



Universidad Internacional de La Rioja
Facultad de Empresa y Comunicación

Máster Universitario en Control de Gestión / *Controlling*

Impacto de la COVID-19 sobre la valoración de PharmaMar

Trabajo fin de estudio presentado por:	Luis Abraham Mariscal de Gante Vázquez
Tipo de trabajo:	Abierto
Individual/grupal	Individual
Director/a:	Jesús Morcillo García
Fecha:	20/09/2021

Resumen

El objetivo principal de este trabajo es la aplicación de los conocimientos adquiridos en el Máster Universitario en Control de Gestión / Controlling, mediante un análisis de los estados financieros y posterior valoración de la empresa biofarmacéutica PharmaMar S.A., a través de las proyecciones de sus cuentas anuales a medio plazo basadas en un modelo para el que se prevén tres escenarios diferentes de evolución (optimista, neutral y pesimista), y utilizando los métodos de descuento de flujos de caja y valor económico agregado (EVA).

El objetivo final es evaluar el impacto que ha tenido sobre tal valoración la aparición de la COVID-19, y cómo su irrupción ha provocado cambios en la estrategia empresarial, obligando a PharmaMar a afrontar nuevos desafíos.

Palabras clave: Valoración, escenarios, descuento de flujos de caja, PharmaMar, COVID-19.

Abstract

The main objective of this work is the application of the knowledge acquired in the Master's Degree in Management Control / Controlling, through an analysis of the financial statements and subsequent valuation of the biopharmaceutical company PharmaMar S.A., through the projections of its medium-term annual accounts based on a model for which three different evolution scenarios are foreseen (optimistic, neutral and pessimistic), and using the discounted cash flows and economic value added (EVA) methods.

The final objective is to evaluate the impact that the appearance of COVID-19 has had on such valuation, and how its emergence has caused changes in business strategy, forcing PharmaMar to face new challenges.

Keywords: valuation, scenarios, discounted cash flows, PharmaMar, COVID-19.

Índice de contenidos

1.	Introducción	11
1.1.	Planteamiento y justificación del tema elegido.....	12
1.2.	Objetivos: problemática detectada y propuesta de solución	13
1.3.	Elementos innovadores del proyecto	14
2.	Marco teórico	15
2.1.	El impacto de la Covid-19 sobre el sector farmacéutico.....	15
2.2.	PharmaMar dentro de la industria farmacéutica	16
2.2.1.	¿Por qué PharmaMar?	17
2.2.2.	Gestión de activos intangibles (imagen de marca, patentes...)	18
2.2.3.	Segmentos de negocio	19
2.2.4.	Políticas internas: ventas, producción, activos financieros, inversión.....	21
2.3.	Métodos de valoración de empresas	22
2.3.1.	Valor teórico contable (VTC)	22
2.3.2.	Flujos de caja libre (FCF) descontados.....	23
2.3.3.	Múltiplos	24
2.3.4.	Economic Value Added (EVA).....	25
3.	Metodología de valoración de PharmaMar	26
3.1.	Justificación de la elección del método de valoración utilizado	26
3.2.	Funcionamiento del modelo financiero utilizado: método de los escenarios.....	27
3.3.	Estados financieros 2019-2020: impacto del COVID-19 sobre la capacidad para generar valor de PharmaMar	29
3.4.	Valoración de PharmaMar 2016-2020.....	31
3.4.1.	Valoración de PharmaMar utilizando el método de flujos de caja libre descontados	31

3.5.	Definición y justificación de las hipótesis asumidas en las proyecciones	37
3.5.1.	Políticas internas	37
3.5.2.	Desarrollo del resto de hipótesis asumidas en las proyecciones.....	37
3.6.	Proyección de estados financieros previsionales 2021-2024	38
3.6.1.	Escenario optimista.....	38
3.6.2.	Escenario neutral	38
3.6.3.	Escenario pesimista.....	39
3.7.	Valoración de PharmaMar 2021-2024.....	39
3.7.1.	Valoración según escenario optimista.....	40
3.7.2.	Valoración según escenario neutral	42
3.7.3.	Valoración según escenario pesimista	43
3.7.4.	Definición de la horquilla de valoración de PharmaMar con el apoyo del EVA para cada uno de los escenarios definidos	45
4.	Resultados	46
5.	Conclusiones.....	47
6.	Limitaciones y prospectiva	49
	Referencias bibliográficas	49
Anexo A.	Desarrollo de las hipótesis sobre las que se basan las proyecciones de los estados financieros de PharmaMar en el período 2021-2024	52
Anexo B.	Análisis del balance de situación.....	61
Anexo B.1.	Análisis vertical.....	61
Anexo B.1.1.	Análisis vertical histórico (2015-2020)	61
Anexo B.1.2.	Análisis vertical proyección (escenario base, 2021-2024)	63
Anexo B.2.	Análisis horizontal	65
Anexo B.2.1.	Análisis horizontal histórico (2015-2020, año base 2015)	65

Anexo B.2.2. Análisis horizontal proyección (escenario base, 2021-2024, año base 2015)	67
Anexo B.3. Descripción de la estructura económica y financiera	69
Anexo B.4. Proyección del balance de situación de PharmaMar para el período 2021-2024 dentro de un escenario optimista	70
Anexo B.5. Proyección del balance de situación de PharmaMar para el período 2021-2024 dentro de un escenario neutral.....	71
Anexo B.6. Proyección del balance de situación de PharmaMar para el período 2021-2024 dentro de un escenario pesimista	73
Anexo C. Análisis de la cuenta de P&G	75
Anexo C.1. Ventas	75
Anexo C.2. Estructura de costes	76
Anexo C.3. Beneficio neto	77
Anexo C.4. Proyección de la cuenta de resultados de PharmaMar para el período 2021-2024 dentro de un escenario optimista	78
Anexo C.5. Proyección de la cuenta de resultados de PharmaMar para el período 2021-2024 dentro de un escenario neutral.....	79
Anexo C.6. Proyección de la cuenta de resultados de PharmaMar para el período 2021-2024 dentro de un escenario pesimista	80
Anexo D. Análisis de rentabilidades	81
Anexo D.1. Evolución de la rentabilidad sobre el capital invertido (ROIC)	81
Anexo D.2. Evolución de la rentabilidad para el accionista: rentabilidad financiera (ROE)	82
Anexo D.3. Evolución del valor económico agregado (EVA) para el período proyectado (2021-2024). Escenario optimista	83
Anexo D.4. Evolución del valor económico agregado (EVA) para el período proyectado (2021-2024). Escenario neutral	84
Anexo D.5. Evolución del valor económico agregado (EVA) para el período proyectado (2021-2024). Escenario pesimista	84

Anexo E. PharmaMar en Bolsa 2016-2020.....	85
Anexo E.1. Evolución de la cotización bursátil.....	85
Anexo E.2. Evolución del beneficio por acción (BPA)	86
Anexo E.3. Evolución del Price to Earning Ratio (PER).....	87

Índice de figuras

Figura 1. Valoración de PharmaMar para el período 2016-2020 y proyecciones para el período 2021-2024 según los escenarios definidos	48
Figura 2. Evolución ROIC PharmaMar histórica (2015-2020) y proyectada (2021-2024) en base a los escenarios predefinidos (optimista, neutral y pesimista)	82
Figura 3. Evolución ROE PharmaMar histórica (2015-2020) y proyectada (2021-2024) en base a los escenarios predefinidos (optimista, neutral y pesimista)	83
Figura 4. Evolución de la cotización bursátil de PharmaMar (en € por acción). Período 2016-2020.....	85
Figura 5. Evolución del BPA de PharmaMar. Período 2016-2020.....	86
Figura 6. Evolución del PER de PharmaMar. Período 2016-2020	87

Índice de tablas

Tabla 1. Importe y peso relativo de los activos tangibles e intangibles en balance de algunas compañías españolas del sector farmacéutico y biotecnológico. Año 2020	18
Tabla 2. Cálculo de la beta apalancada (β_p) de PharmaMar.....	33
Tabla 3. Cálculo del coste de los fondos propios (K_e) de PharmaMar (2015).....	34
Tabla 4. Cálculo del coste de la deuda financiera (K_d) de PharmaMar (2015).....	34
Tabla 5. Cálculo y comparación con la media del sector de las ponderaciones de equity y deuda externa de PharmaMar.....	34
Tabla 6. Cálculo del WACC de PharmaMar en 2015.....	35
Tabla 7. Cálculo de los flujos de caja libres (FCFs) generados por PharmaMar, FCFs actualizados, valor residual y VAN a fecha 31/12/2015.....	35
Tabla 8. Precio objetivo por acción de PharmaMar (actualizado a 31/12/2015)	36
Tabla 9. Parametrización del modelo para la proyección de estados financieros previsionales de PharmaMar en el período 2021-2024. Escenario optimista.....	38
Tabla 10. Parametrización del modelo para la proyección de estados financieros previsionales de PharmaMar en el período 2021-2024. Escenario neutral	38
Tabla 11. Parametrización del modelo para la proyección de estados financieros previsionales de PharmaMar en el período 2021-2024. Escenario pesimista.....	39
Tabla 12. Cálculo del coste de los fondos propios (K_e) de PharmaMar (2020).....	39
Tabla 13. Cálculo del coste de la deuda financiera (K_d) de PharmaMar (2020).....	40
Tabla 14. Cálculo del WACC de PharmaMar en 2020.....	40
Tabla 15. Cálculo de los flujos de caja libres (FCFs) generados por PharmaMar, FCFs actualizados, valor residual y VAN a fecha 31/12/2020 (escenario optimista)	40
Tabla 16. Precio objetivo por acción de PharmaMar en un escenario optimista de evolución (actualizado a 31/12/2020).....	41
Tabla 17. Cálculo de los flujos de caja libres (FCFs) generados por PharmaMar, FCFs actualizados, valor residual y VAN a fecha 31/12/2020 (escenario neutral).....	42

Tabla 18. Precio objetivo por acción de PharmaMar en un escenario neutral de evolución (actualizado a 31/12/2020).....	43
Tabla 19. Cálculo de los flujos de caja libres (FCFs) generados por PharmaMar, FCFs actualizados, valor residual y VAN a fecha 31/12/2020 (escenario pesimista)	43
Tabla 20. Precio objetivo por acción de PharmaMar en un escenario pesimista de evolución (actualizado a 31/12/2020).....	44
Tabla 21. Valoraciones de PharmaMar para el período histórico (2016-2020) y proyectado (2021-2024) para diferentes escenarios según el método de descuento de flujos de caja....	45
Tabla 22. Cálculo del EVA de PharmaMar para el período histórico (2015-2020) (datos en miles de €).....	45
Tabla 23. Cálculo del EVA de PharmaMar para el período proyectado (2021-2024) sobre cada uno de los escenarios definidos (optimista, neutral y pesimista, datos en miles de €).....	46
Tabla 24. Análisis vertical del importe neto de la cifra de negocios (inclusive proyecciones sobre escenario base, período 2015-2024).....	75
Tabla 25. Análisis horizontal del importe neto de la cifra de negocios (inclusive proyecciones sobre escenario base, período 2015-2024).....	75
Tabla 26. Análisis vertical de la estructura de costes de PharmaMar (inclusive proyecciones sobre escenario base, período 2015-2024).....	76
Tabla 27. Análisis horizontal de la estructura de costes de PharmaMar (inclusive proyecciones sobre escenario base, período 2015-2024).....	76
Tabla 28. Análisis vertical evolución beneficio neto PharmaMar (inclusive proyecciones sobre escenario base, período 2015-2024).....	77
Tabla 29. Análisis horizontal evolución beneficio neto PharmaMar (inclusive proyecciones sobre escenario base, período 2015-2024).....	77
Tabla 30. Evolución ROIC PharmaMar histórica (2015-2020) y proyectada (2021-2024) en base a los escenarios predefinidos (optimista, neutral y pesimista)	81
Tabla 31. Evolución ROE PharmaMar histórica (2015-2020) y proyectada (2021-2024) en base a los escenarios predefinidos (optimista, neutral y pesimista)	82

1. Introducción

La propagación del virus SARS-COV-2, que provoca la enfermedad denominada como COVID-19, ha tenido una gran repercusión a escala mundial, hasta el punto de que ha cambiado ciertas costumbres fuertemente arraigadas en nuestra sociedad. Han cambiado nuestros hábitos, nuestras prioridades, y la forma en que nos relacionamos, tanto a nivel personal como profesional.

Por su parte, las empresas han tenido que hacer un gran esfuerzo de adaptación a tan drástico cambio en el entorno. El confinamiento instaurado como consecuencia del decreto de estado de alarma en marzo de 2020, obligó a multitud de compañías a adoptar el teletrabajo como alternativa para poder continuar con su actividad laboral. Sirva como ejemplo de la magnitud del cambio decir que en España, en 2018, el porcentaje de individuos que teletrabajaban todos o casi todos los días era del 6% (ONTSI, 2020: 25), y se habría elevado hasta alcanzar un 34% de personas teletrabajando durante las semanas de confinamiento (Ruiz Torres, 2021).

No obstante, y aunque la inmensa mayoría de las empresas se han visto afectadas negativamente por la pandemia, la propagación de la enfermedad ha supuesto, más allá de multitud de amenazas y efectos negativos, la aparición de oportunidades. En este sentido, las grandes corporaciones del sector químico y farmacéutico han asumido el desafío que supone la erradicación del virus, y se han enfocado en la investigación de vacunas, cuya posterior distribución y administración permitan otorgar inmunidad frente al virus, con el objetivo último de frenar su expansión, venciendo finalmente a la enfermedad.

Una de las empresas que ha asumido el reto es la farmacéutica española PharmaMar, que registró en 2020 el mayor beneficio neto atribuido de su historia, con 137,2 millones de euros, frente a las pérdidas de 11,3 millones del año precedente (El Economista, 26 de febrero de 2021).

La asunción de este desafío y la puesta en valor de sus consecuencias desde el punto de vista económico-financiero es el principal interés de este trabajo, de modo que lo que en él se propone es una forma de cuantificar el impacto que ha tenido la crisis de la COVID-19 sobre esta compañía a través de un ejercicio comparativo de los años 2019 y 2020, que representan las etapas pre y post-COVID, respectivamente. Para ello, se toman como referencia los estados financieros de la empresa correspondientes a ambos periodos.

Con todo ello, lo que se pretende es mostrar, desde una perspectiva analítico-financiera, los efectos económicos del *shock* que ha supuesto para PharmaMar tal suceso, así como poner en valor el papel crucial que juega la inversión en I+D+i en el sector al que la empresa pertenece.

1.1.Planteamiento y justificación del tema elegido

Lo que se plantea en este trabajo es un análisis de los estados financieros de PharmaMar en el período 2016-2020 que permita definir la evolución de las partidas y/o variables más relevantes, de modo que tal evolución, junto con la enunciación de las políticas internas de la compañía, sirvan como base para la definición de hipótesis que permitan proyectar la evolución de sus cuentas anuales en el medio plazo (el período que se propone es de 4 años, 2021-2024) en función de varios escenarios predefinidos.

De este modo, se podrá efectuar una valoración de la empresa, que vendrá determinada, por una parte, por la incidencia de las variables del entorno en el que opera la empresa, tanto exógenas como endógenas, y por otra, por la aplicación de la metodología detallada en el epígrafe 3 de este proyecto.

Se han escogido esta temática y sector por varios motivos:

- En primer lugar, el colosal impacto que viene teniendo la COVID-19 desde su irrupción sobre la economía mundial, siendo considerado por muchos autores, como Arbeláez-Campillo (2020), Villasmil Espinoza (2020) o Marrades Puig (2020), como un punto de inflexión que marca un antes y un después, a partir del cual se replantearían importantes cambios en el orden mundial establecido, tanto a nivel económico como en la escala de valores.
- En segundo lugar, cabe destacar la relevancia que tiene la industria farmacéutica para nuestra sociedad. En este sentido, es importante resaltar la creciente inversión en I+D+i en este sector (que adquiere aún mayor relevancia, si cabe, en las circunstancias actuales), cuya cifra ha pasado de los 1.004 millones de euros en 2015, a alcanzar en 2019 los 1.211 millones de euros (Farmaindustria, 2020).
- En tercer lugar, es preciso destacar la importancia de la valoración de las empresas, en especial para una empresa cotizada como PharmaMar, pues tiene especial interés la

comparación de la valoración obtenida con la cotización de sus acciones, de modo que sea posible la comparación del valor intrínseco de la empresa con el valor otorgado por el mercado, así como el efecto que tal valoración posee sobre sistemas de remuneración basados en creación de valor (Fernández, 2008).

- Por último, y no menos importante, este trabajo persigue posibilitar la comparación con otras empresas del sector, a fin de determinar la posición competitiva que PharmaMar ostenta dentro de la industria, además de ayudar a definir la trayectoria que previsiblemente puedan seguir tanto los títulos como el beneficio de la compañía en los próximos años, contribuyendo a facilitar la toma de decisiones por parte de accionistas, inversores y acreedores.

1.2. Objetivos: problemática detectada y propuesta de solución

- Objetivo principal:
 - Determinar en qué medida la COVID-19 ha impactado sobre la valoración que el mercado asigna a las acciones de PharmaMar, a partir de la comparación entre la valoración de la empresa obtenida en este trabajo y su actual cotización en el IBEX-35.
- Objetivos específicos:
 - Evaluar el impacto que la propagación de la COVID-19 ha tenido sobre las cuentas anuales de PharmaMar.
 - Proyectar los estados financieros previsionales de la compañía a medio plazo para diferentes escenarios posibles, teniendo en cuenta, por un lado, las políticas internas definidas en su plan estratégico actual y, por otro, la evolución histórica (desde 2016) de las principales variables recogidas en sus cuentas anuales consolidadas.
 - Calcular una primera valoración de la empresa basada en datos históricos (2016-2020) a través del método de flujos de caja libre descontados, así como estimar una horquilla de valoración utilizando métodos alternativos que actuarán como complementarios del primero.

- Calcular una segunda valoración basada en las proyecciones llevadas a cabo a medio plazo (2021-2024) para cada uno de los escenarios de recuperación económica definidos.
- Comparar las valoraciones resultantes entre sí, para ver cuál es la trayectoria para cada uno de los escenarios preestablecidos.

1.3.Elementos innovadores del proyecto

Existen multitud de proyectos que llevan a cabo un análisis económico-financiero de una compañía, para posteriormente proyectar sus estados financieros previsionales tomando como base unas determinadas hipótesis, y finalmente realizar una valoración de la empresa utilizando uno o varios métodos y/o modelos.

En contraste con lo anterior, el valor que aporta el presente trabajo está en distinguir, dentro de la evolución de las cuentas anuales de la empresa objeto de análisis, la parte de esa evolución (ya sea positiva o negativa) que se debe a la senda histórica estándar (es decir, libre de *shocks* de oferta y/o demanda) de las variables analizadas, y la parte que corresponde al impacto provocado por la COVID-19, entendida como una desviación de la trayectoria que deberían haber tenido esas variables de no haber tenido lugar tal evento.

Esto representa una valiosa información para varios *stakeholders*: en primer lugar, los accionistas, que tendrán una referencia sobre el posible devenir de la evolución de la empresa en el mercado, y verán facilitada la toma de decisiones respecto a la posesión en cartera de los títulos de la empresa en cuestión. En segundo término, los directivos de la compañía, pues esta información ayudará a tomar decisiones sobre la estrategia que debe seguir la empresa, en base a la creación de valor que muestre en función de sus resultados, y teniendo en cuenta la coyuntura en ese momento y, dentro de la subjetividad inherente a toda valoración, la probabilidad de ocurrencia a futuro de los posibles escenarios.

Esto es aplicable, además, a otras empresas de diferentes sectores, y medible a través de, en primer lugar, el análisis de la tendencia de crecimiento o decrecimiento de las variables relevantes tanto a nivel global del sector al que pertenezca la organización como de la propia compañía y, en segundo lugar, la posterior evaluación del efecto que ha tenido la propagación del virus analizando las desviaciones observadas.

2. Marco teórico

En este epígrafe se explica el impacto que ha tenido la pandemia de COVID-19 sobre el sector farmacéutico. Además, se detalla el lugar que ocupa PharmaMar dentro de la industria, se argumenta por qué es la empresa escogida para la elaboración de este proyecto, se explica la importancia de los activos intangibles dentro del sector (en el Anexo B está el análisis del balance de situación de la empresa, en el que se pone de manifiesto la veracidad de esta afirmación), se hace una referencia sucinta a los segmentos de negocio de PharmaMar y se detallan las políticas internas de la empresa que permitirán la definición de las hipótesis utilizadas en la elaboración de las proyecciones de los estados financieros previsionales.

Por otra parte, se enumeran los métodos de valoración de empresas más utilizados, haciendo referencia a trabajos realizados con anterioridad, en los que se usa cada uno de ellos, y se destacan las ventajas e inconvenientes de su utilización.

2.1. El impacto de la Covid-19 sobre el sector farmacéutico

La crisis ocasionada por la pandemia ha tenido efectos negativos (y, en muchos casos, catastróficos) sobre multitud de sectores en la economía española: hostelería y restauración, aerolíneas y determinadas industrias manufactureras han sido las grandes damnificadas por las restricciones de movilidad y la paralización de la cadena de suministro.

En cambio, hay otros sectores que se han visto beneficiados y saldrán reforzados tras la crisis: tales son los casos del sector logístico, de la industria alimentaria y del sector farmacéutico, sobre el cual pondremos el foco.

Como primera aproximación para evaluar el impacto que la pandemia está teniendo sobre este sector, es preciso enumerar, en primer lugar, a las principales empresas que fueron capaces de desarrollar una vacuna, que está siendo administrada en la actualidad en diferentes países (si bien el ritmo de vacunación difiere enormemente entre unos y otros): la estadounidense Pfizer, en colaboración con el laboratorio alemán BioNTech, la startup Moderna, la británica AstraZeneca, de forma conjunta con la Universidad de Oxford, la estadounidense Johnson & Johnson, y el Fondo Ruso de Inversión Directa (RDIF, por sus siglas en inglés). Además, a estas se unirán próximamente otras como la americana Novavax, la

francesa Sanofi y la británica GlaxoSmithKline (GSK), colaborando estos dos últimos para lanzar una vacuna conjunta.

