase de bienes inmuebles y derechos sobre los mismos. Dichas actividades podrán ser desarrolladas por la Sociedad, en el ámbito nacional e internacional, y total o*



*parcialmente de manera indirecta, mediante la participación en otras sociedades o entidades con objeto idéntico o análogo.*

De acuerdo con el artículo 13 de los estatutos sociales, los órganos principales de la Sociedad son la Junta General de Accionistas y el Consejo de Administración. Igualmente, la Sociedad contará con una Comisión de Auditoría y una Comisión de nombramientos y retribuciones.

## 4. ANÁLISIS DE LA ORGANIZACIÓN

PharmaMar se incluye en el código 2120 del CNAE (Elaboraciones especiales farmacéuticas), 2110 (elaboración de productos farmacéuticos básicos) y 7219 (otras investigaciones y desarrollo experimental en ciencias naturales e ingeniería). Bajo el código principal 2110, se encuentran actualmente registradas en España sobre la base de datos SABI 328 empresas y se muestra a continuación en la tabla 1 las 10 empresas más importantes del sector, ordenadas por el total de activos.

**Tabla 1: 10 principales empresas del sector ordenadas por activo total, incluyendo beneficio operativo, resultado antes de impuestos y beneficio neto, con datos del último ejercicio disponible, en miles de euros.**

	Company Name	Last available year	Operating revenue / turnover th EUR Last avail. yr	Total assets th EUR Last avail. yr	Net income th EUR Last avail. yr
1.	<b>BAYER HISPANIA SL</b>	31/12/2018	1.300.381	5.525.370	751.936
2.	<b>INSTITUTO GRIFOLS SA</b>	31/12/2019	437.949	399.514	151.661
3.	<b>KERN PHARMA SL</b>	31/12/2019	274.655	297.334	2.402
4.	<b>PHARMAMAR SA</b>	31/12/2019	70.411	270.276	17.659
5.	<b>QUIMICA FARMACEUTICA BAYER SL (EXTINGUIDA)</b>	31/12/2009	573.785	256.248	32.575
6.	<b>BIOIBERICA SAU</b>	31/12/2019	352.117	213.695	78.199
7.	<b>LABORATORIOS LICONSA SAU</b>	31/12/2019	257.765	211.021	23.520

8.	<b>LONZA BIOLOGICS PORRIÑO SL</b>	31/12/2019	106.724	174.878	7.291
9.	<b>SANDOZ INDUSTRIAL PRODUCTS SA</b>	31/12/2019	166.428	102.078	9.503
10.	<b>ALCALIBER SAU</b>	31/12/2019	61.239	100.094	10.779

*Fuente: elaboración propia a partir de datos extraídos de SABI.*

Como se puede comprobar y en base a los últimos datos disponibles, PharmaMar es la cuarta empresa más grande dentro de España en cuanto activos totales con un valor de 270.276 miles de euros. A pesar de su gran activo, destaca como su beneficio operativo es muy pequeño con respecto al resto de las empresas incluidas y con un beneficio neto relativamente bajo de 17.659 miles de euros, ya que si bien es superior a Kern Pharma (número 3), es inferior al resto de los integrantes de los primeros 7 puestos.

A continuación, se pasa a describir el entorno general y el entorno específico de la misma.

#### 4.1. ANÁLISIS DEL ENTORNO GENERAL

Para analizar el entorno general de la empresa en cuestión hacemos uso del análisis PESTEL que identifica los principales factores que influyen en el sector atendiendo a las dimensiones política, económica, sociocultural, tecnológica, ecológica y legal.

Se considera de vital importancia dicho estudio para poder realizar un análisis económico-financiero adecuado, porque se entiende un análisis individual sin tener en consideración variantes externas insuficiente para comprender el desarrollo de la empresa y las perspectivas de evolución futuras.

##### *Factores políticos*

En cuanto a los factores políticos, se considera que PharmaMar se desarrolla en un entorno estable debido, en primer lugar, a que se encuentra dentro de la Unión Europea, lo cual supone encontrarse en un contexto de unión económica y monetaria que asegura la estabilidad de variables macroeconómicas para los países que forman parte de la misma Unión. En segundo lugar, la sede central de PharmaMar se encuentra en España, país

democrático donde si bien existen cambios considerables con los cambios de legislación, se trata de un marco general estable y que favorece el desarrollo empresarial.

Por otro lado, podemos analizar la evolución del gasto farmacéutico en España, atendiendo a los Indicadores Sobre Gasto Farmacéutico y Sanitario extraídos del Portal Institucional del Ministerio de Hacienda (Ministerio de Hacienda, 2021).

Si atendemos a la serie de total gasto en productos farmacéuticos y sanitarios como gasto devengado neto (acumulado anual) para todas las administraciones, se observa, en la tabla 2, como desde 2014 el gasto aumenta de forma constante hasta 2019, siendo la variación entre 2019 y 2020 muy superior a la de los años anteriores, debido fundamentalmente a la presencia del COVID-19.

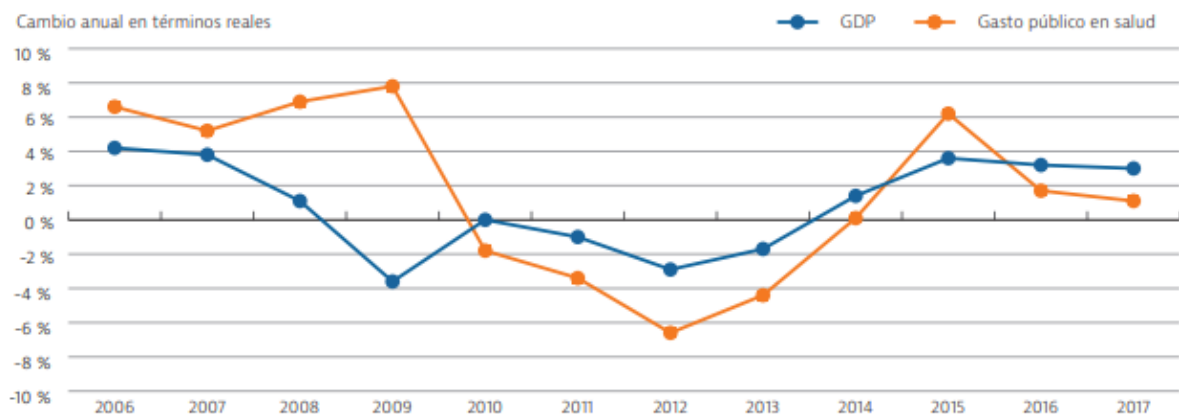
**Tabla 2: Serie Anual Total Gasto en productos farmacéuticos y sanitarios, en miles de euros.**

Gasto Farmacéutico y Sanitario						
Año 2014	Año 2015	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020
18.886.742,70	20.690.889,54	20.955.076,34	21.591.484,28	22.602.073,67	23.673.663,55	26.462.470,94

Fuente: Portal Institucional Sobre Gasto Farmacéutico y Sanitario

Igualmente, según el estudio realizado por la Comisión Europea sobre el Perfil Sanitario Nacional en 2019, el gasto público en salud vuelve a aumentar tras varios años de reducciones (OECD/European Observatory on Health Systems and Policies, 2019).

**Ilustración 1: El gasto público en salud en el período 2006-2017 en comparación con el PIB.**



Fuente: State of Health in the EU. España - Perfil Sanitario 2019. European Commission

Se observa en la ilustración 1 cómo tras varios años de reducciones en el gasto público en sanidad entre el período 2009 y 2012 se recupera el aumento entre el 2012-2015, para posteriormente volver a bajar.

### Factores económicos

Con la crisis del COVID-19 las previsiones de crecimiento económico han tenido que ser reevaluadas, ya que el impacto ha sido significativo. El FMI prevé un avance del PIB del 6.4% para 2021, aunque asume que España no alcanzará hasta 2023 los niveles pre-pandémicos. Se identifica a la misma nación como la economía avanzada que más retrocedió en 2020 (cerca del 11%), no obstante, mantiene inalterada su estimación de que la economía crecerá un 4,7% en 2022. A partir de ahí, el crecimiento caería al 2,8% en 2023 y se ralentizará hasta cerrar 2026 en el 1,4% (Portillo, 2021).

**Tabla 3: proyecciones macroeconómicas de la economía española (2021-2023)**

	Tasas de variación anual		Proyecciones de marzo de 2021								
	2019	2020	Escenario suave			Escenario central			Escenario severo		
			2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
PIB	2,0	-11,0	7,5	5,5	1,6	6,0	5,3	1,7	3,2	4,6	2,2
IAPC (b)	0,8	-0,3	1,4	0,9	1,3	1,4	0,8	1,2	1,3	0,6	1,0
Empleo (horas trabajadas)	1,5	-10,4	9,0	5,1	1,7	7,5	5,0	1,7	5,3	4,6	2,2
Tasa de paro (% población activa) (c)	14,1	15,5	15,9	13,9	12,8	17,0	15,1	14,1	18,3	17,2	16,1

Fuente: Banco de España (2021).

Frente a la previsión del FMI, en el estudio publicado por el Banco de España en marzo de 2021 se prevén tres posibles escenarios, como se observa en la tabla 3: suave, central y severo. En todos los escenarios podemos comprobar cómo se espera una recuperación económica en el período 2021-2023 para la economía española con un aumento continuado del PIB.

Tal y como se puede comprobar en Sebastián, N. (2020), se prevé un aumento de ventas mundiales de fármacos para el top 15 de áreas terapéuticas para 2026, excepto para dos categorías. Igualmente se prevé una tasa compuesta de crecimiento anual y un aumento de la cuota de mercado, por lo que las previsiones de la industria son positivas en los próximos años.

De forma más visual, en un estudio realizado por EvaluatePharma llamado World Preview 2019, Outlook to 2024 podemos comprobar como igualmente las previsiones pre-covid eran

positivas para el período 2019-2024 con un aumento del 6.9% en la prescripción de fármacos (EvaluatePharma, 2019).

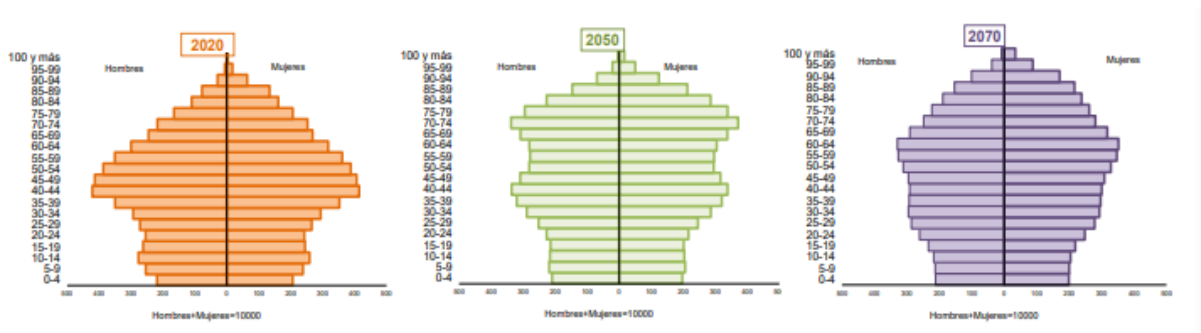
### *Factores socioculturales*

Dentro de estos factores podemos estudiar el envejecimiento de la población española, el aumento de enfermedades y el grado de aceptación de la misma hacia los diferentes fármacos.

Según el INE, España ganaría casi un millón de habitantes en los próximos 15 años y más de 3 millones hasta 2070. No obstante, la población de 65 y más años supondría el 26.5% del total en el año 2035 (INE, 2020).

Por otro lado, de mantenerse la proyección actual el grupo de edad más numeroso sería el conformado por los nacidos en 1970-1979 y lo seguiría siendo en 2050, es decir, con edades entre 70 y 79 años. La población entre 20-64 años, que actualmente supone el 60.8% del total, pasaría a representar el 51.9% del total en 2050. En 2070 se recuperaría parte, hasta el 54.4%, como se puede observar en la ilustración 2.

**Ilustración 2: Pirámide de población de España (años 2020, 2050 y 2070)**

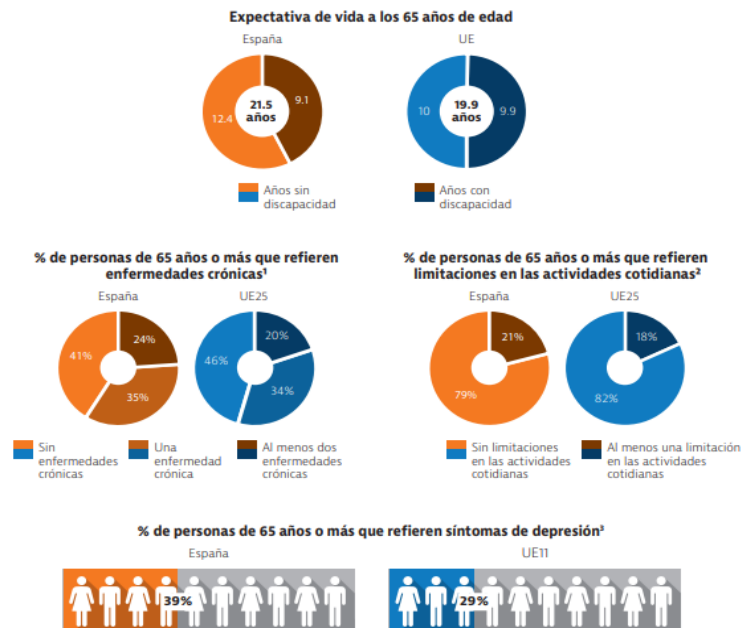


*Fuente: INE, 2020.*

Por lo tanto, podemos interpretar que el aumento de la población envejecida en España favorecerá en general a las empresas del sector farmacéutico, ya que más medicamentos serán necesarios.

Igualmente se está incrementando el porcentaje de población con enfermedades y mayores de 65 años.

**Ilustración 3: expectativas de vida a los 65 años, enfermedades crónicas, enfermedades que limitan las actividades cotidianas y síntomas de depresión.**



Fuente: OECD/European Observatory on Health Systems and Policies (2019).

