



Universidad de Valladolid

FACULTAD DE CIENCIAS SOCIALES, JURÍDICAS Y DE LA
COMUNICACIÓN

Grado en Administración y Dirección de Empresas

TRABAJO DE FIN DE GRADO

**El sector farmacéutico en España:
Análisis económico y financiero comparativo entre Pharma
Mar, S.A. y Novartis Farmacéutica, S.A.**

Presentado por Ángela Arranz de Antonio

Tutelado por María Cristina de Miguel Bilbao

Segovia, 18 de junio de 2018

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN.....	7
-------------------	---

CAPÍTULO 1

Principales rasgos característicos del sector farmacéutico en España

1.1. LA INDUSTRIA FARMACÉUTICA EN ESPAÑA	11
1.2. HISTORIA DE LAS EMPRESAS OBJETO DE ANÁLISIS	13
1.2.1. PHARMA MAR, S.A.	13
1.2.2. FUSIÓN INVERSA ENTRE PHARMA MAR Y ZELTIA.....	13
1.2.3. NOVARTIS FARMACÉUTICA, S.A.....	15
1.3. ANÁLISIS SECTORIAL: POSICIONAMIENTO	16
1.4. ANÁLISIS DEL ENTORNO GENERAL.....	17

CAPÍTULO 2

Análisis de la situación económico-financiera de Pharma Mar, S.A. y Novartis Farmacéutica, S.A.

2.1. INTRODUCCIÓN.....	23
2.2. ANÁLISIS PATRIMONIAL.....	23
2.2.1. EVOLUCIÓN Y COMPOSICION DEL ACTIVO.....	24
2.2.2. EVOLUCION Y COMPOSICION DEL PATRIMONIO NETO Y PASIVO .	28
2.2 ANÁLISIS DEL ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO	34
2.3 ANÁLISIS DE LA CAPACIDAD FINANCIERA	38
2.3.1 LA LIQUIDEZ A CORTO PLAZO	38
2.3.2 LA LIQUIDEZ A LARGO PLAZO O SOLVENCIA	49
2.4. ANÁLISIS DE LA RENTABILIDAD	54
2.4.1. RENTABILIDAD ECONÓMICA (ROA)	55
2.4.2. RENTABILIDAD FINANCIERA (ROE).....	59
CONCLUSIONES	63
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	65
ANEXO.....	67

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 2.1. Esquema del concepto <i>Fondo de maniobra</i>	38
---	----

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1.1. Inversión en I+D de cada sector en toda la industria española (% sobre el total industrial 2015).....	11
Gráfico 1.2. Evolución del coste de desarrollar nuevos medicamentos (millones de dólares).	12
Gráfico 1.3. Principales problemas crónicos de salud.....	18
Gráfico 2.1. Evolución del Activo del Grupo Pharma Mar.....	24
Gráfico 2.2. Evolución del Activo del Grupo Novartis.....	26
Gráfico 2.3. Composición del Activo Total del Grupo Pharma Mar.	26
Gráfico 2.4. Composición del Activo Total del Grupo Novartis.....	28
Gráfico 2.5. Evolución de la estructura financiera de Pharma Mar, S.A.	29
Gráfico 2.6. Composición de la estructura financiera de Pharma Mar, S.A.	31
Gráfico 2.7. Evolución de la estructura financiera de Novartis Farmacéutica, S.A.....	32
Gráfico 2.8. Composición de la estructura financiera de Novartis Farmacéutica, S.A. .	33
Gráfico 2.9. Flujo de Efectivo de Actividades de Explotación, Inversión y Financiación Grupo Pharma Mar, S.A.	35
Gráfico 2.10. Flujo de Efectivo de Actividades de Explotación, Inversión y Financiación Grupo Novartis Farmacéutica, S.A.....	37
Gráfico 2.11. Evolución del Capital Circulante del Grupo Pharma Mar, S.A.	39
Gráfico 2.12. Evolución del Capital Circulante del Grupo Novartis Farmacéutica, S.A.	40
Gráfico 2.13. Evolución de las Necesidades del Fondo de Rotación de la Explotación Grupo Pharma Mar, S.A.	41
Gráfico 2.14. Evolución de las Necesidades del Fondo de Rotación del Grupo Pharma Mar, S.A.	42
Gráfico 2.15. Evolución del Fondo de Rotación del Grupo Pharma Mar, S.A.	43
Gráfico 2.16. Evolución de las Necesidades del Fondo de Rotación de la Explotación Grupo Novartis Farmacéutica, S.A.....	43
Gráfico 2.17. Evolución de las Necesidades del Fondo de Rotación Grupo Novartis Farmacéutica, S.A.....	44
Gráfico 2.18. Evolución del Fondo de Rotación Grupo Novartis Farmacéutica, S.A....	45
Gráfico 2.19. Evolución ratio de liquidez general de Pharma Mar, S.A.	46
Gráfico 2.20. Evolución ratio de liquidez general de Novartis Farmacéutica, S.A.....	47

Gráfico 2.21. Evolución de la ratio de liquidez inmediata de Pharma Mar, S.A.	48
Gráfico 2.22. Evolución de la ratio de liquidez inmediata de Novartis Farmacéutica, S.A.	48
Gráfico 2.23. Equilibrio Financiero Grupo Pharma Mar, S.A.	50
Gráfico 2.24. Equilibrio Financiero Grupo Novartis Farmacéutica.	50
Gráfico 2.25. Evolución de la ratio de solvencia de Pharma Mar, S.A.	51
Gráfico 2.26. Evolución de la ratio de solvencia del Grupo Novartis Farmacéutica, S.A.	52
Gráfico 2.27. Evolución de la ratio de endeudamiento Grupo Pharma Mar, S.A.	53
Gráfico 2.28. Evolución de la ratio de endeudamiento Grupo Pharma Mar, S.A.	54
Gráfico 2.29. Evolución de la ROA del Grupo Pharma Mar, S.A.	57
Gráfico 2.30. Evolución del ROA de Novartis Farmacéutica, S.A.	58
Gráfico 2.31. Evolución de la ROA y de la ROE del Grupo Pharma Mar.	61
Gráfico 2.32. Evolución de la ROA y de la ROE del Grupo Novartis.	62

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1.1. Ingresos de explotación y Total de Activo de las principales empresas del sector.	16
Tabla 2.1. Estado de Flujos de Efectivo del Grupo Pharma Mar, S.A.	35
Tabla 2.2. Estado De Flujos de Efectivo del Grupo Novartis, S.A.	36
Tabla 2.3. Rentabilidad de los Activos Totales (ROA) del Grupo Pharma Mar.	56
Tabla 2.4. Rentabilidad de los Activos Totales (ROA) del Grupo Novartis.	57
Tabla 2.5. Descomposición de la Rentabilidad Financiera del Grupo Pharma Mar.	60
Tabla 2.6. Descomposición de la Rentabilidad Financiera del Grupo Novartis Farmacéutica.	61

INTRODUCCIÓN

El presente trabajo tiene por objeto realizar un estudio de la situación económica-financiera de dos grupos de empresas pertenecientes al sector de la elaboración de productos farmacéuticos (CNAE 2120) en España, como son el Grupo Pharma Mar, S.A. y el Grupo Novartis Farmacéutica, S.A.

Azofra (1995) define el análisis económico financiero como el proceso metodológico que trata e interpreta la información económica, contable-financiera y jurídica, relativa a una empresa o a un colectivo de empresas, con el propósito de emitir un juicio o diagnóstico sobre la evolución pasada, situación actual y posibilidades futuras de la empresa.

La elección del Grupo Pharma Mar, S.A. como grupo empresarial principal de este análisis se fundamenta en su gran relevancia dentro de la industria farmacéutica española. Por otro lado, es interesante el análisis económico financiero de Pharma Mar y sociedades dependientes por su reciente fusión inversa entre Zeltia y Pharma Mar.

El Grupo Novartis Farmacéutica, S.A., ha sido elegido para realizar un análisis comparativo con el grupo citado anteriormente, ya que actualmente es el líder del sector en cuanto a Ingresos de Explotación, volumen de Activos e Importe Neto de la Cifra de Negocios.

La información económica y financiera empleada para elaborar el presente trabajo se ha obtenido, fundamentalmente, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), de la página web de ambos grupos y de la base de datos Sistema de Análisis de Balances Ibéricos (SABI).

Para comenzar este estudio (Capítulo 1), se realizará un breve análisis del sector económico en el que se desenvuelven ambas empresas y que aportará un marco contextual que ayudará a comprender alguno de los resultados posteriores. Del mismo modo, se llevará a cabo una breve descripción de cada una de las empresas y de sus hitos más destacados.

En el desarrollo del trabajo (Capítulo 2), se analizarán las Cuentas Anuales Consolidadas de ambos Grupos. Este análisis se desglosará en cuatro partes, evaluando en ellas la estructura patrimonial de la empresa, tanto evolución como composición del Activo, Patrimonio Neto y Pasivo, el Estado de Flujos de Efectivo, el riesgo financiero, tanto a corto plazo, entendido como el análisis de la liquidez, como a largo plazo, entendido como el análisis de solvencia, y por último se analizará la rentabilidad, descomponiéndose para ello en rentabilidad económica y financiera.

Para finalizar se expondrán las conclusiones más relevantes a las que se ha llegado mediante la realización del estudio.

CAPÍTULO 1

Principales rasgos característicos del sector farmacéutico en España

1.1. LA INDUSTRIA FARMACÉUTICA EN ESPAÑA

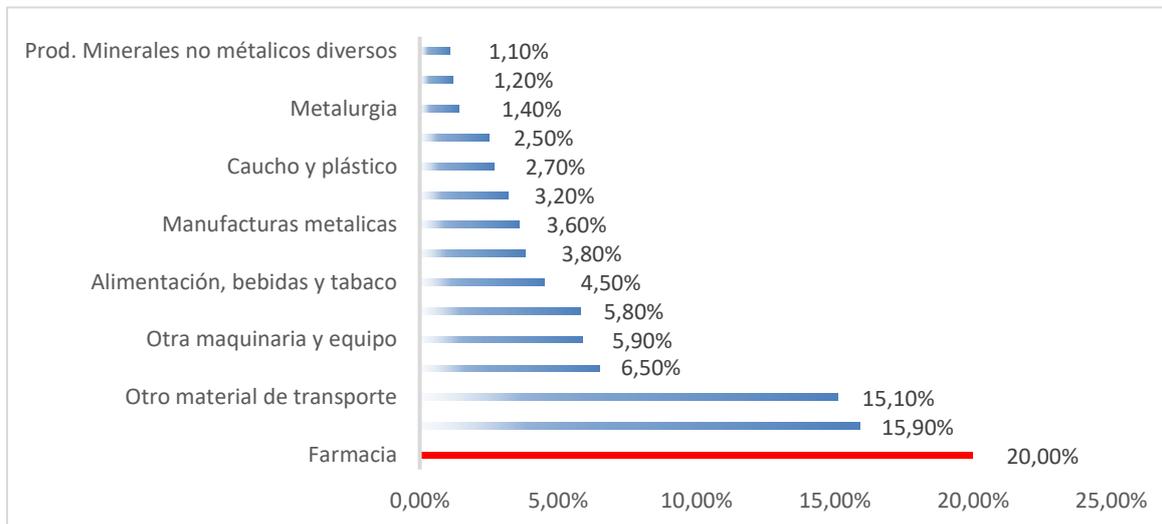
La industria farmacéutica representa un sector estratégico para la sociedad española, tanto por la naturaleza de su actividad, basada en su compromiso con la salud como por su aportación empresarial y económica de un altísimo valor añadido.

Las compañías farmacéuticas proporcionan a la sociedad uno de los bienes más preciados y que más contribuyen al bienestar y a la salud de la población: el medicamento. Son las que investigan, desarrollan, producen y comercializan los fármacos que alivian dolores y curan enfermedades.

Como señala Acebillo, Presidente de Farmaindustria, la industria farmacéutica hace el esfuerzo en la investigación y desarrollo del medicamento, pero es un esfuerzo compartido con el sistema sanitario, con las universidades y centros de investigación y con los pacientes, es decir, no cabe el fármaco sin colaboración y no tiene sentido si no se garantiza que posteriormente llegue a quien lo necesita.

En 2015 la industria farmacéutica invirtió más de 900 millones de € en I+D, lo que supone el 20% del total de la industria española y le convierte, con gran diferencia, en el sector industrial líder por volumen de gasto destinado a I+D, tal y como muestra el Gráfico 1.1. Representar el 20% de toda la I+D industrial es un porcentaje especialmente relevante si se tiene en cuenta que la cifra de negocio de las compañías farmacéuticas supone únicamente el 2,4% del total industrial.

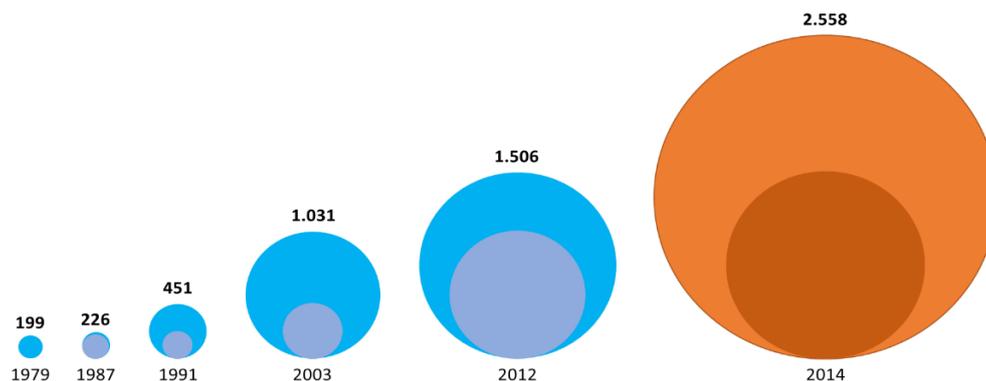
Gráfico 1.1. Inversión en I+D de cada sector en toda la industria española (% sobre el total industrial 2015).



FUENTE: Elaboración propia a partir de datos extraídos del INE (encuesta sobre innovación en las empresas).

Se debe recalcar el aumento paulatino del coste de desarrollar un medicamento en las últimas décadas, lo que hace que el I+D de la industria farmacéutica crezca año tras año. En 2014 la investigación y desarrollo de un nuevo medicamento suponía un total de 2.425 millones de euros (2.558 millones de dólares), trece veces más que en 1979.

Gráfico 1.2. Evolución del coste de desarrollar nuevos medicamentos (millones de dólares).



FUENTE: Elaboración propia a partir de datos extraídos de Tufts Center for the study of drug development.

Además, esta apuesta por la investigación y desarrollo tiene un aspecto particular: la colaboración con el sector público. En torno al 40% de los mil millones de euros que se destinan a I+D en la industria farmacéutica, se destinaron a contratos con centros de investigación, universidades y hospitales para desarrollar proyectos de gran interés científico y sanitario, que requieren el concurso público-privado, lo que hace de la industria farmacéutica una de las principales dinamizadoras de la investigación pública en España.

Pero el liderazgo de la industria farmacéutica no se limita únicamente a los recursos invertidos en actividades de I+D; también se trata del sector que mayor empleo en I+D genera con más de 4.859 profesionales dedicados a estas tareas a tiempo completo. Además, dos terceras partes de esos puestos están ocupados por mujeres, lo que hace que en la actualidad, el 29% de todas las investigadoras empleadas en el sector industrial español, trabajen en compañías farmacéuticas.

Esta apuesta por la innovación es compatible con el compromiso y responsabilidad del sector farmacéutico con la sociedad española, que se ha hecho notar especialmente en los últimos años en la aportación de este sector en la sostenibilidad del sistema sanitario público español.

El Sector farmacéutico ha dado muestras sobradas de su lealtad hacia las Administraciones Públicas, soportando, en los años más duros de la crisis vivida, un tercio de toda la reducción del gasto sanitario público ocurrida entre 2009 y 2014.

Las actividades de investigación, desarrollo e innovación (I+D+i) constituyen un elemento central en un modelo de crecimiento sostenible, competitivo y de alta calidad y son clave para crear empleo y mejorar la productividad y la competitividad económica, tal y como reconoce el propio Gobierno de España en su Programa Anual de Reformas remitido a Bruselas.

De esta forma, el Gobierno destaca la importancia de estas actividades y su papel protagonista en la recuperación económica por lo que, dentro de la Estrategia Europea 2020, se ha fijado como objetivo que el gasto en I+D en nuestro país alcance el 2% del PIB en el año 2020.

Aquí se observa la grandísima importancia del sector elegido para la realización de este trabajo en el futuro crecimiento económico de nuestro país.

1.2. HISTORIA DE LAS EMPRESAS OBJETO DE ANÁLISIS

1.2.1. PHARMA MAR, S.A.

En 1939, se fundó Zeltia en Vigo para servir a este territorio que carecía de acceso a los medicamentos, con plantas medicinales locales y subproductos de origen animal como fuente de inspiración. Desde sus comienzos, el Dr. Fernando Servet junto con otros médicos fueron capaces de producir números medicamentos.

En 1949 Zeltia funda junto con otros laboratorios punteros del momento la empresa Antibioticos, S.A.

En la época de expansión del Grupo Zeltia y bajo su dirección, se crearon tres nuevas compañías dirigidas a mercados completamente distintas: industria agraria (Zeltia Agraria), industria farmacéutica (ICI Farma), industria química y veterinaria (Cooper Zeltia).

El sector químico fue ganando importancia y después del acuerdo alcanzado entre el Grupo Zeltia y la compañía química alemana Desowag Bayer Holszschuts, se lanza una nueva empresa llamada Xylazel para la fabricación y comercialización de productos para la madera y el metal.

En la década de los años 80 Zeltia centra su inversión en I+D en las empresas de su propiedad y aleja a Antibioticos, S.A. e ICI Farma de su estrategia de negocio.

El año 1986 fue un año crucial para Zeltia . En este año José María Fdez. Sousa-Faro funda Pharma Mar, empresa pionera en el desarrollo de fármacos antitumorales de origen marino. En 1991 la compañía entró en el mercado del diagnóstico genético y molecular con la creación de Pharma Gen, en la actualidad Genómica.

En 2007 se autoriza PharmaMar en Europa; recibe la aprobación de la CE para el primer tratamiento antitumoral de origen marino, Yondelis, para sarcoma de tejidos blandos, que marca la primera aprobación de un fármaco español a través de un procedimiento centralizado.

En el año 2015, una operación corporativa conduce a la fusión inversa de Pharmamar y Zeltia convirtiendo a la compañía especializada en oncología, PharmaMar, como el holding de las unidades de negocio innovadoras.

1.2.2. FUSIÓN INVERSA ENTRE PHARMA MAR Y ZELTIA

Como paso previo a definir lo que representa una combinación de negocios es necesario identificar claramente los conceptos de negocio y de control.

De acuerdo con la NRV 19.^a del PGC en su versión 2010: un negocio es un *“conjunto integrado de actividades y activos susceptibles de ser dirigidos y gestionados con el propósito de proporcionar un rendimiento, menores costes u otros beneficios económicos directamente a sus propietarios o partícipes”*.

El término negocio puede coincidir con el de empresa o con el de sociedad, pero no se identifica necesariamente con éstas. Una línea de actividad de una empresa, no formalizada en una entidad jurídicamente independiente, puede constituir un negocio y entenderse así a efectos contables, pero no coincide con el término de empresa en su aspecto formal o jurídico.

El término negocio se entiende como el conjunto de elementos patrimoniales activos, y sus correspondientes pasivos, que constituyen una unidad económica con el propósito de ejercer una actividad que permitirá obtener rendimientos.

Control es “*poder dirigir las políticas financieras y de explotación de un negocio con la finalidad de obtener beneficios económicos de sus actividades*”.

Si bien las políticas financieras y de explotación no están claramente definidas, en términos generales las políticas financieras incluyen aquellos casos como las políticas sobre endeudamiento, sobre la distribución de dividendos, sobre la aprobación de presupuestos...

Las políticas operativas o de explotación incluyen, entre otras, las políticas que encauzan actividades tales como comercialización de los productos de la empresa, actividades de marketing, planes productivos, recursos humanos...

La NRV 19.^a versión 2010, define combinación de negocios como “*aquellas operaciones en las que una empresa adquiere el control de uno o varios negocios*”.

La estructura jurídica elegida para llevar a cabo la combinación de negocios de Pharma Mar y Zeltia es la fusión, en los términos previstos en los artículos 22 y siguientes de la Ley 3/2009, de 3 de Abril, sobre Modificaciones Estructurales de las Sociedad Mercantiles. La Fusión se articulará concretamente mediante la absorción de Zeltia (sociedad absorbida) por Pharma Mar (sociedad absorbente), con extinción de la sociedad absorbida y transmisión en bloque de todo su patrimonio a la sociedad absorbente, que adquirirá los bienes, derechos y obligaciones de Zeltia.

En este sentido, siendo Zeltia (la sociedad absorbida) titular directa del 100% de las acciones de Pharma Mar (la sociedad absorbente), la estructura jurídica es la denominada fusión inversa, ya que es la filial la que absorbe a la matriz. La opción de la fusión inversa, por contraposición a la fusión directa, parte de la consideración de que, desde una perspectiva jurídico-material y financiera, es indiferente que la fusión se realice en un sentido u otro: en ambos casos la sociedad resultante combinará, en términos absolutamente equivalentes, los patrimonios de Pharma Mar y Zeltia. Las razones que justifican la elección de la opción de fusión inversa sobre la directa son de carácter técnico y tienen que ver con la simplificación formal de la integración desde un punto de vista jurídico, financiero-contable y fiscal.

Además, la circunstancia de que Zeltia (sociedad absorbida) sea titular directamente del 100% de las acciones de Pharma Mar (sociedad absorbente) posibilita, de conformidad con el artículo 52 de la Ley de Modificaciones Estructurales, la aplicación del régimen previsto para la absorción de sociedades íntegramente participadas. Para ello, resulta aplicable a la fusión el procedimiento especial simplificativo previsto en el artículo 49 de la Ley de Modificaciones Estructurales, lo que, entre otros, permite que no se elaboren informes de los administradores ni de expertos independientes sobre el proyecto de Fusión y que no se aumentará el capital de Pharma Mar.

1.2.3. NOVARTIS FARMACÉUTICA, S.A.

Novartis es una de las farmacéuticas más importante a nivel global, presente en más de 155 países y con 118.393 empleados en todo el mundo (3.048 en España). Su sede central se encuentra en Basilea (Suiza) y pertenece a la industria farmacéutica y biotecnológica.

La historia de Novartis comienza en la unión de tres empresas: Geigy, que comercializaba tintes y productos químicos y fue fundada en Basilea en el siglo XVII; Ciba, que comenzó fabricando tintes en el año 1859, y Sandoz, una empresa química fundada en el año 1886.

Surge legalmente el 20 de Diciembre de 1996 con el compromiso de mejorar el bienestar y la calidad de vida de la sociedad de su entorno, así como de lograr respuestas para las urgencias esenciales de la humanidad: salud y nutrición.

La prioridad de Novartis desde sus comienzos hasta la actualidad ha sido el desarrollo de nuevos medicamentos: Femara contra el cáncer de mama, Exelon para combatir la enfermedad del Alzheimer y Xolair para el asma severa son algunos ejemplos.

La Misión de Novartis es descubrir nuevas maneras de mejorar y prolongar la vida de las personas.

Su Visión es ser el líder de confianza en el cambio de la práctica médica.

Novartis centra su actividad en tres divisiones principales en las que tiene capacidad para innovar a nivel global:

- Medicamentos innovadores: su catálogo de productos farmacéuticos protegidos por patente global incluye más de 50 productos, muchos de los cuales son líderes en sus respectivas áreas terapéuticas.
- Medicamentos genéricos: la división Sandoz ofrece más de 1000 tipos diferentes de productos asequibles y de alta calidad para una amplia gama de áreas terapéuticas.
- Cuidado de la visión: a través de Alcón se ofrecen productos innovadores que mejoran la calidad de las personas ayudándolas a ver mejor.

El Grupo Novartis en España, con sede en Barcelona, es una de las compañías con mayor presencia industrial en nuestro país. Dispone de cinco centros de producción y es uno de los pocos grupos del sector farmacéutico que desarrolla el ciclo de explotación completo de la producción del medicamento, desde la materia prima hasta el producto acabado.