PharmaMar, por su parte, combate la enfermedad a través de la plitidepsina, compuesto administrado a través de su fármaco Aplidin™, que ya estaba siendo utilizado para el tratamiento del cáncer de mieloma múltiple, y cuyos resultados positivos en ensayos clínicos “sugieren que debería considerarse seriamente para ampliar los ensayos clínicos para el tratamiento de Covid-19” (Morales, 2021).

Por otra parte, se pueden citar las estimaciones acerca de las ganancias que estas empresas pueden obtener en 2021 con sus vacunas: “el mercado podría tener resultados de 30 a 40 mil millones de dólares este año”, de acuerdo con lo manifestado por Loïc Chabanier, de la consultora Ernst & Young (Marie-Morgane, 2021).

Por último, es importante destacar que, en 2020, PharmaMar ha aumentado sustancialmente sus ingresos tanto por venta de productos como por acuerdos de licencias y co-desarrollo con otras empresas farmacéuticas. De acuerdo con los datos que figuran en el último informe de cuentas anuales individuales de la empresa, publicado en su página web corporativa, los ingresos conjuntos por ambos conceptos aumentaron, respecto a 2019, en una cantidad cercana a los 164 millones de euros.

No obstante, en la Memoria anexa a sus estados financieros y, en concreto, en la nota 22.1.3, relativa a ingresos por contratos de licencia, la mayoría de estos ingresos se deben a las ventas de Zepzelca™ realizadas por la empresa Jazz Pharmaceuticals en Estados Unidos, y la compañía aclara que “el COVID-19 no ha tenido impacto en ninguno de los acuerdos relevantes del Grupo”.

2.2. PharmaMar dentro de la industria farmacéutica

El impacto que ha tenido la pandemia de COVID-19 sobre la actividad del Grupo se manifiesta de forma concreta en los siguientes efectos, que han tenido incidencia sobre las 2 principales líneas de negocio de la sociedad (oncología y diagnóstico), y que aparecen recogidos en el informe de gestión correspondiente al ejercicio 2020:

1. Dentro del segmento de diagnóstico, desarrollo de kits de diagnóstico PCR propios y suscripción de un acuerdo con la compañía surcoreana Sugentech para la distribución de test de técnica rápida de detección de anticuerpos IgM / IgG, lo cual supuso para

dicho segmento un importante incremento de ventas respecto al ejercicio anterior (detallado en el apartado 2.2.3 acerca de los segmentos de negocio del Grupo).

2. Dentro del segmento de oncología, destaca la apertura de una Unidad de Virología y el inicio de ensayos clínicos con plitidepsina para el tratamiento de pacientes con COVID-19 que precisan ingreso hospitalario. El desarrollo de esta actividad supuso una inversión de en torno a 5 millones de euros.
3. Respecto a la actividad de desarrollo de nuevos compuestos, los efectos de la pandemia sobre los ensayos clínicos se han materializado en un menor reclutamiento de pacientes debido a la saturación de los hospitales, lo cual implicó un retraso en los calendarios de desarrollo de difícil cuantificación.

2.2.1. ¿Por qué PharmaMar?

Entre todas las posibilidades que ofrece el sector farmacéutico, se ha escogido PharmaMar por varios motivos:

- Es una empresa que recientemente ha atravesado por un proceso de fusión inversa con su matriz Zeltia (2015), a consecuencia del cual ha pasado a integrar todo el patrimonio de la sociedad absorbida, resultando en una reducción sustancial del capital escriturado (que pasó de 85,3 millones de euros a 11,1), así como del valor nominal de sus acciones como consecuencia de dicha reducción (pasando de 60,10 euros a tan sólo 0,05 euros por acción), tal y como describe el proyecto de fusión accesible a través de su página web corporativa.
- Se ha convertido en una de las empresas farmacéuticas más innovadoras del siglo XXI, especializada en oncología, y pionera en el desarrollo de fármacos con aplicaciones en diferentes tipos de cáncer, fabricados a partir de la investigación y desarrollo en el ámbito de la biotecnología marina, a través del descubrimiento de moléculas con actividad antitumoral.
- Es una empresa que colabora activamente en la lucha contra la COVID-19. A este respecto, es preciso destacar que, como consecuencia de la actividad investigadora, se

ha comenzado a utilizar plitidepsina¹ en ensayos clínicos, como compuesto eficaz para el tratamiento de pacientes que hubiesen contraído el virus SARS-CoV-2, causante de la enfermedad COVID-19.

2.2.2. Gestión de activos intangibles (imagen de marca, patentes...)

“El papel que ejercen los activos intangibles en la creación de valor de las empresas ha suscitado un interés creciente por su medición y contabilización, particularmente en sectores donde estos activos constituyen fundamentales generadores de valor, como son el sector farmacéutico y el biotecnológico, que necesitan reflejar su riqueza en innovación para una imagen “más fiel” de su situación económico-financiera y, en definitiva, de su valor” (Rubio, Rodríguez y Maroto, 2013). Esta afirmación invita a pensar en los activos intangibles como un pilar básico para la supervivencia de las empresas de estos sectores. Tal hipótesis es fácilmente demostrable si echamos un vistazo a las partidas del activo de los balances consolidados de 2020 de las principales empresas españolas del sector:

Tabla 1. Importe y peso relativo de los activos tangibles e intangibles en balance de algunas compañías españolas del sector farmacéutico y biotecnológico. Año 2020

EMPRESA	ACTIVOS INTANGIBLES	% INTANGIBLES S/ACT TOTAL	ACTIVOS TANGIBLES	% TANGIBLES S/ACT TOTAL	TOTAL ACTIVO
GRIFOLS	7.568.617.000 €	49,55%	2.324.107.000 €	15,22%	15.274.776.000 €
ALMIRALL	1.344.822.000 €	58,70%	113.548.000 €	4,96%	2.291.114.000 €
PHARMAMAR	3.619.000 €	0,98%	18.843.000 €	5,12%	368.051.000 €
ORYZON GENOMICS	49.216.370 €	52,30%	643.923 €	0,68%	94.106.743 €

Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales consolidadas de 2020 publicadas en las respectivas páginas web corporativas y/o comunicadas a la CNMV (<https://www.cnmv.es>).

Tal y como se puede deducir de los datos de la tabla 1, los activos intangibles representan, excluyendo el caso de PharmaMar (acerca del cual explicaremos por qué difiere del resto), en promedio para el año 2020, más del 50% del importe del total del activo en balance de las 3 empresas analizadas, 2 de las cuales son Grifols y Almirall, empresas cotizadas y con gran

¹ Según consta en la página web corporativa de PharmaMar, “la plitidepsina es un compuesto antitumoral de origen marino, obtenido de la ascidia *Aplidium albicans*, que provoca en último término la muerte de las células tumorales a través de la apoptosis (muerte celular programada)”.

prestigio dentro del sector, si bien la primera está especializada en la producción y distribución de derivados del plasma sanguíneo, mientras que la segunda está más centrada en la I+D dentro del campo de la dermatología.

En el caso de PharmaMar, es importante destacar el hecho de que, en 2019, el porcentaje que representaban sus activos intangibles sobre el total del activo en balance era del 47,43%, y en 2020 ha pasado a ser de sólo el 0,98%. La explicación a este abrupto descenso hay que buscarla en el importe que la empresa ha dado de baja por deterioro y por enajenación a lo largo de 2020, que asciende a un total de 118,6 millones de euros, a diferencia de lo ocurrido en 2019.

De estos 118,6 millones, 60,5 millones corresponden a la parte de las cantidades activadas por el compuesto antitumoral Zepzelca™ que se correspondían con el mercado que PharmaMar cedía a Jazz Pharmaceuticals de forma permanente, en virtud del contrato de licencia en exclusiva suscrito en diciembre de 2019 para la comercialización en Estados Unidos de dicho compuesto.

Los otros 58 millones de euros se vinculan al importe previamente activado correspondiente a un estudio clínico que evaluaba Zepzelca™ en combinación con otro compuesto, no llegando a cumplirse el objetivo primario preestablecido de supervivencia global. Esto originó dudas sobre la recuperabilidad en función del cumplimiento de las condiciones, por lo que la Sociedad procedió a dar de baja dicha cantidad.

Ambos hechos, en suma, propiciaron que el saldo de la partida de inmovilizado intangible a 31 de diciembre de 2020 ascendiese a 295,7 millones de euros, a los cuales, tras descontarse la amortización acumulada y la correspondiente provisión por deterioro, dejan un valor neto contable a cierre de ejercicio de 3,6 millones de euros, frente a los 128,2 millones de euros de 2019 (un descenso interanual del 97,2%).

A la vista, pues, de los datos analizados, se puede concluir que la gestión de los activos intangibles se antoja crucial en el sector para poder explicar el crecimiento de las empresas que lo integran.

2.2.3. Segmentos de negocio

De acuerdo con los datos que constan en el último informe de gestión consolidado publicado en su página web corporativa, correspondiente al año 2020, la actividad comercial de

PharmaMar pivota sobre 3 líneas de negocio (o segmentos de actividad, tal y como la compañía los denomina en el propio informe):

1. **ONCOLOGÍA**

Es, sin duda, el principal segmento de actividad de PharmaMar y el que mayor volumen de ingresos aporta al grupo, siendo además el de mayor crecimiento y peso estratégico dentro del Grupo. Para poner de manifiesto su importancia dentro de la organización, sirva destacar el hecho de que los ingresos obtenidos en 2020 por acuerdos de licencia y co-desarrollo con varias empresas farmacéuticas (entre las que sobresale Jazz Pharmaceuticals, su socio en Estados Unidos) ascienden a 140,2 millones de euros, que son atribuidos íntegramente a compuestos relacionados con el tratamiento del sarcoma de tejidos blandos y cáncer de ovario recurrente (en concreto, Zepzelca™ y Yondelis®). Además, el volumen de ventas reportado por esta línea de negocio asciende a 100,7 millones de euros.

2. **DIAGNÓSTICO**

Este segmento está dedicado al desarrollo y comercialización de kits de diagnóstico y análisis de ADN (a través de su participación en la empresa Genómica, dedicada al diagnóstico molecular), y ha adquirido una especial relevancia en el último año por la irrupción de la pandemia de COVID-19, ya que la compañía empezó a comercializar sus propios test de diagnóstico PCR, obteniendo este segmento un total de ingresos por ventas en 2020 de 13 millones de euros.

3. **RNA de interferencia (RNAi)**

Tecnología de silenciamiento génico² utilizada por la compañía a través de su participación en la compañía Sylentis, para llevar a cabo ensayos clínicos en el campo de la oftalmología. Al estar desarrollando una plataforma específica dirigida a satisfacer demandas no atendidas en este ámbito, la organización, en este segmento, ha aumentado su gasto en I+D en el último año un 33,4% respecto a 2019, alcanzando los 3,9 millones de euros.

² “El silenciamiento génico constituye un mecanismo celular mediante el cual se inhibe la expresión de genes, controlando la expresión de genes endógenos y exógenos. [...] El ARN de interferencia se ha convertido en una herramienta de experimentación para la caracterización funcional de genes en el laboratorio y en muchas áreas de investigación científica” (Sánchez, 2017).

Además de estos 3 segmentos, en los que el Grupo basa su actividad y que constituyen su principal fuente de ingresos, PharmaMar abrió en 2020 una nueva línea de actividad: la Unidad de Virología, dentro de la cual se encuentra investigando la actividad antiviral del compuesto plitidepsina (comercializado a través de su fármaco Aplidin®) frente a la COVID-19, si bien la compañía asegura que la actividad generada en esta nueva línea, a cierre del ejercicio 2020, “no ha alcanzado la relevancia suficiente como para conformar un nuevo segmento de negocio”.

2.2.4. Políticas internas: ventas, producción, activos financieros, inversión

Para poder proyectar los estados financieros de PharmaMar en el período 2021-2024, será necesario asumir determinadas hipótesis, resultantes de analizar, por una parte, las políticas internas de la compañía y, por otra, la evolución de las principales magnitudes de sus estados financieros, además de las previsiones relativas al contexto económico futuro.

Por lo tanto, a fin de obtener unas hipótesis de partida lógicas y argumentadas en base a lo expuesto en el párrafo anterior, se detallan a continuación las principales políticas de la organización³:

- **Ventas:** el modelo de negocio de PharmaMar contempla como principal negocio del grupo la oncología y, concretamente dentro de esta área de negocio, el desarrollo y comercialización de fármacos antitumorales de origen marino. Son líneas con menor peso en la actividad de la empresa el segmento de diagnóstico (actividad cuyo desarrollo lleva a cabo a través de Genómica) y el de ARN de interferencia (RNAi, tecnología de silenciamiento génico utilizada para avanzar en varios ensayos clínicos en oftalmología a través de Sylentis). Como dato a tener en cuenta en este sentido, cabe destacar el hecho de que, en promedio, las ventas del segmento de oncología representan, en promedio, el 90% del total de ventas.
- **Producción:** tal y como consta recogido en la descripción del modelo de negocio y estrategia de la empresa, una de sus fortalezas consiste en la generación de ingresos en el negocio de oncología y diagnóstico con las ventas directas de productos de desarrollo propio.

³ Fuente: elaboración propia a partir de los datos obrantes en los Informes Anuales de la compañía entre 2016 y 2020, publicados en su página web corporativa (<https://www.pharmamar.com>).

- **Activos financieros:** realización de colocaciones de tesorería en activos financieros de bajo riesgo y alta liquidez con objeto de garantizar la disponibilidad de fondos. Son, en su práctica totalidad, deuda pública y depósitos en entidades de crédito con buena calidad crediticia.
- **Inversión en I+D+i:** la compañía muestra un fuerte compromiso con la I+D+i, siendo el destinatario principal de esta inversión el segmento de oncología, dado que es el principal negocio estratégico del Grupo, y es intención de la Sociedad continuar con el claro compromiso de inversión en I+D para llevar nuevos fármacos al mercado. De hecho, esta partida de gasto se incrementó en un 6,2% entre 2019 y 2020, hasta los 53,8 millones de euros.

2.3. Métodos de valoración de empresas

2.3.1. Valor teórico contable (VTC)

El valor teórico contable (o valor contable, también llamado valor en libros) “es un método de valoración basado en el balance, y es el valor de los recursos propios que figuran en el balance (capital y reservas). Esta cantidad es también la diferencia entre el activo total y el pasivo exigible” (Fernández, 2008).

Una variante de este método es el valor contable ajustado (VCA) o valor del activo neto real. “Según este método, el valor de la empresa es la diferencia entre el activo y el pasivo exigible, ajustados a sus respectivos valores de mercado, considerando el estado y utilidad de las diferentes partidas del balance para la empresa” (Valls, 2001).

Resulta evidente que, en una valoración del tipo que se pretende, este método no tiene cabida, dado que basar la valoración de PharmaMar únicamente en la información que proporciona la contabilidad supone, en primer lugar, enfocarse de modo exclusivo en los datos históricos de la empresa (además de la subjetividad a la que están sujetos los criterios contables), por lo que no se tendría en cuenta el potencial de la misma en cuanto a ventas, margen y beneficios y, en segundo término, ignorar las expectativas sobre su evolución futura, de las cuales depende el valor de las acciones (en este punto es importante recordar que el objetivo principal de este proyecto es evaluar el impacto de la COVID-19 sobre la valoración

que el mercado otorga a las acciones de PharmaMar, por lo que no tiene sentido prescindir de las expectativas de los inversores).

En realidad, son dos aspectos que están íntimamente ligados, pues una empresa que posea un elevado potencial suscitará en los inversores unas expectativas de crecimiento futuro que harán que el valor de sus acciones en el mercado tienda a aumentar. De igual modo, una empresa que se encuentre en una situación crítica (al borde del concurso de acreedores) tendrá el efecto contrario sobre las expectativas del mercado, tendiendo a desplomarse su cotización bursátil.

2.3.2. Flujos de caja libre (FCF) descontados

Los métodos de valoración basados en el descuento de flujos de fondos (*cash flows*) “tratan de determinar el valor de la empresa a través de la estimación de los flujos de dinero que generará en el futuro, para luego descontarlos a una tasa apropiada según el riesgo de dichos flujos” (Fernández, 2008).

Se puede afirmar que la mayoría de las adaptaciones del modelo de valoración por descuento de flujos de caja asumen que el horizonte temporal tiende a infinito, si bien algunas variantes dividen el horizonte temporal de valoración en dos o en tres intervalos, cada uno de los cuales representa comportamientos distintos de los flujos netos de caja libre (FCFE, o *free cash flows to enterprise*) a través de tasas de crecimiento de dichos flujos distintas en cada intervalo (Blanco, 2009).

Se trata, por tanto, en el contexto de una variante con un horizonte temporal dividido en dos intervalos, de estimar lo siguiente:

- Dentro del primer intervalo (desde el primer hasta el último año de la proyección de los estados financieros), los flujos de caja libre (*free cash flows*) futuros de la empresa, en base a unas hipótesis previamente establecidas, y cuya validez estará sustentada, por una parte, por unas políticas empresariales internas determinadas y, por otra, por el análisis de los estados financieros históricos, junto con las previsiones de evolución del entorno organizacional.
- Una tasa de descuento que promedie el coste de todas las fuentes de financiación empresarial (ponderando, además, su peso sobre la estructura financiera de la compañía).

- Dentro del segundo intervalo (desde el primer año posterior al último de la proyección hasta el infinito), un valor residual, resultante de aplicar al último de los flujos de caja correspondientes al primer intervalo la diferencia entre el coste promedio de financiación al que se hace referencia en el apartado anterior y una tasa de crecimiento constante a perpetuidad (previamente asumida como hipótesis).

En este sentido, según Fernández (2008), “los métodos basados en el descuento de flujos de fondos parten de la expresión:

$$V = \frac{CF_1}{1 + K} + \frac{CF_2}{(1 + K)^2} + \frac{CF_3}{(1 + K)^3} + \dots + \frac{CF_n + VR_n}{(1 + K)^n} \quad (1)$$

En la cual: CF_i = flujo de fondos generado por la empresa en el período i ; VR_n = valor residual de la empresa en el año n ; K = tasa de descuento apropiada para el riesgo de los flujos de fondos”.

Además, las expresiones $1 + K$, $(1 + K)^2$, $(1 + K)^3$... $(1 + K)^n$ representan los factores de actualización utilizados en cada uno de los años del horizonte temporal de valoración para actualizar los respectivos flujos de caja al momento presente.

En conclusión, si bien es cierto que hay diferentes variantes de este modelo, se puede decir que, a la vista de lo expuesto, es un método más fiable que el del valor teórico contable, por dos motivos: primero, y más importante, porque tiene en cuenta las expectativas acerca de la evolución futura, en la medida en que se proyectan los estados financieros de la empresa en base a unas previsiones y/o hipótesis, y se tiene en cuenta la estimación futura de los flujos de caja resultantes de dicha proyección. En segundo lugar, porque no considera únicamente criterios contables, como el método anterior, sino que también están implícitos aspectos de valor de mercado y tendencias sociales, al tenerse en cuenta la evolución del entorno de la compañía.

2.3.3. Múltiplos

La valoración por múltiplos resulta ser un método de valoración basado en la cuenta de pérdidas y ganancias de la empresa.

“Se trata de determinar el valor de la empresa a través de la magnitud de los beneficios, de las ventas o de otro indicador. En esta categoría se incluyen los métodos basados en el PER: según este método, el precio de la acción es un múltiplo del beneficio” (Fernández, 2008).

Según este autor, el PER (*price to earnings ratio*) es la ratio más utilizada en valoración, especialmente para las empresas que cotizan en bolsa, como es el caso de PharmaMar, y existe una relación entre esta magnitud, la rentabilidad exigida por los accionistas y el crecimiento medio estimado para el *cash flow* generado por la empresa, de tal modo que dicha relación permite realizar juicios rápidos acerca de la sobrevaloración o infravaloración de empresas. El PER se calcula de acuerdo con la siguiente expresión:

$$\text{PER} = \frac{\text{Valor de las acciones}}{\text{Beneficio}} \quad (2)$$

Siendo el valor de las acciones igual al precio de la acción cotizada en bolsa multiplicado por el número de acciones emitidas (sin autocartera) en base al capital social de la compañía.

Por otra parte, según lo indicado por Vargas (2013), los indicadores de mercado más utilizados bajo el método de valoración por múltiplos se clasifican en dos grupos: múltiplos de precios y múltiplos de valor de la empresa (*enterprise value multiples*).

De acuerdo con lo indicado por este autor, “son múltiplos que relacionan el valor de la empresa con una medida fundamental de valor como el EBITDA (*earnings before interests, taxes, depreciation and amortization*). Así, el valor de la empresa representa el valor total de la compañía, es decir, el valor de mercado de la deuda, las acciones comunes, las acciones preferentes, menos el efectivo y las inversiones de corto plazo”.

De este modo, el “*enterprise value to EBITDA*” (EV / EBITDA) representa un indicador del valor de toda la compañía.

2.3.4. Economic Value Added (EVA)

El EVA es un método de valoración basado en la creación de valor, y es igual al NOPAT menos el valor contable de la empresa multiplicado por el coste promedio de los recursos (WACC).

$$\text{EVA}_t = \text{NOPAT}_t - (D_{t-1} + \text{Evc}_{t-1}) \text{WACC}_t \quad (3)$$

El NOPAT (*net operating profit after taxes*) es el beneficio de la empresa sin apalancar (sin deuda) (Fernández, 2008). El valor contable de la empresa es el valor de su deuda menos el valor contable de sus acciones. El WACC (*weighted average cost of capital*) es el coste promedio ponderado del capital, resultante de ponderar, en un contexto de análisis de la estructura financiera de la empresa, el coste de la deuda externa (descontada a una determinada tasa impositiva) y el coste de los fondos propios sobre los recursos totales (ajenos y propios, es decir, deuda y *equity*).