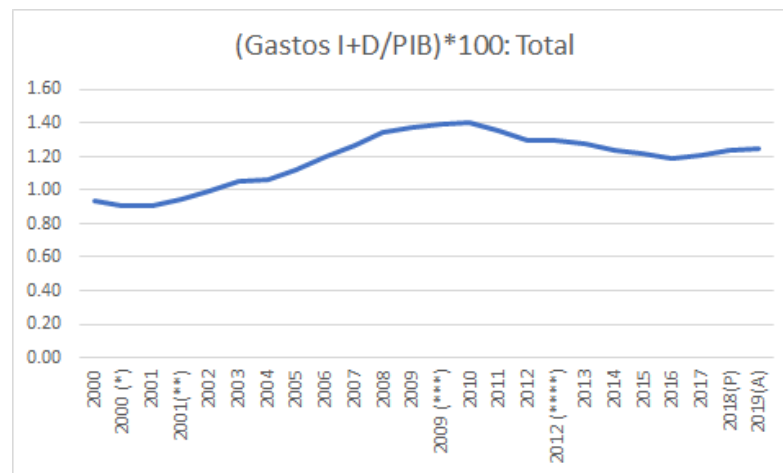
En la ilustración 3 podemos observar la conjunción del aumento de la esperanza de vida, el envejecimiento paulatino de la población y el aumento de enfermedades de forma generalizada en la población, lo cual puede suponer un entorno favorable para el desarrollo de la industria farmacéutica.

#### Factores tecnológicos

El sector farmacéutico tiene un gran componente de gasto en I+D, ya que la principal tarea de estas empresas, además de la elaboración de medicamentos, es el continuo desarrollo e investigación de nuevos fármacos para mejorar el tratamiento de enfermedades.

Según el INE, el gasto en I+D en España en relación con el PIB se ha visto incrementado de forma continua para el período 2000-2010 y a partir de entonces se ha ido reduciendo la relación, como podemos comprobar en la ilustración 4.

Ilustración 4: relación gasto en I+D con PIB



Fuente: Elaboración propia a partir de datos extraídos del INE.

Igualmente, de acuerdo con la Estrategia Española de Ciencia, Tecnología e Innovación para 2021-2027 se pretende duplicar la suma de inversiones públicas y privadas, hasta alcanzar la media europea en 2027 (desde el 1.24% del PIB en inversión en I+D registrado en 2018, hasta el 2.12% en 2027), (Ministerio de Ciencia e Innovación, 2021).

El impulso español a este tipo de gasto, en conjunción con el apoyo de políticas de la Unión Europea, crean un clima propicio para el desarrollo de las empresas dentro del sector farmacéutico. Por otro lado, está claro que el desarrollo de nuevas tecnologías, técnicas de análisis de datos, etc. favorece el desarrollo de este sector y expande las fronteras para afrontar nuevos problemas.

#### *Factores ecológicos*

Las empresas farmacéuticas se enfrentan, al igual que casi todas las empresas de producción actualmente, a la mayor concienciación mundial sobre el medio ambiente, la sostenibilidad, reducción de residuos y la mejora de la gestión de los mismos. Como menciona (Ramos Alvariño, C.,2004) la producción de fármacos genera aguas residuales con altos niveles de toxicidad, lo cual pone en peligro y daña el medio ambiente alrededor de los centros de producción. Esto sería un ejemplo, pero el tratamiento de químicos genera residuos que deben ser tratados apropiadamente para cumplir con las normas vigentes sobre protección de medio ambiente.

Por ejemplo, se ha creado la “guía de responsabilidad social empresarial dentro del sector de tecnología sanitaria” por mediación de la Federación Española de Empresas de Tecnología Sanitaria que busca fomentar en este sector «la labor de protección del entorno, la prevención

y reducción de las emisiones, efluentes y residuos ambientalmente nocivos, así como la utilización eficaz y ahorrativa de las materias primas y la energía» (Martín, L., 2016).

Por lo tanto, se trata de un factor externo con una influencia creciente sobre el sector farmacéutico en particular y sobre la producción de bienes en general que genera barreras para la libre producción de medicamentos o bien una oportunidad para posicionarse de forma ventajosa sobre otros competidores en base a un modelo de producción verde, elemento que cada vez más sectores de la sociedad tienen más en cuenta.

#### *Factores legales*

En cuanto a los factores legales, debemos tener en cuenta que los fármacos son productos muy sensibles que pueden afectar a la salud y bienestar personal con un gran impacto, además de poseer una estructura y composición altamente compleja. Por ello, la presencia de un marco normativo es especialmente importante en esta parte y se regulan requisitos relativos a investigación, ensayos clínicos, el registro del fármaco, la producción de este, la validación técnica de los estándares de producción e incluso la comercialización del mismo. A este respecto encontramos las siguientes regulaciones nacionales que se relacionan con la industria farmacéutica:

Real Decreto Legislativo 1/2015, de 24 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de garantías y uso racional de los medicamentos y productos sanitarios

Ley 10/2013, de 24 de julio, por la que se incorporan al ordenamiento jurídico español las Directivas 2010/84/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre de 2010, sobre farmacovigilancia, y 2011/62/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011, sobre prevención de la entrada de medicamentos falsificados en la cadena de suministro legal, y se modifica la Ley 29/2006, de 26 de julio, de garantías y uso racional de los medicamentos y productos sanitarios

Ley 29/2006, de 26 de julio, de garantías y uso racional de los medicamentos y productos sanitarios.

A continuación, se muestra, en la tabla 4, el cuadro-resumen del análisis PESTEL previamente realizado:

**Tabla 4: cuadro-resumen del análisis PESTEL**

Factores políticos	<ul style="list-style-type: none"><li>● Estabilidad política de la principal zona de operación</li><li>● Evolución de gasto farmacéutico en España positiva</li></ul>
--------------------	---



	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Aumento del gasto público en salud</li> </ul>
Factores económicos	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Previsiones de crecimiento económico sostenido</li> <li>• Previsión del aumento mundial de fármacos para 2026</li> <li>• Aumento de la prescripción de fármacos para 2924</li> </ul>
Factores socioculturales	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Envejecimiento de la población</li> <li>• Incremento en el porcentaje de población con enfermedades</li> <li>• Aumento de la esperanza de vida</li> </ul>
Factores tecnológicos	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Plan 2021-2027 de crecimiento de la inversión pública y privada en I+D</li> <li>• Crecimiento de la ciencia de datos como apoyo para la optimización de procesos</li> </ul>
Factores ecológicos	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Mayor concienciación de la sociedad</li> <li>• Aguas residuales</li> <li>• Mejora del tratamiento de residuos químicos</li> <li>• Impulso nacional por la mejora de la responsabilidad empresarial en materia de medio ambiente</li> </ul>
Factores legales	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Extensa regulación sobre la industria farmacéutica debido a la sensibilidad de los mismos sobre la salud de la sociedad</li> </ul>

Fuente: elaboración propia.

## 4.2. ANÁLISIS DEL ENTORNO ESPECÍFICO

Para finalizar el análisis de la organización se procede con el estudio de la industria farmacéutica en España mediante el modelo de las cinco fuerzas de Porter. A continuación, se muestran las cinco fuerzas y la información que obtenemos de las mismas.

### *Amenaza de nuevos competidores*

Para analizar esta fuerza dentro de la industria tenemos que proceder con un estudio de las barreras típicas de entrada que una empresa podría afrontar, en concreto:

Escala y experiencia: la industria farmacéutica necesita de grandes inversiones para aprovechar economías de escala y acometer grandes proyectos de investigación. Por ello, se identifica una fuerza bastante elevada aquí.

Acceso a canales de proveedores o de distribución. Acceder a los canales de las grandes industrias farmacéuticas podría resultar complicado, ya que todas las empresas que se

dedican a este sector operan con grandes volúmenes de producción y con acuerdos preferentes.

Legislación y acción gubernamental: la existencia de patentes y autorizaciones administrativas hace que exista una barrera más de entrada.

Diferenciación: aunque existen diferentes marcas de fármacos, la diferenciación es baja ya que se basan en el principio activo del mismo.

Por lo tanto, se determina que la amenaza de nuevos competidores en el sector es baja.

#### *Amenaza de sustitutivos*

No se encuentran sustitutos directos de los fármacos más allá de remedios naturales como podrían ser medicinas homeopáticas. Aunque existen, la amenaza para la industria se considera baja.

#### *Poder de los clientes*

Podemos dividir a los clientes de la industria farmacéutica en dos grandes grupos: institucionales y al por menor. Para el primer grupo se identifica un poder de negociación alto, ya que la compra de grandes volúmenes da un mayor margen de maniobra a estos clientes para negociar precios. Por otro lado, para los clientes al por menor el grado de negociación es bajo, ya que no pueden negociar el mismo en las farmacias, aunque existe un bajo coste de cambio para medicamentos genéricos cuyo principio activo es el mismo. Por lo tanto, se identifica una fuerza media/baja para los clientes.

#### *Poder de los proveedores*

Los proveedores de la industria farmacéutica no se encuentran concentrados, ya que se trata de la venta de químicos como materia prima con un bajo coste de cambio. Si existe la amenaza de la integración vertical hacia delante por estas compañías, ya que disponen de la materia prima, pero se considera poco probable puesto que requeriría una gran inversión en infraestructura para el I+D y el desarrollo a gran escala de medicamentos. Por ello, se considera el poder de negociación de los proveedores bajo.

#### *Rivalidad entre los competidores*

Como vimos anteriormente existen 328 empresas registradas en el SABI bajo el código CNAE principal de la industria a analizar, por lo tanto, en comparación con otros sectores podemos ver como existe una alta competencia con pocos participantes. Por otro lado, entre los mismos existe gran competencia en I+D, que es la parte que mayor beneficio genera para estas empresas. Igualmente, la existencia de altos costes fijos genera mayor competitividad al incrementar las barreras de salida por inversiones específicas. Por ello, se considera que la fuerza de rivalidad es alta.

Atendiendo a todas las fuerzas de Porter en su conjunto podríamos concluir que la industria presenta un alto grado de atractivo.

En la siguiente ilustración 5 se muestra de forma visual un esquema del análisis Porter.

**Ilustración 5: esquema del análisis PORTER**



*Fuente: elaboración propia.*

### 4.3.DAFO

El DAFO es una herramienta de análisis que nos permite evaluar aspectos internos (fortalezas y debilidades) y externos (oportunidades y amenazas) de una empresa con el fin de analizar la realidad de esta y mejorar el proceso de toma de decisiones. En la parte de análisis interno se realiza una fotografía de la situación de la empresa (o proyecto empresarial), teniendo en

cuenta sus fortalezas y debilidades. Por otro lado, en la parte de análisis externo se observan las amenazas y oportunidades del mundo exterior que deben ser tomadas en consideración para o bien evitarlas o bien aprovecharlas.

Comenzaremos por el análisis interno de la empresa:

- Debilidades

La rivalidad entre los competidores dentro del sector es bastante elevada debido a la existencia de pocos participantes con altas inversiones en I+D. Al tratarse de una empresa farmacéutica, cualquier empresa dentro del sector puede obtener un avance en I+D y ganar ventaja sobre el resto de las compañías. Por ello, aunque el avance en I+D podría suponer una fortaleza en caso de que PharmaMar hiciese algún descubrimiento, se identifica como debilidad por la fuerte dependencia sobre la misma, ya que los resultados pueden verse afectados por el lanzamiento de productos, avances técnicos y tecnológicos o lanzamiento de genéricos por los competidores.

Por otro lado, el poder de negociación de las administraciones públicas para la compra de grandes volúmenes en conjunción con la necesidad de ofrecer unos servicios mínimos a la población supone una debilidad de PharmaMar y del sector farmacéutico en general.

- Fortalezas

La principal fortaleza de PharmaMar reside en la inspiración en el mar para el descubrimiento de moléculas con actividad antitumoral. Al centrar su investigación e inversión en el desarrollo de fármacos dedicados a la oncología desde el mar, la empresa posee una amplia zona de descubrimiento. Como cita su página web oficial “el mar cubre el 70% del planeta y alberga el 80% de los seres vivos”. Asimismo, actualmente se encuentra bien posicionada en el mercado con un aumento durante el último año de las ventas y del resultado del ejercicio.

Por otro lado, la baja amenaza de nuevos competidores en el sector y de sustitutivos a sus productos genera una fortaleza interna de la empresa para el mantenimiento de esta en el mercado.

La empresa posee acuerdos de licencia de varios de sus compuestos con ventajosas condiciones económicas, ya suscritos y en vigor, produciendo ingresos sustanciales, así como robusta posición financiera para la financiación de proyectos y una plataforma única,

integrada, a partir de organismos marinos que ha conseguido la aprobación de tres compuestos para su comercialización.

- Amenazas

Aunque las previsiones analizadas anteriormente tanto por parte del FMI como del Banco de España son positivas en cuanto al crecimiento futuro de la economía, existe la amenaza de que estas previsiones no se cumplan debido a la evolución del COVID-19 y sus variantes. Un estancamiento de la economía como tras la crisis financiera de 2008 podría provocar un descenso importante en el consumo de forma general, afectando al de fármacos.

Por otro lado, esta crisis económica podría derivar en una crisis sectorial con recortes presupuestarios, bajada de precios de los medicamentos por normativa legal, reducción de márgenes y problemas de financiación. Un estancamiento de la economía junto con un repunte de la pandemia podría provocar problemas para el sector farmacéutico a la hora de generar beneficios si los precios son controlados con el fin de asegurar un mínimo para la sociedad.

- Oportunidades

Como se analizó previamente en el análisis PESTEL, se identifica el crecimiento del gasto público y privado en fármacos durante los últimos, tendencia que parece ser será sostenida en el tiempo con el desarrollo y evolución de la pandemia del COVID-19, lo cual es una oportunidad para PharmaMar a explotar. Por otro lado, el aumento de la esperanza de vida de forma general en España y Europa, así como el envejecimiento paulatino de la población y el aumento de enfermedades de forma generalizada supone una extensión del nicho de mercado de la compañía para aumentar sus ventas.