1.3. ANÁLISIS SECTORIAL: POSICIONAMIENTO

En este apartado, se va a realizar un análisis del sector en el que operan el Grupo Pharma Mar y el Grupo Novartis, así como el posicionamiento que ocupan respecto a la competencia.

Pharma Mar, S.A. y Novartis Farmacéutica, S.A. se incluyen en el código 2120 del CNAE (Elaboraciones de especialidades farmacéuticas). Según la base de datos SABI, en España existen 271 empresas activas dadas de alta en esta actividad. En la siguiente tabla se muestran las 10 empresas más importantes de este sector **según su Total de Activo**.

Tabla 1.1. Ingresos de Explotación, Total de Activo e Importe Neto de la Cifra de Ventas de las 10 principales empresas del sector (datos del último ejercicio).

Posición	Razón social	Ingresos de Explotación (Miles de €)	Total Activo (Miles de €)	Importe Neto Cifra de Ventas (Miles de €)
1	NOVARTIS FARMACEUTICA, S.A.	1.074.885	825.611	981.145
2	FERRER INTERNACIONAL, S.A.	418.481	434.632	406.750
3	FAES FARMA, S.A.	180.520	391.801	172.792
4	TEVA PHARMA, S.L.	441.970	390.114	441.218
5	B BRAUN MEDICAL, S.A.	267.957	383.536	258.071
6	BOEHRINGER INGELHEIM ESPAÑA, S.A.	470.868	381.559	420.949
7	DOMTAR PERSONAL CARE EUROPE, S.L.	7.115	353.153	7.091
8	LABORATORIOS CINFA, S.A.	340.945	347.955	336.833
9	PHARMA MAR, S.A.	88.946	326.954	88.932
10	ITALFARMACO, S.A.	142.925	326.631	139.470

FUENTE: Elaboración propia a partir de datos extraídos de la base de datos SABI.

Como se aprecia en la tabla 1.1, a cierre del último ejercicio, Novartis Farmacéutica, S.A. es la sociedad líder del mercado respecto al Total de Activo (825.611 miles de €). También es líder indiscutible en las otras dos variables estudiadas. Le sigue la empresa Ferrer internacional, S.A., aunque con menos de la mitad de Ingresos de explotación, Total Activo e Importe Neto de la Cifra de Ventas.

Pharma Mar, S.A. se sitúa en el noveno puesto de este ranking, con un Total de Activo de 326.954 miles de €. Destaca que, a pesar de ocupar esta posición, si se analiza respecto a los Ingresos de Explotación se sitúa en el lugar número 29, con un valor de 88.946 miles de €.

1.4. ANÁLISIS DEL ENTORNO GENERAL.

Según Guerras y Navas (2015) el objetivo del análisis del entorno general es identificar los factores, que desde la perspectiva del sistema económico y social general, afectan a la actuación de la empresa. Este marco genérico determina la prosperidad y el bienestar de la economía, lo que puede afectar al potencial de rentabilidad de la empresa.

El estudio del entorno general se va a realizar a través del análisis de PESTEL, herramienta que ayuda a las empresas a definir su entorno mediante el estudio de una serie de dimensiones, cuyas iniciales son las que forman su nombre. Se trata de los factores **Políticos, Económicos, Sociales, Tecnológicos, Ecológicos y Legales**.

DIMENSIÓN POLÍTICA

Se trata de aspectos gubernamentales que tienen una influencia directa en la empresa. Se relaciona con la estabilidad gubernamental y las políticas generales que lleven a cabo las Administraciones Públicas en aspectos como fiscalidad, comercio exterior o bienestar social. Entre los factores políticos que debemos tener en cuenta, se encuentran los siguientes:

- Estabilidad política de la Unión Europea. El resultado del referéndum llevado a cabo el 23 de junio de 2016 celebrado en Reino Unido a favor de su salida de la Unión Europea (Brexit) ha creado un clima de inestabilidad política. La industria farmacéutica aboga por la máxima cooperación y convergencia con el Reino Unido para evitar que la salida de dicho país de la Unión Europea pueda generar problemas de acceso a los medicamentos, distorsiones de la cadena de suministros a ambos lados del canal de la Mancha u obstáculos a la I+D de los nuevos fármacos, entre otros riesgos.
- Estabilidad política Nacional. Tras las segundas elecciones generales celebradas en 2016, la formación del nuevo Reglamento Central y la aprobación de los Presupuestos Generales del Estado para 2017, España logra la estabilidad que necesitaba para consolidar el crecimiento económico iniciado en 2014.
- Nivel de centralización del poder en España. En general, España es un país muy descentralizado. Podría afirmarse que el Sistema Nacional de Salud está compuesto por 17 “mini sistemas” con diferencias significativas entre ellos. Estas diferencias en la interpretación y aplicación de leyes suponen para los agentes del sector importantes cambios en su actividad en función de la comunidad autónoma.

DIMENSIÓN ECONOMICA

Son factores económicos que afectan de manera directa o indirecta en el desarrollo de la actividad de la empresa. Existen dos tipos de variables para conocer los factores económicos que van a afectar a la estrategia de las empresas estudiadas. Por un lado, se encuentran las variables estructurales que son las que varían muy lentamente (política económica de un país, nivel de desarrollo económico...) y por otro lado se encuentran las variables coyunturales que son aquellas que varían muy rápidamente (el PIB, la inflación, los tipos de interés...)

Entre los factores económicos más importantes que han afectado a los ingresos de Pharma Mar y Novartis se encuentra la fuerte recesión sufrida por la economía española desde 2007.

El Sector farmacéutico ha tenido que soportar en los años más duros de la crisis vivida, un tercio de toda la reducción del gasto sanitario público ocurrida entre 2009 y 2014, lo que ha hecho que sus beneficios se vean mermados.

✚ DIMENSION SOCIOCULTURAL

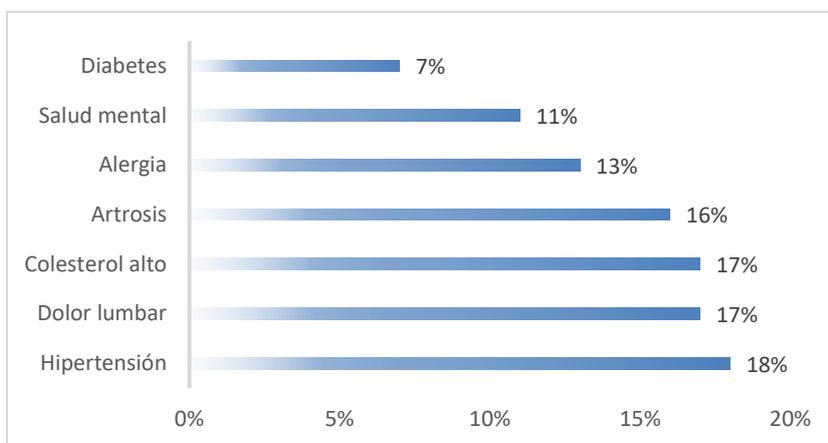
Según Guerras y Navas (2015) en esta dimensión se recogen tanto las creencias, valores, actitudes y formas de vida de las personas que forman parte de la sociedad en la que se enmarca la empresa como las condiciones culturales, ecológicas, demográficas, religiosas, educativas y étnicas del sistema social en su conjunto.

Hablamos de factores como la evolución de la demografía, la distribución de la renta, cambios de estilos de vida, nivel educativo...

La población residente en España según el Instituto Nacional de Estadística aumentó en 21.012 personas durante la primera mitad del año 2017 y superó ya los 46,5 millones de habitantes, con lo que se consolidó el crecimiento iniciado en el segundo semestre del año 2016.

Según el Ministerio de Sanidad de España 7 de cada 10 personas creen que su estado de salud es bueno. En el Gráfico 1.3, se recogen las principales enfermedades crónicas de España.

Gráfico 1.3. Principales problemas crónicos de salud.



FUENTE: Elaboración propia a partir de datos extraídos del Ministerio de Sanidad.

✚ DIMENSION TECNÓLOGICA

La industria farmacéutica al estar en constante crecimiento y encontrarse en un mercado cada vez más globalizado, con un amplio acceso a la tecnología de punta, requiere ser cada vez más competitiva y eficiente, por tanto, las empresas del mercado estarán constantemente innovando para mejorar sus productos, generando alianzas estratégicas con proveedores y socios que faciliten el acceso a la tecnología vanguardista.

DIMENSION ECOLÓGICA

Se debe conocer las leyes medioambientales de cada país, consumo de energía, tratamiento de residuos, política medioambiental...

SIGRE Medicamento y Medio Ambiente es la entidad sin ánimo de lucro creada por la industria farmacéutica, con la colaboración de la distribución y las oficinas de farmacias, para garantizar la correcta gestión medioambiental de los envases vacíos o con restos de medicamentos de origen doméstico. Así, el principal objetivo de SIGRE es evitar que los envases y restos de medicamentos se tiren a la basura o por el desagüe, con el posible riesgo de contaminación de ríos, acuíferos y del medio ambiente en general.

DIMENSION LEGAL

Esta dimensión integra los factores administrativos, legales y reguladores dentro de los cual la empresa debe operar.

La intensa regulación a la que se somete un medicamento diferencia a la industria farmacéutica de otros sectores productivos. La explicación es muy sencilla: los medicamentos son productos muy complejos y con una indiscutible repercusión en la salud y el bienestar de la sociedad por lo que deben ser investigados, fabricados y comercializados con las máximas cautelas y ser sometidos a las máximas exigencias en todas las etapas de su ciclo de vida, para garantizar que cumplen la función para las que han sido investigados y desarrollados: prevenir y curar enfermedades.

Alguna de las Leyes y Decretos que conforman el Marco Normativo donde se desarrolla el sector farmacéutico son:

- Ley Orgánica 15/1999, de 13 de diciembre, de Protección de Datos de Carácter Personal.
- Ley 29/2006, de 26 de julio, de garantías y uso racional de los medicamentos y productos sanitarios.
- Real Decreto 223/2004, de 6 de febrero, por el que se regulan los ensayos clínicos con medicamentos.
- Real Decreto 1345/2007, de 21 de diciembre, por el que se regula el procedimiento de autorización, registro y condiciones de dispensación de los medicamentos de uso humano fabricados industrialmente.

CAPÍTULO 2

Análisis de la situación económico-financiera de Pharma Mar, S.A. y Novartis Farmacéutica, S.A.

2.1. INTRODUCCIÓN

En este capítulo se procede a la realización de un análisis económico-financiero de dos de las empresas más conocidas del sector de Fabricación de Productos Farmacéuticos: Grupo Pharma Mar, S.A. y Grupo Novartis Farmacéutica, S.A., en los ejercicios incluidos en el periodo 2014-2016.

Para la realización de dicho estudio se han utilizado las Cuentas Anuales Consolidadas de ambos grupos (Balance de Situación, Cuenta de Pérdidas y Ganancias, Estado de Cambios en el Patrimonio Neto y Estado de Flujos de Efectivo) obtenidos de la base de datos Sistema de Análisis de Balances Ibéricos (SABI), la cual contiene información financiera depositada en el Registro Mercantil. En el caso del Grupo Pharma Mar, sociedad que cotiza en bolsa, se completa dicha información contable a través de la Memoria extraída de la Comisión Nacional de Valores (CNMV).

Dichas cuentas anuales han sido elaboradas con arreglo a las Normas Internacionales de Contabilidad / Normas Internacionales de Información Financiera (NIC / NIIF) establecidas por el reglamento nº 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo.

Las Cuentas Anuales Consolidadas de Pharma Mar, S.A. han sido auditadas por PricewaterhouseCoopers Auditores, S.L., el cual emitió informes favorables en todo el periodo estudiado. Según se recoge en el párrafo de opinión de los Informes de Auditoría, *“Las Cuentas Anuales Consolidadas expresan, en todos los aspectos significativos, la imagen fiel del patrimonio consolidado y de la situación financiera consolidada, así como de sus resultados consolidados y flujos de efectivo consolidados.* Las Cuentas anuales Consolidadas de Novartis, también han sido auditadas, siendo el informe favorable, por lo que se puede utilizar la información de ambos grupos empresariales de manera fiable.

2.2. ANÁLISIS PATRIMONIAL

Según Archel, Lizagarra, Sánchez y Cano (2015) el análisis patrimonial tiene por finalidad estudiar la composición, evolución, tendencia y equilibrio entre las distintas masas patrimoniales del balance.

Se distinguen dos grandes bloques:

→ Activo (estructura económica): Formado por las inversiones efectuadas y los derechos adquiridos con los recursos captados.

→ Patrimonio neto y pasivo (estructura financiera): Engloba las diferentes fuentes a las que ha recurrido la sociedad para obtener recursos con los que financiar la inversión.

Para la realización de este análisis patrimonial, siguiendo las pautas establecidas por Archel et al. (2015), se ha empleado la técnica de los porcentajes verticales con el fin de estudiar el peso relativo que tiene cada partida, epígrafe o masa patrimonial dentro del balance de situación de cada grupo. Por otro lado, se analiza la información contable de forma horizontal, comparando el valor de cada elemento contable con el correspondiente a un año que se toma como base (el año inmediatamente anterior). De este análisis se obtiene la información necesaria para estudiar los cambios a lo largo del

tiempo de los distintos epígrafes y partidas. Se debe matizar que este análisis horizontal se ha llevado a cabo en términos de coeficientes de variación.

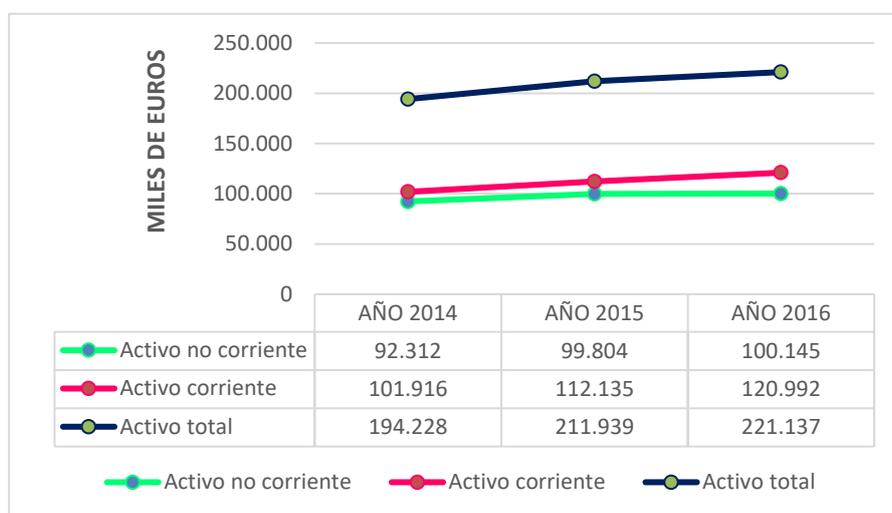
Las tablas que contienen los datos utilizados y el cálculo de los porcentajes verticales y horizontales se encuentran recogidas en el Anexo.

2.2.1. EVOLUCIÓN Y COMPOSICION DEL ACTIVO

El Marco Conceptual de la Contabilidad define los activos como bienes, derechos y otros recursos controlados económicamente por la empresa, resultantes de sucesos pasados, de los que es probable que la empresa obtenga beneficios económicos en el futuro.

✚ EVOLUCIÓN DEL ACTIVO DEL GRUPO PHARMA MAR

Gráfico 2.1. Evolución del Activo del Grupo Pharma Mar.



FUENTE: Elaboración propia a partir de datos extraídos de la base de datos SABI.

El Gráfico 2.1 muestra la evolución del **Activo** del Grupo Pharma Mar en el periodo 2014-2016. Se puede observar claramente como existe una tendencia positiva en la inversión para el periodo de estudio.

Esta tendencia creciente en el Activo Total viene propiciada tanto por el Activo Corriente como por el Activo No Corriente, ya que ambas masas patrimoniales tienen una evolución a la alza. Sin embargo, al concretar más este estudio se puede afirmar que el Activo Corriente experimenta un mayor incremento que el Activo No Corriente.

La estructura económica del Grupo para el periodo estudiado (2014-2016) aumenta un 14% lo que en términos monetarios equivale a 26.909 miles de €. Si distinguimos entre las dos masas patrimoniales que conforman el total del Activo se puede señalar que el Activo Corriente aumenta un 19% para dicho periodo, mientras que el Activo No Corriente tan solo un 8%.

El aumento del **Activo Corriente** del Grupo viene definido por el elevado incremento del epígrafe “*Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar*” que pasa de alcanzar los 40.947 miles de € en 2014 a 64.318 miles de € en 2016, lo que supone un aumento de un 57%. Este incremento se produce fundamentalmente en el ejercicio 2016 (entre el año 2015 y 2016 el aumento de este epígrafe supera los 22.000 miles de €).

Según la información publicada en la Memoria de las Cuentas Anuales Consolidadas del año 2016 (nota 14), el incremento en este epígrafe viene explicado principalmente por el reconocimiento del derecho de cobro por importe del pago inicial por 30 millones de €, como consecuencia de la firma del acuerdo de licencia, desarrollo y comercialización de PMM 1183 con Chungai Pharmaceuticals. El Grupo también ha cobrado una cantidad importante de deuda pendiente de diferentes Administraciones Publicas de España, Italia y Portugal.

Otro epígrafe a destacar dentro del Activo Corriente es "*Inversiones financieras a corto plazo*" que pasa de alcanzar en 2014 los 18.960 miles de € a 37.996 miles de € en 2015. Es cierto que este epígrafe en el siguiente periodo vuelve a reducirse hasta los niveles iniciales del estudio, pero esta reducción se ve compensada con el aumento del epígrafe "*Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar*".

El epígrafe de "*Existencias*" y de "*Efectivos y otros activos líquidos equivalentes*" se reduce a lo largo del periodo en un 9% y en un 14% respectivamente.

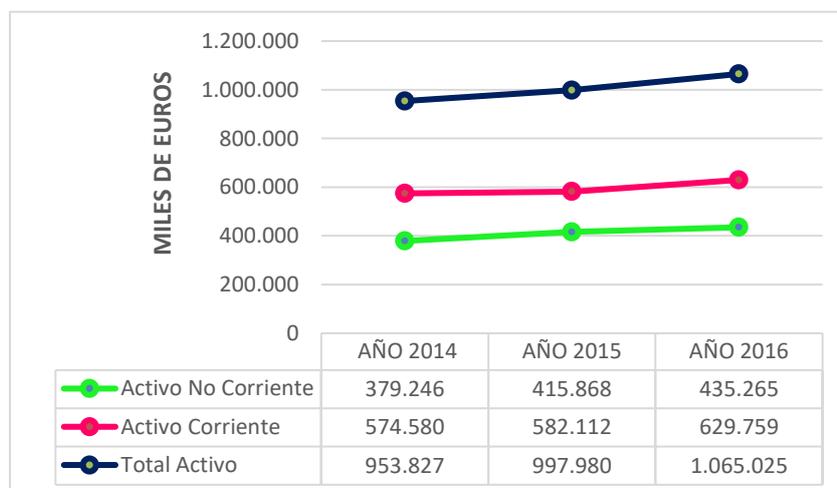
El aumento del **Activo No Corriente** del Grupo es debido fundamentalmente al incremento del epígrafe "*Activo por Impuesto Diferido*", ya que tiene un peso muy importante en la estructura de inversión (en torno a un 15% del total Activo). Este epígrafe se incrementa en algo más de un 30% (pasa de 26.247 miles de € en 2014 a 34.299 miles de €). En dicho epígrafe aparecen recogidos: las bases imponibles negativas pendientes de compensar; las diferencias por distinto tratamiento contable y las deducciones que queden pendientes de aplicar en la liquidación del impuesto sobre beneficios. Por tanto, puede parecer una partida engañosa, ya que estos activos nacen como consecuencia de resultados negativos o de gastos que no son deducibles en el ejercicio de la liquidación, pero si lo serán en posteriores ejercicios (diferencias temporarias deducibles). Según se recoge en la nota 25 de la Memoria del Grupo, estos activos se reconocen habida cuenta de los beneficios fiscales futuros que el Grupo espera generar en base a los planes de negocios actuales. El problema de estos activos es que la entidad puede no obtener beneficios futuros suficientes como para compensar los activos por impuesto diferido que aparecen en el balance. De hecho, la evolución temporal de esta partida muestra un crecimiento continuo a lo largo del periodo objeto de estudio, que indica que Grupo Pharma mar no puede compensar esos créditos con el impuesto de beneficios a pagar. Si bien, en la Memoria del Grupo se recoge que existen bases imponibles pendientes de compensar, diferencias de distinto tratamiento contable y deducciones pendientes de aplicar que no han sido reconocidas en balance.

Dentro del Activo No Corriente, el epígrafe de "*Inversiones financieras a largo plazo*" y de "*Inmovilizado material*" aumentan a lo largo del periodo considerado, un 6% y un 7%, respectivamente. Este último debido al incremento de Inmovilizado en curso y anticipos que aumenta casi un 23%, a lo largo del periodo. El mayor aumento se produce en 2016 debido a una ampliación de los laboratorios de I+D, según se recoge en la Memoria de las Cuentas Anuales Consolidadas del año 2016, el incremento del Inmovilizado Material está relacionado principalmente con las ampliaciones en los laboratorios de química del segmento de oncología.

Por su parte, el "*Inmovilizado Intangible*" y las "*Inversiones Inmobiliarias*" se reduce un 5% y un 12% respectivamente.

✚ EVOLUCIÓN DEL ACTIVO DEL GRUPO NOVARTIS

Gráfico 2.2. Evolución del Activo del Grupo Novartis.



FUENTE: Elaboración propia a partir de datos extraídos de la base de datos SABI.

El Gráfico 2.2 permite comparar la evolución del Activo del Grupo Pharma Mar, S.A con el Grupo líder del sector, Grupo Novartis.

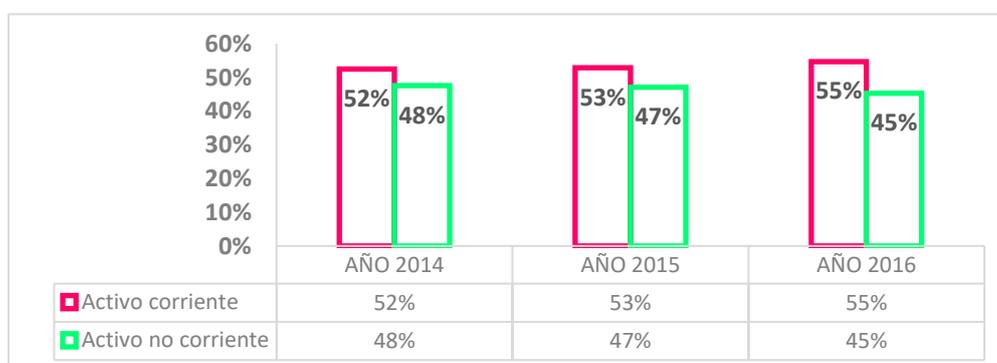
Al igual que en el caso del Grupo Pharma Mar (Grupo de referencia), la evolución del **Activo** del Grupo Novartis presenta una tendencia positiva. La estructura económica del Grupo Novartis para el periodo estudiado ha tenido un crecimiento de un 12%, incremento ligeramente menor al experimentado por el Grupo de referencia.

Descomponiendo la evolución del Activo, se observa que, al igual que en el Grupo Pharma Mar, es el **Activo no Corriente** el que marca la tendencia del Activo Total aumenta un 15%, debido fundamentalmente al aumento del “*Inmovilizado Material*”. Mientras que el **Activo Corriente** se mantiene en valores más estables, incrementa un 10%, debido fundamentalmente al aumento de las “*Existencias*”. El aumento en el Grupo Novartis de ambas masas patrimoniales es menos acusado en comparación con el incremento experimentado en el Grupo Pharma Mar.

✚ COMPOSICIÓN DEL ACTIVO DEL GRUPO PHARMA MAR

Una vez estudiada la evolución del Activo se procede a examinar de forma minuciosa su composición, destacando así las partidas más importantes que lo forman.

Gráfico 2.3. Composición del Activo Total del Grupo Pharma Mar.



FUENTE: Elaboración propia a partir de datos extraídos de la base de datos SABI.

El Gráfico 2.3 muestra la composición del **Activo Total**, distinguiendo sus dos masas patrimoniales: Activo Corriente y Activo No Corriente.

En el estudio de la composición de la estructura económica del Grupo Pharma Mar, S.A., se observa que existe un reparto equitativo entre el Activo No Corriente que representa entre un 48% y un 45% de la estructura económica en 2014 y 2016 respectivamente, y el Activo Corriente con un peso relativo comprendido entre un 52% y un 55% en 2014 y 2016.