Según Vergiú y Bendezú (2007), otra manera de enfocar el cálculo de este método de valoración es considerar el EVA como medidor de la utilidad respecto del coste de capital empleado en la generación de dicha utilidad, a través de la siguiente expresión:

$$\text{EVA} = (\text{ROI} - K_c) * \text{Capital invertido} \quad (4)$$

En la que el ROI es el retorno sobre la inversión del capital (*return on investment*), K_c es el coste de oportunidad del patrimonio, entendido como la rentabilidad que los accionistas requieren sobre sus inversiones, y el capital invertido es la suma del capital circulante (o *working capital*) y el activo fijo neto de la empresa.

El resultado de esta medición les da a los accionistas, inversores y demás *stakeholders* elementos de juicio para visualizar si se generó valor en un determinado período de tiempo.

Dada la importancia de los activos intangibles en las empresas del sector farmacéutico (tal y como ya se ha visto en el apartado sobre la gestión de los activos intangibles), se tendrá en cuenta en este proyecto el cálculo del EVA como apoyo para la determinación de la horquilla de valoración de la compañía.

3. Metodología de valoración de PharmaMar

En este epígrafe se expone la metodología que se ha seguido para determinar la horquilla de valoración de la empresa PharmaMar.

3.1. Justificación de la elección del método de valoración utilizado

Los métodos conceptualmente más utilizados para empresas cuyas expectativas sean de continuidad son los basados en los descuentos de flujos de fondos, puesto que estos métodos

consideran a la empresa como un ente generador de rentas a futuro y, por ende, sus acciones y su deuda se pueden valorar, tal y como se hace con otros activos financieros (Fernández, 2008).

Esto contrasta con otros métodos, como los de balance, que ponen el foco en los activos, ofreciendo una perspectiva más estática, que no tiene en cuenta la evolución futura de la empresa, obviando de esta manera el entorno en el que opera, que es de vital importancia, máxime dadas la incertidumbre y volatilidad actuales; o bien los basados en la cuenta de resultados, que ponen en valor la magnitud de los beneficios o de las ventas de la compañía, así como la importancia del valor de las acciones (en el caso de las empresas cotizadas), aunque este último depende de los flujos futuros esperados y de la rentabilidad exigida por los accionistas. Además, el crecimiento de dichos flujos futuros depende de lo rentables que sean las inversiones y del crecimiento de la empresa.

Por tales motivos, para valorar la empresa PharmaMar se ha escogido el método de descuento de flujos de caja frente a los métodos de valoración basados en el balance, la cuenta de resultados o la creación de valor de la empresa (si bien se tendrá en consideración el cálculo del EVA para determinar la horquilla de valoración, tal y como ya se indicó).

3.2. Funcionamiento del modelo financiero utilizado: método de los escenarios

Para poder llevar a cabo la valoración, se ha construido un modelo financiero en el que se ha representado, en primer lugar, el histórico de los estados financieros de la empresa (balance de situación y cuenta de pérdidas y ganancias) en el período 2015-2020. Este histórico, junto con las políticas de la empresa, ha servido como base para hacer un análisis de las tendencias en dicho período, y para definir unas hipótesis que puedan justificar los márgenes de variación utilizados para elaborar las proyecciones para el período 2021-2024.

El método utilizado para llevar a cabo la valoración recibe el nombre de método de los escenarios, por cuanto se realizan proyecciones para diferentes valores de los principales parámetros y/o variables (ventas, inversiones, deuda...), de modo que, además del escenario central o estándar, también denominado escenario base, se construyen las proyecciones para otros dos escenarios (optimista y pesimista) realizando modificaciones en los valores de los principales parámetros en base a los márgenes de variación ya definidos según las hipótesis

planteadas, y justificadas por los motivos expuestos en el epígrafe 3.5 y en el anexo A del presente documento.

Así, el modelo utilizado para la elaboración de estas proyecciones considera ocho parámetros fundamentales:

- Sensibilidad a las variaciones en la cuenta de pérdidas y ganancias: una sensibilidad más elevada conlleva la asunción de hipótesis más optimistas respecto a todas las variables que intervienen en la construcción de los estados financieros (ventas, gastos de explotación, períodos medios...), lo cual se traduce en una mejora significativa tanto del beneficio neto año tras año como de los flujos netos generados por la compañía.
- Sensibilidad a las variaciones en las NOF: una sensibilidad optimista significa que las necesidades operativas de fondos de la empresa a lo largo del período proyectado son menores, lo cual se refleja en una menor deuda corriente y, por tanto, menor dependencia de la financiación ajena, disminuyendo esto el nivel de riesgo asumido por el accionista.
- Inversión en activo: una inversión más elevada se materializaría, sobre todo, en activos intangibles (como corresponde de acuerdo con el sector de la empresa), lo cual tiene impacto directo en los flujos de caja libre vía CAPEX. Unos niveles de inversión más elevados provocan un aumento de la deuda y una disminución de los flujos de caja libre generados.
- Pay Out: hace referencia al porcentaje del resultado de cada ejercicio que se destina al pago de dividendos a los accionistas de la compañía.
- Financiación:
 - Coste de la deuda: un coste de la deuda más elevado impacta directamente sobre la cuenta de resultados a través de los gastos financieros, lo cual a su vez redundaría en una disminución del flujo de caja para el accionista.
 - Ingresos financieros: unos ingresos financieros más altos mejoran el beneficio neto, elevando el flujo de caja para el accionista.
 - Porcentaje de deuda tomada y compromiso de amortización de la deuda: si el porcentaje de deuda asumida es mayor que el compromiso de amortización de la misma, las necesidades de financiación de la empresa se incrementan, lo cual conlleva un aumento del nivel de riesgo asumido por el accionista. Al contrario,

si se amortiza la deuda más rápido de lo que se incrementan los niveles de deuda nueva, las necesidades de financiación y el riesgo asumido disminuirán.

3.3.Estados financieros 2019-2020: impacto del COVID-19 sobre la capacidad para generar valor de PharmaMar

La irrupción de la pandemia de COVID-19 a principios de 2020 ha tenido un impacto sustancial sobre los estados financieros de PharmaMar.

Sus efectos son fácilmente observables al llevar a cabo una revisión más o menos exhaustiva del balance de situación y de la cuenta de resultados, y se manifiestan en las variaciones de las principales variables de dichos estados financieros entre los años 2019 y 2020:

- Magnitudes de balance:
 - Inmovilizado intangible: siendo la partida que mayor relevancia tiene dentro del activo no corriente en toda la serie histórica (hasta un 75%, si bien muestra una tendencia claramente descendente hasta 2019), cae hasta un 97% en 2020, principalmente debido a dos motivos:
 - Por una parte, la suscripción del contrato de licencia en exclusiva entre PharmaMar y Jazz Pharmaceuticals en diciembre de 2019 para la comercialización en EE.UU. de Zepzelca™, un compuesto antitumoral para cáncer de pulmón. Debido a esto, PharmaMar procedió a dar de baja de su activo aquella parte de las cantidades de Zepzelca™ que se correspondían con el mercado que se cedía a Jazz de forma permanente. En total, se dieron de baja 60.544.000 € por este concepto, es decir, un 47% del total del inmovilizado intangible de 2019.
 - Por otra parte, los resultados arrojados por el estudio de fase III ATLANTIS, que evaluaba Zepzelca™ en pacientes adultos con cáncer de pulmón. El estudio no cumplió el objetivo primario preestablecido de supervivencia global y, debido a las dudas suscitadas acerca de su recuperabilidad en función del cumplimiento de las condiciones que originaron su activación, la empresa dio de baja el total del importe

activado correspondiente a este estudio, que asciende a 58.029.000 € (un 45% de los 128 millones de € de intangible de 2019).

- Inversiones financieras no corrientes: registra un aumento del 4.219% en 2020, debido a la contabilización de una inversión con capital garantizado a vencimiento, en junio de 2022, por importe de 20 millones de €.
- Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar: crece un 112% en 2020, fundamentalmente debido a las partidas de “clientes por ventas y prestaciones de servicios” (aumenta un 221%) y “activos por impuesto corriente” (un 87%).
- Inversiones financieras corrientes: registra un aumento del 10.381%, hasta los 97 millones de €, incremento debido a que, en 2020, se recogen imposiciones a plazo en dólares americanos por importe de 96.230.000 €.
- Tesorería: se incrementa un 530% en 2020 respecto al año anterior, debido al importante incremento en la cifra de negocios, que ha contribuido a mejorar sustancialmente la posición de tesorería neta (tesorería y equivalentes y activos financieros corrientes menos deuda financiera a corto plazo) de la Sociedad, pasando en 2020 a un importe cercano a los 170 millones de € desde una posición negativa en 2019 por importe de casi 14 millones de €.
- Periodificaciones (corto y largo plazo): aumentan conjuntamente en 2020 un 10.617%, hasta los 134,7 millones de €. Este incremento refleja las cantidades que se espera sean percibidas por la Sociedad en los siguientes doce meses (un total de 43,5 millones de €) y en un plazo superior al año (los otros 91,1 millones de €).
- **Magnitudes de cuenta de resultados:**
 - Importe neto de la cifra de negocios: aumenta un 252% en 2020, principalmente por el contrato de licencia suscrito con Jazz Pharmaceuticals (y reflejado en la partida de “acuerdos de licencia y co-desarrollo”, que se incrementó un 3450%).
 - EBITDA: registra un aumento cercano al 2800% en 2020, de modo que el porcentaje de EBITDA sobre INCN pasa a situarse en el entorno del 66%, desde el 8% de 2019. Este incremento está motivado debido al extraordinario incremento del INCN en términos interanuales, toda vez que los gastos de

estructura registraron, en conjunto, un incremento proporcionalmente mucho menor (en torno a un 9%).

- EBIT: pasa a situarse en los 33 millones de € desde una posición negativa (-15,4 millones de € en 2019) a pesar del elevado aumento del importe de las enajenaciones de inmovilizado (casi 119 millones de €), que se ve parcialmente compensado por una menor cuantía en concepto de amortización del inmovilizado (un 43% inferior respecto a los 22 millones de € de 2019).
- Resultado del ejercicio (beneficio neto): como resultado de todo lo anterior, el beneficio neto de la compañía se ha incrementado un 64% entre 2019 y 2020, hasta alcanzar los 28,9 millones de €.

Por todo lo expuesto, se puede afirmar que la capacidad para generar valor de PharmaMar se ha visto afectada de forma positiva con la aparición de la COVID-19.

Esto también se ha visto reflejado en la cotización bursátil de la compañía. Si se atiende a la diferencia entre el valor máximo que marcaron sus acciones durante el año anterior al inicio de la pandemia (43,20 € con fecha 30/12/2019) y el máximo marcado en 2020 (135,12 € el día 20/07/2020), el incremento resultante es de un 213%, lo cual representa una importante revalorización de las acciones de la compañía (para más información, ver Anexo E.1. Evolución de la cotización bursátil).

3.4. Valoración de PharmaMar 2016-2020

3.4.1. Valoración de PharmaMar utilizando el método de flujos de caja libre descontados

Tal y como se indica en apartados anteriores, para definir la horquilla de valoración de PharmaMar se utilizará el método de flujos de caja libre descontados. En primer lugar, se hará la valoración de la compañía correspondiente al período 2016-2020.

Para ello, es preciso calcular el coste promedio ponderado del capital (WACC), que posteriormente utilizaremos como tasa para descontar los flujos de caja futuros. Este WACC se calcula de acuerdo con la siguiente fórmula:

$$WACC = K_e * E / (D + E) + K_d * (1 - t) * D / (D + E) \quad (5)$$

En la cual:

K_e = coste de los fondos propios (equity)

E = fondos propios

D = deuda financiera

K_d = coste de la deuda financiera

t = tasa impositiva

A su vez, el coste de los fondos propios o K_e se calcula de la siguiente manera:

$$K_e = R_f + [E[R_m] - R_f] * \beta_P \quad (6)$$

En la que $E[R_m]$ es la rentabilidad esperada del mercado. En este caso, tomaremos como referencia la tasa de retorno que tuvo el índice bursátil IBEX 35 en el año 2015.

Por otra parte, R_f es la tasa de rentabilidad libre de riesgo, que está asociada a la rentabilidad de los bonos del Tesoro español a 10 años.

Por último, β_P es la beta apalancada según la estructura financiera de la empresa que se pretende valorar, cuyo cálculo se efectúa de acuerdo con la ecuación (9).

Por otro lado, el cálculo del coste de la deuda financiera (K_d) se efectúa como se muestra a continuación:

$$K_d = \text{Coste financiero} / \text{Deuda Financiera Neta} \quad (7)$$

En la ecuación (7), la deuda financiera neta (DFN) se calcula según la siguiente ecuación:

$$\begin{aligned} \text{DFN} = & \text{pasivos financieros no corrientes} + \text{pasivos financieros corrientes} \\ & - (\text{Efectivo y otros activos líquidos equivalentes} + \text{otros activos} \\ & \text{financieros corrientes}) \end{aligned} \quad (8)$$

Tomaremos como referencia los datos sobre betas desapalancadas⁴, coste de capital (deuda financiera) y coste de fondos propios del sector farmacéutico a nivel europeo que aparecen en la base de datos del profesor de finanzas de origen hindú Aswath Damodaran⁵.

Posteriormente, se reapalancará la beta desapalancada de referencia según los datos de endeudamiento de PharmaMar para el período indicado, de acuerdo con la siguiente ecuación:

$$\beta_P = \beta_U [1 + (1 - t) (D/E)] \quad (9)$$

En la que:

β_P = beta apalancada para el patrimonio de PharmaMar

β_U = beta desapalancada de referencia en el sector de la empresa

t = tasa impositiva (escudo fiscal del pago de intereses de la deuda)

D / E = relación deuda externa / fondos propios (equity)

En primer lugar, calcularemos el WACC de acuerdo con la ecuación (5). Para ello, calculamos primero la beta apalancada de PharmaMar (la cual necesitaremos para calcular el coste de los fondos propios, K_e) según la ecuación (9):

Tabla 2. Cálculo de la beta apalancada (β_P) de PharmaMar

Beta desapalancada del sector (β_U)	Tasa impositiva (t)	Relación deuda externa / fondos propios (D / E)	Beta apalancada de PharmaMar (β_P)
0,95	7%	25%	1,18

Fuente: elaboración propia a partir de la base de datos de Damodaran Online (<https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>) y de los estados financieros de PharmaMar, accesibles a través de su web corporativa (<https://pharmamar.com/>).

⁴ La beta es un coeficiente que representa en qué medida una empresa posee mayor o menor riesgo que la media del mercado en el que opera, y mide el grado de variabilidad de la rentabilidad de las acciones de una empresa cotizada respecto a la rentabilidad promedio del mercado en el que se negocian, de modo que si es mayor que 1 la acción es más volátil que la media del mercado, y si es menor que 1 es menos volátil.

En esta línea argumental, una beta desapalancada es una beta que se corresponde con una estructura financiera (de una empresa o sector) sin deuda, que se toma como referencia para, a posteriori, incorporar el nivel de apalancamiento que posee la empresa que se desea valorar.

⁵ La cual se puede consultar en la siguiente URL: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.

Una vez calculada β_p , procedemos a calcular K_e según la ecuación (6):

Tabla 3. Cálculo del coste de los fondos propios (K_e) de PharmaMar (2015)

Tasa de rentabilidad libre de riesgo (R_f , bono español a 10 años, 2015)	Rentabilidad esperada del mercado ($E[R_m]$, IBEX 35 2015)	Beta apalancada de PharmaMar (β_p)	Coste de los fondos propios (K_e)
1,78%	7,15%	1,18	8,13%

Fuente: elaboración propia a partir de la base de datos de Damodaran Online (<https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>) y de los datos históricos de Bolsas y Mercados Españoles (<https://www.bolsasymercados.es/>).

El siguiente paso es calcular el coste de la deuda financiera (K_d) en el ejercicio 2015, de acuerdo con la ecuación (7), para lo cual necesitamos saber cuáles son los gastos y la deuda financiera neta, calculada de acuerdo con la ecuación (8), de ese ejercicio. El cálculo es el siguiente:

Tabla 4. Cálculo del coste de la deuda financiera (K_d) de PharmaMar (2015)

Gastos financieros 2015 (miles €)	4.786
Deuda financiera neta 2015 (miles €)	46.526
Coste de la deuda financiera (K_d)	10,29%

Fuente: elaboración propia a partir de los estados financieros de PharmaMar, accesibles a través de su web corporativa (<https://pharmamar.com/>).

Por último, necesitamos calcular las ponderaciones de fondos propios y deuda externa sobre el patrimonio total de la empresa en el año 2015:

Tabla 5. Cálculo y comparación con la media del sector de las ponderaciones de equity y deuda externa de PharmaMar

	MEDIA SECTOR	PHARMAMAR
Ponderación deuda [$D / (D + E)$]	7%	20%
Ponderación equity [$E / (D + E)$]	93%	80%

Fuente: elaboración propia a partir de la base de datos de Damodaran Online (<https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>).

Como se puede ver en la tabla 5, PharmaMar depende más de la financiación ajena que la media de las empresas de su sector (para más información al respecto ver el análisis del balance de situación de la empresa en el Anexo B).

Una vez calculados todos estos parámetros, ya se puede calcular el WACC teniendo en cuenta la estructura financiera de la compañía en el año al que se pretenden actualizar los flujos de caja (2015), y que será utilizado como tasa para descontar los flujos de caja futuros generados por la empresa:

Tabla 6. Cálculo del WACC de PharmaMar en 2015

Estructura Financiera PharmaMar	
2015	
Fondos Propios	333.487
Deuda LP	59.774
Deuda CP	23.833
Total Deuda Financiera	83.607
D / E	25%
D / (D + E)	20%
E / (D + E)	80%
Total	100%
Coste Deuda (K_d)	10,29%
Coste Fondos Propios (K_e)	8,13%
WACC PharmaMar	8,56%

Fuente: elaboración propia a partir de la base de datos de Damodaran Online (<https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>) y de los estados financieros de PharmaMar, accesibles a través de su web corporativa (<https://pharmamar.com/>).

Una vez calculado el WACC, ya se pueden calcular los flujos de caja libres del período de valoración (2016-2020), junto con el valor residual inferido, así como el valor actual neto (VAN) de las fases normalizada (2016-2020) y de perpetuidad:

Tabla 7. Cálculo de los flujos de caja libres (FCFs) generados por PharmaMar, FCFs actualizados, valor residual y VAN a fecha 31/12/2015

	2016	2017	2018	2019	2020	Perpetuidad
EBITDA	26.700	23.319	16.321	5.650	163.324	164.957
Amortización + provisiones	29.461	157.600	54.373	21.036	130.359	12.583
EBIT	-2.761	-134.281	-38.052	-15.386	32.965	152.374
Impuestos Ajustado	-2.730	1.833	4.617	5.608	7.500	-10.361
NOPAT	-5.491	-132.448	-33.435	-9.778	40.465	142.013
Amortización, no deterioro	29.724	26.957	22.953	22.045	12.583	12.583
CAPEX (Inversión)	-42.958	4.136	88.895	-17.771	113.725	113.725
+ / - Variación NOF	-18.577	28.651	2.888	-9.118	-14.328	-198

FCF (Flujo de caja Libre)	-37.302	-72.703	81.302	-14.621	152.444	268.123
----------------------------------	----------------	----------------	---------------	----------------	----------------	----------------

VR sin actualizar	3.546.637
--------------------------	------------------

	2016	2017	2018	2019	2020	Perpetuidad
FCF	-37.302	-72.703	81.302	-14.621	152.444	3.546.637
Factor actualización	92,12%	84,85%	78,16%	72,00%	66,32%	61,09%
FCF actualizado	-34.361	-61.690	63.546	-10.527	101.103	2.166.704

VAN Fase Normalizada 58.071.010,79 €

VAN Perpetuidad 2.166.703.767,70 €

Total Valor PharmaMar 2016-2020 **2.224.774.778,50 €**

Fuente: elaboración propia a partir de los estados financieros de PharmaMar, accesibles a través de su web corporativa (<https://pharmamar.com/>).

De acuerdo con los cálculos anteriores, el valor de PharmaMar para el período 2016-2020, actualizado a 31/12/2015 y para un escenario base, era superior a los 2.200 millones de €.

Por otra parte, se puede obtener el precio objetivo por acción restando al valor actual neto obtenido la deuda financiera neta, y dividiendo el resultado entre el nº total de acciones de la compañía:

Tabla 8. Precio objetivo por acción de PharmaMar (actualizado a 31/12/2015)

Valor actual neto	2.224.774.778,50 €
Deuda financiera neta	46.526.000,00 €
Nº acciones	222.204.887
Precio por acción	9,80 €

Fuente: elaboración propia a partir de los estados financieros de PharmaMar, accesibles a través de su web corporativa (<https://pharmamar.com/>).

El precio objetivo se sitúa en 9,80 € por acción. Teniendo en cuenta que la acción de PharmaMar cotizaba, a 31/12/2015, en 30,12 € por título, se puede decir que la acción de la compañía estaba sobrevalorada en ese momento.

3.5. Definición y justificación de las hipótesis asumidas en las proyecciones

3.5.1. Políticas internas

Para definir las hipótesis asumidas en las proyecciones se han tenido en cuenta las siguientes políticas internas de la empresa:

- Política de reparto de dividendos:

“El dividendo ordinario a distribuir propuesto por el Consejo de Administración es de 0,60 euros brutos por cada una de las acciones con derecho a percibirlo en la fecha en que se efectúe el correspondiente pago, cantidad de la que se deducirá la retención a cuenta que resulte aplicable. Atendiendo al número de acciones emitidas (18.354.907 acciones) y de no existir autocartera, dicho reparto supondría repartir dividendos por un importe total máximo de 11.012.944,20 euros. El importe total destinado al reparto del dividendo, quedará determinado al tiempo de su reparto en función de las acciones que la Sociedad mantenga en autocartera en ese momento”⁶.