Igualmente, tanto a nivel nacional como europeo se está reforzando e impulsando las inversiones en I+D para el desarrollo de nuevos fármacos y combatir nuevas enfermedades. La empresa en cuestión puede aprovechar este aumento de la inversión para acogerse a programas de financiación con este objeto a un bajo coste y diferenciarse de la competencia mediante el desarrollo de nuevos productos.

La pandemia mundial y la evolución del COVID-19 a corto plazo suponen otra oportunidad para el aumento de ventas y de cuota de mercado. Con el afloramiento de esta, las

necesidades a nivel mundial de fármacos han aumentado y no se espera el fin de esta enfermedad en el corto plazo.

A modo de resumen, se muestra en la tabla 5 el resumen del análisis DAFO.

**Tabla 5: análisis DAFO de PharmaMar**

<p><b>Debilidades</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● Dependencia del I+D en la carrera por la cuota de mercado.</li> <li>● Poder de negociación de las administraciones públicas.</li> </ul>	<p><b>Amenazas</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● No cumplimiento de las previsiones de crecimiento económico tras la pandemia.</li> <li>● Amenaza de crisis sectorial por las necesidades sociales.</li> </ul>
<p><b>Fortalezas</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● Desarrollo de productos para la oncología basados en el mar. Diferenciación.</li> <li>● Baja amenaza de nuevos competidores y sustitutos en el mercado.</li> <li>● Presencia mundial y no dependencia de un único mercado regional.</li> <li>● Licencias y aprobación de comercialización de fármacos específicos.</li> </ul>	<p><b>Oportunidades</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● Crecimiento del gasto público y privado en fármacos, producto de la pandemia mundial.</li> <li>● Aumento de la esperanza de vida, envejecimiento de la población y aumento de enfermedades.</li> <li>● Aumento de la inversión pública en I+D.</li> </ul>

*Fuente: elaboración propia.*

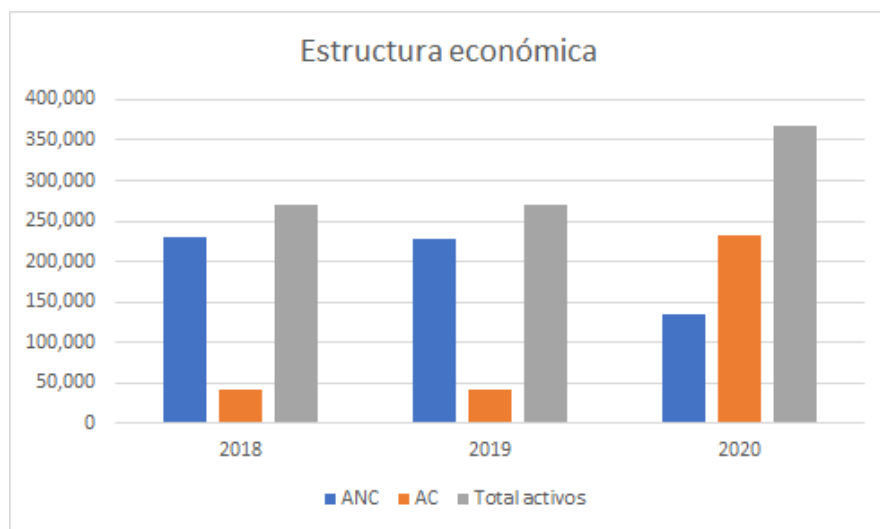
## 5. ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO

### 5.1. ANÁLISIS DE ESTADOS FINANCIEROS Y RATIOS

En primer lugar, se realiza un análisis patrimonial de la empresa tanto a nivel vertical como horizontal, es decir, el peso relativo de cada uno de los elementos de las masas patrimoniales de los balances para cada año y su evolución durante los últimos 3 años.

Si observamos las cuentas anuales para los años 2018 y 2019 se puede ver como la estructura vertical de la empresa es similar, sin apenas cambios en la composición del activo, aumento del patrimonio neto y pasivo corriente y una reducción del pasivo no corriente. Más significativos son los cambios entre 2019 y 2020, donde se observa una caída del activo no corriente por valor aproximado de 90 millones, un aumento del activo corriente en 190 millones y una subida del endeudamiento tanto a largo como a corto plazo. Estudiamos a continuación la evolución y composición de la estructura económica y financiera por separado para prestar más atención a los detalles.

**Ilustración 6: estructura económica de PharmaMar, 2018-2020, en miles de euros.**



*Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales extraídas de la base de datos SABI.*

**Tabla 6: peso relativo de ANC y AC sobre activo total.**

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Peso ANC	83.71%	83.11%	85.88%	84.65%	84.63%	36.58%
Peso AC	16.29%	16.89%	14.12%	15.35%	15.37%	63.42%

*Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales extraídas de la base de datos SABI.*

Podemos constatar, tanto gráfica como numéricamente en la ilustración 6 y la tabla 7, como el mayor peso relativo de la estructura económica se encuentra en el activo no corriente con especial relevancia el inmovilizado intangible, debido a las fuertes inversiones que este tipo de empresas realizan en investigación y desarrollo. La relación porcentual de ANC y AC sobre

el activo total es constante para todos los años hasta 2019, en la cual el primero de ellos ronda el 85% del peso total y el AC el 15% del total.

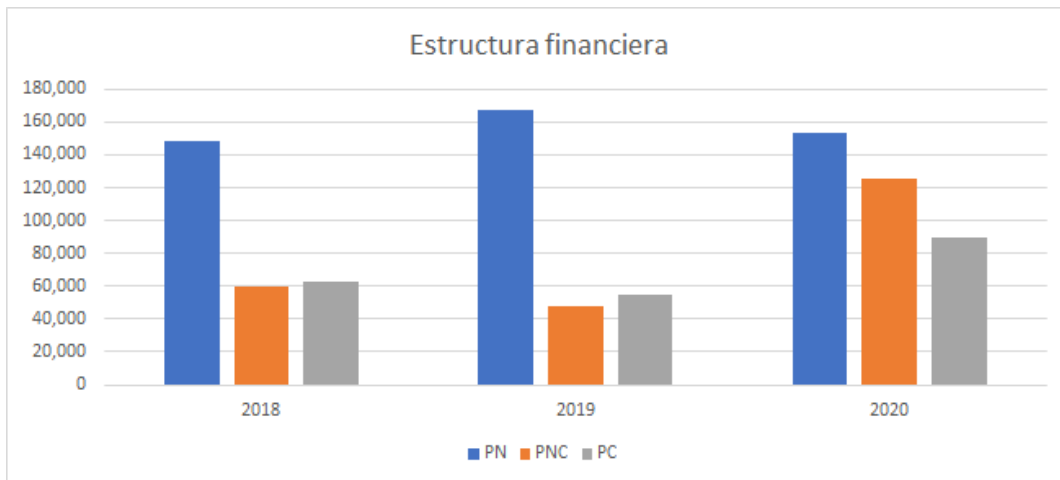
Dentro del activo corriente la partida con más peso es la de deudores comerciales y otras cuentas a cobrar, hecho normal puesto que los principales clientes de los fabricantes farmacéuticos son farmacias y las Administraciones Públicas, las cuales pueden presentar períodos largos de pago.

Atendiendo al análisis horizontal, la empresa está sufriendo una tendencia a la disminución de los activos fijos, por lo que podemos pensar que la empresa no se encuentra en una fase de expansión y crecimiento. Para saber si esta estructura es beneficiosa o no para el desarrollo de esta deberemos atender al impacto sobre los resultados de la empresa, lo cual analizaremos más tarde. Igualmente, las inversiones corrientes sufren una minoración con el paso de los últimos años, dando a entender que la empresa se encuentra en una fase de decrecimiento. Esta tendencia general de disminución de ANC y AC se refleja igualmente en el total de activos, que en 2015 era de 462,547 miles de euros y en 2019 de 270,276 miles de euros.

Se observa un cambio de tendencia para el año 2020, donde se revierte la proporción siendo de un 37% para el ANC y de un 63% para el AC debido principalmente a las inversiones financieras corrientes y al efectivo. Se observa como el impacto del COVID en 2020 ha supuesto un aumento del activo circulante, ganando mayor importancia dentro de la estructura económica que el ANC.



**Ilustración 7: estructura financiera, 2018-2020, en miles de euros.**



*Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales extraídas de la base de datos SABI.*

**Tabla 7: autonomía financiera, peso relativo de PNC y peso relativo de PC, 2015-2019.**

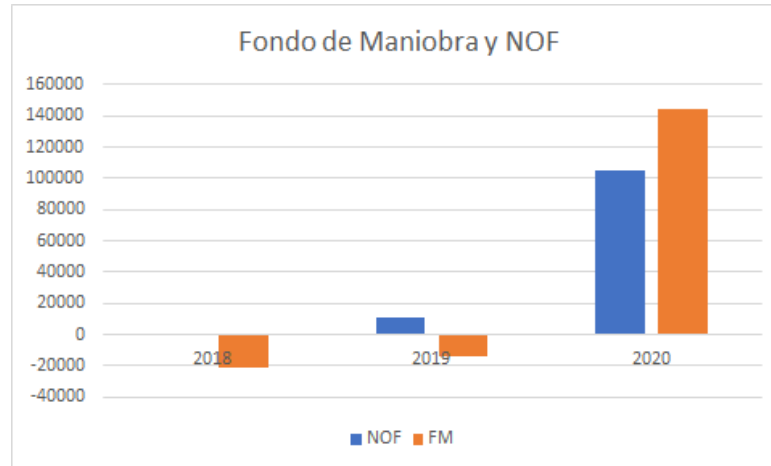
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Autonomía financiera	72.10%	67.22%	55.10%	54.67%	61.69%	41.49%
Peso PNC	13.64%	16.55%	22.51%	22.14%	17.87%	34.02%
Peso PC	14.26%	16.23%	22.40%	23.19%	20.45%	24.22%

*Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales extraídas de la base de datos SABI.*

Atendiendo a la estructura financiera, en la ilustración 7 y tabla 8, de la empresa podemos observar cómo en torno al 70% del peso total se concentra en el patrimonio neto, adquiriendo especial importancia dentro del mismo el apartado de reservas donde se concentra el 95% aproximadamente del total de patrimonio neto. Por lo tanto, se puede determinar que el grado de autonomía financiera es bastante alto con una baja dependencia de deudores y acreedores. Por otro lado, el peso relativo de pasivo no corriente y pasivo corriente se mantiene en proporciones similares para todos los años, pudiendo observar que existe cierto equilibrio en el mantenimiento de ambas partidas hasta el año 2019. En el análisis horizontal se aprecia una tendencia similar a la comentada anteriormente con la estructura económica de reducción del peso de todas las partidas. La disminución más significativa es la de la partida “Reservas” que disminuye desde 322,377 miles de euros en 2015 hasta 155,591 miles de euros en 2019, señal de que la empresa está sufriendo un deterioro para el período señalado.

No obstante, para el ejercicio 2020 podemos observar un aumento significativo del pasivo no corriente y del pasivo corriente. En conjunción con el aumento de activo circulante, parece ser que la empresa está invirtiendo a corto plazo y financiando con deuda a corto y largo plazo.

**Ilustración 8: evolución del fondo de maniobra y NOF, 2018-2020, en miles de euros.**



*Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales extraídas de la base de datos SABI.*

El fondo de maniobra, definido como la diferencia entre activos y pasivos corrientes y que se interpreta como la parte del activo corriente financiada con deuda a largo plazo, es negativo para los dos primeros períodos de estudio y positivo para el tercero, donde se aprecia una gran diferencia. Por otro lado, las NOF o necesidades operativas de fondos son positivas para los tres períodos de estudio, con una tendencia creciente y una cuantía muy reducida para los dos primeros años. Las NOF nos indican la inversión en circulante que la empresa necesita para cubrir gastos operativos y desarrollar la actividad. Ambas magnitudes podemos visualizarlas en la ilustración 8.

La tendencia negativa de la empresa con la reducción de activo y pasivo tiene su reflejo en este indicador, puesto que el mismo es negativo para los dos primeros períodos. Pese a que se va recuperando desde 2018, esto nos indica que la empresa no está destinando recursos permanentes a la financiación de los activos corrientes y se están destinando recursos de financiación exigibles en el corto plazo para financiar el inmovilizado de la empresa. Aun cuando existan circunstancias que pudieran justificar esta situación de desequilibrio patrimonial, en principio no representa una estructura adecuada y recomendable, debiendo identificarse como debilidad de la empresa. Se identifica por tanto una situación de la liquidez deteriorada que pone en riesgo la capacidad de devolución comprometida a corto plazo.

No obstante, podemos observar como el fondo de maniobra es ampliamente positivo por un importe de 144,035 EUR debido al aumento de inversión de la empresa en activo corriente y la financiación de este con instrumentos de deuda a largo y corto plazo. Este ejercicio nos indica que la empresa ha hecho un esfuerzo por mejorar su estructura económica-financiera, probablemente, como resultado del impacto del COVID y el aumento de las necesidades de producción.

Tendencia similar siguen las NOF en cuanto a crecimiento, que eran muy reducidas para el primer ejercicio, pero van aumentando progresivamente y alcanzar una cifra elevada en 2020. Por ello, encontramos una situación patrimonial deseable para el 2020, ya que el fondo de maniobra es mayor que las NOF, lo que implica que la empresa posee excedentes de tesorería que deberá rentabilizar o invertir. Para los dos primeros ejercicios, al ser el FM negativo la empresa debía cubrir las NOF con financiación a corto plazo.

Si atendemos a las ratios de la estructura económica-financiera de la empresa, obtenemos los siguientes resultados.