Dentro del **Activo No Corriente**, los epígrafes con mayor peso relativo son: “*Inmovilizado Intangible*”, “*Inmovilizado Material*” y “*Activos por Impuesto Diferido*” que en el ejercicio 2016 suponen un 12%, 14% y 16% del Total del Activo respectivamente.

El “*Inmovilizado Intangible*” está formado básicamente por la partida *Desarrollo*. Según se recoge en la *NIC 38, Activos Intangibles*, los gastos de investigación se reconocen como un gasto cuando se incurre en ellos. Los costes incurridos en proyectos de desarrollo (relacionados con el diseño y los ensayos de fármacos nuevos o mejorados) se reconocen como activo intangible cuando es probable que el proyecto vaya a ser un éxito considerando su viabilidad técnica y comercial.

Dentro de este epígrafe se encuentra la partida “*Fondo de comercio*” por valor de 2.548 miles de € (se mantiene estable a lo largo de todo el estudio). Según la información publicada en la Memoria de las Cuentas Anuales Consolidadas del año 2015 y del año 2016 (nota 9), la sociedad dependiente ZelnovaZeltia, S.A., integrada en el segmento de química de gran consumo del Grupo Pharma Mar, adquirió el 100% de las acciones de Copyr a terceros durante el año 2006, registrando el grupo un fondo de comercio. Entre los factores que contribuyeron al coste de la operación, que tuvo como consecuencia el reconocimiento del fondo de comercio, se encontraban el aprovechamiento de las posibilidades de la propia Copyr, S.p.A. como unidad independiente, el potencial impulso del catálogo de productos de gran consumo de ZelnovaZeltia, S.A. en el mercado italiano y en otros europeos en los que Copyr, S.p.A. ya venía operando, así como la obtención de sinergias en los costes de adquisición de materias primas y en otros costes de producción tanto para ZelnovaZeltia, S.A. como para Copyr, S.p.A.

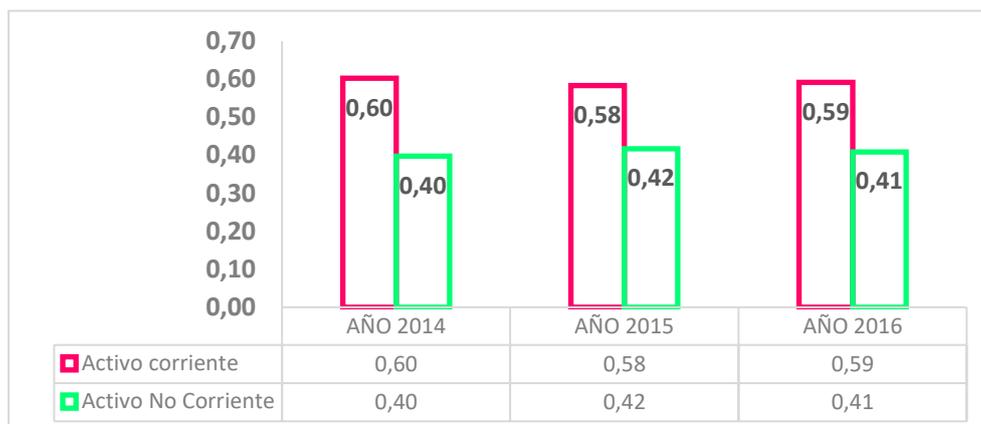
El epígrafe “*Inmovilizado Material*” está formado por los edificios e instalaciones de la sociedad matriz y sociedades dependientes.

Por último, el epígrafe de “*Activos por Impuestos Diferidos*”, ya ha sido comentado anteriormente.

En el **Activo Corriente** del Grupo destaca la importancia del epígrafe “*Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar*” que en 2016 representan un 29% de la estructura económica.

✚ **COMPOSICIÓN DEL ACTIVO DEL GRUPO NOVARTIS**

Gráfico 2.4. Composición del Activo Total del Grupo Novartis.



FUENTE: Elaboración propia a partir de datos extraídos de la base de datos SABI.

El Gráfico 2.4 muestra la composición del **Activo Total** del Grupo Novartis, distinguiendo sus dos masas patrimoniales: Activo Corriente y Activo No Corriente.

Al igual que en el caso del Grupo Pharma Mar en todos los años el Activo Corriente es superior al Activo No Corriente. Sin embargo, la diferencia porcentual de ambas masas patrimoniales es ligeramente superior que en nuestro grupo de referencia. El Activo No Corriente representa entre un 40% y un 41% del Total del Activo en 2014 y 2016 respectivamente, mientras que el Activo Corriente supone un 60% y un 59% en 2014 y 2016, respectivamente.

Los epígrafes con mayor peso relativo del **Activo No Corriente** son los mismos que en el Grupo Pharma Mar: *“Inmovilizado Intangible”*, *“Inmovilizado Material”* y *“Activos por Impuestos Diferidos”*. Si bien, en Novartis Farmacéutica, S.A. es el *“Inmovilizado Material”* el que cuenta con mayor participación, al representar un 37% del total de la estructura económica en 2016.

En cuanto al **Activo Corriente** del Grupo Novartis destaca la importancia de *“Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar”* y *“Existencias”* que en el año 2016 suponían un 27% y un 21% del total de la estructura económica. En el caso del Grupo Pharma Mar, S.A. destacaba tan solo los *“Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar”*

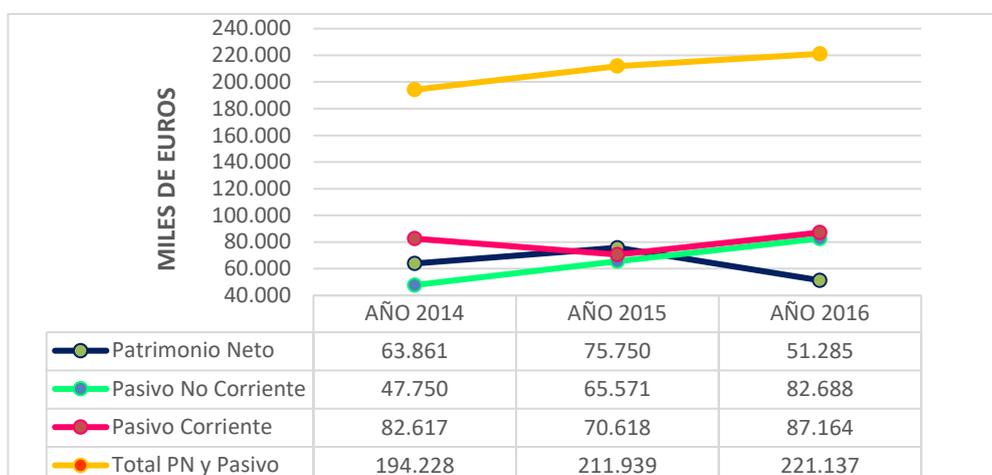
2.2.2. EVOLUCION Y COMPOSICION DEL PATRIMONIO NETO Y PASIVO

El Marco Conceptual de la Contabilidad define el Patrimonio Neto como la parte residual de los activos de la empresa, una vez deducidos todos sus pasivos. Incluye las aportaciones realizadas, ya sea en el momento de su constitución o en otros posteriores, por sus socios o propietarios, que no tengan la consideración de pasivos, así como los resultados acumulados u otras variaciones que les afecten.

Por otro lado, el Marco Conceptual de la Contabilidad define los pasivos como obligaciones actuales surgidas como consecuencia de sucesos pasados, para cuya extinción la empresa espera desprenderse de recursos que puedan producir beneficios o rendimientos económicos en el futuro. A estos efectos, se entienden incluidas las provisiones. Las obligaciones de una sociedad se dividen en Pasivo No Corriente y Pasivo Corriente.

✚ **EVOLUCIÓN DE LA ESTRUCTURA FINANCIERA DEL GRUPO PHARMA MAR.**

Gráfico 2.5. Evolución de la estructura financiera de Pharma Mar, S.A.



FUENTE: Elaboración propia a partir de datos extraídos de la base de datos SABI.

El gráfico 2.5 muestra la evolución de la estructura financiera de Pharma Mar, S.A. en el periodo 2014-2016.

Se observa como en el periodo 2014-2015 la **financiación propia** del Grupo aumento desde una cifra de 63.861 miles de € hasta 75.750 miles de €, descendiendo en el 2016 hasta los 51.285 miles de €. En el período analizado el Patrimonio Neto desciende un 20%.

Para conocer el **Patrimonio Neto del Grupo Pharma Mar** es fundamental la realización de un análisis de los movimientos de capital y de la prima de emisión en el periodo 2014-2015, a consecuencia de la fusión inversa entre Pharma Mar y Zeltia.

De acuerdo con Archel et al. (2015) la prima de emisión es el sobreprecio que se exige a los nuevos accionistas para igualar su aportación a la de los antiguos, que con su renuncia al cobro de dividendos, posibilitaron en el pasado la generación de las reservas.

En la Memoria de las Cuentas Anuales Consolidadas del año 2015 (Nota 1) se indica la aprobación, por parte de Pharma Mar, de una reducción del capital social mediante incremento de reservas voluntarias y la fijación de un nuevo número y valor nominal de sus acciones. Después de reducir el valor nominal de las acciones y aumentar su número, el número de acciones en que se dividía el capital social de Pharma Mar coincidía con el número de acciones de Zeltia. En cantidades monetarias la reducción de capital ascendió a 74.181 miles de €.

Una vez corregidos estos desequilibrios entre ambas sociedades se procedió a la fusión inversa entre Zeltia (sociedad absorbida) y Pharma Mar (sociedad absorbente).

La prima de emisión de Zeltia, S.A. era superior a la de Pharma Mar, S.A. en 254.097 miles de €, por lo que tras la fusión este importe fue clasificado como reserva voluntaria, no teniendo estos cambios efecto alguno en la evolución del capital social de la sociedad; dicho epígrafe se mantiene constante en todo el periodo estudiado en una cifra de 11.110 mil euros.

Otro suceso relevante es el descenso sufrido por el Patrimonio Neto en el periodo 2015-2016. La caída del Patrimonio Neto desde un volumen de 75.750 miles de € hasta los 51.285 miles de € es debido al epígrafe “*Resultados del Ejercicio*”. En 2015 el Resultado del Ejercicio ascendía a 6.600 miles de € pasando en 2016 a unas pérdidas de 24.100 miles de €.

En la Memoria de las Cuentas Anuales Consolidadas del año 2016 del Grupo Pharma Mar se explica cómo esta diferencia de resultados es consecuencia del incremento de los recursos netos destinados a I+D en 18.100 miles de euros con respecto al mismo periodo del ejercicio anterior, así como al registro de una cifra inferior en ingresos por acuerdos de licencias.

El gráfico 2.5 también muestra la **financiación ajena** de la sociedad, distinguiéndose entre las obligaciones a corto plazo (Pasivo Corriente) y las obligaciones a largo plazo (Pasivo No Corriente).

El **Pasivo No Corriente** tiene una evolución positiva en todo el periodo estudiado, en concreto aumenta un 73% desde 2014 hasta 2016. Este aumento se produce principalmente por el incremento del epígrafe “*Deudas a Largo Plazo*” que pasa de 47.045 miles de € en 2014 a 81.583 miles de € en 2016.

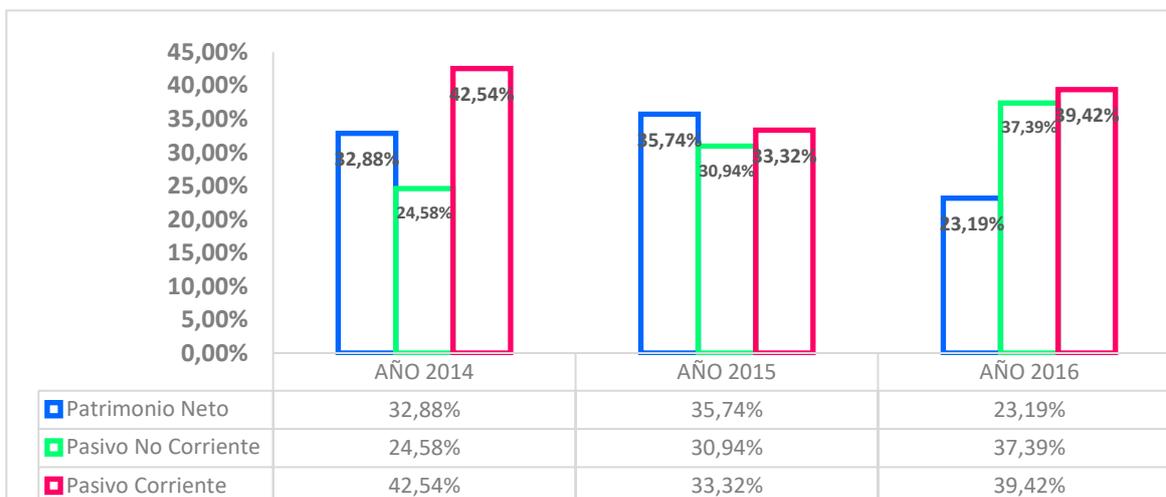
En cuanto al **Pasivo Corriente** se observa una evolución irregular, pudiéndose distinguir claramente dos periodos.

En el primer periodo de estudio, el Pasivo Corriente disminuyó notablemente (-15%). Este descenso vino propiciado por la reducción de un 35% del epígrafe “*Deudas a Corto Plazo*”. Según se recoge en la Memoria de las Cuentas Anuales Consolidadas del año 2015 del Grupo Pharma Mar (Nota 25) en Mayo de dicho año se amortizó totalmente el contrato de préstamo que Pharma Mar había firmado en el ejercicio 2007 con el Banco Europeo de Inversiones y por el Instituto de Crédito Oficial por importe original de 50.000 miles de euros con una duración de 9 años (10 antes de la renovación del mismo a 11/12/12). El importe del mismo, que figuraba como deuda a corto plazo a 31 de diciembre de 2014 ascendía a 12.515 miles de euros, quedando a 31 de diciembre de 2015 totalmente amortizado.

En el segundo periodo, 2015-2016, se puede observar como la financiación a corto plazo de la sociedad aumenta un 23%. Este aumento de las obligaciones a corto plazo se explica fundamentalmente por el aumento de las “*Deudas a corto plazo*” que aumentó un 32% con respecto al periodo anterior.

COMPOSICIÓN DE LA ESTRUCTURA FINANCIERA DEL GRUPO PHARMA MAR.

Gráfico 2.6. Composición de la estructura financiera de Pharma Mar, S.A.



FUENTE: elaboración propia a partir de datos extraídos de la base de datos SABI.

El gráfico 2.6 muestra el peso relativo de las masas patrimoniales que conforman la estructura financiera del Grupo Pharma Mar.

Como se puede observar el **Patrimonio Neto** del Grupo Pharma Mar ha pasado de representar el 33% del total de la estructura financiera en 2014 a situarse en un 23% en 2016. Esta disminución de su peso relativo es fundamentalmente debida al descenso de la “*Prima de Emisión*” y del “*Resultado del Ejercicio*”.

En consonancia con el descenso de la financiación propia, se produce un incremento de la financiación ajena. El **Pasivo No Corriente** ha pasado de significar el 25% en 2014 a significar el 37% en 2016. Este aumento fue debido al aumento de las “*Deudas a Largo Plazo*”.

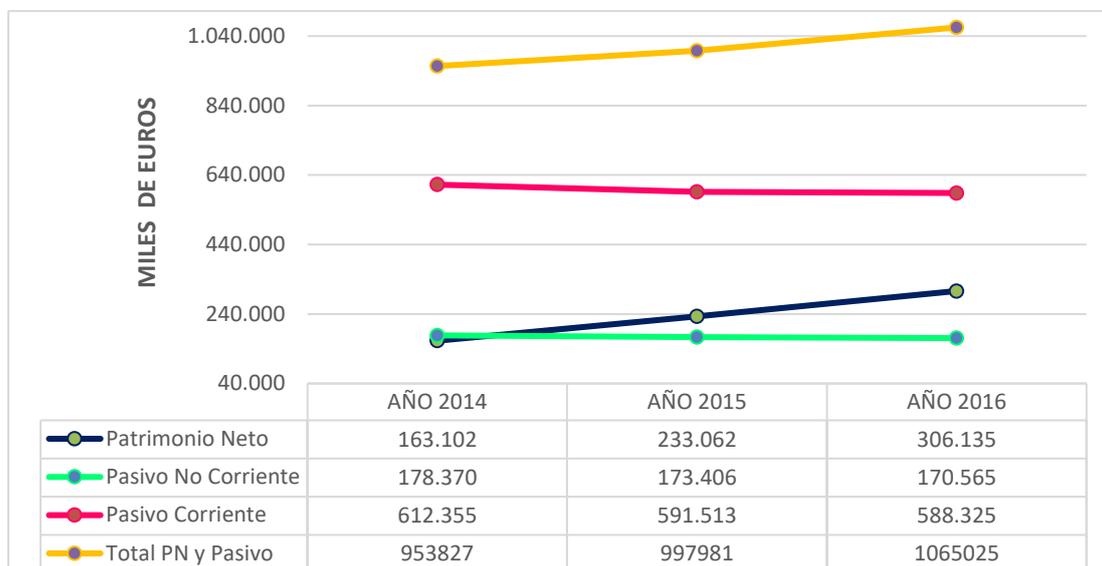
El **Pasivo Corriente** disminuye ligeramente su participación pasando de representar el 43% en 2014 al 39% en 2016 del total de la estructura financiera.

Dentro de la financiación a corto plazo destaca la disminución del epígrafe de “*Deudas a corto plazo*” (del 23% en 2014 al 17% en 2016) y el aumento de los “*Acreeedores comerciales y otras cuentas a pagar*” (del 16% en 2014 al 19% en 2016).

✚ EVOLUCIÓN DE LA ESTRUCTURA FINANCIERA GRUPO NOVARTIS

Procedemos ahora a ejecutar un análisis de la evolución de la empresa líder del sector de “elaboración de productos farmacéuticos”, Novartis Farmacéutica, S.A.

Gráfico 2.7. Evolución de la estructura financiera de Novartis Farmacéutica, S.A.



FUENTE: Elaboración propia a partir de datos extraídos de la base de datos SABI.

El gráfico 2.7 muestra la evolución de la estructura financiera del Grupo Novartis Farmacéutica, S.A.

En el presente gráfico se observa como la **financiación propia** del Grupo obtiene una tendencia positiva a lo largo del periodo estudiado, llegando casi a doblarse (pasa de 163.102 miles de € en 2014 a 306.135 miles de € en 2016.)

Esta tendencia positiva del **Patrimonio Neto** de Novartis y sociedades dependientes se debe al aumento del epígrafe “Reservas” que se incrementa en un 245% entre 2014 y 2016 (pasa de 50.050 miles de € en 2014 a 174.317 miles de euros en 2016). El epígrafe “Resultado del ejercicio” también aumenta, pero en una menor proporción (tan solo aumenta un 38% entre 2014 y 2016).

El gráfico 2.7 también muestra la evolución de la financiación ajena del Grupo Novartis farmacéutica. La **financiación ajena** del Grupo ha disminuido entre 2014 y 2016, tanto a corto plazo (Pasivo Corriente) como a largo plazo (Pasivo No Corriente).

El descenso del **Pasivo No Corriente** en el periodo estudiado viene explicado básicamente por la reducción del epígrafe “Provisiones a largo plazo” que se reduce entre el 2014 y el 2016 en 64%.

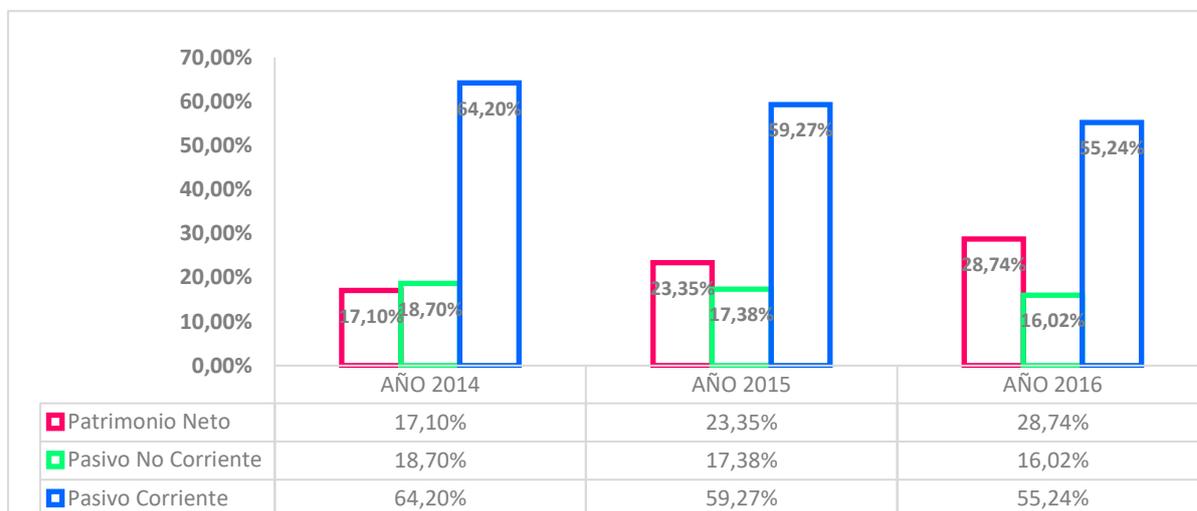
El **Pasivo Corriente** se reduce por la venta de los “Pasivos vinculados con activos no corrientes mantenidos para la venta”, los cuales en 2014 suponían un 3% del total de la estructura financiera del Grupo y la disminución experimentada por las “Deudas con empresas del grupo y asociadas a corto plazo”.

Dentro del Pasivo Corriente, las “Deudas a corto plazo”, los “Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar” y las “Provisiones a corto plazo” se incrementan un 154%, un 6% y un 7%, respectivamente, a lo largo del período objeto de estudio.

Cabe destacar como los epígrafes “*Acreeedores comerciales y otras cuentas a cobrar*” y “*Deudas a corto plazo*”, a pesar de reducirse las obligaciones a corto plazo, han aumentado en el periodo 2014-2016 un 6% y un 154% respectivamente.

✚ **COMPOSICIÓN DE LA ESTRUCTURA FINANCIERA GRUPO NOVARTIS**

Gráfico 2.8. Composición de la estructura financiera de Novartis Farmacéutica, S.A.



FUENTE: Elaboración propia a partir de datos extraídos de la base de datos SABI.

El gráfico 2.8 muestra la composición de la estructura financiera del Grupo Novartis Farmacéutica en el periodo estudiado.

Como se puede observar, el **Patrimonio Neto** del grupo líder de la industria farmacéutica en España ha pasado de representar un 17% del total de la estructura financiera en 2014 a situarse en un 29% en 2016. Este aumento de su peso relativo es debido básicamente al incremento de las “*Reservas*” y del “*Resultado del ejercicio*”.

En concordancia con el incremento de la financiación propia, se produce un descenso de la financiación ajena del Grupo, tanto a corto como a largo plazo.

El **Pasivo No Corriente** ha pasado de significar un 19% en 2014 a significar en 2016 un 16%. Este descenso se debe a la reducción de las “*Provisiones a largo plazo*”.

En cuanto al **Pasivo Corriente** se debe decir que es la masa patrimonial más importante del Grupo Novartis Farmacéutica, ya que supone aproximadamente el 60% del total de la estructura financiera del Grupo. El pasivo Corriente pasa de suponer en 2014 un 64% del total de la financiación del Grupo a suponer en 2016 un 55%. Esta reducción se debe a la desaparición del epígrafe “*Pasivos vinculados con activos no corrientes mantenidos para la venta*”, los cuales en 2014 suponían un 3% del total de la estructura financiera del Grupo y a la disminución del peso relativo de las “*Deudas con empresas del Grupo y asociadas a corto plazo*”.

Después de analizar la composición y evolución de la estructura financiera del Grupo Novartis Farmacéutica, S.A. se puede afirmar que la situación es justamente la contraria que en el Grupo Pharma Mar, S.A. Mientras Pharma Mar aumentaba el peso relativo de la financiación ajena a largo plazo en detrimento de su financiación propia, el Grupo Novartis aumenta el peso relativo de la financiación propia en detrimento de la financiación ajena

2.2 ANÁLISIS DEL ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO

Según Archel et al. (2015) el Estado de Flujos de Efectivo (EFE) es un documento que informa sobre el origen y la utilización de los activos monetarios representativos de efectivo y otros activos líquidos equivalentes, clasificando los movimientos por actividades e indicando la variación neta de dicha magnitud en el ejercicio. Se trata, por tanto, de un documento que agrupa por tipos de actividades los cobros y los pagos existentes en una sociedad, con el fin de informar acerca de los movimientos de efectivo producidos en el ejercicio.