Se toma, como porcentaje estándar (medio) de reparto de dividendos, el 44% del resultado del ejercicio que corresponda (resultante de hallar el promedio de los porcentajes aplicados en los años 2019 y 2020, 50% y 38%, respectivamente).

- Política de gestión de la tesorería:

“Por lo que a los activos financieros respecta, la política de la Sociedad ha venido siendo realizar colocaciones de tesorería en activos financieros de bajo riesgo y alta liquidez con objeto de garantizar la disponibilidad de fondos. Por este motivo, estos activos financieros son en su práctica totalidad depósitos en entidades de crédito con buena calidad crediticia, por lo cual su valor experimenta fluctuaciones poco relevantes”⁷.

3.5.2. Desarrollo del resto de hipótesis asumidas en las proyecciones

El resto de las hipótesis utilizadas en las proyecciones constan detalladas en el anexo A.

⁶ Memoria Cuentas Anuales Individuales PharmaMar 2020, epígrafe 3: aplicación de resultados.

⁷ Memoria Cuentas Anuales Individuales PharmaMar 2020, epígrafe 5: política y gestión de riesgos.

3.6. Proyección de estados financieros previsionales 2021-2024

En este epígrafe se detalla la proyección de los estados financieros previsionales de PharmaMar en el período 2021-2024, contruidos a partir de las políticas internas de la empresa y las hipótesis asumidas, detallados tanto en el epígrafe 3.5 como en el anexo A.

Teniendo en cuenta la descripción de los parámetros que intervienen en los cálculos de las magnitudes, detallados en el epígrafe 3.2. Funcionamiento del modelo financiero utilizado: método de los escenarios, se han elaborado 3 escenarios (cuyas proyecciones de balance y cuenta de resultados están detalladas en los anexos B y C) que tratan de ilustrar el impacto que tiene sobre las cuentas de la empresa la modificación de dichos parámetros (si bien la configuración de los mismos permite la construcción de multitud de escenarios diferentes):

3.6.1. Escenario optimista

La configuración de los parámetros detallados para este escenario es la siguiente:

Tabla 9. Parametrización del modelo para la proyección de estados financieros previsionales de PharmaMar en el período 2021-2024. Escenario optimista

Sensibilidad P&G	Inversión Activo	Financiación	
Optimista	Alta	Coste de Deuda	Ingresos Financieros
		Baja	Alta
Sensibilidad NOF	Pay Out	% Deuda Tomada	Amortización deuda
Optimista	Alto	Alta	Alta

3.6.2. Escenario neutral

Tabla 10. Parametrización del modelo para la proyección de estados financieros previsionales de PharmaMar en el período 2021-2024. Escenario neutral

Sensibilidad P&G	Inversión Activo	Financiación	
Base	Media	Coste de Deuda	Ingresos Financieros
		Media	Media

Sensibilidad NOF	Pay Out	% Deuda Tomada	Amortización deuda
Base	Medio	Media	Media

3.6.3. Escenario pesimista

Tabla 11. Parametrización del modelo para la proyección de estados financieros previsionales de PharmaMar en el período 2021-2024. Escenario pesimista

Sensibilidad P&G	Inversión Activo	Financiación	
Pesimista	Baja	Coste de Deuda	Ingresos Financieros
		Alta	Baja
Sensibilidad NOF	Pay Out	% Deuda Tomada	Amortización deuda
Pesimista	Bajo	Baja	Baja

3.7. Valoración de PharmaMar 2021-2024

De forma previa a las valoraciones para cada uno de los escenarios definidos, será preciso hacer el cálculo del coste de las fuentes de financiación de la empresa en 2020 (fondos propios, K_e , y financiación externa, K_d), y determinar el WACC para, a posteriori, calcular la valoración a partir de la actualización a fecha 31/12/2020 de los flujos de caja generados en cada uno de dichos escenarios.

En primer lugar, se calculan el coste de los fondos propios de la empresa (K_e) y el coste de la deuda financiera (K_d) a la fecha de valoración (31/12/2020):

Tabla 12. Cálculo del coste de los fondos propios (K_e) de PharmaMar (2020)

Tasa de rentabilidad libre de riesgo (R_f, bono español a 10 años)	Rentabilidad esperada del mercado ($E[R_m]$, IBEX 35 2015)	Beta apalancada de PharmaMar (β_p)	Coste de los fondos propios (K_e)
0,06%	2,85%	1,18	3,36%

Fuente: elaboración propia a partir de la base de datos de Damodaran Online (<https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>) y de los datos históricos de Bolsas y Mercados Españoles (<https://www.bolsasymercados.es/>).

Tabla 13. Cálculo del coste de la deuda financiera (K_d) de PharmaMar (2020)

Gastos financieros 2020 (miles de €)	2.593
Deuda financiera neta 2020 (miles de €)	-136.262
Coste de la deuda financiera (K_d)	1,90%

Fuente: elaboración propia a partir de los estados financieros de PharmaMar, accesibles a través de su web corporativa (<https://pharmamar.com/>).

Ahora que ya se tienen los valores de K_e y K_d , ya se puede calcular el WACC, teniendo en cuenta la estructura financiera de la empresa en 2020:

Tabla 14. Cálculo del WACC de PharmaMar en 2020

Estructura Financiera PharmaMar	
2020	
Fondos Propios	153.115
Deuda LP	33.431
Deuda CP	14.732
Total Deuda Financiera	48.163
D / E	31%
D / (D + E)	24%
E / (D + E)	76%
Total	
Coste Deuda (K_d)	1,90%
Coste Fondos Propios (K_e)	3,36%
WACC PharmaMar	3,01%

Fuente: elaboración propia a partir de la base de datos de Damodaran Online (<https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>) y de los estados financieros de PharmaMar, accesibles a través de su web corporativa (<https://pharmamar.com/>).

3.7.1. Valoración según escenario optimista

Una vez calculados los costes de las fuentes de financiación (K_e y K_d) y el WACC, se procede a calcular la generación de los flujos de caja de PharmaMar para el período proyectado, 2021-2024, bajo las especificaciones detalladas en la tabla 8 para el escenario optimista:

Tabla 15. Cálculo de los flujos de caja libres (FCFs) generados por PharmaMar, FCFs actualizados, valor residual y VAN a fecha 31/12/2020 (escenario optimista)

	2021	2022	2023	2024	Perpetuidad
EBITDA	193.200	255.653	341.278	360.431	364.035

Amortización + provisiones	71.843	66.885	73.027	74.508	26.039
EBIT	121.358	188.768	268.251	285.923	337.996
Impuestos Ajustado	-8.252	-12.836	-18.241	-19.442	-22.983
NOPAT	113.105	175.932	250.010	266.480	315.013
Amortización, no deterioro	17.312	19.827	22.717	26.039	26.039
CAPEX (Inversión)	-47.166	-53.960	-61.760	-70.715	-70.715
+ / - Variación NOF	1.935	-4.251	-6.448	-6.496	-198
FCF (Flujo de caja Libre)	85.187	137.547	204.519	215.308	270.139

VR sin actualizar 13.442.433

	2016	2017	2018	2019	Perpetuidad
FCF	85.187	137.547	204.519	215.308	13.442.433
Factor actualización	97,08%	94,24%	91,49%	88,82%	86,22%
FCF actualizado	82.698	129.627	187.112	191.227	11.590.157

VAN Fase Normalizada

590.664.526,77 €

VAN Perpetuidad

11.590.157.431,40 €

Total Valor PharmaMar 2021-2024 12.180.821.958,16 €

Fuente: elaboración propia a partir de los estados financieros de PharmaMar, accesibles a través de su web corporativa (<https://pharmamar.com/>).

Bajo los supuestos descritos para un escenario de previsiones optimista, el valor de PharmaMar superaría los 12.000 millones de €.

El precio objetivo por acción asociado a este escenario aparece en la siguiente tabla:

Tabla 16. Precio objetivo por acción de PharmaMar en un escenario optimista de evolución (actualizado a 31/12/2020)

Valor actual neto	12.180.821.958,16 €
Deuda financiera neta	-136.262.000,00 €
Nº acciones	18.354.907
Precio por acción	671,05 €

Fuente: elaboración propia.

3.7.2. Valoración según escenario neutral

Los flujos de caja generados por PharmaMar en 2021-2024 bajo los parámetros especificados en la tabla 9 (escenario neutral) son los siguientes:

Tabla 17. Cálculo de los flujos de caja libres (FCFs) generados por PharmaMar, FCFs actualizados, valor residual y VAN a fecha 31/12/2020 (escenario neutral)

	2021	2022	2023	2024	Perpetuidad
EBITDA	153.504	175.475	204.274	191.637	193.553
Amortización + provisiones	71.262	65.573	70.803	71.156	22.687
EBIT	82.241	109.902	133.471	120.480	170.866
Impuestos Ajustado	-5.592	-7.473	-9.076	-8.192	-11.619
NOPAT	76.649	102.429	124.395	112.288	159.247
Amortización, no deterioro	16.732	18.515	20.493	22.687	22.687
CAPEX (Inversión)	-34.775	-38.443	-42.509	-47.015	-47.015
+ / - Variación NOF	-6.187	-2.770	-4.574	-4.163	-198
FCF (Flujo de caja Libre)	52.419	79.730	97.804	83.797	134.722

VR sin actualizar	6.703.900
-------------------	-----------

	2021	2022	2023	2024	Perpetuidad
FCF	52.419	79.730	97.804	83.797	6.703.900
Factor actualización	97,08%	94,24%	91,49%	88,82%	86,22%
FCF actualizado	50.887	75.139	89.480	74.424	5.780.148

VAN Fase Normalizada 289.930.498,38 €

VAN Perpetuidad 5.780.148.360,54 €

Total Valor PharmaMar 2021-2024	6.070.078.858,92 €
--	---------------------------

Fuente: elaboración propia a partir de los estados financieros de PharmaMar, accesibles a través de su web corporativa (<https://pharmamar.com/>).

En un escenario base, el valor de PharmaMar sería de algo más de 6.000 millones de €, prácticamente la mitad en comparación con el escenario definido como optimista.

El precio objetivo por acción asociado al escenario base o neutral aparece en la siguiente tabla:

Tabla 18. Precio objetivo por acción de PharmaMar en un escenario neutral de evolución (actualizado a 31/12/2020)

Valor actual neto	6.070.078.858,92 €
Deuda financiera neta	-136.262.000,00 €
Nº acciones	18.354.907
Precio por acción	338,13 €

Fuente: elaboración propia.

3.7.3. Valoración según escenario pesimista

Los cálculos para este escenario (especificaciones en tabla 10) para el período 2021-2024 son los siguientes:

Tabla 19. Cálculo de los flujos de caja libres (FCFs) generados por PharmaMar, FCFs actualizados, valor residual y VAN a fecha 31/12/2020 (escenario pesimista)

	2021	2022	2023	2024	Perpetuidad
EBITDA	113.693	112.212	116.718	106.603	107.669
Amortización + provisiones	70.682	64.307	68.734	68.148	19.679
EBIT	43.011	47.905	47.985	38.455	87.990
Impuestos Ajustado	-2.925	-3.257	-3.263	-2.615	-5.983
NOPAT	40.086	44.647	44.722	35.840	82.007
Amortización, no deterioro	16.151	17.249	18.423	19.679	19.679
CAPEX (Inversión)	-22.384	-23.884	-25.487	-27.199	-27.199
+ / - Variación NOF	-11.309	-276	-1.848	-1.188	-198
FCF (Flujo de caja Libre)	22.544	37.737	35.810	27.132	74.289

VR sin actualizar 3.696.700

	2021	2022	2023	2024	Perpetuidad
FCF	22.544	37.737	35.810	27.132	3.696.700
Factor actualización	97,08%	94,24%	91,49%	88,82%	86,22%

FCF actualizado	21.885	35.564	32.762	24.098	3.187.320
------------------------	---------------	---------------	---------------	---------------	------------------

VAN Fase Normalizada 114.308.807,71 €

VAN Perpetuidad 3.187.319.668,55 €

Total Valor PharmaMar 2021-2024	3.301.628.476,26 €
--	---------------------------

Fuente: elaboración propia a partir de los estados financieros de PharmaMar, accesibles a través de su web corporativa (<https://pharmamar.com/>).

En este escenario, el valor de PharmaMar apenas supera los 3.300 millones de €, poco más de la mitad que en el escenario base, y casi 9.000 millones de € inferior al valor bajo los supuestos del escenario optimista.

El cálculo del precio objetivo por acción en el escenario pesimista es el siguiente:

Tabla 20. Precio objetivo por acción de PharmaMar en un escenario pesimista de evolución (actualizado a 31/12/2020)

Valor actual neto	3.301.628.476,26 €
Deuda financiera neta	-136.262.000,00 €
Nº acciones	18.354.907
Precio por acción	187,30 €

Fuente: elaboración propia.

En conclusión, la valoración de PharmaMar utilizando el método de los flujos de caja descontados oscilaría entre los 3.300 millones de € en el peor de los casos, y los 12.180 millones de € en el caso de que se materialicen las previsiones más optimistas.

Es preciso destacar que se han utilizado escenarios extremos respecto a los valores que se les asignan a las variables relevantes en cada uno de ellos, de ahí las diferencias entre ellos.

Esto significa que es posible configurar escenarios de proyección intermedios, que permiten obtener valoraciones menos extremas respecto a las aquí calculadas.

Por lo tanto, y a modo de resumen, en la siguiente tabla se muestran la valoración de PharmaMar para el período 2016-2020, así como las valoraciones para el período proyectado (2021-2024) según los diferentes escenarios previstos:

Tabla 21. Valoraciones de PharmaMar para el período histórico (2016-2020) y proyectado (2021-2024) para diferentes escenarios según el método de descuento de flujos de caja

		PERIODO	
		2016-2020	2021-2024
ESCENARIO	HISTORICO	2.224.774.778,50 €	
	OPTIMISTA		12.180.821.958,16 €
	NEUTRAL		6.070.078.858,92 €
	PESIMISTA		3.301.628.476,26 €

Fuente: elaboración propia a partir de los estados financieros de PharmaMar, accesibles a través de su web corporativa (<https://pharmamar.com/>).

En cualquiera de los escenarios proyectados la valoración mejoraría respecto a la del histórico, oscilando tal mejora desde los poco más de 1.000 millones de € del escenario pesimista hasta los casi 10.000 millones del optimista.

De este modo, la horquilla queda definida, y va desde los 2.200 millones de € de la valoración del período histórico hasta los 12.200 millones de € de la valoración de las proyecciones realizadas para un escenario de evolución optimista de las principales variables utilizadas en el modelo.

3.7.4. Definición de la horquilla de valoración de PharmaMar con el apoyo del EVA para cada uno de los escenarios definidos

Para acabar de completar la horquilla de valoración se recurre, a modo de apoyo, a calcular el valor económico agregado (EVA por sus siglas en inglés, *Economic Value Added*) para el histórico y para cada uno de los escenarios definidos, de acuerdo con la ecuación (3), que consta definida en el epígrafe 2.3.4. Los cálculos realizados aparecen en las siguientes tablas:

Tabla 22. Cálculo del EVA de PharmaMar para el período histórico (2015-2020) (datos en miles de €)

	2.015	2.016	2.017	2.018	2.019	2.020
NOPAT	-40.151	-5.491	-132.448	-33.435	-9.778	40.465
DEUDA	83.607	86.094	91.465	85.672	76.055	48.163
FONDOS PROPIOS	333.487	321.455	180.144	148.121	166.723	153.115
CAPITAL INVERTIDO	417.094	407.549	271.609	233.793	242.778	201.278
WACC	8,56%	8,56%	8,56%	8,56%	8,56%	3,01%
WACC EN MILES €	35.703	34.886	23.250	20.013	20.782	6.058
ROIC	-9,63%	-1,35%	-48,76%	-14,30%	-4,03%	20,10%

EVA	-75.854	-40.378	-155.698	-53.447	-30.560	34.407
------------	----------------	----------------	-----------------	----------------	----------------	---------------

Fuente: elaboración propia.

Tabla 23. Cálculo del EVA de PharmaMar para el período proyectado (2021-2024) sobre cada uno de los escenarios definidos (optimista, neutral y pesimista, datos en miles de €)

		2.021E	2.022E	2.023E	2.024E
ESCENARIO	PESIMISTA	27.821	25.002	18.134	2.951
	NEUTRAL	63.558	81.163	95.370	76.640
	OPTIMISTA	99.039	152.496	217.286	225.973

Fuente: elaboración propia.

Se puede decir que PharmaMar ha estado destruyendo valor durante el período 2015-2019, dado que el EVA en esos años fue negativo. Además, tanto el NOPAT como el ROIC están igualmente en números rojos.

Sin embargo, en 2020, NOPAT, ROIC y EVA son positivos, lo cual significa que la empresa ha generado mayores rendimientos a los accionistas de lo que cuesta el capital. Esto refuerza el argumento de que la irrupción de la pandemia ha beneficiado a la compañía.

Para ver un cálculo más detallado de las magnitudes relacionadas con el EVA durante los años proyectados, ver anexos D.4, D.5 y D.6, página 83.

4. Resultados

A raíz de todo lo expuesto en los apartados anteriores, se puede decir que la COVID-19 ha impactado de forma positiva en la evolución de PharmaMar, debido a los siguientes motivos:

- El coste de las fuentes de financiación se ha visto reducido (el WACC ha pasado de un 8,56% a un 3,01%, ver tablas 6 y 14).
- La valoración de la empresa según el método del descuento de flujos de caja, utilizado en este proyecto, aumenta en el período proyectado (2021-2024) respecto a la calculada para el histórico (2016-2020). Ver tabla 18, en la que se recoge el resumen de valoraciones calculadas en este trabajo.
- El cálculo del valor económico agregado (EVA), arroja unos resultados positivos para la compañía, ya que pasa de registrar valores negativos entre 2015 y 2019 (-30,5 millones de € en este último año) a llegar a los 34,4 millones en 2020, lo cual supone un

incremento del 213%. Además, este valor se mantiene en positivo para cualquiera de los escenarios proyectados.

5. Conclusiones

Las conclusiones obtenidas con la realización de este trabajo son las siguientes:

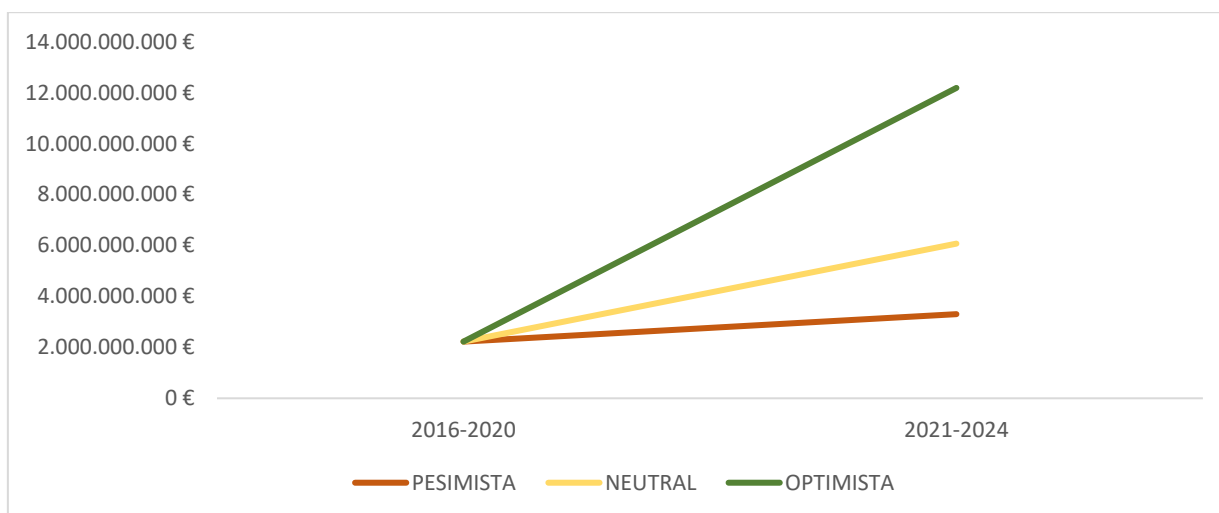
- Respecto al impacto que la COVID-19 ha tenido sobre la valoración que el mercado asigna a las acciones de PharmaMar, se puede decir que éste ha sido significativo, en la medida en que ha provocado cambios sustanciales en algunas de las magnitudes que intervienen en el cálculo del precio objetivo por acción:
 - En primer lugar, la valoración de la empresa, que pasaría de los 2.200 millones de € correspondientes a la valoración del período histórico a 3.300 millones en el peor de los escenarios previstos, y a más de 12.000 millones en la mejor de las situaciones.
 - En segundo término, la deuda financiera neta, que en 2020 pasa a ser negativa, por importe de -136,2 millones de €, cuando en 2019 era positiva por 61,2 millones. Esto supone una disminución superior al 300%, que ayuda a que el precio objetivo sea superior.
 - Por último, el split y contrasplit de acciones llevados a cabo por la empresa en julio y noviembre de 2020 ha provocado que el nº total de acciones de la compañía haya pasado de 222.649.287 a 18.354.907, lo cual también redundará en un aumento del precio de la acción.

Debido a todos estos motivos, el precio objetivo de la acción de PharmaMar ha pasado de los 9,80 € por acción estimados para la valoración del período 2016-2020 a los 187,30 € estimados para el período 2021-2024, en el contexto de un escenario pesimista de evolución, considerablemente por encima de los 77,94 € por acción a los que cotiza actualmente la compañía en bolsa, lo cual indica que está claramente infravalorada, y supone una atractiva oportunidad de inversión.

- Sobre el impacto que ha tenido la COVID-19 sobre las cuentas anuales de la empresa, se puede afirmar, sin lugar a dudas, que ha sido sustancial. En el epígrafe 3.3. Estados financieros 2019-2020: impacto del COVID-19 sobre la capacidad para generar valor de PharmaMar hay una explicación pormenorizada al respecto.