**Tabla 8: ratios, 2015-2020.**

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Liquidez general	1.14	1.04	0.63	0.66	0.75	2.611
Liquidez estricta	1.02	0.96	0.53	0.52	0.60	2.487
Solvencia	3,58	3,05	2,23	2,21	2,61	1,71
Endeudamiento general	0,39	0,49	0,81	0,83	0,62	1,4
Endeudamiento largo plazo	0,19	0,25	0,41	0,4	0,29	0,82
Endeudamiento corto plazo	0,2	0,24	0,41	0,42	0,33	0,58

*Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales extraídas de la base de datos SABI.*

Se observa en la tabla 9, cómo se comentó previamente, que la liquidez general o current ratio es superior a la unidad para los dos primeros ejercicios analizados, con lo cual la empresa

puede cubrir la totalidad de las obligaciones a corto plazo. Sin embargo, para los períodos 2017 a 2019 esta ratio se encuentra por debajo de la unidad y, aunque para este período incrementa suavemente, no llega a cubrir las necesidades de pago a corto plazo. El riesgo de liquidez desde el punto de vista puramente económico resulta evidente para esta empresa, especialmente si consideramos que la elevada deuda con entidades de crédito a corto plazo nos hace intuir la existencia de unas NOF más negativas o al menos tan negativas como el fondo de maniobra. Se observa como aumenta esta razón para el año 2020, fruto del aumento de activos corrientes financiados en mayor parte por deudas a largo plazo. En concreto, se trata del aumento de las periodificaciones a largo plazo.

Por otro lado, el liquidity ratio o liquidez estricta nos muestra la capacidad de pago teórica, siempre desde una perspectiva estructural y no realmente funcional, que tiene la empresa para atender los compromisos a corto plazo. Igualmente podemos observar como para los dos primeros años esta ratio es aceptable, pero tras ello baja a niveles peligrosos desde el punto de vista de la capacidad de pago a corto plazo. Aunque al igual que con respecto al última ratio analizado, en el año 2020 se colocará en niveles más favorables.

La solvencia de la empresa, definida como la ratio total activo entre la suma del PNC y PC, manifiesta el número de veces que los activos de la empresa podrían atender sus deudas exigibles, y, por tanto, deberán ser siempre mayores que la unidad. En este caso podemos observar como la razón se mantiene superior a la unidad para todos los períodos y para 2020 es dos veces superior. Por lo tanto, la empresa se encuentra en una situación de solvencia general.

Si atendemos al endeudamiento general, entendido como el total del pasivo entre el patrimonio neto, que nos indica la relación existente entre la deuda exigible de la empresa y su neto patrimonial. Se observa como para todos los períodos esta razón es inferior a la unidad, es decir, el patrimonio neto es superior al endeudamiento, excepto para el año 2020 cuando la razón supera la unidad y nos indica que el peso del pasivo es superior al del patrimonio neto.

Si los desglosamos en ratio de endeudamiento a largo y corto plazo, podemos observar como las ratios son semejantes para todos los períodos, excepto en el año 2020 cuando, como en

línea con lo anteriormente comentado incrementa el peso de ambos, siendo superior el peso del PNC.

A continuación, procedemos a analizar las **cuentas de pérdidas y ganancias** en el periodo 2017-2020 en millones de euros adjunta en el anexo.

A simple vista lo que más llama la atención es que la empresa venía de unos años de pérdidas con resultados de los ejercicios en negativo y en 2020 ha llegado a obtener unas ganancias de 137,26 millones de euros, siendo el mayor beneficio obtenido en toda la historia de la empresa. Este incremento tan significativo es provocado por un aumento de los ingresos del 215% que se deben a los siguientes factores según informa el diario Expansión:

- Ascenso del 38% de las ventas de oncología.
- Ingresos por royalties.
- Incremento del 137% de los ingresos por test de diagnóstico del Covid-19.
- Ingresos por licencias de 140 millones de euros.

Europa Press (26 Feb 2021) "PharmaMar logra un beneficio récord de 137 millones tras disparar sus ingresos"

Según informa PharmaMar en su informe anual de 2020, los mayores ingresos provienen de un contrato que tenía con otra farmacéutica al ser aprobado por la FDA (*Food and Drug Administration*: Agencia de Alimentos y Medicamentos de Estados Unidos) un nuevo fármaco. "La aprobación condicional de lurbinectedina por parte de la FDA produjo el cumplimiento de uno de los hitos previstos en el contrato con Jazz que suponía el cobro de 100 millones de dólares (88,5 millones de euros) por parte de PharmaMar. Este importe se sumaba a los 200 millones de dólares (181 millones de euros) que se recibieron de Jazz en el mes de enero de 2020 una vez se obtuvo la autorización de las autoridades antimonopolio de Estados Unidos sobre el acuerdo de licencia".

Se observa a continuación, en la ilustración 9, la evolución de los resultados de PharmaMar.

**Ilustración 9: evolución del resultado del ejercicio para 2017-2020.**



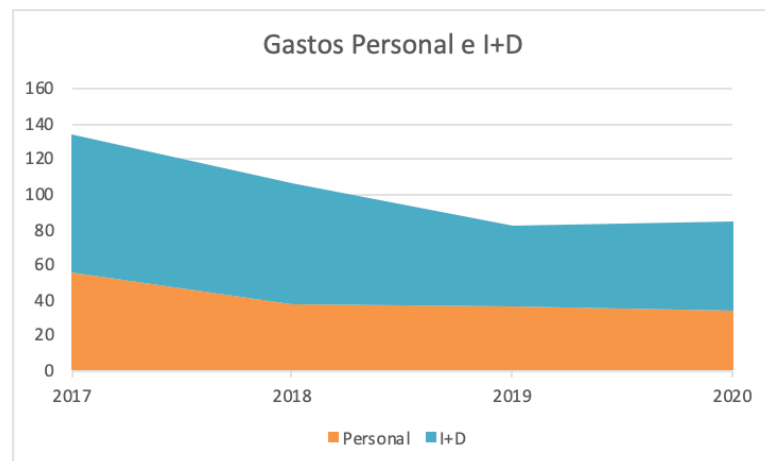
*Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales extraídas de la base de datos Investing.*

Analizando otras partidas relevantes en la cuenta de pérdidas y ganancias de la empresa, vemos como fundamentalmente hay dos tipos de gastos con mayor importancia que son los gastos en investigación-desarrollo y los gastos de personal.

Con respecto a los gastos en investigación y desarrollo podemos ver como tienen una tendencia a la baja, como se aprecia en la ilustración 10, ha pasado de realizar una inversión de 77 millones en 2017 a 50 en 2020, por lo que entendemos que han intentado optimizar el gasto que se realizaba dado que venían de unos ejercicios con pérdidas. Tal y como se informa en el informe de cuentas anuales “En el segmento de Diagnóstico el descenso de inversión en I+D se debe a la finalización del proyecto de la nueva plataforma tecnológica de diagnóstico en point-of-care NEDXA, priorizando los desarrollos de la plataforma tradicional CLART”

Lo mismo ha pasado en lo que respecta a gastos de personal, ha reducido los costes de los empleados en un 39% de 2017 al 2020. Dado que el número de empleados en el año de mayor disminución de los costes de personal en 2018 con respecto a 2017, ha pasado de 619 empleados a 599 según el informe anual de la empresa de 2018, podemos entender que la disminución de estos costes puede deberse a una disminución de los salarios de la plantilla bien de altos cargos o en general de toda ella.

**Ilustración 10: evolución del gasto en personal e I+D para 2017-2020.**



*Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales extraídas de la base de datos Investing.*

En resumen, podemos ver cómo a pesar de haber aumentado exponencialmente los ingresos, los costes más relevantes no sólo no han aumentado en esa proporción, sino que han disminuido significativamente tal y como se puede ver en la gráfica anterior.

A partir de los datos comentados se pueden obtener las siguientes ratios en la tabla 10 que también reflejan la situación de la empresa comparando con el sector farmacéutico:

**Tabla 9: evolución del gasto en personal e I+D para 2017-2020.**

RATIOS	Pharmamar	Industria
Rentabilidad sobre la inversión TTM	240,61%	6,55%
Rentabilidad sobre la inversión 5YA	29,11%	6,47%
Margen bruto TTM	94,92%	85,26%
Margen bruto 5YA	87,22%	163,11%
Margen operativo TTM	57,77%	5,42%
Margen operativo 5YA	10,48%	-5,06%
Beneficio/Acción TTM	14,73	12,89

**TTM = Últimos doce meses 5YA = Promedio de 5 Años**

*Fuente: base de datos Investing.*

Como se puede ver, la rentabilidad sobre la inversión calculada a partir de la propia inversión sobre el capital de la empresa refleja cómo la empresa viene teniendo una rentabilidad positiva superior con respecto a la industria. Dicha rentabilidad, en el último año se dispara hasta el 240,61% quedándose muy lejos la rentabilidad de la industria en torno al 6,5%, esto tiene relación directa con el incremento de los beneficios comentados anteriormente,

causado por la pandemia del Covid-19 y por el resultado de las inversiones realizadas en anteriores ejercicios.

Un caso llamativo es el del margen bruto ya que los últimos años la industria venía de un alto porcentaje de rentabilidad del 163% y ha bajado hasta prácticamente la mitad en el último año. Por su parte, PharmaMar manteniéndose constante en torno al 90% tendría actualmente una mayor rentabilidad en margen bruto. Algo similar ocurre con el margen operativo y es que al igual que en el margen bruto, la empresa supera la rentabilidad en este aspecto a la industria farmacéutica, incrementando este porcentaje de rentabilidad en el margen operativo en el último año hasta 6 veces mayor.

Por último, resultado de todo lo comentado anteriormente, el beneficio por acción de PharmaMar llega al 14,73€ siendo mayor que el de la industria como los demás indicadores, y no sólo es mayor que la industria, sino que es la empresa que mayor beneficio por acción llega a tener en el último año en comparación con las demás empresas del Ibex 35 tal y como mostramos en el artículo siguiente Jiménez J. (2020):

 Finanzas

**Pharmamar es el valor del IBEX 35 que más beneficios por acción ofrece**

Pharmamar incrementa su visibilidad y lidera el ranking del IBEX 35 en beneficio por acción, tras reportar los mejores resultados de su historia.

6 nov 2020



## 5.2. EVALUACIÓN DE POLÍTICAS DE INVERSIÓN Y FINANCIACIÓN

### 5.2.1. Financiación

Con respecto a la financiación de la empresa, mostramos a continuación la parte de patrimonio neto y pasivo para poder comentar cómo se financia PharmaMar:



**Tabla 10: balances de PharmaMar para 2017-2020.**

PERIODO	2020	2019	2018	2017
<b>PC / PN + PASIVO</b>	<b>29%</b>	<b>48%</b>	<b>46%</b>	<b>44%</b>
<b>Total pasivo corriente</b>	<b>94,92</b>	<b>60,44</b>	<b>72,38</b>	<b>83,11</b>
Acreeedores comerciales y otras cuentas por pagar	21,04	19,33	34,51	37,44
Deudas con entidades de crédito y obligaciones u otros valores negociables	16,78	31,33	28,48	26,39
Otros pasivos corrientes	57,1	9,77	9,39	19,28
<b>PNC / PN + PASIVO</b>	<b>40%</b>	<b>42%</b>	<b>41%</b>	<b>41%</b>
<b>Total pasivo no corriente</b>	<b>132,62</b>	<b>52,89</b>	<b>63,92</b>	<b>77,75</b>
Saldos con entidades de crédito y otros pasivos financieros	39,88	54,78	64,92	73,61
Deudas con entidades de crédito y otros pasivos financieros no corrientes	37,73	53,06	64,92	73,61
Arrendamiento financiero	2,15	1,72	0	0
Intereses minoritarios	0	-3,92	-3,9	-3,88
Otros pasivos no corrientes	92,74	2,03	2,9	8,02
<b>PN / PN + PASIVO</b>	<b>31%</b>	<b>9%</b>	<b>14%</b>	<b>14%</b>
<b>Patrimonio neto</b>	<b>102,72</b>	<b>11,37</b>	<b>21,37</b>	<b>26,87</b>
Capital	11,01	11,13	11,13	11,13
Prima de emisión	71,28	71,28	71,28	71,28
Reservas (pérdidas) acumuladas	41,87	-69,55	-58,81	-51,09
Acciones propias en cartera	-21,45	-1,5	-2,24	-4,47
Ganancia (Pérdida) acumuladas	0,01	0,01	0,01	0,01
<b>Total pasivo y patrimonio neto</b>	<b>330,26</b>	<b>124,7</b>	<b>157,68</b>	<b>187,72</b>

*Fuente: base de datos Investing.*

Podemos apreciar como la partida con mayor importancia a lo largo de los ejercicios es la de pasivo no corriente estando entre el 40% y 42% con respecto al total del patrimonio de la empresa. En esta partida lo más relevante hasta el ejercicio 2020 son las deudas con las entidades de crédito a largo plazo, es en 2020 cuando se aprecia una gran reducción de ésta y un gran incremento de otros pasivos no corrientes. Cabe destacar que, aunque el peso que tiene el pasivo no corriente ha ido disminuyendo los últimos años, ha aumentado considerablemente en el último ejercicio llegando a los 132,62 millones de euros.

El pasivo corriente ha sufrido un gran cambio pasando del 48% al 29% en el 2020. Se compone fundamentalmente de otros pasivos corrientes en el 2020, aunque no ha venido siendo de esta forma en los anteriores ejercicios cuando los acreedores comerciales y las deudas con entidades de crédito a corto plazo tenían mayor relevancia.

En cuanto al patrimonio neto, ha experimentado un gran cambio en el último año a causa de los altos beneficios recaudados en dicho año 2020 pasando de 11,37 a 102,72 millones de euros, un incremento del 803%.