La utilidad del EFE es significativa a la hora de crear una imagen fiel de la empresa, debido a la complejidad de manipular los movimientos de cobros y pagos. Por el contrario, otras magnitudes contables construidas sobre la base del devengo, como, por ejemplo, el resultado, integrado por variables como las amortizaciones o los deterioros son fácilmente manipulables. El cálculo de estas variables se realiza a partir de estimaciones que pueden ajustarse en función de la imagen que la sociedad pretenda transmitir a terceros. De aquí deriva la importancia de la realización de un análisis del EFE para nuestras dos empresas de estudio.

La correcta gestión de tesorería, es decir, de los cobros y pagos, debe ser un aspecto clave para cualquier empresa. De acuerdo con Llorente Olier (2017) la mayoría de las empresas en situación de concurso de acreedores son firmas que tenían beneficios pero que no han sido capaces de gestionar correctamente su tesorería, no pudiendo hacer frente a sus compromisos de pago de la manera adecuada.

Se pueden distinguir tres tipos de operaciones con efectos sobre la tesorería y otros medios líquidos equivalentes:

- ❖ *Flujos de Efectivo de las Actividades de Explotación (FEAE)*: aquellos flujos generados por las operaciones que constituyen la actividad principal de la empresa.
- ❖ *Flujos de Efectivo de las Actividades de Inversión (FEAI)*: muestran las entradas y salidas de tesorería que se producen por la adquisición o venta de activos no corrientes.
- ❖ *Flujos de Efectivo de las Actividades de Financiación (FEAF)*: comprenden los cobros procedentes de recursos concedidos por terceros, así como los pagos realizados para la devolución de las cantidades aportadas por los mismos.

Esta clasificación tiene por objeto determinar la capacidad que tiene una compañía para generar liquidez con la que hacer frente a sus pagos. La principal fuente de la liquidez de cualquier empresa debe ser la explotación. De existir un excedente en las mismas (cobros de explotación > pagos de explotación), el mismo se empleará en atender los pagos necesarios derivados de las actividades de inversión. Como consecuencia de que el *cash flow* neto de la explotación sea mayor o no que los pagos de la inversión, la empresa tendrá que recurrir a fondos externos para financiarse.

 GRUPO PHARMA MAR, S.A.

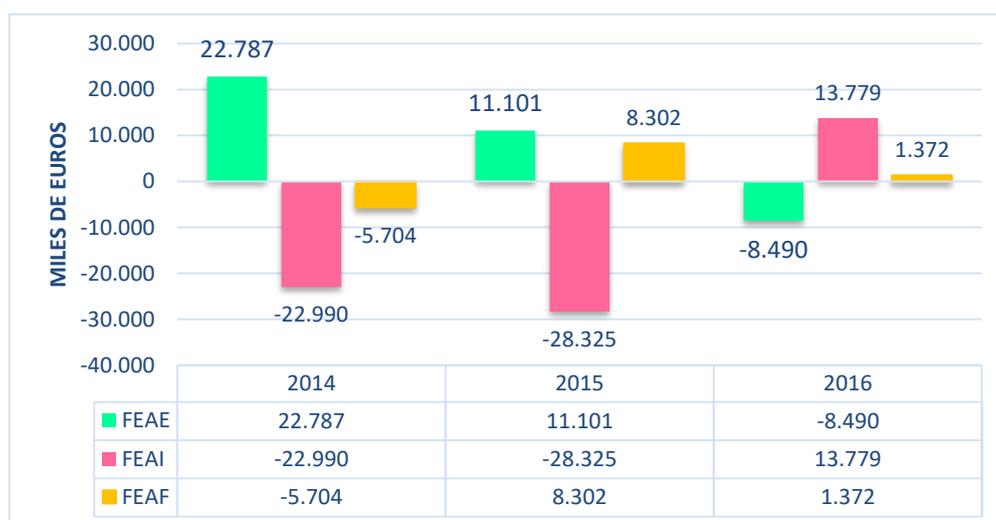
En el presente subepígrafe se procede a realizar un análisis del Estado de Flujos de Efectivo del Grupo Pharma Mar, S.A.

Tabla 2.1. Estado de Flujos de Efectivo del Grupo Pharma Mar, S.A.

	2014	2015	2016
Flujos de Efectivo de las Actividades de Explotación	22.787	11.101	-8.490
Flujos de Efectivo de las Actividades de Inversión	-22.990	-28.325	13.779
Flujos de Efectivo de las Actividades de Financiación	-5.704	8.302	1.372
Aumento/disminución neta del efectivo o equivalentes	-5.907	-8.922	6.661
Efectivo o equivalentes al comienzo del ejercicio	22.458	16.551	7.629
Efectivo o equivalentes al final del ejercicio	16.551	7.629	14.290

FUENTE: Elaboración propia a partir de datos extraídos de la base de datos SABI.

Gráfico 2.9. Flujo de Efectivo de Actividades de Explotación, Inversión y Financiación Grupo Pharma Mar, S.A.



FUENTE: Elaboración propia a partir de datos extraídos de la base de datos SABI.

El Gráfico 2.9 refleja la evolución de los Flujos de Efectivo de las Actividades de Explotación, Inversión y Financiación del Grupo Pharma Mar en el periodo estudiado.

El Flujo de Efectivo de las Actividades de Explotación del Grupo Pharma Mar, presenta una tendencia negativa en el periodo 2014-2016, ha pasado de 22.787 miles de € en 2014 a – 8.490 miles de € en 2016. En los dos primeros ejercicios el FEAE fue positivo, lo que significa que la actividad normal del Grupo generó recursos suficientes para cubrir las necesidades surgidas en el ciclo productivo. En 2016 el FEAE fue negativo, es decir, el Grupo no tuvo capacidad suficiente para cubrir las necesidades del ciclo productivo con los recursos generados por la actividad normal de la empresa.

Por otro lado, el Flujo de Efectivo procedente de las Actividades de Inversión es negativo en los dos primeros años del estudio, siendo positivo en el último año (2016). Que el FEAI sea negativo significa que los pagos por inversiones fueron superiores a

los cobros por desinversiones. Esto en principio es una buena señal para la empresa porque significa que se están llevando a cabo nuevas inversiones que podrían generar más flujos de efectivos positivos en el futuro. No obstante, se debe matizar que los flujos de inversión son superiores a los de explotación, lo que significa que la empresa no puede cubrir sus necesidades de inversión con los recursos generados en su actividad principal y deberá recurrir a otras fuentes de financiación.

En el ejercicio 2016 el FEAI fue positivo, es decir, el Grupo Pharma Mar, S.A. obtuvo más cobros por desinversiones que pagos por inversiones.

Respecto al Flujo de Efectivo de las Actividades de Financiación, el Grupo Pharma Mar, S.A. obtiene un FEAF negativo en el primer ejercicio convirtiéndose en positivo en el año 2015 y 2016. Un flujo de efectivo procedente de las Actividades de Financiación negativo indica que la empresa está devolviendo las deudas que tiene contraídas y sin incurrir en nuevas obligaciones.

De este análisis se pueden sacar varias conclusiones:

- En los ejercicios **2014 y 2015** el Grupo Pharma Mar tuvo más salidas de tesorería que entradas y por eso existen **disminuciones netas del efectivo**. Además, se debe recalcar que en estos años el flujo de efectivo positivo generado por la actividad normal de la empresa no es suficiente para hacer frente a los flujos negativos de las actividades de financiación e inversión. Esta situación puede suponer problemas a la sociedad para pagar las deudas a su vencimiento.
- En el ejercicio **2016** el grupo tuvo más entradas de efectivo que salidas, existiendo así **aumentos netos de efectivo**. Esto se puede explicar por los flujos positivos generados tanto por las actividades de inversión como por las actividades de financiación que compensan los flujos negativos que provienen de la actividad normal de la empresa.

✚ GRUPO NOVARTIS, S.A.

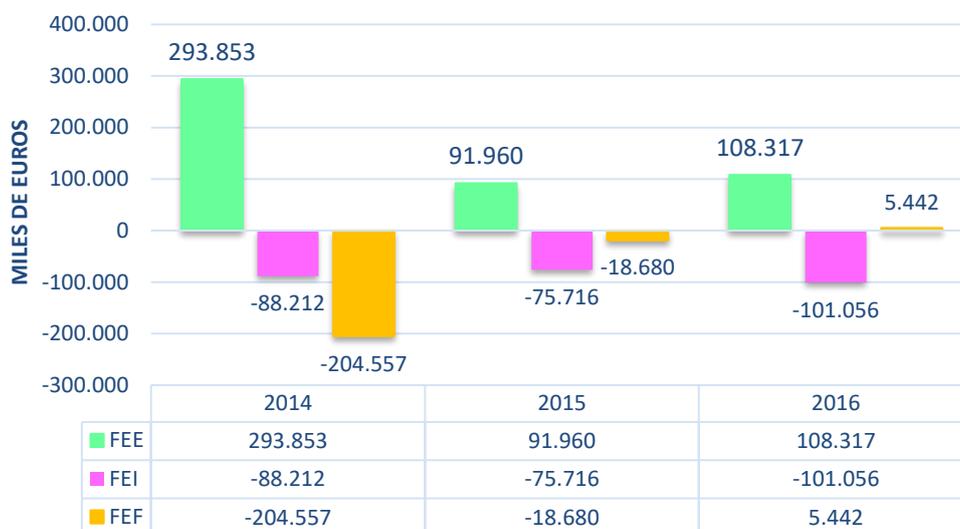
Se procede ahora a la realización de este estudio para la empresa líder del sector, Novartis Farmacéutica, S.A.

Tabla 2.2. Estado De Flujos de Efectivo del Grupo Novartis, S.A.

	2014	2015	2016
Flujos de Efectivo de las Actividades de Explotación	293.853	91.960	108.317
Flujos de Efectivo de las Actividades de Inversión	-88.212	-75.716	-101.056
Flujos de Efectivo de las Actividades de Financiación	-204.557	-18.680	5.442
Aumento/disminución neta del efectivo o equivalentes	1.084	-2.436	12.703
Efectivo o equivalentes al comienzo del ejercicio	3.571	4.655	2.219
Efectivo o equivalentes al final del ejercicio	4.655	2.219	14.922

FUENTE: Elaboración propia a partir de datos extraídos de la base de datos SABI.

Gráfico 2.10. Flujo de Efectivo de Actividades de Explotación, Inversión y Financiación Grupo Novartis Farmacéutica, S.A.



FUENTE: Elaboración propia a partir de datos extraídos de la base de datos SABI.

En el gráfico 2.10 se ilustra la evolución del Flujo de Efectivo de las Actividades de Explotación, Inversión y Financiación para el Grupo Novartis Farmacéutica.

El Flujo de Efectivo de las Actividades de Explotación del Grupo Novartis es positivo en todos los años del estudio. Estas cifras son una buena señal para el Grupo debido a que es capaz de cubrir sus necesidades de explotación con los recursos generados por la actividad principal de la empresa.

Por otro lado, el Flujo de las Actividades de Inversión es siempre negativo lo que supone que la empresa está llevando a cabo nuevas inversiones que darán la posibilidad de obtener nuevos flujos de tesorería positivos en el futuro. En todo el periodo, la inversión en inmovilizado material fue mayor a los cobros generados con la venta de dichos activos.

En cuanto al Flujo de Efectivo procedente de las Actividades de Financiación, fue negativo durante los años 2014 y 2015. En estos años los pagos superaron a los cobros dado que destinaron recursos tanto a la cancelación de deudas como al pago de dividendos (este último solo en 2014). En 2016, los cobros superaron a los pagos como consecuencia de la emisión de deuda.

Como conclusiones se puede apuntar:

- En el año 2014 el flujo neto de tesorería fue positivo, lo que implica que la empresa pudo hacer frente a sus necesidades de inversión y de financiación con los recursos que generó su actividad principal.
- En el año 2015 el flujo neto de tesorería fue negativo, lo que supone que exista una disminución del efectivo. Lo que ocurre en este periodo es que el Grupo Novartis no generó suficientes recursos con su actividad principal para cubrir las necesidades de inversión y financiación.
- En el 2016 el flujo neto de tesorería fue el más alto de todo el periodo de estudio, en concreto, 12.703 miles de euros. Esto se explica por las entradas de efectivo procedentes de las actividades de explotación y financiación.

2.3 ANÁLISIS DE LA CAPACIDAD FINANCIERA

En este apartado se abordará el **análisis de liquidez de Pharma Mar, S.A. y Novartis Farmacéutica, S.A.**

De acuerdo con Garrido e Iñiguez (2015) el objetivo del análisis de la liquidez es evaluar la capacidad de la empresa para atender sus compromisos de pago a corto plazo, para lo cual debe disponer de efectivo suficiente en el momento oportuno. Debe ser la actividad normal de la empresa la que genere dichos recursos, siendo necesaria la coordinación de las corrientes de cobros y pagos derivadas de dicha actividad.

La metodología de análisis mediante el uso de ratios está muy generalizada. Esta popularidad deriva de su sencillez y de su rapidez para su aplicación: basta con disponer de datos de dos balances consecutivos para ver cómo evolucionan unas partidas en relación con otras; y, de este modo informarnos de la situación de liquidez.

A pesar de esta popularidad, es preciso recalcar que el análisis de ratios no es suficiente por sí solo para obtener conclusiones sobre la liquidez de una empresa; es más, su análisis de forma aislada podría incluso inducir a error. Por esta razón se completará dicho análisis con el estudio del fondo de maniobra y las necesidades del fondo de rotación.

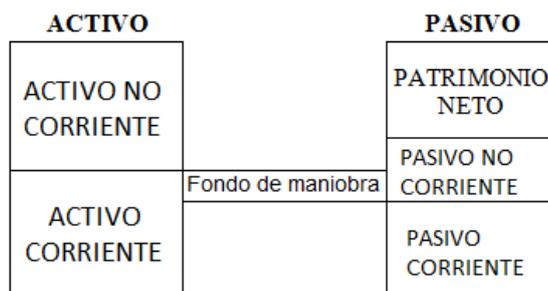
2.3.1 LA LIQUIDEZ A CORTO PLAZO

El análisis del riesgo a C/P se basa en la valoración de activos a corto plazo respecto a la capacidad que tiene la sociedad de hacer frente a los pasivos a corto plazo.

a. Fondo de maniobra o capital circulante

El análisis del riesgo de crédito a corto plazo se ha centrado durante décadas en el estudio del capital circulante o fondo de maniobra desde una perspectiva estática.

Figura 2.1. Esquema del concepto *Fondo de maniobra*.



La figura 2.1 muestra tanto la estructura económica como la estructura financiera de una sociedad ilustrando el concepto *Fondo de Maniobra*.

En la figura se puede observar como la diferencia entre el Activo Corriente y el Pasivo Corriente, es decir, la parte del Activo Corriente que queda libre una vez atendidas las deudas frente a terceros a corto plazo es el Capital Circulante. Desde el punto de vista financiero, el capital circulante representa la parte del Activo Corriente que no consigue ser financiada con Pasivo Corriente, y por lo tanto, debiendo ser financiada con Recursos Permanentes (Patrimonio Neto o Pasivo No Corriente).

El análisis del capital circulante constituye el indicador de la capacidad de la empresa para generar recursos con la actividad habitual o típica, que permita atender la devolución de las obligaciones (pasivo).

$$CAPITAL\ CIRCULANTE = ACTIVO\ CORRIENTE - PASIVO\ CORRIENTE$$

La visión más conservadora del análisis de liquidez presume que si el Capital Circulante es positivo, es decir, los Activos Corrientes (que se convertirán en liquidez a C/P) son superiores a los Pasivos Corrientes (exigibles en ese mismo plazo) la empresa no tendrá problemas a corto plazo para hacer frente a sus obligaciones de pago.

Ahora bien, contar con una posición del Capital Circulante positiva no es garantía de que no vayan a producirse desajustes de liquidez a corto plazo, pues la empresa podría tener mucho más Activo Corriente que Pasivo Corriente y, sin embargo, los primeros estar representados por existencias de difícil venta o clientes de difícil cobro.

Gráfico 2.11. Evolución del Capital Circulante del Grupo Pharma Mar, S.A.

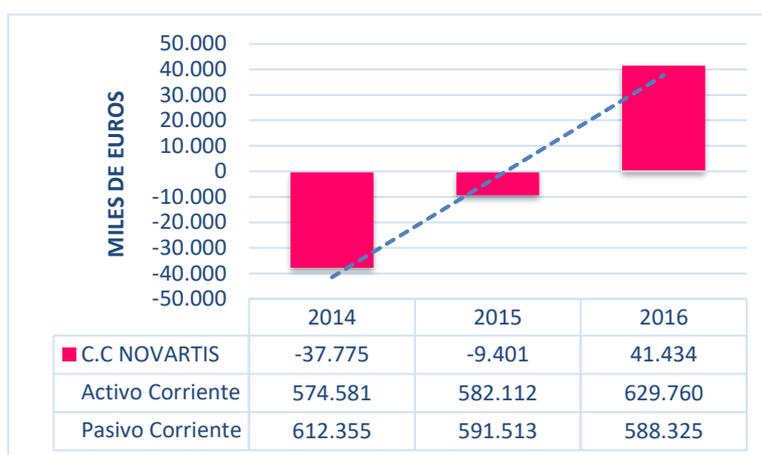


FUENTE: Elaboración propia a partir de datos extraídos de la base de datos SABI.

El gráfico 2.11 muestra el cálculo y evolución del Capital Circulante del Grupo Pharma Mar, S.A.

El Capital Circulante del Grupo Pharma Mar, S.A. es positivo en todos los años, siendo el 2015 el año con la cifra más elevada (aumentaron los activos y disminuyeron los pasivos). Un Fondo de Maniobra positivo significa que el Activo Corriente es superior al Pasivo Corriente, lo que pronostica la ausencia de problemas de liquidez para hacer frente a sus obligaciones de pago a corto plazo de la forma adecuada.

Gráfico 2.12. Evolución del Capital Circulante del Grupo Novartis Farmacéutica, S.A.



FUENTE: Elaboración propia a partir de datos extraídos de la base de datos SABI.

El gráfico 2.12 muestra la evolución del Capital Circulante del Grupo Novartis.

La empresa líder del sector obtuvo en los dos primeros ejercicios del estudio un Capital Circulante negativo, lo que implica que el Grupo pudo tener problemas de liquidez a corto plazo. Cabe recalcar una paulatina mejora de la situación financiera a corto plazo en el periodo analizado, alcanzando en 2016 con un Capital Circulante positivo de 41.434 miles de €.

b. Necesidades del Fondo de Rotación

Según Archel et al. (2015) el análisis de las Necesidades del Fondo de Rotación es una técnica muy útil en el estudio por descomposición del Capital Circulante o Fondo de Rotación.

La descomposición del Activo Corriente no se limita a las masas de existencias, realizables y disponibles, sino que más detalladamente se descompone en función de su vinculación o no con el ciclo de explotación. Igualmente, el Pasivo Corriente también se puede dividir, en función de la naturaleza de las partidas que lo conforman, como de explotación o ajeno a esta.

El análisis por descomposición del Fondo de Rotación permite conocer la medida en que las necesidades de financiación provocadas por la inversión en Activos Corrientes se corresponden con la actividad de explotación o si, por el contrario, se tratan de inversiones a Corto Plazo no relacionadas directamente con las mismas.

✚ GRUPO PHARMA MAR, S.A.

→ NECESIDADES DEL FONDO DE ROTACION DE LA EXPLOTACIÓN (NFRE)

El primer nivel de descomposición es el directamente relacionado con el ciclo de explotación. Para mantener los niveles de Activo Corriente marcados por la empresa, se cuenta inicialmente con una financiación específica representada por las cuentas a pagar a proveedores.

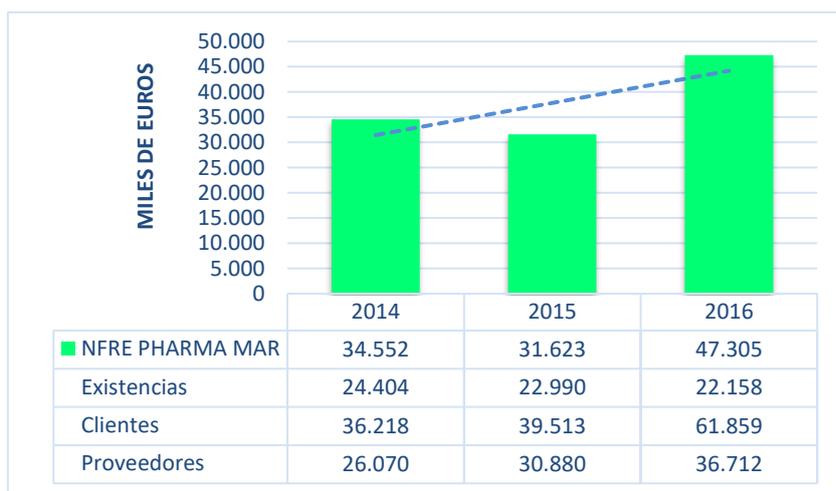
Las NFRE se calculan de la siguiente forma:

$$\text{NFRE} = \text{Existencias} + \text{Clientes} - \text{Proveedores}$$

Si las NFRE son positivas significará que los activos de explotación no se han financiado exclusivamente con los pasivos de explotación, es decir, el ciclo de explotación no es autosuficiente financieramente.

Por el contrario, si las NFRE son negativas, significa que la financiación otorgada por proveedores supera a las inversiones exigidas por el ciclo productivo, generándose un sobrante de financiación que la empresa estará utilizando para financiar inversiones ajenas al ciclo.

Gráfico 2.13. Evolución de las Necesidades del Fondo de Rotación de la Explotación Grupo Pharma Mar, S.A.



FUENTE: Elaboración propia a partir de datos extraídos de la base de datos SABI.

El gráfico 2.13 muestra la evolución de las Necesidades del Fondo de Rotación de la Explotación (NFRE) del Grupo Pharma Mar, S.A.

El Grupo Pharma Mar ha obtenido unas NFRE positivas a lo largo del periodo estudiado. En los ejercicios 2014 y 2015 las NFRE se mantienen más o menos constantes, aumentando notablemente en el ejercicio 2016 (concretamente 15.682 miles de €).

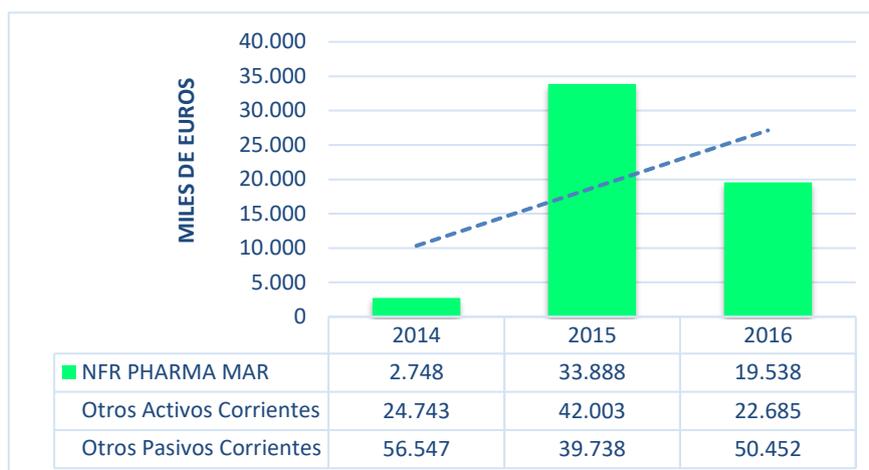
La financiación obtenida por los acreedores comerciales es insuficiente para financiar las inversiones relacionadas con el ciclo de explotación, es decir, el ciclo de explotación de Pharma Mar, S.A. no es autosuficiente financieramente. Por ejemplo, la empresa en 2016 tuvo que conseguir financiación fuera del ciclo de explotación por importe de 44.218 miles de € para mantener constantes sus niveles de existencias y deudores.