- La proyección a medio plazo de los estados financieros previsionales de PharmaMar arroja unos resultados dispares, dada la diversidad de escenarios planteados (hay un análisis detallado de las proyecciones de balance y cuenta de pérdidas y ganancias en los anexos B y C).
- La primera valoración de PharmaMar realizada en este trabajo, sobre el período 2016-2020, es de 2.200 millones de €, si bien a la fecha de actualización de las magnitudes utilizadas para tal valoración el valor económico agregado de la compañía era negativo, por importe de -75,8 millones de €.
- Las valoraciones a medio plazo (2021-2024) actualizadas a diciembre de 2020 son superiores a la anterior: 3.300 millones de € en el peor de los escenarios previstos, 6.000 millones en un escenario base o neutral, y levemente superior a los 12.000 millones en el mejor de los casos (ver tabla 21).
- La comparativa de las valoraciones calculadas consta plasmada en el siguiente gráfico:

Figura 1. Valoración de PharmaMar para el período 2016-2020 y proyecciones para el período 2021-2024 según los escenarios definidos



Fuente: elaboración propia.

En la figura 1 se puede ver cómo, partiendo de la valoración del histórico, cifrada en 2.200 millones de €, la evolución es diferente en función del escenario.

6. Limitaciones y prospectiva

El trabajo llevado a cabo ayuda a entender la realidad económico-financiera de PharmaMar y la evolución de sus cuentas anuales, así como el impacto que la COVID-19 ha tenido sobre la compañía.

Las principales limitaciones encontradas en la realización del proyecto están relacionadas, principalmente, con el modelo financiero utilizado, ya que los 8 parámetros sobre los que se basa para el cálculo de las magnitudes de las cuentas anuales poseen múltiples configuraciones, cuyas valoraciones resultantes no es posible plasmar en este trabajo por razones de espacio. Por esta razón se han planteado únicamente un escenario base de evolución a futuro, junto con otros 2 escenarios alternativos, uno de evolución favorable y otro de evolución desfavorable.

En cuanto a la prospectiva surgida a partir de la realización de este trabajo, se puede hablar de dos líneas de investigación:

- Por una parte, la profundización acerca de la relevancia de la nueva línea de negocio de PharmaMar surgida a partir de la irrupción de la COVID-19 (virología) sobre las cuentas anuales y los resultados empresariales de la compañía.
- Por otro lado, la vinculación existente entre los diferentes métodos de valoración de empresas, ya sea descuento de flujos de caja, múltiplos comparables o EVA.

Referencias bibliográficas

- Amat, O., y Salas, O. A. (2008). *Análisis de balances: Claves para elaborar un análisis de las cuentas anuales*. Profit Editorial.
- Arnés, H. (2019). *La industria farmacéutica en España: innovación y compromiso social*. Papeles De Economía Española, (160), 187-191,207.
- Blanco Pascual, L. (2009). *Valoración de empresas por descuento de flujos de caja: Proyección de ratios y estimación del valor terminal por múltiplos*. Revista Universo Contábil, 125-141. <https://doi.org/10.4270/ruc.2009217>.
- Europa Press (2021). *PharmaMar logra el mejor resultado de su historia en 2020 con un beneficio de 137 millones*. *El Economista*. Recuperado de <http://www.espaciotv.es:2048/referer/secretcode/newspapers/phar>

mamar-logra-el-mejor-resultado-de-su-historia/docview/2493944890/se-2?accountid=142712.

- Farmaindustria (2020). *Encuesta de I+D en la industria farmacéutica 2019*.
- Fernández, P. (2005). Los 20 errores más frecuentes en valoraciones de empresas. *Estrategia Financiera*, 215, 28-39.
- Fernández, P. (2008). *Métodos de valoración de empresas*. Barcelona: IESE Business School. Universidad de Navarra.
- Fernández, P. (2008). *Valoración de empresas por descuento de flujos: Diez métodos y siete teorías*. IDEAS Working Paper Series from RePEc; St. Louis.
- Galindo Lucas, A. (2012). *Fundamentos de valoración de empresas*. S.l, Argentina: B - EUMED. Recuperado de <https://bv.unir.net:2769/es/lc/unir/titulos/51488>.
- García Jiménez, P. (2013). *La valoración de empresas: El método de descuentos de flujo de caja libre (DCF) y su aplicación práctica*. Cont4bl3, (48), 18-24.
- Guerra, M. (2020). *El impacto de la Covid en las estrategias comerciales sanitarias*. Diario Médico, Madrid.
- Gutiérrez, A. M. (2003). *EL EVA® (Economic Value Added): ¿Un indicador de gestión o un indicador de creación de valor?* *Análisis financiero*, (92), 58-73.
- Jaramillo Betancur, F. (2018). *Valoración de empresas: aspectos teóricos y prácticos (2a. ed.)*. Bogotá, Colombia: Ecoe Ediciones. Recuperado de <https://bv.unir.net:2769/es/lc/unir/titulos/70518>.
- Marie-Morgane, L. M. (2021, Feb 16). *Vacunas contra el covid ¿la gallina de los huevos de oro para las farmacéuticas?* AFP International Text Wire in Spanish.
- ONTSI (2020): *Dossier de indicadores de teletrabajo y trabajo en movilidad en España y la UE*, Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital.
- Rubio Martín, G., Rodríguez Paredes, M. y Maroto Acín, J.A. (2013). *La escasa relevancia de la información contable sobre los activos intangibles en la valoración de las empresas innovadoras españolas: El caso de los sectores farmacéutico y biotecnológico*. *Revista De Métodos Cuantitativos Para La Economía y La Empresa*, 16, 68-94. <http://www.espaciotv.es:2048/referer/secretcode/scholarly-journals/la-escasa-relevancia-de-información-contable/docview/1908782419/se-2?accountid=142712>

- Rubio Martín, G. y López-Cózar Navarro, C. (2007). *Los intangibles en las empresas farmacéuticas: Un modelo de valoración de patentes*. Decisiones basadas en el conocimiento y en el papel social de la empresa: XX Congreso anual de AEDEM, Vol. 2.
- Rubio Martín, G. y Rodríguez Paredes, M. (2016). *Valoración de marcas a través de modelos financieros. Una aplicación a Meliá Hotels International*. Cuadernos De Estudios Empresariales, 26, 125-153. <http://bv.unir.net:2145/10.5209/CESE.54164>
- Ruiz Torres, P. (2021). *Covid-19: Teletrabajo en tiempos de pandemia*. Historia y Comunicación Social, 26 (Especial), 11-18. <https://doi.org/10.5209/hics.74237>
- Sánchez, M. L. (2017). *El silenciamiento génico*. Asociación Bioquímica Argentina; Bioquímica y Patología Clínica; 81; 3; 12-2017; 42-51.
- Sánchez, P. L. (2019). *La innovación y la industria farmacéutica en España*. Papeles De Economía Española, (160), 64-75,210.
- Valls Martínez, M. C. (2001). *Métodos clásicos de valoración de empresas*. Investigaciones Europeas De Dirección y Economía De La Empresa, 7(3), 49-66.
- Vargas Sánchez, A. (2013). *Valoración económica de empresas mediante la aplicación de flujos descontados, modelos de creación de valor y múltiples de mercado*. St. Louis: Federal Reserve Bank of St Louis. <http://www.espaciotv.es:2048/referer/secretcode/working-papers/valoración-económica-de-empresas-mediante-la/docview/1698526033/se-2?accountid=142712>
- Vélez-Pareja, I. (2004). *Guía para la proyección de estados financieros y valoración financiera de un plan de negocios*. Federal Reserve Bank of St Louis.
- Vélez-Pareja, I. (2008). *Pautas para el pronóstico de los estados financieros a partir de estados financieros históricos para la valoración*. Federal Reserve Bank of St Louis.
- Vélez-Pareja, I., y Dary, L. H. (2008). *Errores frecuentes y soluciones para la proyección de estados financieros*. Federal Reserve Bank of St Louis.
- Vergiú Canto, J., y Bendezú Mejía, C. (2007). *Los indicadores financieros y el Valor Económico Agregado (EVA) en la creación de valor*. Industrial Data, 10(1),42-47. <https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=81610107>

Anexo A. Desarrollo de las hipótesis sobre las que se basan las proyecciones de los estados financieros de PharmaMar en el período 2021-2024

INGRESOS

En la asunción de las hipótesis detalladas a continuación, se consideran 2 etapas diferenciadas:

- Por una parte, el período 2020-2021, marcado por la incidencia de la COVID sobre las cuentas de la empresa, si bien se considera el segundo año para los cálculos del resto del período proyectado.
- Por otra parte, el período proyectado 2022-2024, el cual se considera “normalizado” tras el impacto de la pandemia, por lo que las cifras serán más acordes con la tendencia del histórico registrado en el período 2015-2019.

Ventas de producto:

- 2021: se toma como referencia el importe de 2020, al cual se le suma un porcentaje en función del escenario sobre el que trabajamos (base, optimista o pesimista).

El porcentaje utilizado para el escenario base es un 7,5%, al cual hace referencia la memoria de las cuentas anuales individuales de PharmaMar, como previsión de crecimiento de ventas en el segmento de oncología, a la hora de establecer las hipótesis que tiene en cuenta para el cálculo de los beneficios futuros esperados relativos a sus activos por impuestos diferidos (pág. 24 y 25 Informe de Cuentas Anuales Individuales de 2020).

Sobre este 7,5% se establece un margen de variación de un 6% para los escenarios optimista y pesimista, que se estima proporcional a la evolución de las ventas del histórico de la empresa (el promedio de variación interanual de las ventas de producto entre los años 2015 y 2020 ha sido de un 6%).

- 2022-2024: se toma como referencia un promedio histórico ponderado del período compuesto por los 5 años inmediatamente anteriores, sin tener en cuenta el año 2020 (período aparte por incidencia COVID, en el que la desviación del importe de ventas es significativa respecto a la tendencia general del histórico). La escala de pesos relativos utilizada para llevar a cabo dicha ponderación es la siguiente:

AÑOS UTILIZADOS PARA CÁLCULO PROMEDIO PONDERADO				
1	2	3	4	5
5%	10%	15%	20%	50%

Esto significa que, para el año 2022 se tiene en cuenta el histórico del período 2016-2019, y el año 2021, en el que 2016 tendrá un peso relativo del 5%, 2017 del 10%..., hasta 2021, que tendrá un peso del 50%.

Para 2023, se tendrán en cuenta los años 2017, 2018, 2019, 2021 y 2022.

Para 2024, se tendrán en cuenta los años 2018, 2019, 2021, 2022 y 2023.

Acuerdos de licencia y co-desarrollo:

- En enero de 2020 entra en vigor el acuerdo de licencia de Zepzelca (lurbinctedina) suscrito en diciembre de 2019 con Jazz Pharmaceuticals, por el que PharmaMar recibió en enero, un cobro “*up front*” por importe de 181 millones de €, y en junio un nuevo cobro de 88,5 millones de €. En suma, los ingresos percibidos por este acuerdo ascienden a 269,5 millones de €, de los cuales la empresa reconoce, a fecha 31 de diciembre de 2020, 135,6 millones. Esto supone que reconoce un 50,3% de la cifra percibida.

Asumimos que, a lo largo de los 3 años siguientes (2021, 2022 y 2023) reconocerá la diferencia (el 49,7% restante, que equivale a 133,9 millones de €, de los cuales el 16,2% será reconocido en 2021, el 16,7% en 2022 y el 16,8% en 2023), más el resto de los acuerdos a los que llegue en ese período. Para el cálculo del importe de estos últimos, se tendrá en cuenta un promedio ponderado de las mismas características que el utilizado para proyectar la cifra de ventas por producto.

- Para el resto del período proyectado se toma como referencia un promedio histórico ponderado del importe percibido por este concepto en el período integrado por los 5 años inmediatamente anteriores (excluido 2020, dado que la desviación respecto al histórico es muy significativa, debido a la firma del contrato detallado en el punto anterior). Los porcentajes de ponderación utilizados son los mismos que para las ventas de producto.
- En cuanto a los otros acuerdos, el importe se calcula como promedio histórico ponderado, teniendo en cuenta los 5 años inmediatamente anteriores (incluido 2020, ya que no se aprecia especial impacto y/o desviación respecto al histórico debida a la COVID) más una cuantía variable de año en año correspondiente a una nueva línea de actividad, la virología, para la que se estima inicialmente que los acuerdos a ella vinculados son de un importe equivalente al 50% de la cantidad correspondiente al contrato con Jazz Pharmaceuticals para 2021. A partir de ahí, la cuantía se incrementa a razón de un 15% interanual.

Royalties:

- Jazz Pharma: para obtener el importe de 2021 se calcula, de forma previa, el porcentaje que suponen, en 2020, los royalties percibidos por Jazz sobre los ingresos recibidos en virtud del acuerdo de licencia de comercialización de Zepzelca en EE.UU. (este porcentaje es de un 9,4%).
Dicho porcentaje se aplica sobre el importe percibido por dicho acuerdo en 2021 para obtener el importe de los royalties en ese año.
En el período 2022-2024 asumimos que este importe será 0.
- Janssen Products y Taiho Pharma: los importes percibidos por ambas se calculan como promedios históricos ponderados, teniendo en cuenta los 5 años inmediatamente anteriores (incluido 2020, ya que no se aprecia especial impacto y/o desviación respecto al histórico debida a la COVID).

Otros ingresos:

- Al no existir información más detallada en la Memoria de las Cuentas Anuales Individuales de la empresa, pero dado que sí se aprecia un incremento significativo de esta partida en 2020 respecto al año anterior (casi un 200%), se proyecta de la siguiente manera:
 - El cálculo de su importe para 2021 se hace teniendo en cuenta el incremento porcentual promedio de las otras 3 partidas del importe neto de la cifra de negocios (INCN), cuyo peso sobre el total es sustancialmente superior (la partida de otros ingresos representa, históricamente, menos del 1% del total del INCN).
 - Para el período 2022-2024 se calcula como el promedio histórico ponderado de los 5 años inmediatamente anteriores (a modo de normalización, se excluyen, en este caso, los años 2020 y 2021, dado que la desviación en ambos es significativa respecto al histórico registrado).

PERÍODO MEDIO DE COBRO – PAGO – SUMINISTRO

- Se proyectan, para 2021, como el promedio de los períodos registrados a lo largo de los 5 años inmediatamente anteriores. Se estima que para los años siguientes (2022, 2023 y 2024) se mantendrán constantes.

INVERSIÓN + AMORTIZACIÓN

- Para el cálculo del importe de la inversión bruta en inmovilizado, tanto intangible como material, se analizan el coste bruto, las provisiones por deterioro, las dotaciones a la amortización y las resultantes amortizaciones acumuladas durante el período 2015-2020.
- Se calculan las tasas de inversión bruta y amortización sobre coste bruto (en valor absoluto, pues asumiremos que las tasas de inversión son positivas para el período proyectado) para cada uno de los años del período, y se hace un promedio ponderado

de acuerdo con la misma escala de pesos relativos utilizada en el cálculo de las ventas de producto, en la que se otorga un peso progresivamente más elevado a cada uno de los años del histórico a medida que se acerca el momento actual:

AÑOS UTILIZADOS PARA CÁLCULO PROMEDIO PONDERADO				
1	2	3	4	5
5%	10%	15%	20%	50%

- Una vez calculados los promedios de inversión bruta y amortización, se proyectan el coste bruto y la dotación a la amortización como incrementos a esas tasas de los importes del año inmediatamente anterior.

EXISTENCIAS

- Las existencias de productos en curso y terminados se proyectan previo cálculo del período medio de suministro y, a falta de mayor detalle en la memoria de los estados financieros de la organización, de los porcentajes que representan sobre el total de existencias a lo largo del histórico analizado.
Una vez proyectado el importe global, estos porcentajes (representativos de los pesos relativos) se toman como referencia para calcular los importes de ambas partidas por separado.
- Las existencias de productos semiterminados se calculan, para cada año de la proyección, incrementando la cifra del año anterior en un porcentaje igual al del incremento del año inmediatamente anterior.
- La partida de materias primas y otros aprovisionamientos, al tener escasa relevancia dentro del importe global de las existencias, y a falta de más información en la memoria de las cuentas anuales individuales de la empresa, se calcula como el promedio de los 6 años inmediatamente anteriores.

DEUDORES COMERCIALES Y OTRAS CUENTAS A COBRAR

- Tras efectuar el cálculo del período medio de cobro (que se halla, a su vez, utilizando un promedio ponderado de los PMCs del período 2016-2020, con la misma escala de pesos relativos utilizada en el cálculo de las ventas de producto, en la que se otorga un peso progresivamente más elevado a cada uno de los años del histórico a medida que se acerca el momento actual).
- Las subpartidas de “clientes por ventas y prestaciones de servicios”, “clientes, empresas del grupo y asociadas”, “deudores varios” y “personal” se calculan teniendo en cuenta el peso relativo promedio (ponderado) que han tenido a lo largo del histórico sobre el importe de la partida global.
- Las subpartidas de “activos por impuesto corriente” y “otros créditos con las AAPP” se calculan por diferencias, representando las subpartidas de “clientes”, “deudores varios” y “personal” el 72% del total de la partida de deudores comerciales. Así, el 28% restante se reparte de forma que “activos por impuesto corriente” representa un 23% y “otros créditos con las AAPP”, el otro 5%, lo cual se estima coherente con los pesos relativos históricos.

ACREEDORES COMERCIALES Y OTRAS CUENTAS A PAGAR

- Para el cálculo de las subpartidas de “proveedores”, “proveedores, empresas del grupo y asociadas” y “acreedores varios”, se calculan los pesos relativos de cada una de ellas sobre la suma de las tres durante el período 2016-2020, y se halla un promedio ponderado según la misma escala de pesos relativos utilizada en el cálculo de las ventas de producto, en la que se otorga un peso progresivamente más elevado a cada uno de los años del histórico a medida que se acerca el momento actual.
- Para el cálculo de la subpartida de remuneraciones pendientes de pago al personal, se toma como referencia el importe de gastos de personal previamente proyectado, y se calcula el peso relativo promedio ponderado de tales remuneraciones pendientes sobre el total de gastos de personal. Una vez calculado tal promedio, se aplica sobre las proyecciones de gastos de personal para hallar el importe de las remuneraciones pendientes.

- Para hallar el importe de la subpartida de “otras deudas con las Administraciones Públicas”, se calcula, sobre el histórico, el peso relativo que éstas tienen sobre el importe neto de la cifra de negocios (INCN), se halla un promedio ponderado, y se aplica este promedio sobre las proyecciones del INCN.
- Por último, para el cálculo de la subpartida de “anticipos de clientes”, se calcula, sobre el histórico (2016-2020), el peso relativo que tienen estos anticipos sobre el total de clientes por ventas y prestaciones de servicio, junto con los clientes empresas del grupo y asociadas. Se halla un promedio ponderado y se aplica tal promedio a las proyecciones de las dos subpartidas de clientes, previamente calculadas.

GASTOS DE PERSONAL

- Se asume que esta partida está vinculada a la evolución del IPC, por lo cual los porcentajes de incremento interanual durante el período proyectado son los mismos que los de las últimas previsiones del Banco de España (BdE) acerca de la evolución de esta macromagnitud.
- Se calcula el importe global de la partida y, para el cálculo por separado de las partidas de gasto en sueldos, salarios y asimilados, por una parte, y de cargas sociales, por otra, se calcula un promedio del peso de ambas partidas sobre el total durante el histórico (2015-2020, dado que no hay variaciones significativas debidas a la irrupción de la pandemia de COVID-19).

OTROS GASTOS DE EXPLOTACIÓN

- Asumimos la hipótesis de que esta partida en su conjunto está vinculada a la evolución del IPC, por lo que los porcentajes de incremento interanual durante el período proyectado son los mismos que los de las últimas previsiones del Banco de España (BdE) acerca de la evolución de esta macromagnitud.
- La proyección de las diferentes subpartidas en que se dividen estos gastos se calculan asumiendo como cierta la hipótesis anterior. Dentro de servicios exteriores, los cálculos se efectúan teniendo en cuenta el porcentaje promedio de los pesos relativos de cada una de las componentes de esta partida a lo largo del histórico analizado.

TRABAJOS REALIZADOS POR LA EMPRESA PARA SU ACTIVO

- Analizando el histórico, y cotejando los importes con el detalle de las altas en desarrollo (nota 6 de la memoria de las cuentas anuales individuales), se comprueba que los importes son los mismos, por lo cual las proyecciones de esta partida se vinculan con las hipótesis que se asuman como ciertas para las proyecciones de la inversión en activo fijo (CAPEX).

INVERSIONES EN EMPRESAS DEL GRUPO Y ASOCIADAS

- **NO CORRIENTES**

Asumimos como cierta la hipótesis de que no se producen movimientos netos de las participaciones en las empresas del grupo durante el período proyectado (es decir, las altas por ampliación de capital y las bajas por liquidación se compensan con las provisiones).

Al asumir que el importe de instrumentos de patrimonio permanece constante, asumimos también la hipótesis de que la inversión en empresas del grupo será creciente en forma de créditos a las mismas, con independencia del escenario en el que se proyecte el modelo.

Del desglose de los créditos a empresas del grupo que consta en la nota 14.2 de la Memoria de las Cuentas Anuales Individuales de PharmaMar de 2020, se deduce que la única sociedad del grupo con la que PharmaMar ha formalizado un préstamo es Sylentis, S.A.U., dedicada a la investigación de la tecnología de silenciamiento génico para llevar a cabo ensayos en el campo de la oftalmología. Tal necesidad de incrementar el principal prestado se debe a la profundización y avance en los ensayos clínicos en curso a finales de 2020.

- **CORRIENTES**

Respecto a los créditos a empresas, al no disponer de más información al respecto, tomamos como hipótesis que no se concederán nuevos créditos, y que se amortizan linealmente los créditos concedidos en 2020 por importe de 775.000 € a lo largo de los siguientes 4 años (período proyectado).

Para el cálculo de la subpartida de “otros activos financieros”, se halla en primer lugar un promedio ponderado de los incrementos interanuales porcentuales del histórico (2015-2020), el cual se aplica sobre el importe de 2020 para proyectar sobre los siguientes una variación porcentual igual a dicho promedio.