## 5.2.2. Inversión

La inversión en I+D en esta empresa es de los puntos más importantes a tener en cuenta ya que los beneficios futuros dependen de la inversión que se realice en investigación y desarrollo. A continuación, se muestra un gráfico donde se puede ver en qué está invirtiendo la empresa en I+D en estos últimos años:

**Tabla 11: gasto en I+D 2019-2020.**

	31-12-20	31-12-19	Diferencia	
<b>GASTOS DE I+D (NETOS)</b>	<b>53.792</b>	<b>50.642</b>	<b>3.150</b>	<b>6,2%</b>
Oncología	49.204	45.673	3.531	7,7%
Diagnóstico	708	2.060	-1.352	-65,6%
RNAi	3.880	2.909	971	33,4%

Cifras en miles de euros

I + D	31-12-18	31-12-17	Dif <sup>a</sup>	Var.
Segmento Oncología	63.741	71.190	(7.449)	-10%
Segmento Diagnóstico	4.941	1.980	2.961	150%
Segmento RNAi	5.105	5.371	(266)	-5%
Segmento Química Gran Consumo	223	-	223	
<b>TOTAL I + D GRUPO</b>	<b>74.010</b>	<b>78.541</b>	<b>(4.531)</b>	<b>-6%</b>

Cifras en miles de euros

Fuente: Informe anual PharmaMar.

Comparando los datos de los diferentes años en I+D podemos ver como la inversión ha seguido una tendencia a la baja y es que ha pasado de tener una inversión total de 78 millones de euros en 2017 a los 49 millones del ejercicio 2020. Aun así, la empresa destina la mayoría de sus inversiones al segmento de la oncología, estudio contra el cáncer, así cita la empresa en el informe anual de 2020 lo siguiente sobre sus avances en dicha investigación: “En lo que respecta directamente a actividades de oncología, se ha avanzado con los ensayos de lurbinectedina en combinación con diferentes agentes terapéuticos, así como en el diseño de nuevos ensayos de fase III en indicaciones distintas de cáncer de pulmón microcítico”.

Otro tipo de inversiones de la empresa como son los gastos en marketing y comerciales han disminuido en el ejercicio 2020 con respecto a 2019, siendo en 2020 de 22,3 millones de euros descendiendo un 7%. Este descenso es causado principalmente por la pandemia del Covid-19 que ha suspendido diferentes eventos en los que participaba la empresa según se indica en el informe anual.

### 5.3. INFORME DE DIAGNÓSTICO

Con lo analizado anteriormente, podemos concluir que la empresa se encontraba a priori en una situación de decrecimiento debido a la disminución del patrimonio que poseía durante los anteriores ejercicios excepto el último, en el cual la empresa ha aumentado considerablemente tanto su patrimonio en general como sus beneficios.

PharmaMar no venía de una estructura financiera adecuada ya que en el periodo de 2017-2019 tenía un fondo de maniobra negativo, por lo que estaba financiando parte de su actividad en el largo plazo con financiación a corto plazo. Esto podría ser un indicador de que podría incurrir en impagos, aunque, sin embargo, se ha dado la vuelta a esta situación financiera y es que en 2020 debido al gran aumento de sus ingresos y a una reestructuración del balance de la empresa en lo que respecta tanto a sus activos como patrimonio neto y pasivos, en 2020 refleja un fondo de maniobra holgadamente positivo, por lo que la empresa podría afrontar con su activo corriente toda su financiación a corto plazo.

Al igual que ocurre con el fondo de maniobra, pasa con los demás indicadores como los ratios de liquidez, de solvencia o las NOF ya que estos indicadores en el periodo de 2017-2019 mostraban cómo la empresa no se encontraba en una buena posición económica ya que todo indicaba en qué podría caer en situación de impagos si continuara así, sin embargo, con el repunte de ingresos y recorte de costes en 2020, la empresa ha saneado la estructura económica-financiera y los ratios muestran cómo la empresa se encuentra en una situación de solvencia.

Todo este cambio ha sido causado principalmente por el gran aumento de los ingresos provocado mayormente, como hemos mencionado anteriormente, por la aprobación de un fármaco que ha dado lugar a recibir unos ingresos provenientes de un contrato condicionado a este fármaco. También hay que destacar la disminución de los costes, como los de gastos de personal, y la reducción de las inversiones lo que ha propiciado también que aumentara el resultado del ejercicio de 2020.

Con la perspectiva de 2021, la empresa espera recibir nuevos ingresos procedentes del nuevo fármaco dado que se empezará a comercializar en EE. UU. y espera que se apruebe y se pueda comercializar en otros países fuera de la Unión Europea como Canadá o Suiza, por lo que esto

generará una nueva fuente de ingresos para la compañía del producto que más beneficios le proporciona. Además, Pharmamar espera avanzar en sus ensayos en un fármaco para el tratamiento del Covid-19 por lo que se espera que a finales del 2021 se pueda comenzar a realizar los trámites para su comercialización. Con todo ello se espera obtener unos resultados positivos al cierre del ejercicio 2021.

#### 5.4.PRINCIPALES RIESGOS FINANCIEROS

Los riesgos financieros son riesgos que pueden causar pérdidas directas o indirectas derivadas de hechos futuros e inciertos que pueden afectar a los tipos de interés, a la cotización de divisas y a los precios o la disponibilidad de las materias primas

Identificamos los siguientes riesgos financieros asociados a PharmaMar:

- Riesgo de precio: la compañía se expone al riesgo de precio de los títulos de capital registrados como disponibles para la venta, así como del precio de los títulos en fondos de inversión cotizados con cambios en valor razonable a través de la cuenta de resultados.
- Riesgo de tipo de interés de los flujos de efectivo y del valor razonable: este primer riesgo surge de las inversiones financieras en activos financieros convertibles en efectivo remunerados. Los recursos ajenos a tipos de interés variable exponen a la Sociedad a riesgo de tipo de interés de los flujos de efectivo. Los recursos ajenos a tipo de interés fijo exponen a la Sociedad a riesgos de tipo de interés sobre el valor razonable.
- Riesgo de tipo de cambio: donde se identifica el riesgo económico como los efectos a largo plazo en los cambios de los tipos de interés en el valor actual de los flujos de caja futuros (por operar en diferentes divisas y PharmaMar tiene volumen de negociación en USD), riesgo transaccional por generar cuentas a cobrar o cuentas a pagar a fecha de vencimiento futuro y riesgo de conversión si la empresa dispone de filiales en otros países con divisas funcionales diferentes a la matriz.
- Riesgo de crédito: resultado de las inversiones financieras contratadas con bancos.
- Riesgo de liquidez: consiste en la no disponibilidad de fondos con los que hacer frente a las obligaciones de pago en el momento en que estas se deban cumplir.

## 5.5. PLAN DE MEJORAS

Como se ha comentado previamente, PharmaMar venía presentando una estructura económica-financiera poco deseable y en una tendencia decreciente de sus resultados contables. No obstante, con el impacto del COVID-19 en 2020 su situación ha mejorado notablemente y se anticipan buenas condiciones futuras de mercado para los próximos años. Por lo tanto, el plan de mejoras de la empresa debe tratar de identificar las deficiencias que la empresa mantenía anteriormente y que ahora ha revertido de forma que se puedan evitar en el futuro.

En primer lugar, se debe estabilizar la estructura del activo de la empresa. Entre 2018 y 2019 el mayor peso se encontraba en el activo no corriente y con el año 2020 se invierte el peso de cada partida. Dentro de la industria farmacéutica es importante la inversión en I+D y en infraestructura que sea capaz de sostener dicha inversión. Por lo tanto, en primer lugar, se recomienda un aumento de la inversión en activo no corriente con el excedente que actualmente posee en activo corriente.

La estructura económica se puede complementar con el análisis de las FM y las NOF, ya que vimos que para 2020 el primer concepto era superior al segundo y por lo tanto se identifican unos excedentes de recursos que la empresa debe rentabilizar. Mediante la inversión en activo no corriente, la empresa puede expandir su actividad de investigación y producción con el objeto de aumentar su cartera de productos, eficiencia técnica y productiva.

Respecto de la estructura financiera podemos seguir en línea con lo comentado anteriormente, es decir, la empresa mantenía un porcentaje muy similar de PNC y PC dentro de su pasivo, lo cual no es deseable desde el punto de vista estructural, ya que parte de la deuda se podría renegociar a largo para mejorar la situación en el corto plazo. No obstante, en 2020 la situación mejora suavemente, ya que la inversión en AC de la empresa es financiada tanto a largo como a corto, pero con un mayor peso del primero. La situación actual es deseable, aunque se podría recomendar aumentar sensiblemente el pasivo no corriente para reducir las obligaciones de pago a corto plazo y poder aumentar la inversión en activo no corriente.

Atendiendo a la cuenta de resultados se observa como el resultado para el año 2020 es el primero positivo después de tres años consecutivos de pérdidas. Principalmente se debe a la aprobación del contrato de un nuevo fármaco, que ha aumentado su volumen de negocio. Se recomienda en este aspecto, una vez más, el aumento del gasto en “Investigación y desarrollo” con el objeto de seguir ampliando la probabilidad de descubrir nuevos fármacos y cerrar nuevos contratos de negocio. Por otro lado, se observa que dentro del importe neto de la cifra de negocios la partida que más volumen genera es “Acuerdos de licencia y codesarrollo”, por lo tanto, aumentar el esfuerzo comercial por este tipo de acuerdos en diferentes zonas geográficas podría mejorar sustancialmente el resultado de la empresa.

En resumen, el plan de mejoras de la empresa se enfoca en:

- Aumentar la inversión en activo no corriente como infraestructuras y proyectos de I+D, a la vez que reducir el activo corriente y rentabilizar el excedente de tesorería del que dispone actualmente.
- Reestructurar su estructura financiera con el objeto de tener más deuda a largo plazo, de forma que se reduzcan las obligaciones de pago a corto plazo y sostener así la inversión a largo plazo. Por otro lado, aprovechar el beneficio generado y las buenas previsiones de futuro para ampliar el patrimonio neto, a la par que se retribuye al accionista por la buena marcha de la empresa.
- Aumentar el gasto en investigación y desarrollo dentro de la cuenta de pérdidas y ganancias, así como el esfuerzo comercial en licencias dentro de diferentes zonas geográficas.

## 6. ESTADOS FINANCIEROS PREVISIONALES

Para realizar el cálculo de los estados financieros previsionales, hemos tomado como referencia la previsión del Banco de España para el aumento del PIB en los próximos tres ejercicios económicos tomando los datos comentados anteriormente del escenario central que propone este organismo en la [Tabla 3](#): proyecciones macroeconómicas de la economía española (2021-2023).

Comentar que en una situación de tanta incertidumbre como la que se está viviendo actualmente debido a la pandemia del Covid-19 y teniendo en cuenta además que estamos

realizando un análisis de una empresa que ha sufrido una gran transformación en el último curso económico y pertenece al sector farmacéutico, es muy complicado o casi imposible predecir en qué situación económica se encontrará en los próximos años.

En los siguientes puntos detallamos más en profundidad en qué nos hemos basado a parte de la previsión del Banco de España para desarrollar los estados financieros previsionales:

- **Plan de inversiones**: tal y como se comenta en las cuentas anuales de la propia empresa, se realizarán nuevas inversiones en I+D por lo que esto supondrá un aumento de la inversión en activo no corriente y proyectos de I+D para desarrollar nuevos productos, fármacos y conseguir licencias que generen una rentabilidad continuada en el tiempo, en conjunto con una inversión de la tesorería excedente.

Este plan de aumento de la inversión se justifica como consecuencia del importante avance comercial que ha supuesto para la empresa la obtención de licencias para vender determinados productos y se alinea con la estrategia de la empresa de apostar por el desarrollo de nuevos fármacos.

La evolución del activo no corriente no tiene porqué seguir una evolución proporcional a las ventas, ya que dependerá de la capacidad a la que se encuentre la empresa. En este caso, tras el fuerte aumento de las ventas, considerando el recorrido previo de la compañía, se considera que la empresa se encuentra a plena capacidad y, por lo tanto, el crecimiento del activo no corriente será mayor, ya que crece “a escalones”. Este aumento del activo no corriente pasando, por ejemplo, del 84.61 en 2020 a 92.13 en 2021, provoca también una disminución en el activo corriente debido a la reestructuración de inversión del efectivo en el activo no corriente.

Junto con el crecimiento de la inversión vendrá también el crecimiento de la amortización contable, estimamos el mismo crecimiento que tiene I+D. Debido a los rápidos avances del sector consideramos que el grado de obsolescencia es alto y se considera un período máximo de amortización de 5 años para las nuevas inversiones en intangibles, amortizando un 20% anual del total acometido por cada año.

- **Financiación**: en lo que respecta a este apartado, la empresa tiene intención según comenta en las cuentas anuales de no generar nueva deuda ajena y financiarse mediante recursos propios por lo que no aumentaremos la deuda ajena en la parte del

pasivo del balance de situación, de hecho disminuirá ya que se irán amortizando los préstamos, por lo que estimaremos esta disminución según la disminución del primer trimestre de 2021 con respecto al último trimestre de 2020 que fue de 4,41% para el pasivo no corriente y del 11,83% para el pasivo corriente. Además, entendemos que, si la empresa se quiere autofinanciar mediante los ingresos que vaya obteniendo, el aumento en I+D debería ser el aumento que tenga el aumento en ventas más un aumento similar al del último año que fue del 2019 al 2020 del 8,70%, por ejemplo, con este criterio haría un total de 14,70% de aumento en I+D en el 2021 (6% de aumento de ventas + 8,70% del aumento en inversión del último año).

Como consecuencia de la amortización parcial de la deuda con el transcurso de los años se irán reduciendo progresivamente los gastos financieros. Según el BCE en su estudio “Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, marzo de 2021” el nivel medio de los tipos de interés a corto plazo será del -0,5 % en 2021 y 2022 y del -0,4 % en 2022. Igualmente, el Departamento de Análisis de Bankinter señala en su artículo sobre la previsión de los tipos de interés para la Eurozona: *“No prevemos cambios en los tipos de interés oficiales (tipo de intervención 0%, tipo de depósito -0,5%) hasta, por lo menos, finales de 2022. Los bonos a más largo plazo seguirán soportados por las compras del BCE y unas expectativas de inflación muy moderadas. Estimamos que la TIR del Bund a 10A se situará en un rango -0,5%-0,3% en 2021 y -0,2%/0,0% en 2022.”*

Por lo tanto, esperamos una continuidad en los tipos de interés cargados sobre las deudas y los gastos financieros se reducirán conforme se vaya amortizando el principal.