→NECESIDADES DEL FONDO DE ROTACIÓN

Si a las NFRE se les suma Otros Activos Corrientes (títulos valores a corto plazo, deudores no comerciales, etc.) y se le resta la cifra correspondiente a Otras fuentes de financiación a corto plazo no relacionadas directamente con la explotación, se obtiene las Necesidades del Fondo de Rotación (NFR).

$$\text{NFR} = \text{NFRE} + \text{Otros Activos Corrientes} - \text{Otros Pasivos Corrientes}$$

Gráfico 2.14. Evolución de las Necesidades del Fondo de Rotación del Grupo Pharma Mar, S.A.



FUENTE: Elaboración propia a partir de datos extraídos de la base de datos SABI.

En el gráfico 2.14 se representa la evolución de las Necesidades del Fondo de Rotación del Grupo Pharma Mar, S.A.

Las NFR son positivas en todo el periodo analizado, lo que evidencia una insuficiencia en la financiación otorgada por proveedores y demás pasivos ajenos a la explotación para cubrir las inversiones del ciclo y ajenas a este, siendo necesario que el Grupo acuda a otras fuentes de financiación.

En el ejercicio 2015 el Grupo Pharma Mar, S.A. obtuvo las Necesidades del Fondo de Rotación más altas de todo el periodo estudiado, con unas necesidades de 33.888 miles de euros. Esto debe al aumento de otros activos corrientes, concretamente al aumento del epígrafe “*Inversiones Financieras a Corto Plazo*”.

Por el contrario, las Necesidades del Fondo de Rotación más bajas se sitúan en el ejercicio 2014. En dicho año la financiación otorgada por proveedores y demás pasivos financieros se situaba en 56.547 miles de €; la cifra más alta de todo el periodo estudiado. Por eso, el Grupo Pharma Mar, S.A. solo tuvo que obtener de otras fuentes de financiación a largo plazo 2748 miles de €.

→ FONDO DE ROTACIÓN

Por último, si a las Necesidades del Fondo de Rotación se le suma la tesorería de la empresa, se obtiene la cifra del Fondo de Rotación (FR). Un fondo de rotación positivo representa la financiación que la empresa deberá obtener (que será a largo plazo) para poder mantener las inversiones en todo tipo de activos de corto plazo.

$$\mathbf{FR = NFR + Tesorería}$$

Gráfico 2.15. Evolución del Fondo de Rotación del Grupo Pharma Mar, S.A.



FUENTE: Elaboración propia a partir de datos extraídos de la base de datos SABI.

El FR obtenido por el Grupo Pharma Mar, S.A, ha sido positivo en todos los años, lo que significa que la empresa ha tenido que recurrir a financiación adicional a largo plazo para poder mantener las inversiones en activos corrientes.

Por ejemplo, en el ejercicio 2016 la empresa necesitó una financiación a largo plazo de 33.828 miles de euros para cubrir la estructura del circulante que no pudo ser financiada con deudas a corto plazo.

➤ GRUPO NOVARTIS FARMACEUTICA, S.A.

Una vez realizado el análisis del Fondo de Rotación por descomposición de la empresa referente de este estudio (Pharma Mar), se procede a analizar con la misma metodología la empresa líder del sector (Novartis).

➔ NECESIDADES DEL FONDO DE ROTACIÓN DE LA EXPLOTACIÓN (NFRE)

Gráfico 2.16. Evolución de las Necesidades del Fondo de Rotación de la Explotación Grupo Novartis Farmacéutica, S.A.



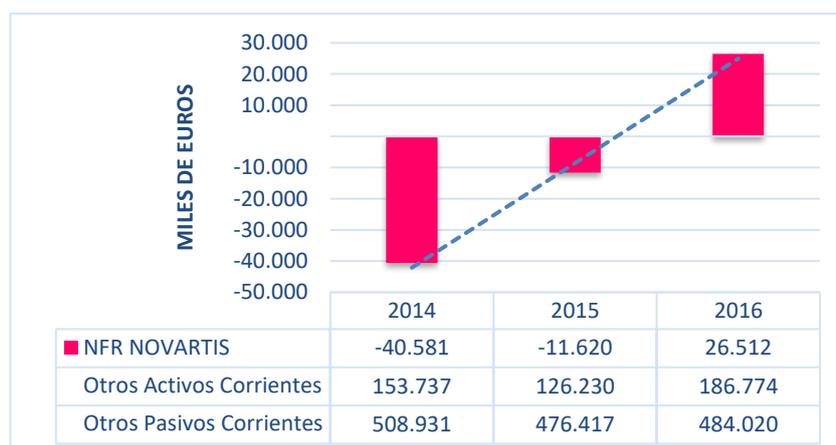
FUENTE: Elaboración propia a partir de datos extraídos de la base de datos SABI.

El gráfico 2.16 muestra la evolución de las Necesidades del Fondo de Rotación de la Explotación del Grupo Novartis Farmacéutica, S.A. en el periodo de estudio.

Las NFRE obtenidas por el Grupo Novartis Farmacéutica, S.A. son positivas a lo largo del periodo 2014-2016. Esto significa que la financiación obtenida por los acreedores comerciales es insuficiente para financiar las inversiones relacionadas con el ciclo de explotación y por lo tanto, se puede afirmar que el ciclo de explotación de Novartis Farmacéutica, S.A. no es autónomo financieramente.

→ NECESIDADES DEL FONDO DE ROTACIÓN (NFR)

Gráfico 2.17. Evolución de las Necesidades del Fondo de Rotación Grupo Novartis Farmacéutica, S.A.



FUENTE: Elaboración propia a partir de datos extraídos de la base de datos SABI.

El Gráfico 2.17 representa la evolución de las Necesidades del Fondo de Rotación del Grupo Novartis Farmacéutica, S.A.

La empresa líder del sector obtuvo unas NFR negativas en los ejercicios 2014 y 2015, siendo positivas en último ejercicio estudiado (2016).

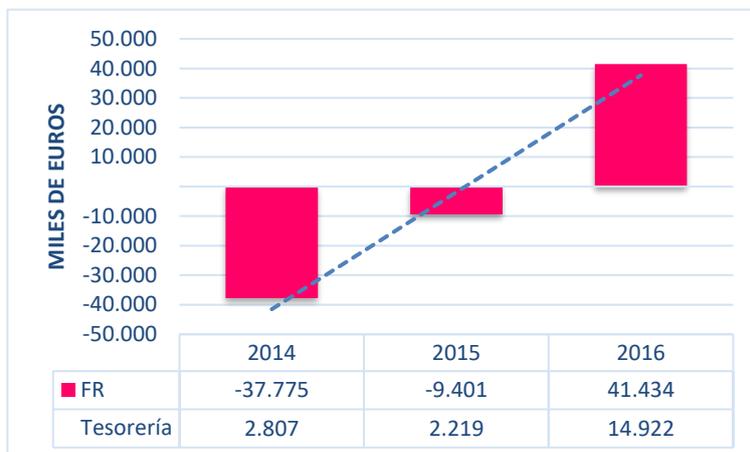
Que las NFR del Grupo Novartis Farmacéutica sean negativas significa que la financiación otorgada por los proveedores y demás pasivos ajenos a la explotación supera las inversiones del ciclo y ajenas al ciclo y, por lo tanto, no es preciso acudir a fuentes de financiación adicionales. En estos ejercicios El Grupo Novartis Farmacéutica, S.A. no tuvo que recurrir a otras fuentes de financiación en ambos ejercicios debido a que poseía un volumen de “Pasivos Financieros a Corto Plazo” suficiente para soportar las inversiones llevadas a cabo.

Por el contrario, en el ejercicio 2016 Novartis Farmacéutica se vio obligada recurrir a fuentes de financiación adicionales, ya que la financiación otorgada por los proveedores y demás pasivos ajenos al ciclo de explotación fueron insuficientes para cubrir las inversiones del ciclo y ajenas a este.

→ FONDO DE ROTACIÓN (FR)

Sumando el epígrafe “Tesorería y otros activos líquidos equivalentes” a las Necesidades del Fondo de Rotación se ha obtenido el Fondo de Rotación.

Gráfico 2.18. Evolución del Fondo de Rotación Grupo Novartis Farmacéutica, S.A.



FUENTE: Elaboración propia a partir de datos extraídos de la base de datos SABI.

El Gráfico 2.18 muestra la evolución del Fondo de Rotación del Grupo Novartis Farmacéutica, S.A. en el periodo 2014-2016.

El FR es negativo en los dos primeros ejercicios, lo que significa que la financiación obtenida de proveedores y demás pasivos ajenos a la explotación supera las inversiones del ciclo, ajenas al ciclo y la tesorería, y por lo tanto no es preciso acudir a otras fuentes de financiación a largo plazo.

Por el contrario, en el ejercicio 2016 el Grupo obtuvo un FR positivo, lo que implica que las inversiones del ciclo, ajenas al ciclo y la tesorería son superiores a la financiación obtenida por proveedores y demás pasivos ajenos a la explotación y, por lo tanto, el Grupo tuvo que buscar financiación adicional a largo plazo para mantener sus niveles de Activo Corriente.

c. Indicadores de liquidez

En este apartado se estudiarán las diferentes ratios de liquidez a corto plazo para Pharma Mar, S.A. y Novartis Farmacéutica, S.A.

La liquidez a corto plazo se mide a través de 3 ratios:

- Liquidez general.
- Test ácido.
- Ratio de tesorería.

Estas tres ratios nos informan de cuál es la relación entre las masas patrimoniales de corto plazo: activo respecto de pasivo. La diferencia entre estas ratios estriba en que progresivamente se irá haciendo un análisis más restrictivo del Activo Corriente.

LIQUIDEZ GENERAL

Esta ratio relaciona el activo circulante con el pasivo circulante mediante. Expresa cuantos activos a corto plazo cuenta una empresa para hacer frente a sus deudas a corto plazo. Su fórmula es la siguiente:

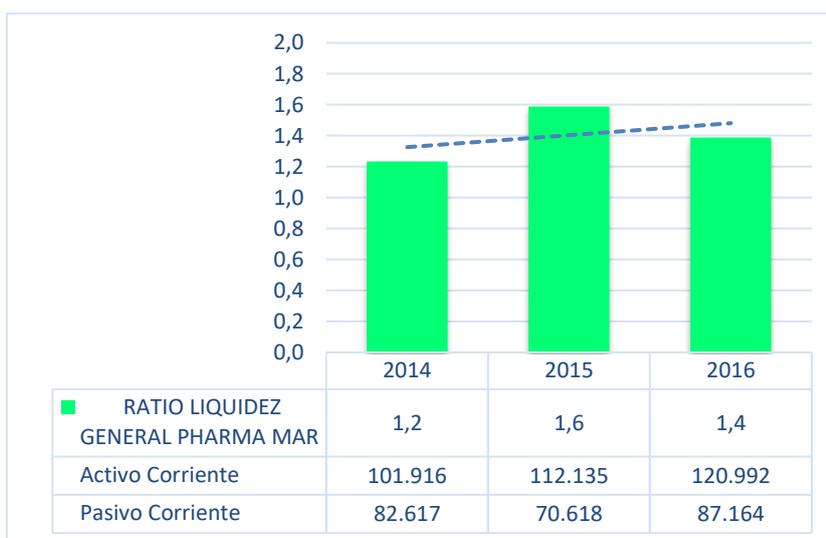
$$\text{Liquidez general} = \frac{\text{Activo Corriente}}{\text{Pasivo Corriente}}$$

Para poder concluir que la empresa objeto de estudio mantiene una buena situación de liquidez a corto plazo, el valor de esta ratio debe ser superior a la unidad, lo que indicaría que el activo circulante de la sociedad es superior al pasivo circulante, pero no es la situación más ideal puesto que una liquidez excesiva puede provocar una disminución de la rentabilidad (Garrido e Iñiguez, 2017).

Un valor inferior a 1 significaría que la empresa se encuentra en serios problemas financieros a C/P ya que tendría más deudas a corto plazo que activos corrientes para hacerlos frente.

✚ GRUPO PHARMA MAR, S.A.

Gráfico 2.19. Evolución ratio de liquidez general de Pharma Mar, S.A.

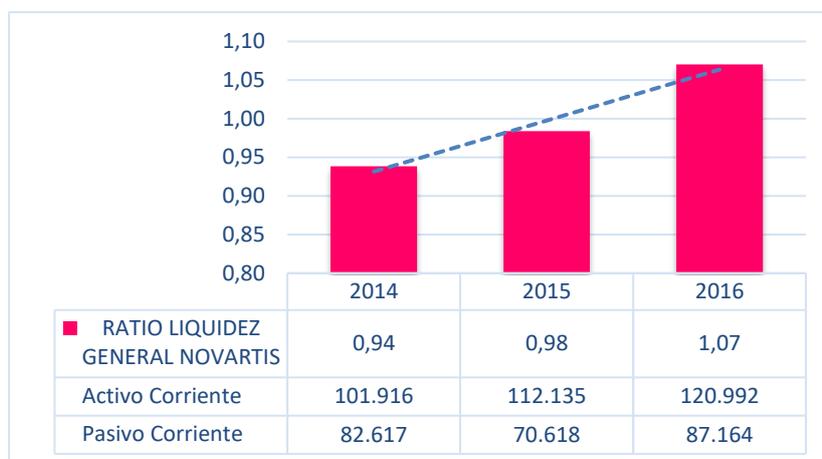


FUENTE: Elaboración propia a partir de datos extraídos de la base de datos SABI.

El gráfico 2.19 ilustra la evolución de la ratio de liquidez general del Grupo Pharma Mar, S.A. Se puede apreciar como Pharma Mar ha mantenido una ratio superior a la unidad en todo el periodo estudiado. Según la interpretación de esta ratio el Grupo podría hacer frente a sus obligaciones a corto plazo con sus activos corrientes sin ningún problema.

 GRUPO NOVARTIS FARMACEUTICA, S.A.

Gráfico 2.20. Evolución ratio de liquidez general de Novartis Farmacéutica, S.A.



FUENTE: Elaboración propia a partir de datos extraídos de la base de datos SABI.

El gráfico 2.20 muestra la evolución de la ratio de liquidez para el Grupo Pharma Mar, S.A.

El valor de la ratio de Novartis es inferior a la unidad en los dos primeros años de estudio y en el último ejercicio ligeramente superior. Esto significa que el Grupo Novartis podría tener dificultades para hacer frente a sus obligaciones a corto plazo de la manera adecuada con sus activos corrientes.

Aun así, la ratio de liquidez general para el Grupo obtiene una evolución positiva que, como se analizó en el análisis patrimonial, se debe a un aumento progresivo del Activo Corriente y simultáneamente una reducción del Pasivo Corriente en todos los años del estudio. Sería conveniente que esta trayectoria positiva se consolidara en los años siguientes.

LIQUIDEZ INMEDIATA O PRUEBA ÁCIDA

La ratio de liquidez inmediata intenta corregir un defecto esencial de la ratio de liquidez general: el peso de las existencias en el Activo Corriente. Las existencias, para materializarse en liquidez, tienen que pasar por dos fases como mínimo: la venta y el cobro.

Según Llorente Olier (2017) aunque las existencias son un elemento patrimonial del corto plazo, la suma de los plazos de almacenamiento, fabricación, venta y cobro hacen que las existencias no sean bienes que se puedan transformar en liquidez en el muy corto plazo.

$$\text{Test ácido} = \frac{\text{Activo Corriente} - \text{Existencias} - \text{ANCMV}}{\text{Pasivo Corriente}}$$

Una ratio de liquidez inmediata muy inferior al de liquidez general expresará que el peso de las existencias en el Activo Corriente de la sociedad es elevado.

✚ GRUPO PHARMA MAR, S.A.

Gráfico 2.21. Evolución de la ratio de liquidez inmediata de Pharma Mar, S.A.



FUENTE: Elaboración propia a partir de datos extraídos de la base de datos SABI.

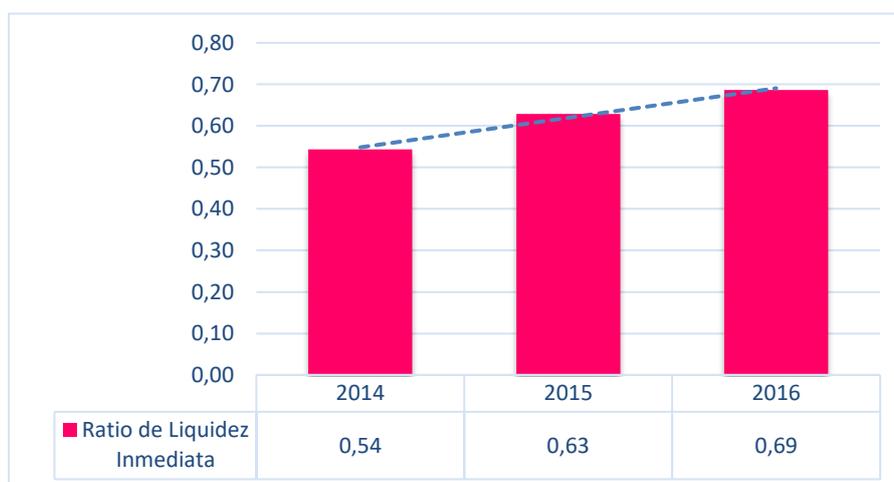
El Gráfico 2.21 muestra la evolución de la ratio de liquidez inmediata del Grupo Pharma Mar, S.A en el periodo de estudio.

Esta ratio está relacionada con la importancia que tiene el epígrafe “Existencias” dentro del Activo Corriente. Se observa como la ratio de liquidez inmediata se reduce ligeramente respecto de la ratio de liquidez general lo que significa que las existencias del Grupo no tenían un peso muy relevante en la composición del Activo Corriente. Efectivamente, en el análisis patrimonial, a través del método de los porcentajes verticales, veíamos que el epígrafe “Existencias” solo suponía un 11% del Total Activo del Grupo.

El grupo Pharma Mar, S.A. presenta una liquidez elevada, lo que indica una situación financiera desahogada. Aunque esta es una buena noticia para la empresa, debe procurar no tener recursos ociosos para que su rentabilidad no se vea afectada.

✚ GRUPO NOVARTIS FARMACEUTICA, S.A.

Gráfico 2.22. Evolución de la ratio de liquidez inmediata de Novartis Farmacéutica, S.A.



FUENTE: Elaboración propia a partir de datos extraídos de la base de datos SABI.

El Gráfico 2.22 muestra la evolución de la ratio de liquidez inmediata del Grupo Novartis Farmacéutica, S.A en el periodo 2014-2016.

La ratio de prueba ácida es inferior en relación con la ratio de liquidez general, debido al peso de las “Existencias” y “Activos No Corrientes Mantenedos para la Venta”, aunque este último epígrafe solo en el ejercicio 2014. El epígrafe “Existencias” tiene un peso significativo en el Activo Total del Grupo Novartis, aproximadamente de un 20%.

El valor de esta ratio significa que el Grupo Novartis puede tener problemas a la hora de hacer frente a las deudas a corto plazo. Como ya se ha señalado anteriormente, un exceso de liquidez resta rentabilidad a la empresa, pero una escasa liquidez puede ocasionar que la empresa tenga que refinanciar deudas para poder cubrir aquellas que tengan un vencimiento inmediato y provocar un incremento de los costes financieros.

El Grupo Novartis puede tener más problema que el Grupo Pharma Mar para con sus Activos Corrientes hacer frente a las deudas a corto plazo, aunque si es verdad que la situación mejora ligeramente la final del período, por ello debe de consolidar esta posición.

2.3.2 LA LIQUIDEZ A LARGO PLAZO O SOLVENCIA

En el estudio de la solvencia de nuestros dos grupos empresariales de estudio se analizará si las empresas se encuentran en situación de equilibrio financiero, o si, por el contrario, es previsible la aparición de desequilibrios que comprometan el futuro de la misma.

Aparte de este análisis estático, partiendo del balance de situación, también resulta necesario el cálculo de magnitudes relativas en forma de ratios.

a. Equilibrio financiero a largo plazo

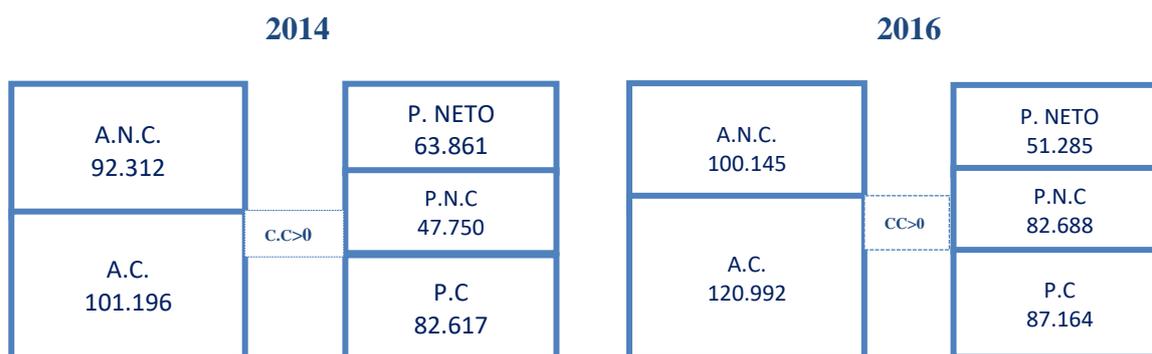
En este apartado del trabajo se determinará si los grupos de empresas analizados se encuentran en situación de equilibrio financiero. El análisis de solvencia consiste en estudiar las posiciones de equilibrio financiero, que normalmente se representan utilizando el balance de situación y pasa por comparar la cifra del activo total con la del pasivo, en un intento de medir la capacidad de la empresa de hacer frente a sus pagos.

GRUPO PHARMA MAR, S.A.

Comparando las diferentes masas patrimoniales que conforman el balance de situación del Grupo Pharma Mar, se puede afirmar que se encuentra en situación de equilibrio financiero. El Grupo se encuentra en la situación de equilibrio por excelencia, ya que no solamente existe equilibrio financiero a corto plazo ($AC > PC$), si no que se repite la misma situación de equilibrio con las masas patrimoniales de largo plazo ($AT > P$).

Al tener el Grupo Pharma Mar un Patrimonio Neto y una cifra de Capital Circulante positiva, es de esperar que no se produzcan problemas de pago ni a corto ni a largo plazo.

Gráfico 2.23. Equilibrio Financiero Grupo Pharma Mar, S.A.



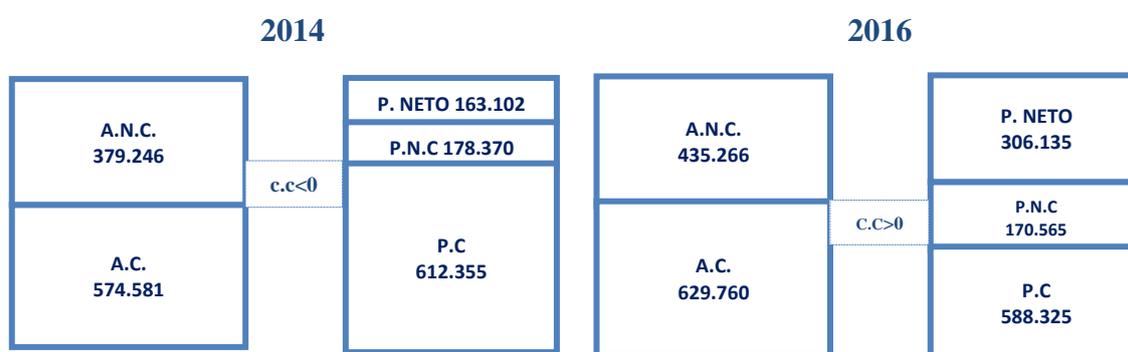
FUENTE: Elaboración propia a partir de datos extraídos de la base de datos SABI.

GRUPO NOVARTIS FARMACEUTICA, S.A.

Siguiendo la metodología empleada en el estudio de la solvencia del Grupo de referencia, se ha llevado a cabo un análisis de la situación financiera de la empresa líder del sector.

Se puede afirmar que el Grupo Novartis Farmacéutica, S.A. solo se encuentra en situación de equilibrio financiero en el último ejercicio de análisis, ya que cuenta con equilibrio tanto a largo como a corto plazo. Sin embargo, en los ejercicios 2014 y 2015 el Grupo tuvo desequilibrios financieros a corto plazo, debido a que el Activo Corriente era inferior al Pasivo Corriente (Capital Circulante negativo).

Gráfico 2.24. Equilibrio Financiero Grupo Novartis Farmacéutica.