PATRIMONIO NETO

- Sin ampliaciones de capital previstas.

Anexo B. Análisis del balance de situación

Anexo B.1. Análisis vertical

Anexo B.1.1. Análisis vertical histórico (2015-2020)

ACTIVO	2.015	2.016	2.017	2.018	2.019	2.020
A) ACTIVO NO CORRIENTE	83,71%	83,05%	85,88%	84,65%	84,63%	36,58%
I. Inmovilizado intangible	61,83%	62,68%	52,33%	48,44%	47,43%	0,98%
II. Inmovilizado material	4,27%	4,30%	6,36%	7,45%	7,07%	5,12%
III. Inversiones inmobiliarias	0,33%	0,31%	0,46%	0,31%	0,31%	0,23%
IV. Inversiones en empresas del grupo y asociadas no corrientes	11,87%	12,00%	20,30%	20,71%	20,78%	16,62%
V. Inversiones financieras no corrientes	0,11%	0,12%	0,15%	0,19%	0,18%	5,56%
VI. Activos por impuesto diferido	5,31%	3,64%	6,28%	7,54%	8,86%	8,07%
B) ACTIVO CORRIENTE	16,29%	16,95%	14,12%	15,35%	15,37%	63,42%
II. Existencias	1,69%	1,28%	2,18%	3,28%	3,07%	3,02%
III. Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	5,63%	10,19%	5,60%	4,69%	6,16%	9,60%
IV. Inversiones en empresas del grupo y asociadas corrientes	0,66%	0,43%	0,43%	0,56%	0,26%	0,45%
V. Inversiones financieras corrientes	7,33%	3,15%	1,40%	0,39%	0,34%	26,40%
VI. Periodificaciones	0,30%	0,39%	0,61%	0,19%	0,42%	0,24%
VII. Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	0,68%	1,52%	3,89%	6,25%	5,13%	23,71%
TOTAL ACTIVO (A+B)	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
PATRIMONIO NETO Y PASIVO	2.015	2.016	2.017	2.018	2.019	2.020

A) PATRIMONIO NETO	72,10%	67,45%	55,10%	54,67%	61,69%	41,60%
A-1) Fondos propios	70,09%	65,53%	54,05%	53,79%	60,95%	41,21%
I. Capital	2,40%	2,33%	3,40%	4,11%	4,12%	2,99%
II. Prima de emisión	14,96%	14,52%	21,80%	26,31%	26,37%	19,37%
III. Reservas	65,34%	63,39%	92,52%	110,88%	111,36%	78,22%
IV. (Acciones y participaciones en patrimonio propias)	-0,64%	-0,68%	-1,37%	-0,83%	-0,55%	-5,83%
V. Resultados de ejercicios anteriores	-2,66%	-11,63%	-20,46%	-75,19%	-86,89%	-61,40%
VII. Resultado del ejercicio	-9,32%	-2,41%	-41,85%	-11,48%	6,53%	7,87%
Aplicación del Resultado	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Dividendo	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	3,26%	2,99%
Resultados negativos de ejercicios anteriores	-9,32%	-2,41%	-41,85%	-11,48%	3,27%	4,87%
A-2) Ajustes por cambios de valor	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,01%	0,00%
A-3) Subvenciones, donaciones y legados recibidos	2,01%	1,92%	1,04%	0,88%	0,74%	0,39%
B) PASIVO NO CORRIENTE	13,64%	16,27%	22,51%	22,14%	17,87%	34,11%
I. Provisiones largo plazo	0,00%	0,03%	0,05%	0,06%	0,06%	0,04%
II. Deuda no corriente	12,92%	12,95%	20,69%	21,80%	17,62%	9,08%
IV. Pasivos por impuesto diferido	0,71%	0,34%	0,21%	0,28%	0,19%	0,23%
V. Periodificaciones a largo plazo	0,00%	2,94%	1,56%	0,00%	0,00%	24,76%
C) PASIVO CORRIENTE	14,26%	16,28%	22,40%	23,19%	20,45%	24,29%
III. Deuda corriente	5,15%	5,11%	7,29%	9,82%	10,52%	4,00%
IV. Deudas con empresas del grupo y asociadas corrientes	3,16%	1,93%	2,72%	2,83%	0,79%	0,69%
V. Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	5,95%	7,14%	9,26%	10,55%	8,67%	7,75%
VI. Periodificaciones a corto plazo	0,00%	2,10%	3,12%	0,00%	0,47%	11,84%
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO (A+B+C)	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Comprobación	0	0	0	0	0	0

Anexo B.1.2. Análisis vertical proyección (escenario base, 2021-2024)

ACTIVO	2.021E	2.022E	2.023E	2.024E
A) ACTIVO NO CORRIENTE	30,03%	19,35%	16,72%	15,66%
I. Inmovilizado intangible	3,99%	4,92%	5,65%	6,44%
II. Inmovilizado material	4,12%	2,88%	2,33%	2,07%
III. Inversiones inmobiliarias	0,17%	0,11%	0,08%	0,07%
IV. Inversiones en empresas del grupo y asociadas no corrientes	13,14%	8,49%	6,37%	5,17%
V. Inversiones financieras no corrientes	4,08%	0,06%	0,04%	0,04%
VI. Activos por impuesto diferido	4,53%	2,89%	2,25%	1,89%
B) ACTIVO CORRIENTE	69,97%	80,65%	83,28%	84,34%
II. Existencias	2,78%	1,93%	1,56%	1,38%
III. Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	6,98%	4,71%	3,74%	3,25%
IV. Inversiones en empresas del grupo y asociadas corrientes	0,47%	0,17%	0,12%	0,10%
V. Inversiones financieras corrientes	0,18%	3,15%	0,95%	0,22%
VI. Periodificaciones	0,26%	0,16%	0,11%	0,08%
VII. Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	59,30%	70,53%	76,80%	79,31%
TOTAL ACTIVO (A+B)	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
PATRIMONIO NETO Y PASIVO	2.021E	2.022E	2.023E	2.024E
A) PATRIMONIO NETO	41,08%	33,17%	30,48%	27,61%
A-1) Fondos propios	40,88%	33,07%	30,42%	27,58%
I. Capital	2,19%	1,42%	1,06%	0,88%

II. Prima de emisión	14,20%	9,17%	6,88%	5,67%
III. Reservas	57,30%	36,97%	27,73%	22,80%
IV. (Acciones y participaciones en patrimonio propias)	-4,13%	-2,61%	-1,91%	-1,50%
V. Resultados de ejercicios anteriores	-41,44%	-22,15%	-12,31%	-6,00%
VII. Resultado del ejercicio	12,76%	10,27%	8,96%	5,73%
Aplicación del Resultado	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Dividendo	5,61%	4,52%	3,94%	2,52%
Resultados negativos de ejercicios anteriores	7,15%	5,75%	5,02%	3,21%
A-2) Ajustes por cambios de valor	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
A-3) Subvenciones, donaciones y legados recibidos	0,21%	0,10%	0,05%	0,03%
B) PASIVO NO CORRIENTE	9,85%	6,24%	4,68%	4,12%
I. Provisiones largo plazo	0,03%	0,02%	0,01%	0,01%
II. Deuda no corriente	5,91%	3,34%	2,39%	2,01%
IV. Pasivos por impuesto diferido	0,26%	0,12%	0,08%	0,07%
V. Periodificaciones a largo plazo	3,66%	2,76%	2,19%	2,03%
C) PASIVO CORRIENTE	49,06%	60,59%	64,85%	68,27%
III. Deuda corriente	39,65%	54,39%	60,28%	64,53%
IV. Deudas con empresas del grupo y asociadas corrientes	1,50%	0,81%	0,56%	0,42%
V. Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	5,76%	3,76%	2,74%	2,23%
VI. Periodificaciones a corto plazo	2,16%	1,63%	1,26%	1,08%
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO (A+B+C)	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Comprobación	0	0	0	0

Anexo B.2. Análisis horizontal

Anexo B.2.1. Análisis horizontal histórico (2015-2020, año base 2015)

ACTIVO	2.015	2.016	2.017	2.018	2.019	2.020
A) ACTIVO NO CORRIENTE	100,00%	102,22%	72,51%	59,23%	59,07%	34,77%
I. Inmovilizado intangible	100,00%	104,45%	59,82%	45,89%	44,82%	1,27%
II. Inmovilizado material	100,00%	103,85%	105,34%	102,24%	96,78%	95,38%
III. Inversiones inmobiliarias	100,00%	97,52%	97,52%	55,23%	55,23%	55,23%
IV. Inversiones en empresas del grupo y asociadas no corrientes	100,00%	104,18%	120,91%	102,21%	102,32%	111,43%
V. Inversiones financieras no corrientes	100,00%	116,39%	102,66%	105,53%	97,13%	4195,49%
VI. Activos por impuesto diferido	100,00%	70,60%	83,57%	83,25%	97,51%	120,90%
B) ACTIVO CORRIENTE	100,00%	107,22%	61,29%	55,21%	55,14%	309,82%
II. Existencias	100,00%	78,00%	91,43%	113,82%	106,21%	142,42%
III. Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	100,00%	186,39%	70,32%	48,75%	63,87%	135,66%
IV. Inversiones en empresas del grupo y asociadas corrientes	100,00%	66,97%	46,92%	50,28%	22,93%	54,24%
V. Inversiones financieras corrientes	100,00%	44,21%	13,53%	3,12%	2,73%	286,50%
VI. Periodificaciones	100,00%	134,99%	145,07%	37,03%	82,54%	65,08%
VII. Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	100,00%	229,27%	401,64%	534,32%	437,54%	2755,35%
TOTAL ACTIVO (A+B)	100,00%	103,03%	70,69%	58,58%	58,43%	79,57%
PATRIMONIO NETO Y PASIVO	2.015	2.016	2.017	2.018	2.019	2.020
A) PATRIMONIO NETO	100,00%	96,39%	54,02%	44,42%	49,99%	45,91%

A-1) Fondos propios	100,00%	96,33%	54,51%	44,95%	50,81%	46,78%
I. Capital	100,00%	100,00%	100,20%	100,20%	100,20%	99,13%
II. Prima de emisión	100,00%	100,00%	103,02%	103,02%	103,02%	103,02%
III. Reservas	100,00%	99,96%	100,08%	99,39%	99,58%	95,24%
IV. (Acciones y participaciones en patrimonio propias)	100,00%	110,26%	151,83%	76,19%	50,95%	728,70%
V. Resultados de ejercicios anteriores	100,00%	450,43%	543,71%	1656,15%	1909,10%	1837,24%
VII. Resultado del ejercicio	100,00%	26,62%	317,44%	72,18%	-40,97%	-67,16%
Aplicación del Resultado						
Dividendo	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	882000,00%	1101300,00%
Resultados negativos de ejercicios anteriores	100,00%	26,62%	317,44%	72,18%	-20,50%	-41,62%
A-2) Ajustes por cambios de valor	100,00%	150,00%	162,50%	150,00%	187,50%	175,00%
A-3) Subvenciones, donaciones y legados recibidos	100,00%	98,51%	36,78%	25,56%	21,40%	15,46%
B) PASIVO NO CORRIENTE	100,00%	122,90%	116,65%	95,09%	76,55%	199,03%
I. Provisiones largo plazo	0,00%	15000,00%	15000,00%	15000,00%	15000,00%	15000,00%
II. Deuda no corriente	100,00%	103,28%	113,15%	98,83%	79,68%	55,93%
IV. Pasivos por impuesto diferido	100,00%	49,56%	21,02%	22,92%	15,45%	25,55%
V. Periodificaciones a largo plazo	0,00%	1400000,00%	510500,00%	0,00%	0,00%	9112400,00%
C) PASIVO CORRIENTE	100,00%	117,62%	110,98%	95,24%	83,76%	135,48%
III. Deuda corriente	100,00%	102,20%	99,98%	111,61%	119,28%	61,81%
IV. Deudas con empresas del grupo y asociadas corrientes	100,00%	63,00%	60,85%	52,42%	14,63%	17,32%
V. Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	100,00%	123,64%	110,00%	103,81%	85,15%	103,67%
VI. Periodificaciones a corto plazo	0,00%	1000000,00%	1021700,00%	0,00%	125700,00%	4358400,00%
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO (A+B+C)	100,00%	103,03%	70,69%	58,58%	58,43%	79,57%
Comprobación	0	0	0	0	0	0

Anexo B.2.2. Análisis horizontal proyección (escenario base, 2021-2024, año base 2015)

ACTIVO	2.015	2.021E	2.022E	2.023E	2.024E
A) ACTIVO NO CORRIENTE	100,00%	38,94%	38,85%	44,71%	50,88%
I. Inmovilizado intangible	100,00%	7,01%	13,38%	20,46%	28,31%
II. Inmovilizado material	100,00%	104,69%	113,18%	121,91%	131,60%
III. Inversiones inmobiliarias	100,00%	55,23%	55,23%	55,23%	55,23%
IV. Inversiones en empresas del grupo y asociadas no corrientes	100,00%	120,21%	120,28%	120,14%	118,38%
V. Inversiones financieras no corrientes	100,00%	4195,49%	97,13%	94,42%	94,42%
VI. Activos por impuesto diferido	100,00%	92,64%	91,41%	94,88%	96,76%
B) ACTIVO CORRIENTE	100,00%	466,28%	832,11%	1144,50%	1408,36%
II. Existencias	100,00%	178,77%	192,18%	206,59%	222,08%
III. Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	100,00%	134,50%	140,47%	148,73%	156,90%
IV. Inversiones en empresas del grupo y asociadas corrientes	100,00%	78,20%	44,73%	41,03%	40,04%
V. Inversiones financieras corrientes	100,00%	2,73%	72,10%	28,87%	8,33%
VI. Periodificaciones	100,00%	94,12%	93,14%	86,16%	76,35%
VII. Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	100,00%	9400,53%	17310,78%	25108,23%	31505,10%
TOTAL ACTIVO (A+B)	100,00%	108,54%	168,05%	223,85%	271,99%
PATRIMONIO NETO Y PASIVO	2.015	2.021E	2.022E	2.023E	2.024E
A) PATRIMONIO NETO	100,00%	61,85%	77,31%	94,62%	104,16%
A-1) Fondos propios	100,00%	63,30%	79,29%	97,16%	107,02%

I. Capital	100,00%	99,13%	99,13%	99,13%	99,13%
II. Prima de emisión	100,00%	103,02%	103,02%	103,02%	103,02%
III. Reservas	100,00%	95,18%	95,09%	94,99%	94,90%
IV. (Acciones y participaciones en patrimonio propias)	100,00%	704,90%	690,32%	670,78%	639,02%
V. Resultados de ejercicios anteriores	100,00%	1691,41%	1399,76%	1036,15%	613,61%
VII. Resultado del ejercicio	100,00%	-148,59%	-185,26%	-215,29%	-167,37%
Aplicación del Resultado					
Dividendo	0,00%	2817932,56%	3513243,04%	4082649,82%	3174017,14%
Resultados negativos de ejercicios anteriores	100,00%	-83,22%	-103,76%	-120,58%	-93,74%
A-2) Ajustes por cambios de valor	100,00%	154,17%	163,19%	165,39%	165,88%
A-3) Subvenciones, donaciones y legados recibidos	100,00%	11,12%	8,00%	5,75%	4,14%
B) PASIVO NO CORRIENTE	100,00%	78,42%	76,91%	76,76%	82,23%
I. Provisiones largo plazo	0,00%	15000,00%	15000,00%	15000,00%	15000,00%
II. Deuda no corriente	100,00%	49,61%	43,46%	41,42%	42,24%
IV. Pasivos por impuesto diferido	100,00%	39,08%	28,93%	25,49%	26,24%
V. Periodificaciones a largo plazo	0,00%	1837150,00%	2143341,67%	2267231,94%	2560020,60%
C) PASIVO CORRIENTE	100,00%	373,35%	713,86%	1017,65%	1301,67%
III. Deuda corriente	100,00%	835,19%	1774,07%	2618,68%	3406,43%
IV. Deudas con empresas del grupo y asociadas corrientes	100,00%	51,37%	43,27%	39,98%	36,50%
V. Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	100,00%	105,10%	106,09%	103,12%	101,97%
VI. Periodificaciones a corto plazo	0,00%	1084300,00%	1265016,67%	1309186,11%	1357100,46%
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO (A+B+C)	100,00%	108,54%	168,05%	223,85%	271,99%
Comprobación		0	0	0	0

Anexo B.3. Descripción de la estructura económica y financiera

Respecto al activo, se puede decir que el peso del activo no corriente en balance ha ido disminuyendo progresivamente desde 2016, hasta situarse en el entorno del 36% del total del activo en 2020. A posteriori, y bajo los supuestos sobre los cuales se construyó el escenario base, descenderá aún más, hasta llegar a sólo el 15% del total del activo en 2024.

Esta disminución se debe, por una parte, a la cuantía de las bajas por enajenación del inmovilizado intangible en 2020 (el intangible pasa de un 47% en 2019 a sólo un 1% en 2020), por lo cual PharmaMar procedió a dar de baja de su activo esas cantidades y, por otra parte, al aumento del peso del activo corriente entre 2019 y 2020 (pasa de un 15% a un 63%), principalmente debido al incremento del peso de las partidas de inversiones financieras corrientes (pasa de un 0,3% a un 26%) y la tesorería (pasa de un 5% a casi un 24%), lo cual asegura una posición de liquidez sólida para hacer frente a los vencimientos de deuda a corto plazo.

Esto último, unido a una disminución del peso de la deuda en el pasivo entre 2019 y 2020 (en total, pasa de un 28% a sólo el 13%), hace pensar en una mejora de la posición financiera neta de PharmaMar en ese período, lo cual es coherente con un considerable incremento del importe neto de la cifra de negocios (aumentó un 352% entre 2019 y 2020, hasta los 247,7 millones de €) y con unas mejores condiciones de financiación externa (con una reducción del 18% de los gastos financieros, hasta los 2,6 millones de €).

En cuanto al pasivo, es destacable, además de la disminución del peso de la deuda, las diferencias en la estructura financiera de la empresa entre el inicio del periodo (2015) y el final del mismo (2020). Así, en 2015 el peso de los fondos propios sobre el total del patrimonio neto de la compañía era del 72%, frente a la suma de pasivo corriente y no corriente, que representaba sólo un 28% del total. En cambio, en 2020 el peso de los fondos propios pasa a ser de tan sólo el 42%, frente a un 58% de pasivo corriente y no corriente. Esto se explica, más que por la evolución de la deuda financiera, por el incremento de las partidas de periodificaciones, tanto a corto como a largo plazo, que pasan de representar un 0,5% a un 35% del total del pasivo.

Respecto a las proyecciones para el período 2021-2024 vinculadas al escenario base, se prevé que el peso del activo corriente se vaya incrementando de forma progresiva hasta llegar al

84% del total del activo en 2024, por el aumento de la tesorería, siendo la contrapartida por la parte del pasivo el incremento del pasivo corriente hasta un 68% del total en el mismo año, dentro del cual un 64,5% del total de las obligaciones contraídas por la empresa corresponderá a deuda a corto plazo.

Anexo B.4. Proyección del balance de situación de PharmaMar para el período 2021-2024 dentro de un escenario optimista

ACTIVO	2.021E	2.022E	2.023E	2.024E
A) ACTIVO NO CORRIENTE	162.581	176.427	216.178	260.397
I. Inmovilizado intangible	31.291	63.114	99.710	141.796
1. Desarrollo	30.035	61.347	97.356	138.767
2. Aplicaciones informáticas	1.256	1.767	2.354	3.029
II. Inmovilizado material	21.243	23.530	25.920	28.556
1. Terrenos y construcciones	12.765	13.739	14.733	15.889
2. Instalaciones técnicas y otro inmovilizado material	7.686	8.960	10.314	11.750
3. Inmovilizado en curso y anticipos	792	831	873	916
III. Inversiones inmobiliarias	845	845	845	845
IV. Inversiones en empresas del grupo y asociadas no corrientes	65.983	66.019	65.946	64.980
V. Inversiones financieras no corrientes	20.474	474	461	461
VI. Activos por impuesto diferido	22.746	22.445	23.297	23.759
B) ACTIVO CORRIENTE	372.171	673.326	942.507	1.159.607
II. Existencias	13.642	15.477	17.559	19.922
III. Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	30.244	32.571	35.708	39.065
IV. Inversiones en empresas del grupo y asociadas corrientes	2.370	1.356	1.244	1.214
V. Inversiones financieras corrientes	927	24.454	9.792	2.824
VI. Periodificaciones	1.289	1.275	1.180	1.045
VII. Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	323.700	598.194	877.024	1.095.538
TOTAL ACTIVO (A+B)	534.753	849.753	1.158.685	1.420.004
PATRIMONIO NETO Y PASIVO	2.021E	2.022E	2.023E	2.024E
A) PATRIMONIO NETO	247.622	353.303	497.825	617.806
A-1) Fondos propios	246.577	352.547	497.277	617.409
I. Capital	11.013	11.013	11.013	11.013
II. Prima de emisión	71.278	71.278	71.278	71.278
III. Reservas	287.688	287.415	287.111	286.822
IV. (Acciones y participaciones en patrimonio propias)	-20.752	-20.323	-19.748	-18.813
V. Resultados de ejercicios anteriores	-208.060	-159.564	-84.696	22.188
VII. Resultado del ejercicio	105.410	162.728	232.319	244.921
Aplicación del Resultado				
Dividendo	56.913	87.861	125.435	132.239
Resultados negativos de ejercicios anteriores	48.496	74.867	106.884	112.682

A-2) Ajustes por cambios de valor	12	13	13	13
A-3) Subvenciones, donaciones y legados recibidos	1.032	743	534	384
B) PASIVO NO CORRIENTE	56.890	72.308	93.091	121.975
I. Provisiones largo plazo	150	150	150	150
II. Deuda no corriente	37.076	49.768	69.425	95.358
IV. Pasivos por impuesto diferido	1.293	957	843	868
V. Periodificaciones a largo plazo	18.372	21.433	22.672	25.600
C) PASIVO CORRIENTE	230.241	424.143	567.770	680.222
III. Deuda corriente	182.694	375.638	520.050	632.763
IV. Deudas con empresas del grupo y asociadas corrientes	7.509	6.324	5.844	5.335
V. Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	29.195	29.530	28.784	28.553
VI. Periodificaciones a corto plazo	10.843	12.650	13.092	13.571
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO (A+B+C)	534.753	849.753	1.158.685	1.420.004
Comprobación	0	0	0	0

Fuente: elaboración propia a partir de los estados financieros de PharmaMar, accesibles a través de su web corporativa (<https://pharmamar.com/>).