En cuanto a la política de retribución del accionista, si tenemos en cuenta que entre 2020 y 2021 el dividendo bruto abonado por acción ha crecido un 1500% desde 0,04 EUR bruto por acción hasta los 0,6 EUR bruto por acción en 2021, consideramos que dicho crecimiento se justifica por el aumento de las ventas y, por lo tanto, la retribución del accionista crecerá aproximadamente con el crecimiento de la economía para los próximos tres años, es decir, se espera un crecimiento del 5%. Si el accionista no se ve premiado con un aumento del importe recibido en dividendos cuando la empresa está generando suficientes beneficios podría perder la confianza en la misma.



Teniendo en cuenta que PharmaMar posee en circulación 18.354.907 acciones, tal y como indica su página web oficial en la Relación de Inversores, podemos conocer el importe total de dividendos por año.

Por lo tanto, el resto del beneficio neto por ejercicio económico será integrado en el patrimonio neto dentro del balance.

- **Ventas y aprovisionamientos**: en principio, se espera que el crecimiento de las ventas vaya en consonancia con el crecimiento de la economía para los próximos 3 años, por ello, este podría ser el crecimiento mínimo para cada período.

No obstante, a la luz de los datos analizados dentro del análisis interno y externo esperamos que el crecimiento de la demanda para productos farmacéuticos sea superior al de la propia economía, debido a las necesidades generadas por el COVID-19, así como sus variantes y la incertidumbre de su duración en el tiempo.

Junto con el aumento de las ventas, igualmente crecerán los aprovisionamientos necesarios para las mismas. Se estima un crecimiento proporcional de esta partida, ya que la fabricación de medicamentos ya aprobados para su comercialización no necesita de gastos extra.

- **Sueldos y salarios**: se espera un crecimiento menor que las ventas, ya que la empresa posee personal capacitado y con experiencia, por lo tanto, el aumento del coste no es proporcional. Además, dado que la empresa viene de unos años de disminución tanto de los trabajadores como su correspondiente partida de gasto, supondremos una estabilidad para los próximos años en esta partida.
- **Otros gastos de explotación** entendemos que aumentarán al mismo nivel que las ventas ya que son gastos que dependen directamente de la producción de los productos.
- **Investigación y desarrollo**: se prevé un aumento de la citada partida debido a las inversiones que se realizarán para apoyar la estrategia de la empresa.
- **Períodos medios**: el período medio de pago a proveedores, publicado por PharmaMar en su página web oficial, para 2020 fue de 55 días y el período medio de cobro de 50 días, calculado en base a los datos de las cuentas anuales.

Debido a la evolución que se espera de la economía y teniendo en cuenta el impacto que ha provocado el COVID-19 en las diferentes empresas y clientes de PharmaMar, esperamos que

el período medio de cobro se amplíe sensiblemente, por la necesidad de estos clientes en hacer uso de la financiación sin coste que supone el aplazamiento del pago. Por ello, consideramos un crecimiento del período de cobro del 10% anual hasta 2022, lo cual aumentará la partida de clientes y deudores en una proporción similar. Debido a la situación económica-financiera que presenta PharmaMar, se puede permitir retrasar el cobro a clientes sin problemas de tesorería.

Por otro lado, de la mano de la extensión de crédito a clientes, suponemos que PharmaMar podrá ampliar el período medio de pago a proveedores, aunque en una proporción menor debido al conocimiento de los actores del sector de la misma empresa. Por ello, suponemos un aumento del período medio de pago del 2% anual. Esto supondrá un leve aumento de la partida proveedores dentro del pasivo corriente.

Respecto del período medio de almacenamiento se espera una reducción del mismo, puesto que el aumento de las ventas ha ocasionado un aumento de la rotación de las existencias y por lo tanto el stock almacenado se reducirá sensiblemente un 1%.

- **Inversiones financieras a corto y a largo plazo**: teniendo en cuenta que estas inversiones son en su mayoría en empresas dentro del grupo PharmaMar, las cuales están experimentando una evolución positiva al igual que esta última, se considera el crecimiento de estas inversiones (rentables) para sostener el apoyo a las mismas y su crecimiento. Se considera un crecimiento de las inversiones menores a la evolución del negocio en torno al 2-3%.

**Tabla 12: estados financieros previsionales.**

PYG	Escenario central		
	2021	2022	2023
Ingresos totales	286,16	301,32	306,45
Ingresos	286,16	301,32	306,45
Otros ingresos de explotación	-	-	-
Consumos y otros gastos externos	14,54	15,31	15,57
<b>Beneficio bruto</b>	<b>271,61</b>	<b>286,01</b>	<b>290,87</b>
<b>Total gastos de explotación</b>	<b>109,05</b>	<b>118,51</b>	<b>126,23</b>
Gastos de personal	34,22	34,22	34,22
Investigación y desarrollo	57,54	65,60	72,42
Amortizaciones	5,93	6,76	7,46
Gastos financieros (ingresos) - Neto de Operaciones	0,26	0,25	0,24
Gastos extraordinarios (ingresos)	-	-	-
Otros gastos de explotación	11,10	11,69	11,89
<b>Resultado de explotación</b>	<b>162,56</b>	<b>167,50</b>	<b>164,64</b>
Ingresos financieros	-10,67	-10,67	-10,67
Enajenación de instrumentos financieros	-	-	-
Otros - Neto	0,34	0,34	0,34
<b>Resultado ordinario antes de impuestos</b>	<b>152,23</b>	<b>157,17</b>	<b>154,31</b>
Impuesto sobre beneficios	8,72	9,00	8,84
<b>Resultado del ejercicio procedente de las operaciones continuadas</b>	<b>143,51</b>	<b>148,16</b>	<b>145,48</b>

	Escenario central		
BALANCE	2021	2022	2023
<b>Total activos corrientes</b>	<b>243,92</b>	<b>243,38</b>	<b>239,46</b>
Efectivo y inversiones a corto plazo	190,13	185,56	181,74
Tesorería	87,84	80,20	73,22
Inversiones a corto plazo	102,29	105,36	108,52
Deudores comerciales y otras cuentas corrientes a cobrar	40,92	45,01	45,01
Existencias	11,81	11,69	11,58
Pagos por adelantado	1,06	1,12	1,14
<b>Total activos no corrientes</b>	<b>89,58</b>	<b>94,97</b>	<b>99,66</b>
Propiedad, planta y equipo - Neto	29,25	33,34	36,81
Propiedad, planta y equipo - Bruto	83,60	95,31	105,22
Amortización acumulada	-54,37	-61,98	-68,43
Inmovilizado intangible - Neto	4,43	5,05	5,57
Inversiones a largo plazo	22,48	23,16	23,85
Activos fiscales diferidos	33,42	33,42	33,42
<b>Total activos</b>	<b>333,50</b>	<b>338,35</b>	<b>339,12</b>

BALANCE	2021	2022	2023
<b>Total pasivo corriente</b>	<b>83,69</b>	<b>73,79</b>	<b>65,07</b>
Acreeedores comerciales y otras cuentas por pagar	18,55	16,36	14,42
Deudas con entidades de crédito y obligaciones u otros valores negociables	14,80	13,05	11,50
Otros pasivos corrientes	50,35	44,39	39,14
<b>Total pasivo</b>	<b>129,19</b>	<b>125,97</b>	<b>122,93</b>
Saldos con entidades de crédito y otros pasivos financieros	40,54	41,22	41,92
Deudas con entidades de crédito y otros pasivos financieros no corrientes	38,48	39,25	40,04
Arrendamiento financiero	2,06	1,96	1,88
Otros pasivos no corrientes	88,65	84,75	81,02
<b>Patrimonio neto</b>	<b>120,61</b>	<b>138,58</b>	<b>151,12</b>
Capital	11,13	11,13	11,13
Prima de emisión	71,28	71,28	71,28
Reservas (pérdidas) acumuladas	59,65	77,62	90,16
Acciones propias en cartera	-21,45	-21,45	-21,45
<b>Total pasivo y patrimonio neto</b>	<b>333,50</b>	<b>338,35</b>	<b>339,12</b>

Fuente: elaboración propia.

Se observa como el resultado del ejercicio para los siguientes ejercicios es creciente, en primer lugar, por el crecimiento de la economía de acuerdo con las previsiones del Banco de España y por la situación actual de COVID-19, es decir, una mayor necesidad de fármacos (analizado en profundidad previamente). Este aumento de ingresos viene acompañado de un leve aumento de costes, ya que la principal fuente de ingresos de PharmaMar proviene de las licencias, royalties y las economías de escala con producción en grandes volúmenes. Destacamos dentro de la cuenta de pérdidas y ganancias como aumenta el gasto en investigación y desarrollo, fruto de las inversiones y recursos utilizados en esta área de vital importancia para el desarrollo de la empresa.

En cuanto a la estructura económico-financiera, podemos observar cómo se reduce el activo corriente a la par que aumenta el activo no corriente, fruto de la reinversión del excedente de tesorería en proyectos de I+D, lo cual permite reducir la capacidad de recursos ociosos y adaptarse a las líneas de inversión a largo plazo. Pese a que el activo corriente disminuye en general, el aumento de ventas genera el incremento de las partidas de clientes (se otorga un mayor período de cobro a los clientes) y se reducen las existencias, por la subida de la rotación.

Dentro del activo no corriente podemos observar como el inmovilizado tangible, intangible y las inversiones a largo plazo crecen de forma constante, fruto de las reinversiones previamente comentadas. Este *trade-off* permite a la empresa aumentar su fondo de maniobra para aliviar las obligaciones de pago a corto plazo.

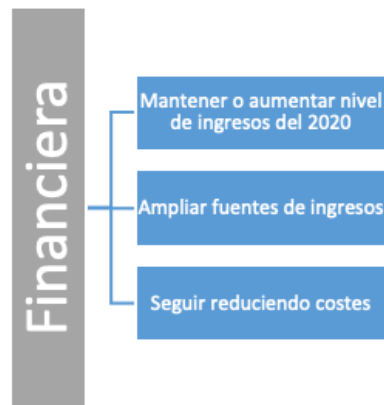
Por otro lado, destacamos dentro de la estructura financiera el segundo uso del cash-flow que genera la empresa y es la devolución de los préstamos/deudas que disponía. Se observa como la reducción es superior en cuanto al pasivo corriente, ya que uno de los objetivos de mejora consistía en acumular la deuda más a largo plazo para mejorar el fondo de maniobra y la gestión del capital de trabajo en el corto plazo. Igualmente se observa como el patrimonio neto es creciente, debido a los resultados positivos que está obteniendo la compañía, tras el reparto de dividendos a los accionistas.

Por lo tanto, se observa como los tres puntos de mejora planteados anteriormente ayudan a la empresa a sanear su estructura económica-financiera consiguiendo reducir la tesorería ociosa con inversiones a largo plazo (importantes dentro del sector donde opera la empresa), así como reduciendo las obligaciones de pago a corto plazo y generando un fondo de maniobra superior que alivie la gestión del circulante. Igualmente, el aumento del gasto en I+D en conjunto con la evolución de la economía y el impacto de COVID-19 permiten obtener unos mayores resultados positivos que generen un aumento de valor de la empresa, mientras que el accionista se ve recompensando con el aumento gradual de los dividendos a recibir.

## 7. CUADRO DE MANDOS INTEGRAL

Entendiendo cuadro de mando integral como un mecanismo de administración de empresas para establecer unos objetivos estratégicos para la empresa en cuestión, hemos desarrollado el siguiente gráfico para reflejar el plan estratégico y de esta forma poder realizar un seguimiento y analizar las desviaciones que se produzcan:

Ilustración 11: Cuadro de mando integral



Dado que la gran mejora de la posición financiera de la empresa del curso económico 2019 al 2020 se debe en gran medida al incremento de los ingresos, la empresa debería de priorizar mantener este nivel de ingresos o incluso aumentarlo en la medida de lo posible ya que de esto depende que la empresa sigue prosperando en los siguientes años. Además, la empresa como hemos comentado anteriormente, se encuentra en fases de aprobación para nuevos productos por lo que esto podría ampliar las fuentes de ingresos y diversificar el negocio.

Por otro lado, ya que la empresa ha reducido costes en los últimos ejercicios económicos, se puede entender que no había una buena productividad de los gastos por lo que se debería de seguir por ese camino de reducir los costes en la medida de lo posible.

Para poder realizar un control de estas medidas, podríamos tener como referencia la cuenta de pérdidas y ganancias del año anterior para asegurarse de que los ingresos van aumentando y los costes siguen reduciéndose. Además, para incrementar los ingresos tal y como hemos mencionado anteriormente se debe de realizar un riguroso seguimiento de los productos que deben de ir saliendo al mercado para que los ingresos se vean incrementados.



Con respecto a los clientes, se podría mejorar la percepción de la marca por parte de los consumidores y generar mayor valor sobre ella, esto se podría medir mediante estudios de mercado por ejemplo en las redes sociales de la empresa para saber con seguridad que la marca es realmente valorada por los clientes. Además, debería de abrirse mediante la investigación a otros mercados con la finalidad de aumentar la cuota de mercado, esto se podría controlar de forma que aumente la inversión en otros mercados.



Dado que estamos analizando a una empresa farmacéutica, el I+D juega un papel fundamental en este sector, por lo que si la empresa pretende seguir creciendo y afianzarse en el mercado con una buena posición económica, debe de priorizar el gasto en I+D manteniendo e incluso aumentando como hemos comentado anteriormente esta partida contable de gasto con respecto a la del curso anterior, a la vez que controlar rigurosamente la eficiencia en el proceso de fabricación de sus productos como por ejemplo estableciendo un informe del proceso ideal de optimización que se debería de seguir y controlar que se cumpla en las fábricas.



Puesto que se ha mejorado exponencialmente la situación económico-financiera de la empresa en el último año, esto debería de verse reflejado en la situación de los trabajadores ya que parte de este cambio positivo es por ellos. Por lo tanto, para mantener ese nivel y calidad de trabajo se deberían de tomar medidas para mejorar su situación, como ampliar su formación, mejorar sus condiciones laborales tanto a nivel salarial como por ejemplo los horarios o días de vacaciones y aumentar su motivación laboral en general como por ejemplo haciéndolos partícipes de los resultados de la empresa, esto aseguraría que la empresa continúa con los empleados que han propiciado una mejora sustancial en los resultados de la empresa y se asegura ese capital humano.