FUENTE: Elaboración propia a partir de datos extraídos de la base de datos SABI.

b. Indicadores de solvencia.

En este apartado se estudian las diferentes ratios de liquidez a largo plazo de Pharma Mar, S.A. y Novartis Farmacéutica, S.A.

La liquidez a largo plazo se puede medir a través de las ratios siguientes:

- Solvencia.
- Endeudamiento.

No se pueden dar unos patrones fijos para interpretar el valor de estas ratios. Como señala Archel et al. (2015) la heterogeneidad de las partidas que componen el ciclo largo de la empresa y la mayor incertidumbre que rodea a las mismas dificultan la elaboración de una opinión acerca de la capacidad financiera de la empresa a largo plazo.

RATIO DE SOLVENCIA.

Esta ratio compara la totalidad de los activos de la compañía con el pasivo exigible (corriente y no corriente) de la misma. Muestra la capacidad global que aportan los activos de la empresa para afrontar la totalidad de sus deudas con terceros, independientemente del vencimiento de las mismas.

Aunque como se ha indicado anteriormente no existen unos patrones fijos para la interpretación de estas ratios, podrían fijarse los siguientes estándares:

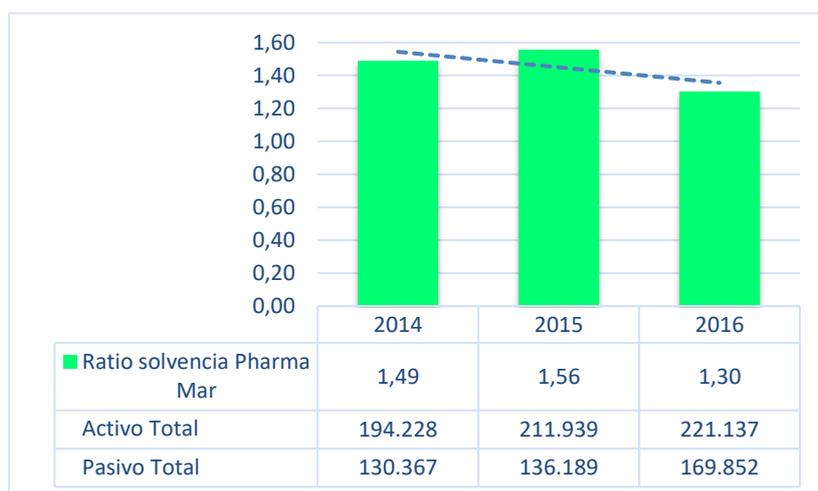
- Una ratio inferior a la unidad pronostica una situación de quiebra técnica, debido a la imposibilidad de la empresa de hacer frente a sus compromisos de pago, aunque liquide la totalidad de los activos. La inexistencia de Patrimonio Neto llevaría inevitablemente a la liquidación de la sociedad.
- Una ratio igual a la unidad significaría que el total de los activos de la empresa cubre justamente el volumen de deudas, por lo que por diferencia el Patrimonio Neto sería cero. Estaríamos ante una situación límite que anuncia un probable desequilibrio financiero.
- Para poder decir que la empresa mantiene una situación financiera desahogada esta ratio debe ser holgadamente superior a la unidad.

La ratio de solvencia presenta la siguiente fórmula:

$$\text{Solvencia} = \frac{\text{Activo Total}}{\text{Pasivo Total (PC+PNC)}}$$

✚ GRUPO PHARMA MAR, S.A.

Gráfico 2.25. Evolución de la ratio de solvencia de Pharma Mar, S.A.



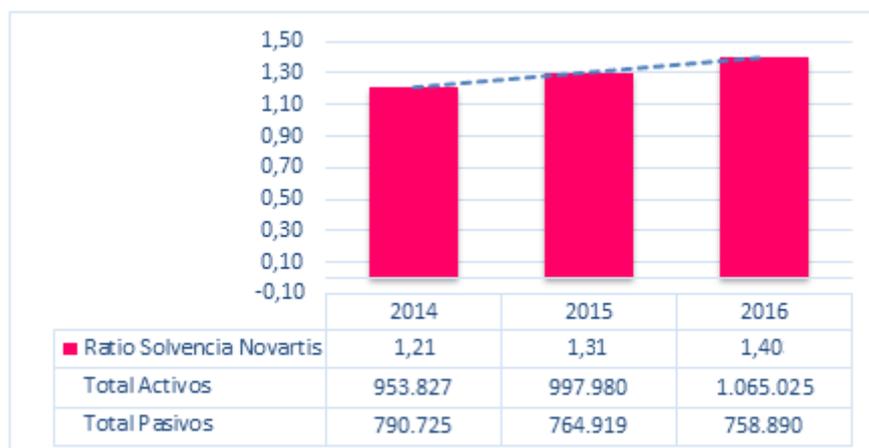
FUENTE: Elaboración propia a partir de datos extraídos de la base de datos SABI.

El Gráfico 2.25 refleja la evolución de la ratio de solvencia de Pharma Mar, S.A. a lo largo del periodo estudiado.

En todos los años, la solvencia del Grupo Pharma Mar, S.A. es superior a la unidad, y por lo tanto puede considerarse que cuenta con buena capacidad para hacer frente a los pagos, si bien es cierto que cada vez es menor. En 2015 la ratio de solvencia alcanza un valor de 1,56 pero en 2016 se reduce a 1,30, debido a que el pasivo del Grupo ha aumentado pero el Patrimonio Neto es menor, debilitando la estructura empresarial.

✚ GRUPO NOVARTIS FARMACEUTICA, S.A.

Gráfico 2.26. Evolución de la ratio de solvencia del Grupo Novartis Farmacéutica, S.A.



FUENTE: Elaboración propia a partir de datos extraídos de la base de datos SABI.

El Gráfico 2.26 muestra la evolución de la ratio de solvencia del Grupo Novartis Farmacéutica, S.A. en el periodo 2014-2016.

El Grupo Novartis Farmacéutica, S.A. tiene la suficiente capacidad para devolver todas sus deudas contraídas con terceros. En todos los años ha obtenido una ratio de solvencia mayor a la unidad e incluso ha ido en aumento. En 2014 la ratio de solvencia se situaba en el 1,2 y en 2016 en 1,40, este aumento de la solvencia viene explicado tanto por una reducción de la financiación ajena del Grupo en todo el periodo, como por un aumento del Activo Total (aumenta tanto el Activo Corriente como el Activo No Corriente).

RATIO DE ENDEUDAMIENTO.

La ratio de endeudamiento mide el apalancamiento financiero, es decir, la proporción de deuda que soporta una empresa frente a sus recursos propios.

Esta ratio pretende medir la intensidad de la deuda comparada con la financiación propia de la empresa, y de ella deducir el grado de influencia de los terceros en el funcionamiento y en el equilibrio financiero permanente de la empresa. En concreto, la ratio de endeudamiento indica por cada unidad monetaria de Patrimonio Neto que tiene la empresa, cuanto se utiliza de Recursos Ajenos.

Su fórmula es la siguiente:

$$L \text{ (Endeudamiento)} = \frac{\text{Pasivo}}{\text{Patrimonio Neto}}$$

El valor recomendado de esta ratio se sitúa en torno a la unidad, de modo que exista un equilibrio entre los recursos propios y los ajenos. Por ello, una ratio elevada de endeudamiento es indicativo de mayor probabilidad de insolvencia ya que crece la necesidad de generar flujos financieros para cubrir la amortización del principal y los intereses de la deuda.

Por otro lado, una ratio pequeña significaría que la empresa es capaz de autofinanciarse, es decir, depender menos de terceros.

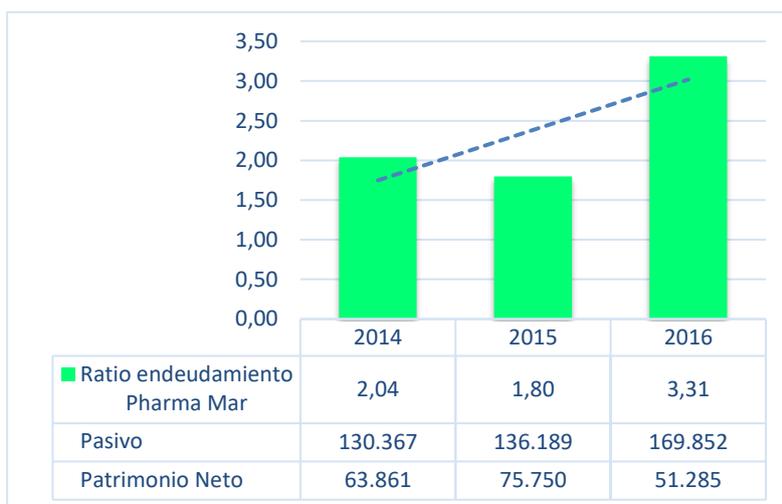
Desde el punto de vista del acreedor resulta obvio que cuanto mayor sea esta ratio, mayor será su riesgo de cobro y menor su protección.

Sin embargo, esta ratio posee una serie de limitaciones:

- Solo algunos activos financieros se valoran continuamente a valor razonable, por lo que la mayor parte de los activos están contabilizados a su valor de adquisición y por lo tanto el valor real puede ser superior al valor contable.
- Por otro lado, la ratio de endeudamiento no distingue entre los distintos grados de protección que puede tener cada deuda.

 **GRUPO PHARMA MAR, S.A.**

Gráfico 2.27. Evolución de la ratio de endeudamiento Grupo Pharma Mar, S.A.



FUENTE: Elaboración propia a partir de datos extraídos de la base de datos SABI.

El Gráfico 2.27 muestra la evolución de la ratio de endeudamiento obtenido por el Grupo Pharma Mar, S.A. a lo largo del periodo estudiado.

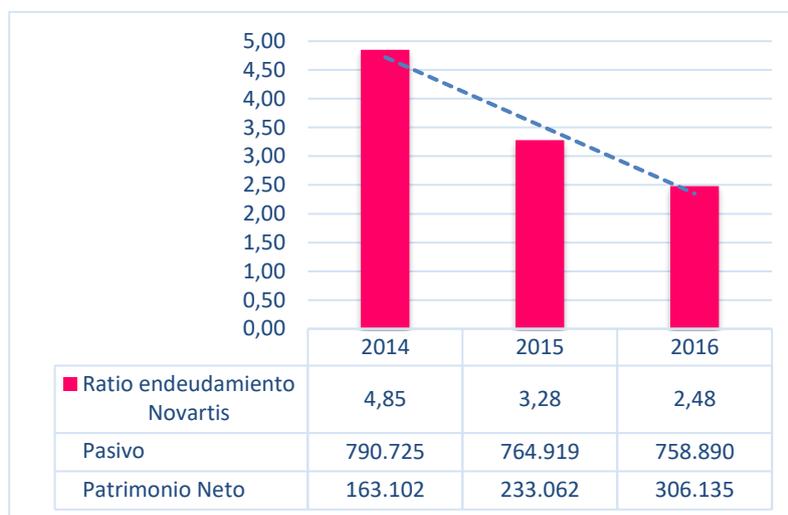
El Grupo Pharma Mar, S.A. cuenta con un elevado endeudamiento, ya que el valor obtenido por las ratios es muy superior a la unidad en todo el periodo estudiado.

En el año 2014 por cada euro de Patrimonio Neto que poseía Pharma Mar, utilizaba 2,04 € de deudas, pero en 2016 se sitúa en 3,31. Es decir el Pasivo es muy superior al Patrimonio Neto, lo que muestra de nuevo el elevado nivel de endeudamiento del Grupo.

La empresa debe ser precavida e intentar llevar a cabo una política de endeudamiento óptima que la permita maximizar el beneficio y controlar el aumento del endeudamiento sufrido en los últimos ejercicios.

 **GRUPO NOVARTIS FARMACEUTICA, S.A.**

Gráfico 2.28. Evolución de la ratio de endeudamiento Grupo Novartis Farmacéutica, S.A



FUENTE: Elaboración propia a partir de datos extraídos de la base de datos SABI

El Gráfico 2.28 muestra la evolución de la ratio de endeudamiento del Grupo Novartis farmacéutica en el periodo 2014-2016.

En dicho gráfico se puede observar como la ratio de endeudamiento va disminuyendo año a año, indicativo de una buena gestión financiera, ya que en 2014 se situaba en 4,84 y en 2016 se sitúa en el 2,48. Esto significa que el Patrimonio Neto sigue siendo menor que el Pasivo Total, pero la diferencia entre ambas masas patrimoniales se ha reducido casi a la mitad, haciendo que su cociente (ratio de endeudamiento) también disminuya.

2.4. ANÁLISIS DE LA RENTABILIDAD

Una vez analizada la estructura de los estados económicos-financieros (Balance de Situación y Estado de Flujos de Efectivo) y la situación financiera de nuestras empresas de estudio, en este epígrafe se aborda otra de las cuestiones clave para diagnosticar su salud económica: la Rentabilidad.

Según Cuervo y Rivero (1986) la Rentabilidad mide la relación entre los resultados monetarios de una actividad y los medios empleados para obtenerlos. La Rentabilidad es considerada normalmente como el objetivo económico-financiero de la empresa.

Se puede distinguir dos tipos de Rentabilidad:

- Rentabilidad Económica o de la Inversión (ROA): Es la Rentabilidad de las inversiones realizadas por la empresa como unidad económica o de producción. Se calcula teniendo en cuenta los Activos Totales que mantiene la sociedad.
- Rentabilidad Financiera o de Recursos Propios (ROE): Es la Rentabilidad de las inversiones realizadas por los propietarios en calidad de aportantes de financiación al patrimonio empresarial. Se calcula teniendo en cuenta el Patrimonio Neto de la sociedad.

2.4.1. RENTABILIDAD ECONÓMICA (ROA)

Según Archel et al. (2015) la Rentabilidad Económica refleja una tasa de rendimiento independiente de la forma en que la empresa financie sus activos, es decir, independiente de la estructura financiera de la misma y de su coste. Al tomar la cifra de Activo Total como base de la inversión, el flujo asociado a dicho valor debe ser independiente de la forma en que se financia la empresa, excluyendo cualquier efecto que pudiera provocar la elección de las fuentes de financiación sobre la cuenta de Pérdidas y Ganancias.

La Rentabilidad Económica se define como la relación entre el Beneficio Antes de Intereses e Impuestos (BAII) y el Total de Activos.

$$ROA = \frac{BAII}{Activo\ Total}$$

En el denominador se sitúa el Activo Total, que es una medida de toda la inversión realizada por la empresa, y representa su estructura económica. En el numerador, el resultado que generan todas las inversiones, que no es otro que el resultado antes de intereses e impuestos. Así pues, los activos productivos generarán los ingresos y gastos de explotación, y los activos financieros los ingresos financieros. Todo ello será el resultado antes de intereses e impuestos. Comparando este resultado con los fondos utilizados, que componen el Activo Total, se obtiene la Rentabilidad de la estructura económica de la empresa.

En cuanto a los valores ideales que debería presentar esta ratio, evidentemente, cuanto mayor sea la Rentabilidad Económica, mayor será la Rentabilidad de los activos de la empresa y en mejor situación se encontrará esta. No obstante, debe ser suficientemente grande, pues hay que tener en cuenta que con esta ganancia hay que retribuir a la deuda y a los accionistas (y al Estado a través del impuesto de Sociedades). Por tanto, una Rentabilidad Económica positiva no es condición inequívoca para que la empresa obtenga beneficios.

Por otro lado, una Rentabilidad Económica negativa o cercana a 0 significaría que la empresa no consigue obtener rendimiento alguno a su activo mediante su actividad principal. Es más, en caso de ser negativa, los activos generan pérdidas. Esto sería una señal de que la empresa debe reestructurarse, reducir gastos o incluso de que debe abandonar la actividad actual y dirigirse a otras actividades más rentables.

La fórmula anterior es una manera muy sencilla de estudiar la Rentabilidad Económica de una sociedad y, por tanto, se debe llevar a cabo un análisis más exhaustivo de dicha magnitud. La Rentabilidad de los Activos o Rentabilidad Económica es una combinación del margen de ventas y de la rotación; es decir, consecuencia del margen de ventas y afectado tanto por la eficiencia operativa como por la mayor o menor libertad en la fijación del precio y por la rotación (Azofra, 1995).

$$ROA = \text{Margen s/ventas} * \text{Rotación de Activos}$$

El primer componente de esta expresión es el Margen sobre Ventas. Se obtiene dividiendo el Beneficio antes de Impuestos e Intereses (BAII) entre el volumen de ventas. Ambas magnitudes se relacionan de forma directa, de modo que a medida que aumentan las ventas, también lo hace el BAII, siempre y cuando los costes aumenten en menor proporción.

El segundo componente es la Rotación de Activos. Según Cuervo y Rivero (1986) la rotación mide la eficiencia en el uso de los activos. Se calculará como el cociente entre las ventas de la sociedad y la totalidad de la inversión realizada, es decir, el Activo Total. El valor obtenido de este cociente nos indica el número de unidades monetarias vendidas por cada unidad monetaria invertida.

A través de esta manera de analizar la Rentabilidad Económica, se puede deducir que la ROA de una empresa puede aumentar debido a un incremento del Margen sobre Ventas, a un aumento la rotación de los activos o por la mejora simultanea de ambas magnitudes.

 **GRUPO PHARMA MAR, S.A.**

Tabla 2.3. Rentabilidad de los Activos Totales (ROA) del Grupo Pharma Mar.

	2014	2015	2016
1. Margen sobre Ventas	11,9%	5,9%	-10,4%
2. Rotación de los activos	0,90	0,91	0,82
3. ROA	11,9%	5,4%	-8,5%

FUENTE: Elaboración propia a partir de datos extraídos de la base de datos SABI.

La tabla 2.3 refleja la Rentabilidad Económica del Grupo Pharma Mar y sus dos componentes en el periodo 2014-2016.

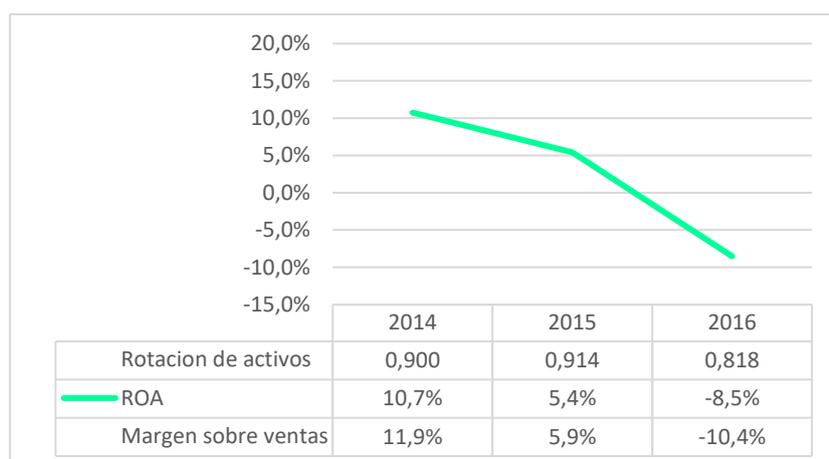
El Grupo obtuvo un **Margen sobre Ventas** de un 11,9% en el ejercicio 2014, es decir, la empresa trabajo con márgenes de beneficios altos. En el ejercicio 2015, el Margen sobre Ventas disminuye y se sitúa en un 5,9%, llegando en el ejercicio 2016 a ser negativo (-10,4%). Este Margen sobre Ventas negativo se debe a el “*Resultado del ejercicio antes de impuestos*” que se situó en unas pérdidas de 24.699 miles de €. Como ya se ha explicado anteriormente en el análisis patrimonial del Grupo, las pérdidas obtenidas en 2016 son el resultado del incremento de los recursos netos destinados a I+D, así como al registro de una cifra inferior en ingresos por acuerdos de licencias.

En este aspecto, hay que destacar que el coste de producir un medicamento como tal es reducido. Sin embargo, el coste de desarrollar nuevos productos requiere mucho esfuerzo por parte de los laboratorios farmacéuticos en I+D. Esto hace que una vez que el medicamento esta desarrollado, los márgenes sobre ventas sean elevados ya que su coste productivo es bajo, pero los altos costes de investigación y desarrollo hacen que los beneficios de los laboratorios se vean mermados.

En cuanto a la **Rotación de Activos**, en ningún año el resultado supera a la unidad, por lo que los ingresos por ventas de Pharma Mar son inferiores al tamaño de su inversión. En 2014, la rotación de los activos se sitúa en un 0.90 lo que significa que, por cada euro invertido por el Grupo Pharma Mar, se vende 0,9 €. En 2016, la Rotación de Activos disminuye y se sitúa en 0,82.

Una vez se conoce el Margen sobre Ventas y la rotación de sus activos, se procede al cálculo de la **Rentabilidad Económica o ROA**.

Gráfico 2.29. Evolución de la ROA del Grupo Pharma Mar, S.A.



FUENTE: Elaboración propia a partir de datos extraídos de la base de datos SABI

El gráfico 2.29 muestra la evolución de la ROA del Grupo Pharma Mar en el periodo 2014-2016.

La Rentabilidad de los Activos totales obtiene una tendencia negativa en todo el periodo estudiado, pero de una manera más acusada entre los ejercicios 2015-2016. La mayor intensidad con la que disminuye la ROA en el último periodo estudiado se debe tanto a una reducción de la rotación de los activos como a un Margen sobre Ventas negativo.

El hecho de que la ROA del ejercicio 2016 sea negativa es una señal preocupante para la empresa ya que supone que sus activos no están produciendo beneficio alguno; si no todo lo contrario, están generando pérdidas. Como señala Garrido e Iñiguez (2017), el hecho de que los activos generen pérdidas es una señal inequívoca de que la empresa debe reestructurarse, reducir gastos o incluso abandonar la actividad actual y dirigirse a otra más rentable.

GRUPO NOVARTIS FARMACEUTICA, S.A.

Una vez analizada la Rentabilidad de nuestra empresa de referencia se procede al estudio de la Rentabilidad para el Grupo Novartis Farmacéutica; grupo líder del sector de la elaboración de productos farmacéuticos.

Tabla 2.4. Rentabilidad de los Activos Totales (ROA) del Grupo Novartis.

	2014	2015	2016
1. Margen sobre Ventas	8,7%	8,3%	5,7%
2. Rotación de los activos	1,61	1,49	1,34
3. ROA	14,0%	12,4%	7,6%

FUENTE: Elaboración propia a partir de datos extraídos de la base de datos SABI.

La tabla 2.4 muestra la Rentabilidad Económica del Grupo Novartis Farmacéutica y sus dos componentes en el periodo 2014-2016.

El **Margen sobre Ventas** del Grupo Novartis es positivo en todo el periodo y obtiene una tendencia decreciente (pasa de un 8,7% en el año 2014 a un 5,7% en el 2016). Esta tendencia negativa se explica tanto por la reducción de los Beneficios Antes de Intereses e Impuestos, como por un aumento de la cifra de ventas del Grupo. Aunque el Grupo

obtiene una cifra de ventas superior año tras año, su beneficio se va reduciendo progresivamente; de lo que se deduce que el Grupo ha tenido que soportar cada vez mayores costes productivos.

La obtención de beneficios de una empresa no es condición inequívoca de que esta sea rentable; el Grupo Novartis con unos beneficios antes de intereses e impuestos muy superiores al Grupo Pharma Mar, S.A. obtuvo una Rentabilidad en el ejercicio 2014 menor que la obtenida por nuestro grupo de referencia.

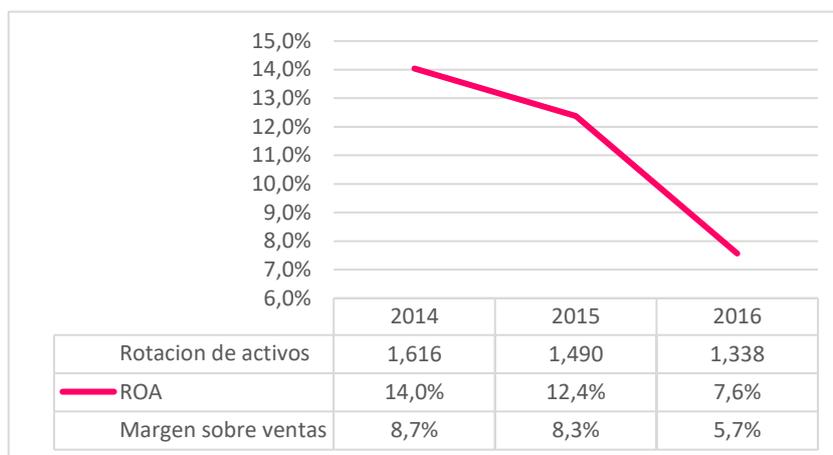
Durante el 2014, por cada euro de ventas obtenido por el Grupo Novartis, para los accionistas quedó 0,087 € de beneficio una vez cubiertos todos los costes excepto los financieros.