Anexo B.5. Proyección del balance de situación de PharmaMar para el período 2021-2024 dentro de un escenario neutral

ACTIVO	2.021E	2.022E	2.023E	2.024E
A) ACTIVO NO CORRIENTE	150.771	150.412	173.136	197.007
I. Inmovilizado intangible	20.042	38.271	58.505	80.965
1. Desarrollo	18.966	36.903	56.812	78.912
2. Aplicaciones informáticas	1.075	1.368	1.693	2.053
II. Inmovilizado material	20.682	22.359	24.083	25.997
1. Terrenos y construcciones	12.545	13.279	14.013	14.885
2. Instalaciones técnicas y otro inmovilizado material	7.353	8.264	9.222	10.229
3. Inmovilizado en curso y anticipos	784	816	848	882
III. Inversiones inmobiliarias	845	845	845	845
IV. Inversiones en empresas del grupo y asociadas no corrientes	65.983	66.019	65.946	64.980
V. Inversiones financieras no corrientes	20.474	474	461	461
VI. Activos por impuesto diferido	22.746	22.445	23.297	23.759
B) ACTIVO CORRIENTE	351.297	626.914	862.268	1.061.061
II. Existencias	13.955	15.001	16.126	17.336
III. Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	35.042	36.596	38.750	40.876
IV. Inversiones en empresas del grupo y asociadas corrientes	2.370	1.356	1.244	1.214

V. Inversiones financieras corrientes	927	24.454	9.792	2.824
VI. Periodificaciones	1.289	1.275	1.180	1.045
VII. Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	297.715	548.232	795.178	997.767
TOTAL ACTIVO (A+B)	502.068	777.326	1.035.405	1.258.068
PATRIMONIO NETO Y PASIVO	2.021E	2.022E	2.023E	2.024E
A) PATRIMONIO NETO	206.267	257.814	315.548	347.367
A-1) Fondos propios	205.222	257.058	315.001	346.969
I. Capital	11.013	11.013	11.013	11.013
II. Prima de emisión	71.278	71.278	71.278	71.278
III. Reservas	287.688	287.415	287.111	286.822
IV. (Acciones y participaciones en patrimonio propias)	-20.752	-20.323	-19.748	-18.813
V. Resultados de ejercicios anteriores	-208.060	-172.185	-127.457	-75.480
VII. Resultado del ejercicio	64.055	79.860	92.803	72.149
Aplicación del Resultado				
Dividendo	28.179	35.132	40.826	31.740
Resultados negativos de ejercicios anteriores	35.875	44.728	51.977	40.409
A-2) Ajustes por cambios de valor	12	13	13	13
A-3) Subvenciones, donaciones y legados recibidos	1.032	743	534	384
B) PASIVO NO CORRIENTE	49.466	48.518	48.423	51.869
I. Provisiones largo plazo	150	150	150	150
II. Deuda no corriente	29.652	25.978	24.758	25.251
IV. Pasivos por impuesto diferido	1.293	957	843	868
V. Periodificaciones a largo plazo	18.372	21.433	22.672	25.600
C) PASIVO CORRIENTE	246.336	470.994	671.433	858.832
III. Deuda corriente	199.051	422.814	624.111	811.855
IV. Deudas con empresas del grupo y asociadas corrientes	7.509	6.324	5.844	5.335
V. Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	28.933	29.206	28.387	28.071
VI. Periodificaciones a corto plazo	10.843	12.650	13.092	13.571
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO (A+B+C)	502.068	777.326	1.035.405	1.258.068
Comprobación	0	0	0	0

Fuente: elaboración propia a partir de los estados financieros de PharmaMar, accesibles a través de su web corporativa (<https://pharmamar.com/>).

Anexo B.6. Proyección del balance de situación de PharmaMar para el período 2021-2024 dentro de un escenario pesimista

ACTIVO	2.021E	2.022E	2.023E	2.024E
A) ACTIVO NO CORRIENTE	138.961	125.309	133.080	140.143
I. Inmovilizado intangible	8.792	14.327	20.250	26.587
1. Desarrollo	7.897	13.344	19.171	25.407
2. Aplicaciones informáticas	895	984	1.079	1.181
II. Inmovilizado material	20.121	21.198	22.281	23.510
1. Terrenos y construcciones	12.325	12.824	13.306	13.910
2. Instalaciones técnicas y otro inmovilizado material	7.020	7.574	8.151	8.752
3. Inmovilizado en curso y anticipos	777	800	824	849
III. Inversiones inmobiliarias	845	845	845	845
IV. Inversiones en empresas del grupo y asociadas corrientes	65.983	66.019	65.946	64.980
V. Inversiones financieras no corrientes	20.474	474	461	461
VI. Activos por impuesto diferido	22.746	22.445	23.297	23.759
B) ACTIVO CORRIENTE	335.519	597.966	821.115	1.025.983
II. Existencias	14.153	14.372	14.594	14.820
III. Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	37.373	37.544	38.188	38.666
IV. Inversiones en empresas del grupo y asociadas corrientes	2.370	1.356	1.244	1.214
V. Inversiones financieras corrientes	927	24.454	9.792	2.824
VI. Periodificaciones	1.289	1.275	1.180	1.045
VII. Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	279.407	518.966	756.118	967.414
TOTAL ACTIVO (A+B)	474.480	723.275	954.195	1.166.126
PATRIMONIO NETO Y PASIVO	2.021E	2.022E	2.023E	2.024E
A) PATRIMONIO NETO	164.115	167.578	159.966	132.657
A-1) Fondos propios	163.071	166.822	159.419	132.259
I. Capital	11.013	11.013	11.013	11.013
II. Prima de emisión	71.278	71.278	71.278	71.278
III. Reservas	287.688	287.415	287.111	286.822
IV. (Acciones y participaciones en patrimonio propias)	-20.752	-20.323	-19.748	-18.813
V. Resultados de ejercicios anteriores	-208.060	-193.602	-186.314	-190.235
VII. Resultado del ejercicio	21.903	11.042	-3.922	-27.806
Aplicación del Resultado				
Dividendo	7.446	3.753	0	0
Resultados negativos de ejercicios anteriores	14.458	7.288	-3.922	-27.806
A-2) Ajustes por cambios de valor	12	13	13	13

A-3) Subvenciones, donaciones y legados recibidos	1.032	743	534	384
B) PASIVO NO CORRIENTE	49.911	45.317	40.449	37.849
I. Provisiones largo plazo	150	150	150	150
II. Deuda no corriente	30.097	22.777	16.784	11.231
IV. Pasivos por impuesto diferido	1.293	957	843	868
V. Periodificaciones a largo plazo	18.372	21.433	22.672	25.600
C) PASIVO CORRIENTE	260.454	510.380	753.779	995.620
III. Deuda corriente	213.335	462.396	706.685	948.907
IV. Deudas con empresas del grupo y asociadas corrientes	7.509	6.324	5.844	5.335
V. Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	28.767	29.010	28.158	27.807
VI. Periodificaciones a corto plazo	10.843	12.650	13.092	13.571
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO (A+B+C)	474.480	723.275	954.195	1.166.126
Comprobación	0	0	0	0

Fuente: elaboración propia a partir de los estados financieros de PharmaMar, accesibles a través de su web corporativa (<https://pharmamar.com/>).

Anexo C. Análisis de la cuenta de P&G

Anexo C.1. Ventas

Tabla 24. Análisis vertical del importe neto de la cifra de negocios (inclusive proyecciones sobre escenario base, período 2015-2024)

	2.015	2.016	2.017	2.018	2.019	2.020	2.021E	2.022E	2.023E	2.024E
A) Operaciones continuadas										
1. Importe neto de la cifra de negocios	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
a) Ventas de producto	72,29%	81,09%	80,52%	69,06%	89,28%	36,48%	54,09%	52,70%	50,80%	59,86%
b) Acuerdos de licencia y co-desarrollo	25,81%	12,00%	13,90%	26,23%	5,61%	56,61%	41,17%	45,34%	47,47%	38,25%
c) Royalties	1,59%	6,23%	4,91%	4,17%	4,41%	6,32%	4,17%	1,70%	1,50%	1,63%
d) Otros ingresos	0,31%	0,69%	0,67%	0,54%	0,70%	0,59%	0,56%	0,26%	0,24%	0,26%

Fuente: elaboración propia a partir de los estados financieros de PharmaMar, accesibles a través de su web corporativa (<https://pharmamar.com/>).

Tabla 25. Análisis horizontal del importe neto de la cifra de negocios (inclusive proyecciones sobre escenario base, período 2015-2024)

	2.015	2.016	2.017	2.018	2.019	2.020	2.021E	2.022E	2.023E	2.024E
A) Operaciones continuadas										
1. Importe neto de la cifra de negocios	100,00%	82,46%	79,00%	83,56%	62,53%	220,18%	159,63%	176,13%	196,43%	179,21%
a) Ventas de producto	100,00%	92,49%	87,99%	79,83%	77,22%	111,11%	119,44%	128,40%	138,03%	148,38%
b) Acuerdos de licencia y co-desarrollo	100,00%	38,33%	42,56%	84,93%	13,60%	483,00%	254,69%	309,43%	361,30%	265,66%
c) Royalties	100,00%	323,03%	243,82%	218,89%	173,39%	875,41%	418,69%	188,11%	185,06%	183,81%
d) Otros ingresos	100,00%	182,57%	170,00%	145,43%	140,29%	415,71%	288,31%	147,99%	149,99%	148,68%

Fuente: elaboración propia a partir de los estados financieros de PharmaMar, accesibles a través de su web corporativa (<https://pharmamar.com/>).

Anexo C.2. Estructura de costes

Tabla 26. Análisis vertical de la estructura de costes de PharmaMar (inclusive proyecciones sobre escenario base, período 2015-2024)

	2.015	2.016	2.017	2.018	2.019	2.020	2.021E	2.022E	2.023E	2.024E
1. Importe neto de la cifra de negocios	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
4. Aprovisionamientos	-5,70%	-6,32%	-6,10%	-6,17%	-6,82%	-3,46%	-4,45%	-4,33%	-4,18%	-4,92%
6. Gastos de personal	-25,43%	-32,49%	-34,61%	-33,58%	-42,10%	-14,03%	-19,47%	-17,86%	-16,22%	-18,01%
7. Otros gastos de explotación	-50,22%	-74,20%	-75,36%	-63,15%	-65,88%	-19,44%	-26,97%	-24,74%	-22,47%	-24,95%
8. Amortización del inmovilizado	-20,55%	-32,04%	-30,33%	-24,42%	-31,34%	-5,08%	-9,32%	-9,34%	-9,27%	-11,25%
10. Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado	-69,45%	-0,18%	-156,26%	-36,52%	0,12%	-48,01%	-32,18%	-25,17%	-24,22%	-25,22%
12. Gastos financieros	-13,78%	-10,33%	-10,78%	-20,21%	-18,34%	-57,55%	-16,91%	-29,90%	-38,94%	-45,26%

Fuente: elaboración propia a partir de los estados financieros de PharmaMar, accesibles a través de su web corporativa (<https://pharmamar.com/>).

Tabla 27. Análisis horizontal de la estructura de costes de PharmaMar (inclusive proyecciones sobre escenario base, período 2015-2024)

	2.015	2.016	2.017	2.018	2.019	2.020	2.021E	2.022E	2.023E	2.024E
1. Importe neto de la cifra de negocios	100,00%	82,46%	79,00%	83,56%	62,53%	220,18%	159,63%	176,13%	196,43%	179,21%
4. Aprovisionamientos	100,00%	91,53%	84,65%	90,50%	74,91%	133,70%	124,59%	133,94%	143,98%	154,78%
5. Otros ingresos de explotación	100,00%	6,46%	2,92%	12,92%	12,92%	11,88%	24,51%	11,93%	12,85%	14,50%
6. Gastos de personal	100,00%	105,38%	107,51%	110,36%	103,53%	121,52%	122,25%	123,71%	125,32%	126,95%
7. Otros gastos de explotación	100,00%	121,83%	118,54%	105,08%	82,03%	85,21%	85,72%	86,75%	87,88%	89,02%
8. Amortización del inmovilizado	100,00%	128,59%	116,62%	99,30%	95,37%	54,44%	72,38%	80,10%	88,65%	98,15%
10. Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado	100,00%	0,22%	177,73%	43,93%	-0,10%	152,21%	73,96%	63,83%	68,50%	65,08%
12. Gastos financieros	100,00%	87,25%	82,34%	73,26%	66,28%	54,18%	220,31%	432,32%	625,06%	806,38%

Fuente: elaboración propia a partir de los estados financieros de PharmaMar, accesibles a través de su web corporativa (<https://pharmamar.com/>).

Anexo C.3. Beneficio neto

Tabla 28. Análisis vertical evolución beneficio neto PharmaMar (inclusive proyecciones sobre escenario base, período 2015-2024)

	2.015	2.016	2.017	2.018	2.019	2.020	2.021E	2.022E	2.023E	2.024E
Importe neto de la cifra de negocios	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
RESULTADO DEL EJERCICIO	-38,31%	-12,37%	-153,97%	-33,10%	25,10%	11,69%	35,67%	40,30%	41,99%	35,78%

Fuente: elaboración propia a partir de los estados financieros de PharmaMar, accesibles a través de su web corporativa (<https://pharmamar.com/>).

Tabla 29. Análisis horizontal evolución beneficio neto PharmaMar (inclusive proyecciones sobre escenario base, período 2015-2024)

	2.015	2.016	2.017	2.018	2.019	2.020	2.021E	2.022E	2.023E	2.024E
Importe neto de la cifra de negocios	159,93%	131,88%	126,34%	133,64%	100,00%	352,13%	255,29%	281,68%	314,15%	286,61%
RESULTADO DEL EJERCICIO	-244,11%	-64,98%	-774,91%	-176,20%	100,00%	163,95%	362,73%	452,23%	525,53%	408,57%

Fuente: elaboración propia a partir de los estados financieros de PharmaMar, accesibles a través de su web corporativa (<https://pharmamar.com/>).

Acerca del INCN, se observa que el peso de las ventas de producto traza, en promedio, una tendencia creciente hasta 2019, si bien en 2020 adquieren mayor relevancia sobre el total los acuerdos de licencia y co-desarrollo, debido al acuerdo de la empresa con Jazz Pharmaceuticals. Durante el período proyectado las ventas adquieren más importancia.

Sobre la estructura de costes, los gastos de explotación tienen un mayor peso proporcional histórico sobre el INCN, si bien tienden a igualarse durante la proyección con las enajenaciones de inmovilizado.

Por último, en cuanto al beneficio neto, la evolución es positiva a partir de 2019 (antes hay pérdidas), y en las proyecciones para un escenario base se sitúa en el entorno del 35-40% del INCN.

Anexo C.4. Proyección de la cuenta de resultados de PharmaMar para el período 2021-2024 dentro de un escenario optimista

	2.021E	2.022E	2.023E	2.024E
A) Operaciones continuadas				
1. Importe neto de la cifra de negocios	219.797	278.024	357.910	370.632
a) Ventas de producto	102.529	116.323	131.972	149.727
b) Acuerdos de licencia y co-desarrollo	107.687	156.744	220.733	215.411
c) Royalties	8.431	4.294	4.482	4.721
d) Otros ingresos	1.151	663	724	773
2. Variación de existencias de productos terminados y en curso de fabricación	2.525	1.835	2.082	2.362
3. Trabajos realizados por la empresa para su activo	62.347	69.205	76.817	85.267
4. Aprovisionamientos	-8.427	-9.561	-10.848	-12.307
5. Otros ingresos de explotación	118	57	62	70
6. Gastos de personal	-34.868	-35.182	-35.534	-35.889
7. Otros gastos de explotación	-48.290	-48.725	-49.212	-49.704
RESULTADO BRUTO DE EXPLOTACIÓN (EBITDA) (1+2+3+4+5+6+7)	193.200	255.653	341.278	360.431
EBITDA / INCN	87,90%	91,95%	95,35%	97,25%
8. Amortización del inmovilizado	-17.312	-19.827	-22.717	-26.039
9. Imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y otras	3.262	2.821	3.219	2.383
10. Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado	-57.792	-49.879	-53.529	-50.852
A.1) RESULTADO NETO DE EXPLOTACIÓN (EBIT) (1+2+3+4+5+6+7+8+9+10)	121.358	188.768	268.251	285.923
EBIT / INCN	55,21%	67,90%	74,95%	77,14%
11. Ingresos financieros	1.233	1.261	1.084	987
12. Gastos financieros	-5.737	-11.105	-15.387	-19.006
13. Diferencias de cambio	-456	-531	-218	-70
14. Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros	-3.298	-3.794	-4.460	-5.043
A.2) RESULTADO FINANCIERO (11+12+13+14)	-8.257	-14.167	-18.981	-23.133
A.3) RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS (A.1 + A.2)	113.101	174.601	249.269	262.790
15. Impuesto sobre beneficios	-7.691	-11.873	-16.950	-17.869
Tipo impositivo efectivo aplicado	-7%	-7%	-7%	-7%
A.4) RESULTADO DEL EJERCICIO PROCEDENTE DE OPERACIONES CONTINUADAS (A.3 + 15)	105.410	162.728	232.319	244.921
B) Operaciones interrumpidas				
16. Resultado del ejercicio procedente de operaciones interrumpidas neto de impuestos	-	-	-	-
A.5) RESULTADO DEL EJERCICIO (A.4 + 16)	105.410	162.728	232.319	244.921
RESULTADO / INCN	47,96%	58,53%	64,91%	66,08%

Fuente: elaboración propia a partir de los estados financieros de PharmaMar, accesibles a través de su web corporativa (<https://pharmamar.com/>).

Anexo C.5. Proyección de la cuenta de resultados de PharmaMar para el período 2021-2024 dentro de un escenario neutral

	2.021E	2.022E	2.023E	2.024E
A) Operaciones continuadas				
1. Importe neto de la cifra de negocios	179.594	198.158	221.003	201.628
a) Ventas de producto	97.149	104.435	112.268	120.688
b) Acuerdos de licencia y co-desarrollo	73.946	89.840	104.900	77.131
c) Royalties	7.490	3.365	3.311	3.288
d) Otros ingresos	1.009	518	525	520
2. Variación de existencias de productos terminados y en curso de fabricación	2.838	1.047	1.125	1.209
3. Trabajos realizados por la empresa para su activo	62.347	69.205	76.817	85.267
4. Aprovisionamientos	-7.985	-8.584	-9.228	-9.920
5. Otros ingresos de explotación	118	57	62	70
6. Gastos de personal	-34.973	-35.392	-35.852	-36.318
7. Otros gastos de explotación	-48.435	-49.016	-49.653	-50.299
RESULTADO BRUTO DE EXPLOTACIÓN (EBITDA) (1+2+3+4+5+6+7)	153.504	175.475	204.274	191.637
EBITDA / INCN	85,47%	88,55%	92,43%	95,04%
8. Amortización del inmovilizado	-16.732	-18.515	-20.493	-22.687
9. Imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y otras	3.262	2.821	3.219	2.383
10. Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado	-57.792	-49.879	-53.529	-50.852
A.1) RESULTADO NETO DE EXPLOTACIÓN (EBIT) (1+2+3+4+5+6+7+8+9+10)	82.241	109.902	133.471	120.480
EBIT / INCN	45,79%	55,46%	60,39%	59,75%
11. Ingresos financieros	785	800	697	639
12. Gastos financieros	-10.544	-20.691	-29.915	-38.594
13. Diferencias de cambio	-456	-531	-218	-70
14. Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros	-3.298	-3.794	-4.460	-5.043
A.2) RESULTADO FINANCIERO (11+12+13+14)	-13.513	-24.215	-33.896	-43.067
A.3) RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS (A.1 + A.2)	68.728	85.687	99.574	77.413
15. Impuesto sobre beneficios	-4.673	-5.827	-6.771	-5.264
Tipo impositivo efectivo aplicado	-7%	-7%	-7%	-7%
A.4) RESULTADO DEL EJERCICIO PROCEDENTE DE OPERACIONES CONTINUADAS (A.3 + 15)	64.055	79.860	92.803	72.149
B) Operaciones interrumpidas				
16. Resultado del ejercicio procedente de operaciones interrumpidas neto de impuestos	-	-	-	-
A.5) RESULTADO DEL EJERCICIO (A.4 + 16)	64.055	79.860	92.803	72.149
RESULTADO / INCN	35,67%	40,30%	41,99%	35,78%

Fuente: elaboración propia a partir de los estados financieros de PharmaMar, accesibles a través de su web corporativa (<https://pharmamar.com/>).