## 8. VALORACIÓN DE LA EMPRESA

En la siguiente tabla 14 se presenta en cálculo que se ha llevado a cabo para obtener los flujos de caja libres, como se ha obtenido la WACC, el valor residual con crecimiento perpetuo y posteriormente la aplicación del valor actual neto:

**Tabla 13: valoración por descuentos de flujos de caja, en miles de euros.**

Flujo de caja libre	2021	2022	2023
Ventas	286,16	301,32	306,45
Aprovisionamientos	14,54	15,31	15,57
Gastos de personal	34,22	34,22	34,22
Otros gastos de explotación	11,10	11,69	11,89
Amortizaciones	5,93	6,76	7,46
Resultado de explotación (BAII)	220,37	233,34	237,30
Impuesto marginal sobre beneficios	55,09	58,34	59,33
Amortizaciones	5,93	6,76	7,46
Flujo de caja de operaciones (EBITDA)	171,20	181,77	185,44
Inversiones operativas netas	0,70	1,59	-2,00
Inversiones en activos fijos	4,97	5,39	4,69
Flujo de caja libre	165,54	174,78	182,75
Tasa libre de riesgo (Rf) <sup>1</sup>	0,41%		

<sup>1</sup> Rentabilidad del bono español a 10 años (15/06/2021)

Prima de mercado (Rm-Rf) <sup>2</sup>	6,00%		
Beta <sup>3</sup>	0,63		
Coste de capital (Ke) <sup>4</sup>	4,19%		
Coste de la deuda (Kd) <sup>5</sup>	0,074%		
WACC	1,38%		
Crecimiento a perpetuidad (g) <sup>6</sup>	0,01		
Valor Residual <sup>7</sup>	49,219		
VNA	557,99		

Fuente: elaboración propia.

Mediante la aplicación de las previsiones de evolución para Pharmamar se obtiene una valoración de la empresa de 557,99 miles de euros.

Por otro lado, realizamos el cálculo de los flujos de caja para el accionista, reflejado en la siguiente tabla:

**Tabla 14: valoración por descuentos de flujos de caja para el accionista, en miles de euros.**

FC Accionista	2021	2022	2023
Beneficio neto	143,51	148,16	145,48
Amortización	5,93	6,76	7,46
Inversiones en activos fijos	4,97	5,39	4,69
Inversiones operativas netas	0,70	1,59	-2,00
Pagos del principal	3,43	3,23	3,03
FC Accionista	141,05	146,31	145,22
Coste de capital (Ke)			4,19%
VNA	398,54		

Fuente: elaboración propia.

<sup>2</sup> Estimada a partir de la media entre la utilizada por profesores, analistas y directivos de la encuesta realizada por Pablo Fernández en su artículo "Prima de riesgo del mercado utilizada para España" (2011).

<sup>3</sup> Beta a 3 años obtenida de <https://www.infrontanalytics.com/fe-ES/30536EE/Pharma-Mar-SA/beta>, acceso el día 15/06/2021

<sup>4</sup> Estimado utilizando el modelo CAPM:  $Ke = Rf + (Rm - Rf)$ , siendo  $Rm - Rf$  la prima del mercado.

<sup>5</sup> Estimado a partir de:  $Kd = (\text{Gastos financieros}) / [(\text{Deuda total en } n-1 + \text{Deuda total en } n) / 2]$ .

<sup>6</sup> La mayoría de los analistas la sitúa entre el 1-2%, por ejemplo, Bankinter la sitúa en un 0,75% para los informes sobre farmacéuticas que ha realizado en los últimos años.

<sup>7</sup> Calculado como: Valor Terminal =  $(\text{Flujo de Caja (2023)}(1+g)) / (r-g)$



Sin considerar el crecimiento a perpetuidad se obtiene un valor de 398,54 miles de euros como el flujo de caja del accionista.

Para la valoración por múltiplos realizamos una comparativa con empresas cotizadas del IBEX 35 que se dedican a la misma actividad, con una oferta de diversos productos, del mismo país, con un tamaño similar y unas perspectivas de crecimiento similares. Hacemos uso del PER (Earning Price Ratio) definido como la capitalización bursátil entre el beneficio neto o el precio de la acción entre el BPA (Beneficio por Acción), así como el valor empresa entre EBITDA.

Tenemos que señalar que el primer múltiplo es de fácil estimación, sin embargo, puede estar influido por políticas contables y se trata de una ratio sensible a las empresas cíclicas. Por ello, hacemos uso del segundo, dentro del cual no afecta el nivel de apalancamiento, es adecuado para empresas cíclicas y permite una comparación más amplia.

**Tabla 15: valoración por múltiplos.**

Empresa 2020	Capitalización <sup>8</sup>	EV <sup>8</sup>	P/E	EV/EBITDA
Almirall	1.945	2.338	24.80	9.81
Faes Farma	980	905	14.00	8.45
Grifols	14.161	20.597	26.50	13.90
Rovi	2.099	2.121	34.50	22.50
PharmaMar	1.313	1.174	9.48	7.20
Media			21.86	12.37

Empresa 2021	Capitalización <sup>8</sup>	EV <sup>8</sup>	P/E	EV/EBITDA
Almirall	2.645	2.944	32.70	12.50
Faes Farma	987	929	13.00	8.32
Grifols	13.557	19.841	27.00	14.40
Rovi	3.235	3.204	32.20	24.40
PharmaMar	1.374	1.154	17.70	11.70
Media			24.52	14.26

*Fuente: elaboración propia a través de datos extraídos de MarketScreener.*

Los datos extraídos en la tabla 15 son para el año 2020, primer lugar, y para el año 2021 posteriormente. Podemos observar como la media del sector para ambas ratios es creciente,

<sup>8</sup> Millones de euros

al igual que para PharmaMar en particular. En general, el PER para el sector es elevado, por lo que podemos pensar que o bien las empresas farmacéuticas están sobrevaloradas o bien se espera un aumento de los beneficios en los próximos años. Con el impacto del COVID-19 y la actual situación, el segundo escenario parece más probable y junto con la información analizada en el presente trabajo sobre PharmaMar, podemos esperar tanto el aumento de beneficios como el aumento de esta ratio a nivel particular y sectorial.

Por otro lado, el EV/EBITDA muestra el valor de la compañía sobre los recursos que genera con independencia de su estructura financiera, su tasa impositiva y su política de amortizaciones. Una ratio inferior a la media indica que la empresa podría estar infravalorada, por lo tanto, está generando resultados (EBITDA) por encima de la gestión de la empresa y debería subir en el futuro. PharmaMar se encuentra dentro de esta línea de interpretación, ya que el análisis realizado en el trabajo nos permite concluir que el crecimiento de la empresa en los próximos años, teniendo en cuenta el entorno y situación mundial, es bastante probable.

Como conclusión sobre la valoración por múltiplos podemos decir que la tendencia y expectativas de crecimiento del sector farmacéutico en España son compartidas por las empresas similares dentro del IBEX 35, es decir, se espera que el impacto del COVID-19 afecte positivamente el rendimiento de estas en el corto y medio plazo. Por otro lado, PharmaMar acompaña los datos del sector y reforzamos así el análisis del presente trabajo apoyando la idea de crecimiento de la empresa.

## 9. CONCLUSIÓN Y LIMITACIONES

Este estudio ha tenido como tema principal realizar un análisis económico-financiero y valoración de la farmacéutica española PharmaMar S.A. durante los últimos cinco ejercicios económicos (2016-2020), además de realizar una previsión y valoración de la propia empresa.

El sector farmacéutico ha cobrado especial relevancia en el último año debido a la pandemia del Covid-19, lo que ha supuesto que las farmacéuticas se vuelquen en la investigación de vacunas y pruebas para detectarlo. En este sentido, PharmaMar está volcado en la investigación de un fármaco para tratar dicha enfermedad que, de concluir con resultados

positivos, proporcionará unos beneficios probablemente muy relevantes para el futuro de la empresa.

Por otro lado, centrándonos en el análisis económico-financiero, lo más destacable es el cambio tanto de la situación económica de la empresa, que venía de unos ejercicios económicos donde iba enlazando pérdidas en lo relativo al resultado económico, con respecto al último año 2020 ya que ha dado un giro de 180 grados generando unos beneficios muy elevados, provocados mayormente por la aprobación y comercialización de un fármaco de oncología. Esto ha supuesto un gran cambio a mejor en general ya que, por ejemplo, los indicadores económicos como el fondo de maniobra o las ratios de liquidez o endeudamiento indican en los anteriores ejercicios que la empresa tenía problemas de solvencia, tema que ha cambiado completamente en el 2020 gracias en gran parte al aumento de los beneficios obtenidos.

Este cambio ha propiciado que la empresa haya obtenido por ejemplo el mayor beneficio por acción del sector y hasta del Ibex 35, como comentamos anteriormente. Todo ello hace que se tenga una buena previsión económica para los próximos años en la empresa y es que teniendo en cuenta que seguirá la comercialización del producto que ha cambiado el ritmo de la empresa y que posiblemente aparecerán nuevos productos como el fármaco contra el Covid-19 junto con el crecimiento económico que se espera para los próximos años después de esta crisis propiciada por la pandemia, hace presagiar unos buenos resultados económicos en los próximos años.

Como limitaciones del trabajo debemos señalar las siguientes:

- Las hipótesis sobre la elaboración de los estados previsionales no tienen en cuenta multitud de factores. La modelización financiera para elaborar dichas cuentas debería tener en cuenta muchos factores dentro de cada partida contable, lo cual no es posible abarcar dentro de este trabajo y se sugiere como futura línea investigación a partir de las ideas generales aportadas aquí.
- El análisis económico-financiero viene influenciado por el impacto del COVID-19, es decir, el desempeño de la empresa venía en una línea de actuación totalmente diferente de la del último año y de lo previsto para el futuro. Este acontecimiento mundial puede suponer, como bien se analiza en el presente trabajo, la mejora de las

condiciones para la empresa en cuestión o bien puede ser un hecho aislado tras el cual la empresa vuelva a su situación previa. Por lo tanto, dicho factor altera gravemente el estudio y supone una limitación en cuanto rompe con la información de la empresa hasta ahora.

- La valoración por descuentos de flujos de caja (tanto para la empresa como para el accionista) se elabora, igualmente, sobre las hipótesis previamente mencionadas en el primer punto de esta lista. Una mejor y más profunda valoración de los flujos de caja en base a hipótesis más elaboradas se sugiere como línea de investigación a partir del presente trabajo.
- El análisis de la organización y su entorno se encuentra altamente influenciado por el impacto del COVID-19, lo que puede causar indicios, factores o condicionantes no permanentes en el tiempo que pueden limitar la perspectiva del trabajo.

Por todo ello, un análisis de la empresa con un horizonte temporal más grande se hace necesario, de cara a conocer la tendencia en el medio y largo plazo que ha presentado la empresa en la última década y contrastar lo mismo con los condicionantes del futuro. A esto se le debería sumar una ampliación de las hipótesis que afectan a los estados previsionales, teniendo en cuenta la multitud de factores que afectan a las partidas contables en su desarrollo. Por último, la valoración de la empresa se podría profundizar, así como la comparación por múltiplos con competidores a nivel europeo y mundial, ya que debemos tener en cuenta que PharmaMar opera actualmente en la misma escala y no sólo restringirse al área local.

## Referencias bibliográficas

- De Jaime, J. (2003). *Análisis económico-financiero de las decisiones de gestión empresarial*. España: ESIC EDITORIAL
- Duarte, J. y Lorenzo, A. (2011) *Finanzas operativas: un coloquio* (2ª ed.). México: IPADE (Instituto Panamericano de alta dirección de empresa).
- Freeman, R. E. (1984): *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. New York: Cambridge University press.
- Groba, D. P. (2003). *PharmaMar: Una Aplicación de la Teoría de Opciones Reales a la Valoración de Empresas Farmacéuticas*.
- Gómez Sanz, J. (2019). *Estudio de PharmaMar, SA y Oryzon Genomics SA a través de sus estados de flujos de efectivo*.
- Arranz de Antonio, Á. (2018). *El sector farmacéutico en España: Análisis económico y financiero comparativo entre PharmaMar, SA y Novartis Farmacéutica, SA*.
- Azcárate Esparza, C. (2014). *El giro estratégico del grupo Zeltia: un análisis de sus implicaciones económicas, contables y de mercado*.
- Nieto Delgado, A. M. (2019). *Economic and financial analysis and comparison between two companies in the pharmaceutical industry, PharmaMar SA and Grifols SA*.
- GARRIGA, M. (2012). *La teoría de opciones aplicada a la valoración de empresas: un caso práctico del sector textil español aplicando el modelo de Black-Scholes*. *Revista de Contabilidad y Dirección*, 15, 207-225.
- Sotomayor López, L. (2017). *Análisis y valoración de empresas cotizadas del sector farmacéutico en España*. Trabajo de Fin de Grado.
- Ministerio de Hacienda (2021). *INDICADORES SOBRE GASTO FARMACÉUTICO Y SANITARIO*. Portal institucional del ministerio de hacienda. <https://www.hacienda.gob.es/es-es/CDI/Paginas/EstabilidadPresupuestaria/InformacionAAPPs/Indicadores-sobre-Gasto-Farmac%C3%A9utico-y-Sanitario.aspx>
- OECD/European Observatory on Health Systems and Policies (2019). *España: Perfil sanitario nacional 2019, State of Health in the EU*. OECD Publishing, Paris/European Observatory on Health Systems and Policies, Brussels.
- Portillo, J. (2021). *El FMI mejora la previsión de crecimiento para España pero teme un lustro de déficit excesivo*. *Cinco días*, El País. [https://cincodias.elpais.com/cincodias/2021/04/06/economia/1617733466\\_087452.html#:~:text=El%20Fondo%20Monetario%20Internacional%20\(FMI,6%2C4%25%20en%202021.](https://cincodias.elpais.com/cincodias/2021/04/06/economia/1617733466_087452.html#:~:text=El%20Fondo%20Monetario%20Internacional%20(FMI,6%2C4%25%20en%202021.)