Con respecto a la **Rotación de Activos**, el resultado es superior a la unidad, pero se reduce a lo largo del período estudiado. Esto significa que Novartis consiguió vender sus productos por un importe superior al tamaño de su inversión o activo.

En el ejercicio 2014, por ejemplo, por cada unidad invertida por el Grupo Novartis se vendieron 1,61 unidades monetarias. Mientras que en el ejercicio 2016, por cada unidad invertida se vendieron 1,34 unidades monetarias.

Siguiendo la metodología usada para el Grupo Pharma Mar, S.A., una vez conocido el Margen sobre Ventas y la Rotación de los Activos, se está en condiciones de calcular la Rentabilidad Económica.

Gráfico 2.30. Evolución del ROA de Novartis Farmacéutica, S.A.



FUENTE: Elaboración propia a partir de datos extraídos de la base de datos SABI.

El Gráfico 2.30 muestra la evolución de la ROA del Grupo Novartis en el periodo 2014-2016.

El Grupo Novartis obtiene una **Rentabilidad Económica** positiva a lo largo de todo el periodo estudiado, por lo que los activos y las inversiones de la empresa están generando beneficios. Sin embargo, la ROA presenta una tendencia negativa, pasando de una Rentabilidad Económica de 14% en el ejercicio 2014 a una Rentabilidad de tan solo el 7,6% en el ejercicio 2016.

Esta reducción se debe por un lado a la reducción progresiva a lo largo de todo el periodo del Margen sobre Ventas del Grupo, y por otro lado se debe a la reducción de la rotación de los activos.

2.4.2. RENTABILIDAD FINANCIERA (ROE)

Una vez analizada la Rentabilidad Económica pasamos a estudiar en este sub-epígrafe la Rentabilidad Financiera.

La **Rentabilidad Financiera** o *Return On Equity* (ROE) hace referencia a la rentabilidad de las inversiones efectuadas por los propietarios, y a diferencia de la ROA sí contempla la estructura de capital de la empresa.

Según Garrido e Iñiguez (2017) mientras que la Rentabilidad Económica era la que quedaba para remunerar tanto a los prestamistas como a los accionistas, la Rentabilidad Financiera hace referencia a la rentabilidad que queda para remunerar a los accionistas.

Se calcula relacionando mediante un cociente el Beneficio Antes de Impuestos (BAI) y los capitales propios. Cabe señalar, que se utiliza el Beneficio antes de Impuestos para obtener el rendimiento real de los fondos propios sin tener en cuenta el impuesto de sociedades, aunque podrían considerarse otras magnitudes, como el Resultado del Ejercicio.

$$\text{ROE} = \frac{\text{BAI}}{\text{PATRIMONIO NETO}}$$

La Rentabilidad Financiera, al igual que la Rentabilidad Económica, se puede descomponer y analizar más detalladamente. Así obtenemos la siguiente expresión:

$$\text{ROE} = \text{ROA} + (\text{ROA} - \text{CF}) * \frac{\text{PASIVO}}{\text{PATRIMONIO NETO}}$$

La Rentabilidad Financiera es igual a la Rentabilidad Económica más/menos un factor adicional debido a la utilización de la financiación ajena. Este factor se conoce como *efecto apalancamiento financiero*, y su signo dependerá de que la Rentabilidad de los Activos sea o no superior al coste de la deuda (CF), todo ello ponderado por la proporción que dicha deuda represente dentro de la estructura financiera.

En una empresa no endeudada la Rentabilidad Económica coincidiría con la Rentabilidad Financiera, ya que los propietarios asumirían únicamente el riesgo que se deriva de las inversiones realizadas. La diferencia entre ambas Rentabilidades estriba en sociedades que sí cuentan con financiación ajena; en estas la Rentabilidad Financiera será la ROA más una prima por el apalancamiento financiero, y ello proviene de que ahora los propietarios requieren de una rentabilidad superior por el riesgo financiero asumido (forma en la que se financia la empresa). Así, un ROE que coincida con la ROA significaría que la empresa no ha recurrido a fuentes de financiación ajena o bien que el coste de la deuda es muy similar a la Rentabilidad Económica obtenida.

El efecto apalancamiento indica que si la empresa dispone de oportunidades de inversión capaces de proporcionar unas rentabilidades superiores a los costes de utilización del capital ajeno, será beneficioso para los accionistas que la empresa se endeude, porque ello llevara a una mejora de la rentabilidad de los fondos propios.

Por el contrario, cuando la Rentabilidad que se obtenga de las inversiones sea inferior al coste de la deuda, el empleo de recursos ajenos sólo contribuirá a reducir la rentabilidad de los recursos propios.

Cabe señalar que esta causalidad puede verse alterada, pues el aumento de la deuda pudiera implicar el aumento del riesgo financiero y, en consecuencia, el aumento del coste de la deuda, lo que puede anular el efecto del apalancamiento positivo.

 GRUPO PHARMA MAR, S.A.

Tomando como base la expresión del cálculo del ROE, se procede a su cálculo, según se recoge en la tabla 2.5.

Tabla 2.5. Descomposición de la Rentabilidad Financiera del Grupo Pharma Mar.

	2014	2015	2016
BAI	14.475	6.002	-24.699
GASTOS FINANCIEROS	6.399	5.509	5.856
BAII	20.874	11.511	-18.843
ACTIVO TOTAL	194.228	211.939	221.137
ROA= (BAII/ACTIVO TOTAL)	10,7%	5,4%	-8,5%
Pasivo	130.367	136.189	169.852
Patrimonio Neto	63.861	75.750	51.285
L (Pasivo/Patrimonio Neto)	2,04	1,80	3,31
CF (Gastos financieros/Pasivo)	4,9%	4,0%	3,4%
Efecto apalancamiento	11,83%	2,52%	-39,39%
ROE= (BAI /PN)	22,67%	7,92%	-48,16%

FUENTE: Elaboración propia a partir de datos extraídos de la base de datos SABI.

Una vez analizada la Rentabilidad Económica del Grupo Pharma Mar, se procede en este subapartado al análisis de su Rentabilidad Financiera. El ROE del Grupo Pharma Mar se analizará a través del estudio de los datos que recoge la tabla 2.5.

Los Gastos Financieros de Pharma Mar y sociedades dependientes se han reducido en el periodo estudiado, pasando de una cifra de 6.399 miles de € en 2014 a 5.856 miles de € en 2016. Por otro lado, la financiación ajena del Grupo Pharma Mar ha ascendido desde los 130.367 miles de € en 2014 hasta 169.852 miles de euros en 2016. El coste financiero de la deuda del Grupo Pharma Mar, desciende en el periodo 2014-2016, pasando del 4,9% en 2014 al 3,4% en 2016.

La ROE de Pharma Mar, al igual que la ROA, mantiene una tendencia decreciente a lo largo del periodo estudiado. Esta ha pasado de situarse en el 22,67% en 2014 a situarse en 2016 en -48,16%.

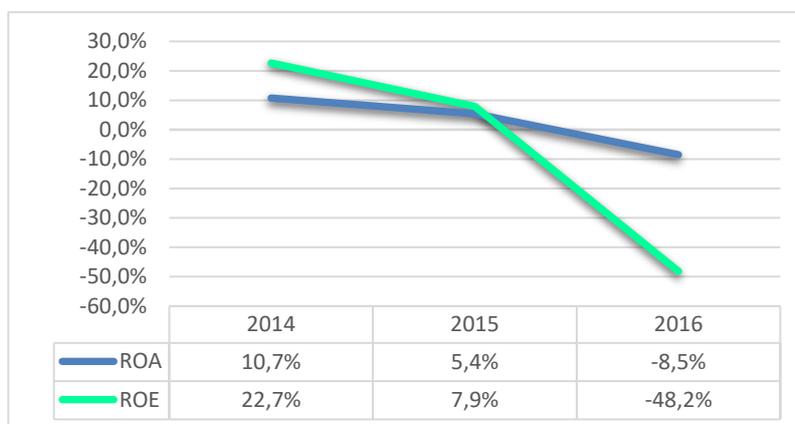
En los ejercicios 2014 y 2015, la Rentabilidad Económica es mayor que el coste financiero de la deuda, lo que origina un efecto apalancamiento positivo y, por tanto, la Rentabilidad Financiera es mayor que la Rentabilidad Económica. En 2015 la Rentabilidad Financiera disminuye debido, por una parte, a que el descenso de la Rentabilidad Económica es superior a la disminución del coste financiero de la deuda, y por otra, a la disminución de la ratio de endeudamiento.

La ROE del ejercicio 2016 es inferior que la ROA.

Análisis de la situación económico-financiera de Pharma Mar, S.A. y Novartis Farmacéutica, S.A.

En el gráfico 2.31 se muestra la evolución de la ROE del Grupo Pharma Mar, comparándola además con la evolución de la ROA.

Gráfico 2.31. Evolución de la ROA y de la ROE del Grupo Pharma Mar.



FUENTE: Elaboración propia a partir de datos extraídos de la base de datos SABI.

✚ GRUPO NOVARTIS FARMACEUTICA, S.A.

Tabla 2.6. Descomposición de la Rentabilidad Financiera del Grupo Novartis Farmacéutica.

	2014	2015	2016
BAI	81.297	79.278	55.096
GASTOS FINANCIEROS	1.554	3.549	5.138
BAII	82.852	82.827	60.234
ACTIVO TOTAL	953.827	997.981	1.065.025
ROA= (BAII/ACTIVO TOTAL)	8,7%	8,3%	5,7%
Pasivo	790.725	764.919	758.890
Patrimonio Neto	163.101	233.061	306.135
L (Pasivo/Patrimonio Neto)	4,85	3,28	2,48
CF (Gastos financieros/Pasivos)	0,20%	0,46%	0,68%
Efecto apalancamiento	41,23%	25,72%	12,45%
ROE= (BAT /PN)	49,8%	34,0%	18,0%

FUENTE: Elaboración propia a partir de datos extraídos de la base de datos SABI.

Al igual que en el caso de Pharma Mar, una vez analizada la Rentabilidad Económica del Grupo Novartis, se procede en este subapartado al análisis de su Rentabilidad Financiera. El ROE del Novartis se analizará a través del estudio de los datos que recoge la tabla 2.6.

Los Gastos Financieros del Grupo Novartis han aumentado a lo largo de todo el periodo, pasando de 1.554 miles de € en el ejercicio 2014 a 5.138 miles de € en el ejercicio 2016. Al contrario que en el Grupo Pharma Mar, la financiación ajena de la sociedad se ha reducido progresivamente en el periodo 2014-2016, pasando de 790.725 miles de € en 2014 a 758.890 miles de € en 2016. El coste financiero de la deuda del Grupo pasa de alcanzar el 0,2% en 2014 a suponer el 0,7% en 2016. A pesar de esta tendencia creciente, el Grupo Novartis Farmacéutica trabaja con un coste medio de la deuda muy bajo, lo que les permite alcanzar altas Rentabilidades Financieras sin haber tenido que rentabilizar de la misma forma sus activos.

En todos los años del estudio, la Rentabilidad Económica es mayor que el coste financiero de la deuda, lo que origina un efecto apalancamiento positivo y, por tanto, la Rentabilidad Financiera es mayor que la Rentabilidad Económica.

En el gráfico 2.32 se muestra la evolución de la ROE del Grupo Novartis, comparándola además con la evolución de la ROA.

Gráfico 2.32. Evolución de la ROA y de la ROE del Grupo Novartis.



FUENTE: Elaboración propia a partir de datos extraídos de la base de datos SABI.

La ROE de Novartis, al igual que la ROA, mantiene una tendencia decreciente a lo largo del periodo estudiado, pasado de situarse en el 49,8% en 2014 a situarse en 2016 en 18,0%. El descenso de la ROE es superior a la disminución de la ROA debido al aumento de los costes financieros de la deuda y la reducción del endeudamiento.

El Grupo Novartis, S.A. posee una Rentabilidad Financiera superior al Grupo Pharma Mar, S.A. debido sobre todo a sus menores costes financieros.

CONCLUSIONES

El presente trabajo tiene por objeto realizar un estudio de la situación económica-financiera de dos empresas pertenecientes al sector de la *elaboración de productos farmacéuticos* (CNAE 2120) en España, como son el Grupo Pharma Mar, S.A. y el Grupo Novartis Farmacéutica, S.A., durante el período 2014-2016. De la realización de este trabajo se pueden extraer las siguientes conclusiones:

La industria farmacéutica constituye un sector clave para la sociedad española, tanto por la actividad que desarrolla como por su aportación económica y empresarial. Este sector es líder en I+D, ya que es con diferencia el sector industrial que más recursos destina a dichas actividades (en España representa un 20% del total de la inversión en investigación y desarrollo de la industria española).

Por otra parte, el sector farmacéutico ha intentado minimizar el gran impacto de la crisis económica en el sistema sanitario español, soportando un tercio de la reducción del gasto sanitario público que tuvo lugar entre 2009 y 2014, generando así externalidades positivas para la sociedad española.

Según datos del ejercicio 2016, la empresa líder de la industria farmacéutica es sin duda alguna Novartis, tanto por ingresos de explotación (1.075 millones de €) como por volumen de inversión (826 millones de €). Dentro de las empresas que operan en el mismo sector, Pharma Mar se sitúa en la posición número 29 respecto a ingresos de explotación con un valor de 89 millones de €. Sin embargo, esta situación varía cuando se toma como referencia el Total Activo, situándose el Grupo Pharma Mar en el puesto número 9, con 327 millones de €.

En relación con Pharma Mar, hay que destacar que en el ejercicio 2015, se realiza la fusión por absorción de Pharma Mar, S.A. (sociedad absorbente) y Zeltia (como sociedad absorbida), siendo Pharma Mar, S.A. la sociedad resultante de la fusión por absorción. Hasta el ejercicio 2015, en el que se ha materializado dicha operación de fusión, Zeltia, S.A. poseía el 100% de las acciones que componían el capital social de PharmaMar, que en consecuencia era a su vez hasta ese momento, subsidiaria de Zeltia, S.A.

Si nos centramos en el análisis económico-financiero del Grupo Pharma Mar y del Grupo Novartis, en cuanto a la estructura de inversión ambos grupos aumentan su activo un 12% y un 14%, respectivamente. En ambos grupos tiene mayor peso relativo el Activo Corriente que el Activo No Corriente, aunque la diferencia entre ambas masas patrimoniales es reducida. El epígrafe más importante del Grupo Pharma Mar es "*Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar*", mientras que del Grupo Novartis es "*Inmovilizado Material*".

Respecto a la estructura de financiación de ambos Grupos analizados, se ha observado como siguen direcciones opuestas. Mientras Pharma Mar aumenta de la financiación ajena a largo plazo en detrimento de su financiación propia (consecuencia de los resultados negativos), el Grupo Novartis aumentaba la financiación propia en detrimento de la financiación ajena.

A través del análisis de los Flujos de Efectivo del Grupo Pharma Mar, se observó que en los ejercicios 2014 y 2015 el Grupo Pharma Mar tuvo más salidas de tesorería que

entradas y debido a ello existen disminuciones netas del efectivo. El Grupo Pharma Mar en estos años podría haber sufrido problemas a la hora de pagar sus obligaciones ya que los FEAE no fueron suficientes para contrarrestar los Flujos negativos de las actividades de Inversión y Financiación. Por el contrario, esta situación cambia en el ejercicio 2016, existiendo aumentos netos de efectivo.

Por otro lado, la evolución de los flujos de efectivos netos del Grupo Novartis es abrupta, siendo positivos en los ejercicios 2014 y 2016 y negativa en el ejercicio 2015.

El Grupo Pharma Mar posee una estructura financiera óptima puesto que el Activo Corriente es superior al Pasivo Corriente, y por lo tanto presenta un Capital Circulante positivo. En principio, el Grupo Pharma Mar no debería haber tenido problemas para hacer frente a sus deudas a corto plazo con sus activos circulantes. Sin embargo, no se puede decir lo mismo del Grupo Novartis, el cual presenta un capital circulante negativo en los ejercicios 2014 y 2015. Existen casos en los que no es mala señal que las empresas obtengan un capital circulante negativo. Si en la actividad principal de la empresa se cobra a los clientes al contado y las existencias rotan ágilmente es normal que se obtengan capital circulante negativo. Pero en el caso de empresas industriales, como es el caso de las empresas estudiadas, el Capital Circulante debe ser positivo.

Se debe concluir que Novartis Farmacéutica, aunque partía de una mala situación financiera a corto plazo, ha ido mejorando su situación año tras año, solventando sus problemas de liquidez en el ejercicio 2016 (Capital Circulante de 41 millones de €):

En cuanto al endeudamiento de ambos Grupos, analizado a través de ratios, se podría afirmar que son empresas con un alto nivel de endeudamiento. Aunque Novartis partía de niveles altos de endeudamiento, a lo largo del periodo ha mejorado su gestión financiera y la ratio de endeudamiento disminuye (pasa de un valor de 4,84 en 2014 a 2,47 en 2016). Por otro lado, el Grupo Pharma Mar debe intentar llevar a cabo una política de endeudamiento óptima que le permita maximizar el beneficio y controlar el aumento del endeudamiento sufrido en los últimos ejercicios (pasa de un valor de la ratio de 2,04 en el ejercicio 2014 a 3,31 en 2016). Estos resultados son razonables, ya que las empresas pertenecientes a la industria farmacéutica tienen que realizar grandes inversiones iniciales, principalmente en investigación y desarrollo, teniendo que recurrir en muchas ocasiones al endeudamiento como política para hacer frente a sus proyectos.

En relación con la Rentabilidad, la Rentabilidad Económica de Grupo Novartis, S.A. es mayor en todos los años que la del Grupo Pharma Mar, S.A. (excepto en el año 2014). La Rentabilidad Financiera también es superior en el Grupo Novartis, S.A.

Para finalizar, en el estudio de la Rentabilidad se descubrió que el Grupo Pharma Mar en los ejercicios 2014 y 2015 obtuvo una Rentabilidad Económica mayor que el coste financiero de la deuda, lo que originó un efecto apalancamiento positivo y, por tanto, la Rentabilidad Financiera fue casi el doble que la Rentabilidad Económica. En el ejercicio 2016 tanto la ROA como la ROE fueron negativas, siendo la Rentabilidad Financiera inferior a la Rentabilidad Económica.

En el caso de la empresa líder del sector, esta diferencia entre la Rentabilidad Económica y la Rentabilidad Financiera es mucho mayor que en el caso de Pharma Mar. La causa de esta gran diferencia son los bajísimos costes financieros que posee Novartis, lo que hace que la ROA sea muy superior a ellos generándose así un efecto apalancamiento elevado.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ARCHEL, P., LIZARRAGA, F., SÁNCHEZ, S., y CANO, M. (2015). *Estados contables: elaboración, análisis e interpretación*. Madrid: Ediciones Pirámide.
- AZOFRA, V. (1995). “Sobre el análisis financiero y su nueva orientación”. *Anales de estudios económicos y empresariales*, (10), 9-28.
- BERNSTEIN, L. (1984). *Análisis de los estados financieros*. Deusto, Bilbao.
- CORONA, E, BEJARANO, V. y GONZÁLEZ, J.R. (2014). *Análisis de estados financieros individuales y consolidados*. Madrid: UNED.
- CUERVO, A., y RIVERO, P. (1986). “El análisis económico-financiero de la empresa”. *Revista española de financiación y contabilidad*, 16, (49), 15-33.
- FERNÁNDEZ, A.I. (1986). “El diagnóstico financiero de la empresa. Nuevas tendencias en el análisis”. *Revista española de financiación y contabilidad*, 16, (49), 113-132.
- GARRIDO, P. y IÑIGUEZ, R. (2017). *Análisis de estados contables. Elaboración e interpretación de la información financiera* (4ª ed.). Madrid: Pirámide.
- GONZÁLEZ PASCUAL, J. (2011). *Análisis de la empresa a través de su información económico-financiera. Fundamentos teóricos y aplicaciones* (4ª ed.). Madrid: Pirámide.
- GUERRAS MARTÍN, L.A. y NAVAS LÓPEZ, J. (2015). *Dirección estratégica de la empresa. Teoría y aplicaciones*. Madrid: Editorial Civitas.
- Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles
- LEV, B. (1978). *Análisis de estados financieros: Un nuevo enfoque*. Madrid: Esic-Market.
- LLORENTE OLIER, J.I (2017). *Análisis de estados económico-financieros*. Madrid: Centro de Estudios Financieros.
- MUÑOZ MERCHANT, Á. (2009). *Análisis de estados financieros: teoría y práctica*. (2ª ed.) Madrid: Ediciones Académicas.
- NAVAS LÓPEZ, J.E. y GUERRAS MARTÍN, L.A. (2016). *Fundamentos de dirección estratégica de la empresa*. Navarra: Aranzadi.
- PALOMARES, J. y PESET, M. J. (2015). *Estados financieros. Interpretación y análisis*. Madrid: Pirámide.
- PORTER, M. (1979). *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*. Free Press. New York.
- PORTER, M.E. (1982). *Estrategia competitiva: técnicas para el análisis de los sectores industriales y de la competencia*. México: C.E.C.S.A.
- Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad.
- Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital

- RIVERO TORRE, P. (2009). *Análisis de balances y estados complementarios*. Madrid: Pirámide.
- RUIZ PALOMO, D. (2008). ¿Es el análisis contable una disciplina científica autónoma? Málaga: Universidad de Málaga, 2008, p.22.
- KOTLER, P. (2000). *Dirección de Marketing* (10ª ed.). Madrid: Edición del Milenio.
- Reglamento (CE) 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo de 19 de julio de 2002 relativo a la aplicación de normas internacionales de contabilidad
- Reglamento (UE) 2015/2231 de la Comisión, de 2 de diciembre de 2015, que modifica el Reglamento (CE) nº 1126/2008 por el que se adoptan determinadas normas internacionales de contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) nº 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo relativo a las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC) 16 y 38.

PÁGINAS WEB:

- BASE DE DATOS SABI: <https://sabi-bvdinfo-com.ponton.uva.es/version-2018529/home.serv?product=SabiNeo&loginfromcontext=ipaddress> (Consulta 26 de Febrero 2018).
- CNMV: <https://www.cnmv.es/portal/Consultas/DatosEntidad.aspx?nif=A-78267176> (Consulta 2 marzo 2018).
- PHARMA MAR, S.A.: <https://www.pharmamar.com/es/> (Consulta 16 de marzo de 2018).
- NOVARTIS FARMACEUTICA, S.A.: <https://www.novartis.es/> (Consulta 17 de marzo de 2018).
- ICAC: <http://www.icac.meh.es/Normativa/Contabilidad/Contabilidad.aspx> (Consulta 4 de abril de 2018).
- FARMAINDUSTRIA: <http://www.farmaindustria.es/web/documento/memoria-anual-2016/> (Consulta 11 de mayo de 2018).
- INE:http://www.ine.es/dyngs/INEbase/es/operacion.htm?c=Estadistica_C&cid=1254736176755&menu=ultiDatos&idp=1254735576669 (Consulta 21 de mayo de 2018).
- TUFTS CSDD: <https://csdd.tufts.edu/> (Consulta 25 de mayo de 2018).