Anexo C.6. Proyección de la cuenta de resultados de PharmaMar para el período 2021-2024 dentro de un escenario pesimista

	2.021E	2.022E	2.023E	2.024E
A) Operaciones continuadas				
1. Importe neto de la cifra de negocios	139.391	135.302	133.665	116.589
a) Ventas de producto	91.769	93.188	94.629	96.093
b) Acuerdos de licencia y co-desarrollo	40.205	39.173	36.314	17.964
c) Royalties	6.550	2.550	2.355	2.198
d) Otros ingresos	868	391	366	335
2. Variación de existencias de productos terminados y en curso de fabricación	3.036	219	222	226
3. Trabajos realizados por la empresa para su activo	62.347	69.205	76.817	85.267
4. Aprovisionamientos	-7.543	-7.660	-7.778	-7.898
5. Otros ingresos de explotación	118	57	62	70
6. Gastos de personal	-35.077	-35.603	-36.173	-36.751
7. Otros gastos de explotación	-48.579	-49.308	-50.097	-50.898
RESULTADO BRUTO DE EXPLOTACIÓN (EBITDA) (1+2+3+4+5+6+7)	113.693	112.212	116.718	106.603
EBITDA / INCN	81,56%	82,93%	87,32%	91,44%
8. Amortización del inmovilizado	-16.151	-17.249	-18.423	-19.679
9. Imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y otras	3.262	2.821	3.219	2.383
10. Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado	-57.792	-49.879	-53.529	-50.852
A.1) RESULTADO NETO DE EXPLOTACIÓN (EBIT) (1+2+3+4+5+6+7+8+9+10)	43.011	47.905	47.985	38.455
EBIT / INCN	30,86%	35,41%	35,90%	32,98%
11. Ingresos financieros	336	338	309	292
12. Gastos financieros	-16.092	-32.072	-47.824	-63.468
13. Diferencias de cambio	-456	-531	-218	-70
14. Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros	-3.298	-3.794	-4.460	-5.043
A.2) RESULTADO FINANCIERO (11+12+13+14)	-19.509	-36.058	-52.192	-68.289
A.3) RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS (A.1 + A.2)	23.501	11.847	-4.208	-29.835
15. Impuesto sobre beneficios	-1.598	-806	286	2.029
Tipo impositivo efectivo aplicado	-7%	-7%	-7%	-7%
A.4) RESULTADO DEL EJERCICIO PROCEDENTE DE OPERACIONES CONTINUADAS (A.3 + 15)	21.903	11.042	-3.922	-27.806
B) Operaciones interrumpidas				
16. Resultado del ejercicio procedente de operaciones interrumpidas neto de impuestos	-	-	-	-
A.5) RESULTADO DEL EJERCICIO (A.4 + 16)	21.903	11.042	-3.922	-27.806
RESULTADO / INCN	15,71%	8,16%	-2,93%	-23,85%

Fuente: elaboración propia a partir de los estados financieros de PharmaMar, accesibles a través de su web corporativa (<https://pharmamar.com/>).

Anexo D. Análisis de rentabilidades

Anexo D.1. Evolución de la rentabilidad sobre el capital invertido (ROIC)

La rentabilidad sobre el capital invertido (por sus siglas en inglés, ROIC, *Return on Invested Capital*) es un indicador que se utiliza para medir la rentabilidad que la empresa obtiene por cada euro que ha invertido en su propio negocio, y se obtiene como el cociente entre el NOPAT (*Net Operating Profit After Taxes*, o beneficio neto operativo después de impuestos) y el capital invertido en un período determinado.

En la tabla 23 se muestra la evolución del ROIC de PharmaMar a lo largo del período histórico (2015-2020), así como la que, según las previsiones, mostrará a futuro (período 2021-2024) de acuerdo con las proyecciones realizadas para los diferentes escenarios mostrados en este proyecto (optimista, neutral y pesimista):

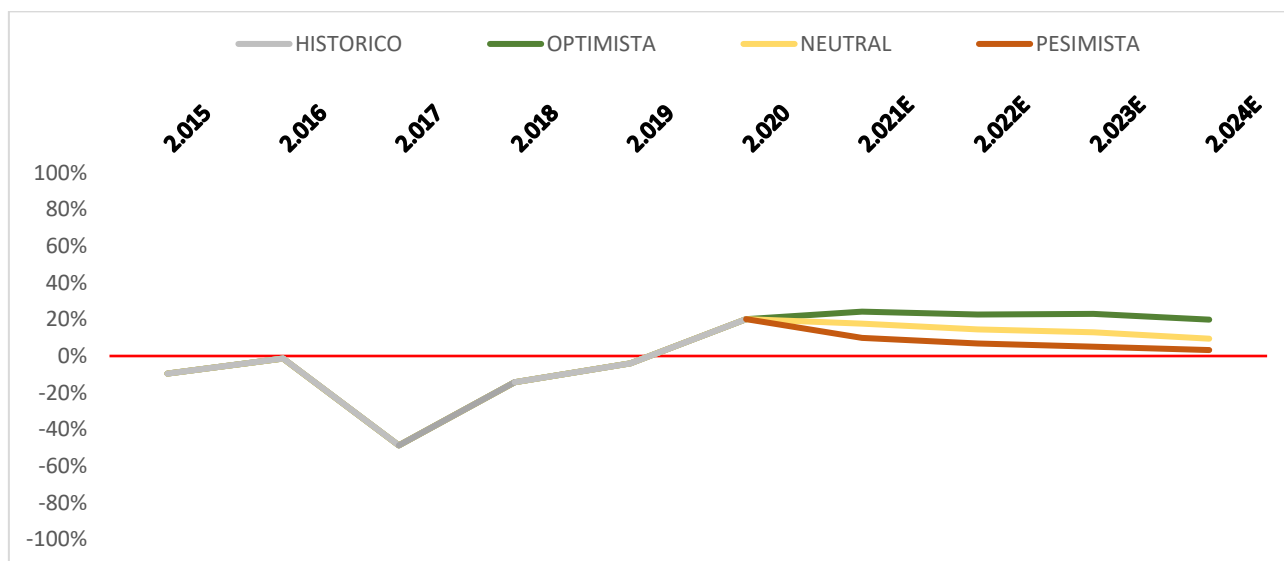
Tabla 30. Evolución ROIC PharmaMar histórica (2015-2020) y proyectada (2021-2024) en base a los escenarios predefinidos (optimista, neutral y pesimista)

	2.015	2.016	2.017	2.018	2.019	2.020	2.021E	2.022E	2.023E	2.024E
HISTORICO	-9,63%	-1,35%	-48,76%	-14,30%	-4,03%	20,10%				
OPTIMISTA							24,20%	22,59%	22,99%	19,80%
NEUTRAL							17,62%	14,50%	12,90%	9,48%
PESIMISTA							9,84%	6,84%	5,06%	3,28%

Fuente: elaboración propia a partir de los estados financieros de PharmaMar, accesibles a través de su web corporativa (<https://pharmamar.com/>).

De forma gráfica se puede ver mejor cómo evoluciona el ROIC de la empresa a lo largo del período analizado:

Figura 2. Evolución ROIC PharmaMar histórica (2015-2020) y proyectada (2021-2024) en base a los escenarios predefinidos (optimista, neutral y pesimista)



Fuente: elaboración propia a partir de los estados financieros de PharmaMar, accesibles a través de su web corporativa (<https://pharmamar.com/>).

Anexo D.2. Evolución de la rentabilidad para el accionista: rentabilidad financiera (ROE)

La rentabilidad para el accionista o rentabilidad financiera (por sus siglas en inglés, ROE, *Return on Equity*) mide la rentabilidad porcentual obtenida por los accionistas sobre lo que tenían invertido en la empresa al principio del período.

En la tabla mostrada a continuación constan los valores del ROE obtenidos por PharmaMar a lo largo del período 2015-2020, así como la evolución en función de los diferentes escenarios:

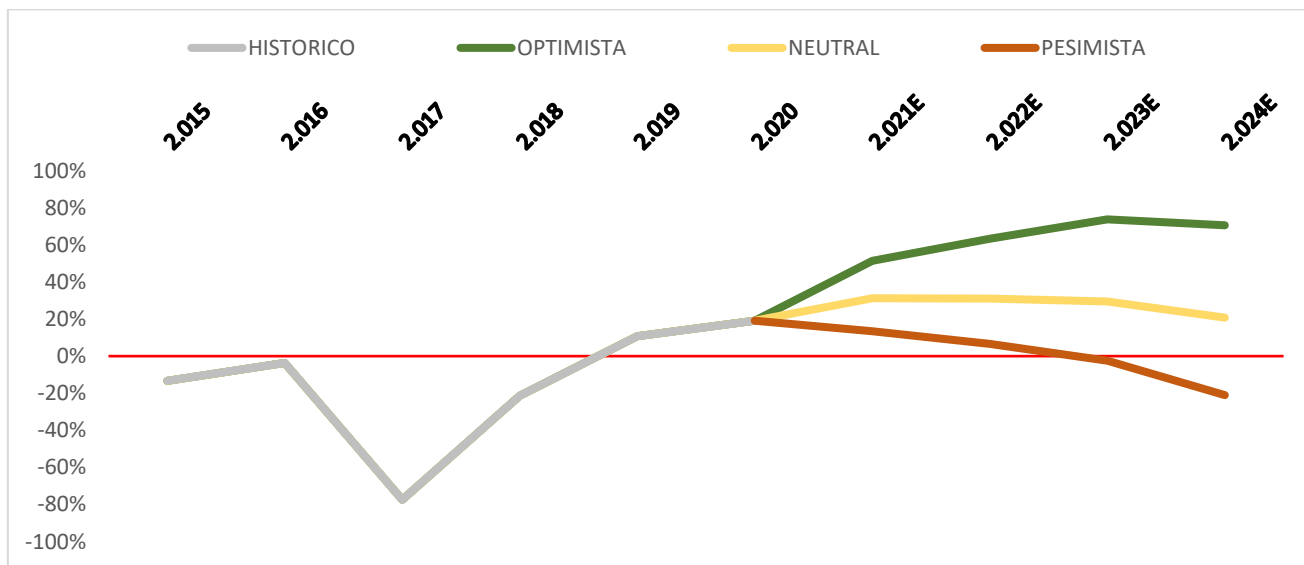
Tabla 31. Evolución ROE PharmaMar histórica (2015-2020) y proyectada (2021-2024) en base a los escenarios predefinidos (optimista, neutral y pesimista)

	2.015	2.016	2.017	2.018	2.019	2.020	2.021E	2.022E	2.023E	2.024E
HISTORICO	-13,30%	-3,67%	-77,44%	-21,35%	10,72%	19,09%				
OPTIMISTA							51,36%	63,30%	73,75%	70,59%
NEUTRAL							31,21%	31,07%	29,46%	20,79%
PESIMISTA							13,43%	6,62%	-2,46%	-21,02%

Fuente: elaboración propia a partir de los estados financieros de PharmaMar, accesibles a través de su web corporativa (<https://pharmamar.com/>).

Gráficamente se puede apreciar mejor tanto la evolución histórica como la proyectada:

Figura 3. Evolución ROE PharmaMar histórica (2015-2020) y proyectada (2021-2024) en base a los escenarios predefinidos (optimista, neutral y pesimista)



Fuente: elaboración propia a partir de los estados financieros de PharmaMar, accesibles a través de su web corporativa (<https://pharmamar.com/>).

Anexo D.3. Evolución del valor económico agregado (EVA) para el período proyectado (2021-2024). Escenario optimista

	2.021E	2.022E	2.023E	2.024E
NOPAT	113.105	175.932	250.010	266.480
DEUDA	219.770	425.406	589.476	728.120
FONDOS PROPIOS	247.622	353.303	497.825	617.806
CAPITAL INVERTIDO	467.392	778.708	1.087.300	1.345.927
WACC	3,01%	3,01%	3,01%	3,01%
WACC EN MILES €	14.067	23.436	32.723	40.507
ROIC	24,20%	22,59%	22,99%	19,80%
EVA	99.039	152.496	217.286	225.973

Fuente: elaboración propia.

Anexo D.4. Evolución del valor económico agregado (EVA) para el período proyectado (2021-2024). Escenario neutral

	2.021E	2.022E	2.023E	2.024E
NOPAT	76.649	102.429	124.395	112.288
DEUDA	228.703	448.792	648.869	837.106
FONDOS PROPIOS	206.267	257.814	315.548	347.367
CAPITAL INVERTIDO	434.969	706.606	964.417	1.184.472
WACC	3,01%	3,01%	3,01%	3,01%
WACC EN MILES €	13.091	21.266	29.025	35.648
ROIC	17,62%	14,50%	12,90%	9,48%
EVA	63.558	81.163	95.370	76.640

Fuente: elaboración propia.

Anexo D.5. Evolución del valor económico agregado (EVA) para el período proyectado (2021-2024). Escenario pesimista

	2.021E	2.022E	2.023E	2.024E
NOPAT	40.086	44.647	44.722	35.840
DEUDA	243.432	485.173	723.469	960.138
FONDOS PROPIOS	164.115	167.578	159.966	132.657
CAPITAL INVERTIDO	407.548	652.751	883.436	1.092.795
WACC	3,01%	3,01%	3,01%	3,01%
WACC EN MILES €	12.266	19.645	26.588	32.889
ROIC	9,84%	6,84%	5,06%	3,28%
EVA	27.821	25.002	18.134	2.951

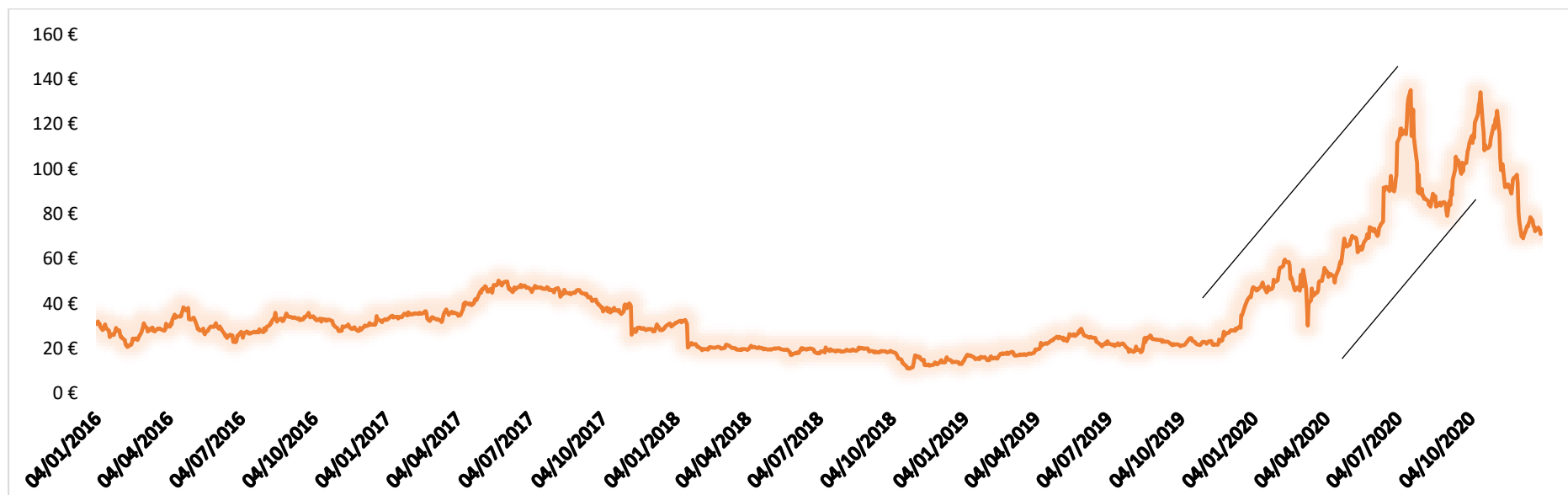
Fuente: elaboración propia.

Anexo E. PharmaMar en Bolsa 2016-2020

Anexo E.1. Evolución de la cotización bursátil

La figura 4 muestra la evolución de la cotización de las acciones de PharmaMar en bolsa:

Figura 4. Evolución de la cotización bursátil de PharmaMar (en € por acción). Período 2016-2020

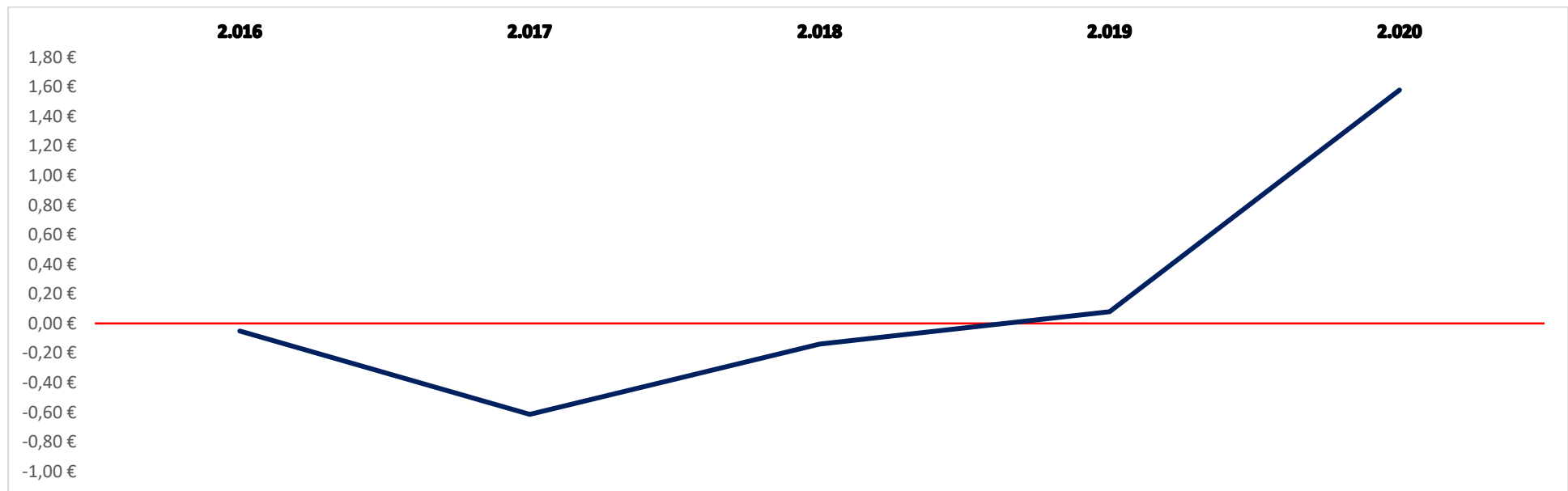


Fuente: elaboración propia a partir de los datos históricos de cotización de las acciones de la compañía, obtenidos del portal especializado Investing.com (<https://es.investing.com/>).

En el gráfico se puede apreciar el impacto que tuvo la COVID sobre las acciones de la empresa, que pasaron de cotizar en el entorno de los 40 € por acción a principios de marzo de 2020 (inicio del estado de alarma en España) a llegar hasta los 135 € en julio de ese mismo año, llegando nuevamente a un pico de 134 € por acción en octubre.

Anexo E.2. Evolución del beneficio por acción (BPA)

Figura 5. Evolución del BPA de PharmaMar. Período 2016-2020



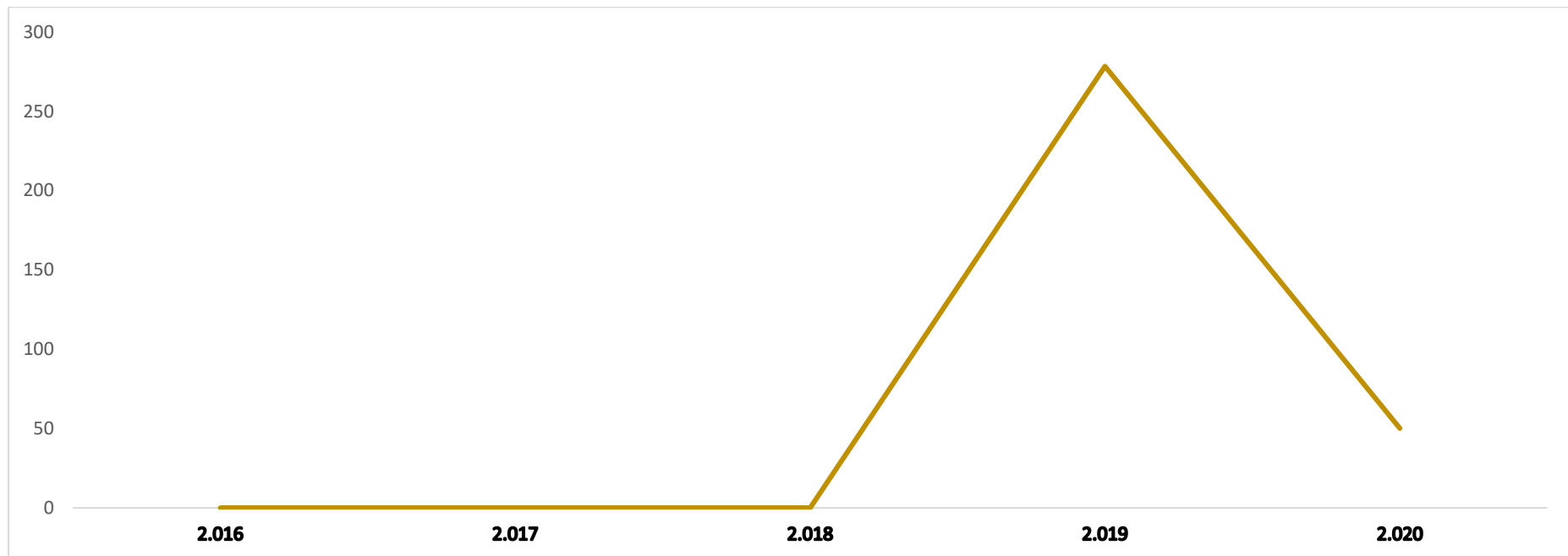
Fuente: elaboración propia.

En la figura 5 se puede ver el considerable incremento del beneficio neto por acción de PharmaMar entre 2019 y 2020, motivado por dos hechos, fundamentalmente: primero, el incremento del beneficio neto interanual de la empresa (aumentó un 64%) y, segundo, la disminución del número de acciones en circulación (excluida autocartera): pasaron de 222.649.287 a 18.354.907.

Anexo E.3. Evolución del Price to Earning Ratio (PER)

El PER es el valor de la compañía sobre el resultado neto, e indica el número de veces que el beneficio neto está contenido en el precio de la acción. Como no es válido para compañías en pérdidas, y PharmaMar registró pérdidas netas hasta el año 2018 inclusive, en la figura 6, elaborada con cotizaciones promedio de las acciones de la compañía en los años 2019 y 2020, se indica que el valor del PER de la empresa hasta 2018 es igual a 0.

Figura 6. Evolución del PER de PharmaMar. Período 2016-2020



Fuente: elaboración propia.