- Banco de España (2021). *Boletín económico 1/2021. Informe trimestral de la economía española*. Banco de España, Eurosistema. [https://www.bde.es/bde/es/areas/analisis-economi/analisis-economi/proyecciones-mac/Proyecciones\\_macroeconomicas.html](https://www.bde.es/bde/es/areas/analisis-economi/analisis-economi/proyecciones-mac/Proyecciones_macroeconomicas.html)
- Sebastián, N. (2020). *La industria farmacéutica marca sus previsiones hasta 2026*. Revista española de economía de la salud. <https://economidelasalud.com/topics/difusion/la-industria-farmaceutica-marca-sus-previsiones-hasta-2026/>
- EvaluatePharma (2019). *World Preview 2019, Outlook to 2024*. Evaluate. [https://info.evaluate.com/rs/607-YGS-364/images/EvaluatePharma\\_World\\_Preview\\_2019.pdf](https://info.evaluate.com/rs/607-YGS-364/images/EvaluatePharma_World_Preview_2019.pdf)
- INE (2020). *Proyecciones de Población 2020-2070*. Instituto Nacional de Estadística. [https://www.ine.es/prensa/pp\\_2020\\_2070.pdf](https://www.ine.es/prensa/pp_2020_2070.pdf)
- Ministerio de Ciencia e Innovación (2021). *Estrategia Española de Ciencia, Tecnología e Innovación 2021-2027*. Sistema español de Ciencia, Tecnología e Innovación. <https://www.ciencia.gob.es/portal/site/MICINN/menuitem.26172fcf4eb029fa6ec7da6901432ea0/?vgnnextoid=1387571a3db06610VgnVCM1000001d04140aRCRD>
- Ramos Alvariño, C. (2004). *Los residuos en la industria farmacéutica*. Revista CENIC. Ciencias Biológicas, vol. 37, núm. 1, 2006, pp. 25-31.
- Martín, L. (2016). *El cuidado del medio ambiente, clave para un sector farmacéutico sostenible*. Compromiso empresarial <https://www.compromisoempresarial.com/rsc/2016/07/el-cuidado-del-medio-ambiente-clave-para-un-sector-farmaceutico-sostenible/>
- Sapag, N. (2007). *Proyectos de inversión: formulación y evolución*. México: Prentice Hall.
- Alcover, S. (2009). *Metodología del descuento de flujos de caja. Aplicación a una empresa de distribución minorista*. En Revista de Contabilidad y Dirección, (8), 31-58. Recuperado de: [https://accid.org/wp-content/uploads/2018/10/Metodologia\\_del\\_descuento\\_de\\_flujos\\_de\\_caja\\_DCF\\_.Aplicacion\\_a\\_una\\_empresa\\_de\\_distribucion\\_minorista\\_Santi\\_Alcover.pdf](https://accid.org/wp-content/uploads/2018/10/Metodologia_del_descuento_de_flujos_de_caja_DCF_.Aplicacion_a_una_empresa_de_distribucion_minorista_Santi_Alcover.pdf)
- López, V. R. y Nevado, D. (2013). *Análisis económico financiero*. En R. López y D. Leveda, Gestione y controle el valor integral de su empresa (pp. 39-77). Madrid: Díaz de Santos
- Fernández, P. (2016). *Valoración de Empresas por descuento de flujos: 10 métodos y 7 teorías*. Madrid: IESE, Universidad de Navarra. Recuperado de: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1266623](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1266623)
- Martorell, O. (2009). *Los métodos de la evaluación económica de un proyecto de inversión*. En Economía de la empresa II: Decisiones de inversión financiera (pp. 25-42). Mallorca: Universitat de les Illes Balear (UIB).
- Amat, O. (2008). *Análisis de Estados Financieros. Fundamentos y aplicaciones*. Barcelona: Gestión 2000.

- Faus, J., & Tàpies, J. (2006). *Finanzas operativas. La gestión financiera de las operaciones del día a día*. Barcelona: Estudios y Ediciones IESE.
- Europa Press (26 Feb 2021) “PharmaMar logra un beneficio récord de 137 millones tras disparar sus ingresos”  
<https://www.expansion.com/empresas/2021/02/26/60393a00e5fdea187a8b4592.html>
- Jiménez, J. (6 Nov 2020) “PharmaMar es el valor del IBEX 35 que más beneficios por acción ofrece” Finanzas.com [https://www.finanzas.com/ibex-35/PharmaMar-el-valor-del-ibex-35-que-mas-beneficios-por-accion-ofrece\\_20105047\\_102.html](https://www.finanzas.com/ibex-35/PharmaMar-el-valor-del-ibex-35-que-mas-beneficios-por-accion-ofrece_20105047_102.html)
- Bermejo Iglesias, A., Torres Pruñonosa, J., & Masferrer Llavínés, N. (2009). La utilización de los modelos ARIMA en la estimación del precio de acciones: una aplicación preliminar. In *Administrando en entornos inciertos. XXIII Congreso Anual AEDEM (2009)*, p 1-13. ESIC.
- Santandreu, P., & Prufionosa, J. T. (2013). *Selección del método de valoración de empresas en función de la empresa y el ciclo económico: El modelo QQC*. Revista de contabilidad y dirección, 15, 115-132.
- GARRIGA, M. (2012). *La teoría de opciones aplicada a la valoración de empresas: un caso práctico del sector textil español aplicando el modelo de Black-Scholes*. Revista de contabilidad y dirección, 15, 207-225.
- Pruñonosa, J. T., & Garriga, M. (2012). *La teoría de opciones aplicada a la valoración de empresas: un caso práctico del sector textil español aplicando el modelo de Black-Scholes*. Revista de contabilidad y dirección, (15), 207-226.

## Anexo A. Cuentas anuales individuales

### Balance

Período terminado:	2020 31/12	2019 31/12	2018 31/12	2017 31/12
<b>Total activos corrientes</b> ▾	<b>245,65</b>	<b>49,98</b>	<b>75,11</b>	<b>93,18</b>
Efectivo y inversiones a corto plazo	195,52	20,89	26,88	31,76
Tesorería	96,21	17,64	-	-
Efectivo y equivalentes	-	-	22,75	24,09
Inversiones a corto plazo	99,31	3,26	4,13	7,67
Deudores comerciales y otras cuentas corrientes a cobrar	37,2	18,84	26,56	35,09
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	23,66	11,16	23,02	30,52
Existencias	11,93	8,9	20,62	23,9
Pagos por adelantado	1	1,33	1,06	2,43
Otros activos corrientes	-	-	-	6,12
<b>Total activos</b> ▾	<b>330,26</b>	<b>124,7</b>	<b>157,68</b>	<b>187,72</b>
Propiedad, planta y equipo - Neto	25,5	25,8	26,64	31,21
Propiedad, planta y equipo - Bruto	72,89	69,31	80,42	87,62
Amortización acumulada	-47,4	-43,51	-53,79	-56,41
Fondo de comercio	-	-	2,55	2,55
Inmovilizado intangible - Neto	3,86	6,07	16,66	22,35
Inversiones a largo plazo	21,83	1,87	6,96	7,1
Otros activos no corrientes	-	-	-	-2,14
Activos fiscales diferidos	33,42	40,98	29,77	33,48
Otros activos	-	-	-	-



<b>Total pasivo corriente</b> ▾	94,92	60,44	72,38	83,11
Acreedores comerciales y otras cuentas por pagar	21,04	19,33	34,51	37,44
A pagar / acumulado	-	-	-	-
Gastos acumulados	-	-	-	-
Instrumentos financieros derivados	-	-	-	-
Deudas con entidades de crédito y obligaciones u otros valores negociables	16,78	31,33	28,48	26,39
Otros pasivos corrientes	57,1	9,77	9,39	19,28
<b>Total pasivo</b> ▾	227,54	113,33	136,3	160,85
Saldos con entidades de crédito y otros pasivos financieros	39,88	54,78	64,92	73,61
Deudas con entidades de crédito y otros pasivos financieros no corrientes	37,73	53,06	64,92	73,61
Arrendamiento financiero	2,15	1,72	-	-
Pasivos por impuesto diferido	-	-	-	-
Intereses minoritarios	-	-3,92	-3,9	-3,88
Otros pasivos no corrientes	92,74	2,03	2,9	8,02
<b>Patrimonio neto</b> ▾	102,72	11,37	21,37	26,87
Total de acciones preferentes	-	-	-	-
Fondo de comercio	-	-	-	-
Capital	11,01	11,13	11,13	11,13
Prima de emisión	71,28	71,28	71,28	71,28
Reservas (pérdidas) acumuladas	41,87	-69,55	-58,81	-51,09
Acciones propias en cartera	-21,45	-1,5	-2,24	-4,47
ESOP Acciones a empleados	-	-	-	-
Ganancia (Pérdida) acumuladas	0,01	0,01	0,01	0,01
Diferencias de conversión	-	-	-	-
<b>Total pasivo y patrimonio neto</b>	330,26	124,7	157,68	187,72
<b>Acciones comunes en circulación</b>	18,11	18,5	18,44	221,28
<b>Acciones preferidas en circulación</b>	-	-	-	-

\* En millones de EUR (excepto para los elementos por acción)

Cuenta de resultados

Período terminado:	2020 31/12	2019 31/12	2018 31/12	2017 31/12
<b>Ingresos totales</b> ▾	269,96	85,82	108,77	158,88
Ingresos	269,96	85,82	108,77	158,88
Otros ingresos de explotación	-	-	-	-
Consumos y otros gastos externos	13,72	5,23	4,92	34,94
<b>Beneficio bruto</b>	256,24	80,59	103,85	123,94
<b>Total gastos de explotación</b> ▾	114,02	103,31	124,72	178,42
Gastos de personal	34,22	36,33	37,31	55,98
Investigación y desarrollo	50,17	46,23	69,11	77,73
Amortizaciones	5,17	5,9	6,21	2,44
Gastos financieros (ingresos) - Neto de Operaciones	0,27	0,01	-0,08	-
Gastos extraordinarios (ingresos)	-	-	-	-
Otros gastos de explotación	10,47	9,61	7,23	7,32
<b>Resultado de explotación</b>	155,94	-17,49	-15,95	-19,54
Ingresos financieros	-10,67	-4,2	-4,06	-5,26
Enajenación de instrumentos financieros	-	-	-	-
Otros - Neto	0,34	0,04	0,02	0,09
<b>Resultado ordinario antes de impuestos</b>	145,61	-21,65	-19,99	-24,7
Impuesto sobre beneficios	8,34	-12,47	-2,88	3,51
<b>Resultado del ejercicio procedente de las operaciones continuadas</b>	137,26	-9,18	-17,1	-28,21
Resultado atribuido a intereses minoritarios	-	0,02	0,02	0,02
Activos en controladas	-	-	-	-
Ajuste US PCGA (GAAP)	-	-	-	-
<b>Resultado procedente de las operaciones continuadas</b>	137,26	-9,16	-17,09	-28,19
Resultado operaciones interrumpidas	-	-2,22	11,55	1,45
<b>Resultado atribuido al grupo</b>	137,26	-11,38	-5,54	-26,75
Total ajustes al ingreso	-	-	-	-
<b>Resultado procedente de las operaciones continuadas (neto de minoritarios)</b>	137,26	-9,16	-17,09	-28,19
Ajuste del resultado	-	-	-	-
<b>Resultado del ejercicio</b>	137,26	-11,38	-5,54	-26,75
Resultado promedio ponderado por acción	18,32	18,5	18,44	221,28
<b>Beneficio por acción del periodo</b>	7,49	-0,5	-0,93	-0,13
Dividendo por acción	0,6	0,48	-	-
<b>UPA - Utilidades por acción</b>	7,51	-0,5	-0,93	-0,13

\* En millones de EUR (excepto para los elementos por acción)

Flujos de caja

Período terminado:	2020 31/12	2019 31/12	2018 31/12	2017 31/12
Período:	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
<b>Resultado consolidado del ejercicio</b>	145,61	-23,32	-7,69	-22,86
<b>Flujos de efectivo de las actividades de explotación</b> ▼	278,94	-26,14	-16,34	-1,46
Depreciación	4,33	6,05	6,86	7,06
Amortización	2,88	-	-	-
Impuestos diferidos	-	-	-	-
Otros ajustes	10,62	7,13	-5,35	6,14
Ingresos en efectivo	-	-	-	-
Pagos en efectivo	-	-	-	-
Cobros y (pagos) por impuestos sobre beneficios	9,65	-	-7,92	-3
Pago de intereses	3,12	2,46	4,71	5,1
Depósitos de entidades de crédito	115,5	-16	-10,16	8,2
<b>Flujos de efectivo de las actividades de inversión</b> ▼	-119,01	32,07	22,25	6
Pagos de activos de las actividades de inversión	-3	-3,91	-2,38	-4,67
Otros flujos de efectivo de las actividades de inversión	-116,01	35,98	24,63	10,66
<b>Flujos de efectivo de las actividades de financiación</b> ▼	-73,82	-11,04	-7,26	5,26
Otros pagos relacionados con actividades de financiación	-	-	3,31	1,2
Distribución de dividendos	-8,82	-	-	-
Adquisición de instrumentos de capital propio	-33,46	1,08	-0,66	0,77
Pasivos subordinados	-31,54	-12,12	-9,91	3,29
Efecto de las variaciones de los tipos de cambio	-7,54	-	-	-
<b>Variación neta del efectivo y equivalentes</b>	78,57	-5,11	-1,34	9,8
Saldo de efectivo a la apertura	-	22,75	24,09	14,29
Saldo de efectivo al cierre	-	17,64	22,75	24,09
Flujo de caja libre	-	-30,05	-18,72	-6,13
Crecimiento del flujo de caja libre	-	-	-	-
Rendimiento del flujo de caja libre	-	-	-	-

\* En millones de EUR (excepto para los elementos por acción)