ANEXO

TABLAS GRUPO PHARMA MAR



1. BALANCE DE SITUACIÓN DEL GRUPO PHARMA MAR

	2014	2015	2016
ACTIVO	Miles de €	Miles de €	Miles de €
A) Activo no corriente	92.312	99.804	100.145
I Inmovilizado intangible	28.836	29.377	27.448
II Inmovilizado material	29.218	30.624	31.141
1. Terrenos y construcciones	17.937	18.263	17.738
2. Instalaciones técnicas y otro inmovilizado material	9.495	12.006	11.214
3. Inmovilizado en curso y anticipos	1.786	355	2.189
III Inversiones inmobiliarias	6.939	6.157	6.119
V Inversiones financieras a largo plazo	1.072	1.067	1.138
VI Activos por impuesto diferido	26.247	32.579	34.299
B) Activo corriente	101.916	112.135	120.992
II Existencias	24.404	22.990	22.158
III Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	40.947	41.700	64.318
1. Clientes por ventas y prestaciones de servicios	36.218	39.513	61.859
5. Activos por impuesto corriente	2.685	1.315	0
6. Otros deudores	2.044	872	2.459
V Inversiones financieras a corto plazo	18.960	37.996	18.077
VI Periodificaciones a corto plazo	1.054	1.820	2.149
VII Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	16.551	7.629	14.290
Total activo (A + B)	194.228	211.939	221.137
	2014	2015	2016
PATRIMONIO NETO Y PASIVO	Miles de €	Miles de €	Miles de €
A) Patrimonio neto	63.861	75.750	51.285
A-1) Fondos propios	60.069	73.036	48.495
I Capital	11.110	11.110	11.110
II Prima de emisión	323.286	69.189	69.189
III Reservas	-278.692	-10.907	-4.475
IV (Acciones y participaciones en patrimonio propias)	-8.750	-2.944	-3.247
VII Resultado del ejercicio	13.115	6.588	-24.082
A-3) Subvenciones, donaciones y legados recibidos	3.792	2.714	2.790
B) Pasivo no corriente	47.750	65.571	82.688
I Provisiones a largo plazo	705	598	1.105
II Deudas a largo plazo	47.045	64.973	81.583
1. Obligaciones y otros valores negociables	0	16.350	16.350
2. Deudas con entidades de crédito	20.953	20.651	25.351
5. Otros pasivos financieros	26.092	27.972	39.882
C) Pasivo corriente	82.617	70.618	87.164
II Provisiones a corto plazo	6.220	6.306	6.988
III Deudas a corto plazo	44.473	28.692	37.918
1. Obligaciones y otros valores negociables	0	424	466
2. Deudas con entidades de crédito	36.836	24.393	23.002
3. Acreedores por arrendamiento financiero	118	59	0
5. Otros pasivos financieros	7.519	3.816	14.450
V Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	31.924	35.620	42.258
1. Proveedores	26.070	30.880	36.712
6. Otros acreedores	5.854	4.740	5.546
Total patrimonio neto y pasivo (A + B + C)	194.228	211.939	221.137

2. CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS DEL GRUPO PHARMA MAR

	2014	2015	2016
CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS	Miles de €	Miles de €	Miles de €
A) Operaciones continuadas			
1. Importe neto de la cifra de negocios	174.802	193.817	180.948
a) Ventas	173.992	192.814	180.943
b) Prestaciones de servicios	810	1.003	5
2. Variación de existencias de productos terminados y en curso de fabricación	-1.849	-3.161	-1.116
4. Aprovisionamientos	-31.877	-35.358	-43.004
b) Consumo de materias primas y otras materias consumibles	-31.877	-35.358	-43.004
5. Otros ingresos de explotación	2.258	3.824	1.533
a) Ingresos accesorios y otros de gestión corriente	355	337	455
b) Subvenciones de explotación incorporadas al resultado del ejercicio	1.903	3.487	1.078
6. Gastos de personal	-45.870	-50.133	-53.575
a) Sueldos, salarios y asimilados	-36.605	-40.297	-43.271
b) Cargas sociales	-9.265	-9.836	-10.304
7. Otros gastos de explotación	-71.464	-91.275	-96.078
8. Amortización del inmovilizado	-5.263	-6.282	-7.243
11. Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado	-500	-103	-171
a) Deterioro y pérdidas	-500	-103	-171
A1) Resultado de explotación (1 + 2 + 3 + 4 + 5 + 6 + 7 + 8 + 9 + 10 + 11 + 12 + 13)	20.237	11.329	-18.706
14. Ingresos financieros	530	258	256
b) De valores negociables y otros instrumentos financieros	530	258	256
15. Gastos financieros	-6.399	-5.509	-5.856
16. Variación de valor razonable en instrumentos financieros	53	26	14
17. Diferencias de cambio	54	-102	-407
A2) Resultado financiero (14 + 15 + 16 + 17 + 18 + 19)	-5.762	-5.327	-5.993
A3) Resultado antes de impuestos (A1 + A2)	14.475	6.002	-24.699
20. Impuestos sobre beneficios	-1.304	654	592
A4) Resultado del ejercicio procedente de operaciones continuadas (A3 + 19)	13.171	6.656	-24.107
B) Operaciones interrumpidas			
21. Resultado del ejercicio procedente de operaciones interrumpidas neto de impuestos	-76	-93	0
A5) Resultado del ejercicio (A4 + 20)	13.095	6.563	-24.107

3. BALANCE DE SITUACIÓN DEL GRUPO PHARMA MAR- PORCENTAJES VERTICALES.

ACTIVO	2014		2015		2016	
	Miles de €	%	Miles de €	%	Miles de €	%
A) Activo no corriente	92.312	47,53%	99.804	47,09%	100.145	45,29%
I Inmovilizado intangible	28.836	14,85%	29.377	13,86%	27.448	12,41%
II Inmovilizado material	29.218	15,04%	30.624	14,45%	31.141	14,08%
1. Terrenos y construcciones	17.937	9,24%	18.263	8,62%	17.738	8,02%
2. Instalaciones técnicas y otro inmovilizado material	9.495	4,89%	12.006	5,66%	11.214	5,07%
3. Inmovilizado en curso y anticipos	1.786	0,92%	355	0,17%	2.189	0,99%
III Inversiones inmobiliarias	6.939	3,57%	6.157	2,91%	6.119	2,77%
V Inversiones financieras a largo plazo	1.072	0,55%	1.067	0,50%	1.138	0,51%
VI Activos por impuesto diferido	26.247	13,51%	32.579	15,37%	34.299	15,51%
B) Activo corriente	101.916	52,47%	112.135	52,91%	120.992	54,71%
II Existencias	24.404	12,56%	22.990	10,85%	22.158	10,02%
III Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	40.947	21,08%	41.700	19,68%	64.318	29,09%
1. Clientes por ventas y prestaciones de servicios	36.218	18,65%	39.513	18,64%	61.859	27,97%
5. Activos por impuesto corriente	2.685	1,38%	1.315	0,62%	0	0,00%
6. Otros deudores	2.044	1,05%	872	0,41%	2.459	1,11%
V Inversiones financieras a corto plazo	18.960	9,76%	37.996	17,93%	18.077	8,17%
VI Periodificaciones a corto plazo	1.054	0,54%	1.820	0,86%	2.149	0,97%
VII Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	16.551	8,52%	7.629	3,60%	14.290	6,46%
Total activo (A + B)	194.228	100,00%	211.939	100,00%	221.137	100,00%

PATRIMONIO NETO Y PASIVO	2014		2015		2016	
	Miles de €	%	Miles de €	%	Miles de €	%
A) Patrimonio neto	63.861	32,88%	75.750	35,74%	51.285	23,19%
A-1) Fondos propios	60.069	30,93%	73.036	34,46%	48.495	21,93%
I Capital	11.110	5,72%	11.110	5,24%	11.110	5,02%
II Prima de emisión	323.286	166,45%	69.189	32,65%	69.189	31,29%
III Reservas	-278.692	-143,49%	-10.907	-5,15%	-4.475	-2,02%
IV (Acciones y participaciones en patrimonio propias)	-8.750	-4,51%	-2.944	-1,39%	-3.247	-1,47%
VII Resultado del ejercicio	13.115	6,75%	6.588	3,11%	-24.082	-10,89%
A-3) Subvenciones, donaciones y legados recibidos	3.792	1,95%	2.714	1,28%	2.790	1,26%
B) Pasivo no corriente	47.750	24,58%	65.571	30,94%	82.688	37,39%
I Provisiones a largo plazo	705	0,36%	598	0,28%	1.105	0,50%
II Deudas a largo plazo	47.045	24,22%	64.973	30,66%	81.583	36,89%
1. Obligaciones y otros valores negociables	0	0,00%	16.350	7,71%	16.350	7,39%
2. Deudas con entidades de crédito	20.953	10,79%	20.651	9,74%	25.351	11,46%
5. Otros pasivos financieros	26.092	13,43%	27.972	13,20%	39.882	18,03%
C) Pasivo corriente	82.617	42,54%	70.618	33,32%	87.164	39,42%
II Provisiones a corto plazo	6.220	3,20%	6.306	2,98%	6.988	3,16%
III Deudas a corto plazo	44.473	22,90%	28.692	13,54%	37.918	17,15%
1. Obligaciones y otros valores negociables	0	0,00%	424	0,20%	466	0,21%
2. Deudas con entidades de crédito	36.836	18,97%	24.393	11,51%	23.002	10,40%
3. Acreedores por arrendamiento financiero	118	0,06%	59	0,03%	0	0,00%
5. Otros pasivos financieros	7.519	3,87%	3.816	1,80%	14.450	6,53%
V Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	31.924	16,44%	35.620	16,81%	42.258	19,11%
1. Proveedores	26.070	13,42%	30.880	14,57%	36.712	16,60%
6. Otros acreedores	5.854	3,01%	4.740	2,24%	5.546	2,51%
Total patrimonio neto y pasivo (A + B + C)	194.228	100,00%	211.939	100,00%	221.137	100,00%

4. BALANCE DE SITUACIÓN DEL GRUPO PHARMA MAR- PORCENTAJES HORIZONTALES (COEFICIENTES DE VARIACIÓN)

ACTIVO	2014	2015		2016		
	Miles de €	Miles de €	% 2015 - 2014	Miles de €	% 2016 - 2015	% 2016 - 2014
A) Activo no corriente	92.312	99.804	8,12%	100.145	0,34%	8,49%
I Inmovilizado intangible	28.836	29.377	1,88%	27.448	-6,57%	-4,81%
II Inmovilizado material	29.218	30.624	4,81%	31.141	1,69%	6,58%
1. Terrenos y construcciones	17.937	18.263	1,82%	17.738	-2,87%	-1,11%
2. Instalaciones técnicas y otro inmovilizado material	9.495	12.006	26,45%	11.214	-6,60%	18,10%
3. Inmovilizado en curso y anticipos	1.786	355	-80,12%	2.189	516,62%	22,56%
III Inversiones inmobiliarias	6.939	6.157	-11,27%	6.119	-0,62%	-11,82%
V Inversiones financieras a largo plazo	1.072	1.067	-0,47%	1.138	6,65%	6,16%
VI Activos por impuesto diferido	26.247	32.579	24,12%	34.299	5,28%	30,68%
B) Activo corriente	101.916	112.135	10,03%	120.992	7,90%	18,72%
II Existencias	24.404	22.990	-5,79%	22.158	-3,62%	-9,20%
III Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	40.947	41.700	1,84%	64.318	54,24%	57,08%
1. Clientes por ventas y prestaciones de servicios	36.218	39.513	9,10%	61.859	56,55%	70,80%
5. Activos por impuesto corriente	2.685	1.315	-51,02%	0	0,00%	-100,00%
6. Otros deudores	2.044	872	-57,34%	2.459	182,00%	20,30%
V Inversiones financieras a corto plazo	18.960	37.996	100,40%	18.077	-52,42%	-4,66%
VI Periodificaciones a corto plazo	1.054	1.820	72,68%	2.149	18,08%	103,89%
VII Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	16.551	7.629	-53,91%	14.290	87,31%	-13,66%
Total activo (A + B)	194.228	211.939	9,12%	221.137	4,34%	13,85%

PATRIMONIO NETO Y PASIVO	2014	2015		2016		
	Miles de €	Miles de €	% 2015 - 2014	Miles de €	% 2016 - 2015	% 2016 - 2014
A) Patrimonio neto	63.861	75.750	18,62%	51.285	-32,30%	-19,69%
A-1) Fondos propios	60.069	73.036	21,59%	48.495	-33,60%	-19,27%
I Capital	11.110	11.110	0,00%	11.110	0,00%	0,00%
II Prima de emisión	323.286	69.189	-78,60%	69.189	0,00%	-78,60%
III Reservas	-278.692	-10.907	-96,09%	-4.475	-58,97%	-98,39%
IV (Acciones y participaciones en patrimonio propias)	-8.750	-2.944	-66,35%	-3.247	10,29%	-62,89%
VII Resultado del ejercicio	13.115	6.588	-49,77%	-24.082	-465,54%	-283,62%
A-3) Subvenciones, donaciones y legados recibidos	3.792	2.714	-28,43%	2.790	2,80%	-26,42%
B) Pasivo no corriente	47.750	65.571	37,32%	82.688	26,10%	73,17%
I Provisiones a largo plazo	705	598	-15,18%	1.105	84,78%	56,74%
II Deudas a largo plazo	47.045	64.973	38,11%	81.583	25,56%	73,41%
1. Obligaciones y otros valores negociables	0	16.350	-	16.350	0,00%	-
2. Deudas con entidades de crédito	20.953	20.651	-1,44%	25.351	22,76%	20,99%
5. Otros pasivos financieros	26.092	27.972	7,21%	39.882	42,58%	52,85%
C) Pasivo corriente	82.617	70.618	-14,52%	87.164	23,43%	5,50%
II Provisiones a corto plazo	6.220	6.306	1,38%	6.988	10,82%	12,35%
III Deudas a corto plazo	44.473	28.692	-35,48%	37.918	32,16%	-14,74%
1. Obligaciones y otros valores negociables	0	424	-	466	9,91%	-
2. Deudas con entidades de crédito	36.836	24.393	-33,78%	23.002	-5,70%	-37,56%
3. Acreedores por arrendamiento financiero	118	59	-50,00%	0	-100,00%	-100,00%
5. Otros pasivos financieros	7.519	3.816	-49,25%	14.450	278,67%	92,18%
V Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	31.924	35.620	11,58%	42.258	18,64%	32,37%
1. Proveedores	26.070	30.880	18,45%	36.712	18,89%	40,82%
6. Otros acreedores	5.854	4.740	-19,03%	5.546	17,00%	-5,26%
Total patrimonio neto y pasivo (A + B + C)	194.228	211.939	9,12%	221.137	4,34%	13,85%

5. ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO DEL GRUPO PHARMA MAR

	2014	2015	2016
	Miles de €	Miles de €	Miles de €
A) Flujos de efectivo de las actividades de explotación			
1. Resultado del ejercicio antes de impuestos	14.399	6.002	-24.699
2. Ajustes del resultado	12.037	12.285	13.602
a) Amortización del inmovilizado (+)	5.263	6.282	7.243
b) Correcciones valorativas por deterioro (+/-)	204	1.731	429
c) Variación de provisiones (+/-)	738	86	682
d) Imputación de subvenciones (-)	0	-1.036	0
f) Resultados por bajas y enajenaciones de instrumentos financieros (+/-)	0	0	-14
g) Ingresos financieros (-)	-514	-259	-255
h) Gastos financieros (+)	6.399	5.509	5.214
j) Variación de valor razonable en instrumentos financieros (+/-)	-53	-28	0
k) Otros ingresos y gastos (-/+)	0	0	303
3. Cambios en el capital corriente	1.524	-1.794	7.981
a) Existencias (+/-)	-2.172	1.414	832
b) Deudores y otras cuentas para cobrar (+/-)	1.437	-3.168	1.290
c) Otros activos corrientes (+/-)	-571	3.425	-1.357
d) Acreedores y otras cuentas para pagar (+/-)	2.830	-3.465	7.216
4. Otros flujos de efectivo de las actividades de explotación	-6.233	-5.607	-5.374
a) Pagos de intereses (-)	-6.379	-6.513	-5.241
c) Cobros de intereses (+)	512	252	241
d) Cobros (pagos) por impuesto sobre beneficios (+/-)	-366	654	-374
5. Flujos de efectivo de las actividades de explotación (1 + 2 + 3 + 4)	22.787	11.101	-8.490
B) Flujos de efectivo de las actividades de inversión			
6. Pagos por inversiones (-)	-22.990	-28.325	-38.650
e) Otros activos financieros	-22.986	-28.252	-38.545
h) Otros activos	-4	-73	-105
7. Cobros por desinversiones (+)	0	0	52.429
e) Otros activos financieros	0	0	52.429
8. Flujos de efectivo de las actividades de inversión (6 + 7)	-22.990	-28.325	13.779
C) Flujos de efectivo de las actividades de financiación			
9. Cobros y pagos por instrumentos de patrimonio	-2.905	6.169	-556
c) Adquisición de instrumentos de patrimonio propio (-)	-2.905	-6.169	-4.165
d) Enajenación de instrumentos de patrimonio propio (+)	0	0	3.533
e) Subvenciones, donaciones y legados recibidos (+)	0	0	76
10. Cobros y pagos por instrumentos de pasivo financiero	1.309	2.133	1.928
a) Emisión	31.068	37.043	20.142
2. Deudas con entidades de crédito (+)	31.068	34.867	20.140
5. Otras deudas (+)	0	2.176	2
b) Devolución y amortización de	-29.759	-34.910	-18.214
2. Deudas con entidades de crédito (-)	-29.759	-34.910	-18.214
12. Flujos de efectivo de las actividades de financiación (9 + 10 + 11)	-5.704	8.302	1.372
E) Aumento/disminución neta del efectivo o equivalentes (5 + 8 + 12 + D)			
Efectivo o equivalentes al comienzo del ejercicio	22.458	16.551	7.629
Efectivo o equivalentes al final del ejercicio	16.551	7.629	14.290

TABLAS GRUPO NOVARTIS



1. BALANCE DE SITUACIÓN DEL GRUPO NOVARTIS

	2014	2015	2016
Activo	Miles de €	Miles de €	Miles de €
A) Activo no corriente	379.246	415.868	435.266
I Inmovilizado intangible	8.385	9.284	7.877
II Inmovilizado material	336.396	372.058	394.901
1. Terrenos y construcciones	114.507	114.461	131.663
2. Instalaciones técnicas y otro inmovilizado material	141.669	143.789	169.011
3. Inmovilizado en curso y anticipos	80.221	113.808	94.227
IV Inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo	600	600	600
V Inversiones financieras a largo plazo	1.164	1.249	838
VI Activos por impuesto diferido	32.701	32.677	31.050
B) Activo corriente	574.581	582.112	629.760
I Activos no corrientes mantenidos para la venta	46.620	0	0
II Existencias	194.986	210.291	226.074
III Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	290.229	317.947	282.500
1. Clientes por ventas y prestaciones de servicios	223.052	243.372	201.990
<i>a) Clientes por ventas y prestaciones de servicios a largo plazo</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>4.784</i>
<i>b) Clientes por ventas y prestaciones de servicios a corto plazo</i>	<i>223.052</i>	<i>243.372</i>	<i>197.206</i>
5. Activos por impuesto corriente	8.966	19.410	19.386
6. Otros deudores	58.212	55.165	61.124
IV Inversiones en empresas del grupo y asociadas a corto plazo	35.105	47.920	103.668
V Inversiones financieras a corto plazo	79	345	231
VI Periodificaciones a corto plazo	4.755	3.390	2.364
VII Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	2.807	2.219	14.922
Total activo (A + B)	953.827	997.981	1.065.025

	2014	2015	2016
Patrimonio Neto y Pasivo	Miles de €	Miles de €	Miles de €
A) Patrimonio neto	163.102	233.062	306.135
A-1) Fondos propios	162.997	232.962	306.052
I Capital	62.956	62.956	62.956
II Prima de emisión	97	97	97
III Reservas	50.050	101.048	174.317
VII Resultado del ejercicio	49.894	68.861	68.682
A-3) Subvenciones, donaciones y legados recibidos	104	99	83
B) Pasivo no corriente	178.370	173.406	170.565
I Provisiones a largo plazo	16.201	12.316	5.771
II Deudas a largo plazo	837	616	513
3. Acreedores por arrendamiento financiero	165	99	33
5. Otros pasivos financieros	673	518	480
III Deudas con empresas del grupo y asociadas a largo plazo	150.000	150.000	150.000
IV Pasivos por impuesto diferido	2.882	2.330	2.124
V Periodificaciones a largo plazo	8.450	8.143	12.157
C) Pasivo corriente	612.355	591.513	588.325
I Pasivos vinculados con activos no corrientes mantenidos para la venta	31.676	0	0
II Provisiones a corto plazo	21.440	24.536	22.924
III Deudas a corto plazo	2.341	1.887	5.940
2. Deudas con entidades de crédito	0	0	3.818
3. Acreedores por arrendamiento financiero	66	66	66
5. Otros pasivos financieros	2.276	1.821	2.056
IV Deudas con empresas del grupo y asociadas a corto plazo	279.092	262.221	265.978
V Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	273.304	298.904	289.675
1. Proveedores	103.425	115.096	104.306
6. Otros acreedores	169.880	183.808	185.369
VI Periodificaciones a corto plazo	4.501	3.965	3.809
Total patrimonio neto y pasivo (A + B + C)	953.827	997.981	1.065.025

2. CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS DEL GRUPO NOVARTIS

	2014	2015	2016
Cuenta de pérdidas y ganancias	Miles de €	Miles de €	Miles de €
A) Operaciones continuadas			
1. Importe neto de la cifra de negocios	1.541.345	1.487.486	1.424.546
a) Ventas	1.531.657	1.469.795	1.408.502
b) Prestaciones de servicios	9.688	17.690	16.044
2. Variación de existencias de productos terminados y en curso de fabricación	-1.074	4.365	-3.017
3. Trabajos realizados por la empresa para su activo	1.545	837	453
4. Aprovisionamientos	-1.009.639	-959.412	-899.118
a) Consumo de mercaderías	-846.883	-806.025	-739.587
b) Consumo de materias primas y otras materias consumibles	-155.903	-155.994	-150.766
c) Trabajos realizados por otras empresas	-830	-797	-1.002
d) Deterioro de mercaderías, materias primas y otros aprovisionamientos	-6.024	3.405	-7.763
5. Otros ingresos de explotación	74.286	81.402	50.030
a) Ingresos accesorios y otros de gestión corriente	73.931	81.099	49.684
b) Subvenciones de explotación incorporadas al resultado del ejercicio	355	302	345
6. Gastos de personal	-238.081	-244.001	-224.588
a) Sueldos, salarios y asimilados	-183.194	-187.770	-169.659
b) Cargas sociales	-54.887	-56.231	-54.929
7. Otros gastos de explotación	-263.818	-244.341	-247.662
c) Pérdidas, deterioro y variación de provisiones por operaciones comerciales	-806	-63	-292
8. Amortización del inmovilizado	-36.620	-33.394	-33.640
9. Imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y otras	7	7	7
11. Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado	13.301	-11.714	-8.682
a) Deterioro y pérdidas	5.551	-12.148	-7.195
b) Resultados por enajenaciones y otras	7.750	435	-1.487
13. Otros resultados	-143	-160	-114
A1) Resultado de explotación (1 + 2 + 3 + 4 + 5 + 6 + 7 + 8 + 9 + 10 + 11 + 12 + 13)	81.111	81.075	58.214
14. Ingresos financieros	2.879	3.474	2.848
a) De participaciones en instrumentos de patrimonio	1.209	1.099	835
b) De valores negociables y otros instrumentos financieros	1.660	2.375	1.970
c) Imputación de subvenciones, donaciones y legados de carácter financiero	11	0	43
15. Gastos financieros	-1.554	-3.549	-5.138
17. Diferencias de cambio	-1.139	-1.723	-828
A2) Resultado financiero (14 + 15 + 16 + 17 + 18 + 19)	186	-1.797	-3.118
A3) Resultado antes de impuestos (A1 + A2)	81.297	79.278	55.096
20. Impuestos sobre beneficios	-12.615	-15.664	-15.346
A4) Resultado del ejercicio procedente de operaciones continuadas (A3 + 19)	68.682	63.614	39.750
B) Operaciones interrumpidas			
A5) Resultado del ejercicio (A4 + 20)	68.682	68.861	49.894

3. BALANCE DE SITUACIÓN DEL GRUPO NOVARTIS- PORCENTAJES VERTICALES.

Activo	2014		2015		2016	
	Miles de €	%	Miles de €	%	Miles de €	%
A) Activo no corriente	379.246	39,76%	415.868	41,67%	435.266	40,87%
I Inmovilizado intangible	8.385	0,88%	9.284	0,93%	7.877	0,74%
II Inmovilizado material	336.396	35,27%	372.058	37,28%	394.901	37,08%
1. Terrenos y construcciones	114.507	12,00%	114.461	11,47%	131.663	12,36%
2. Instalaciones técnicas y otro inmovilizado material	141.669	14,85%	143.789	14,41%	169.011	15,87%
3. Inmovilizado en curso y anticipos	80.221	8,41%	113.808	11,40%	94.227	8,85%
IV Inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo	600	0,06%	600	0,06%	600	0,06%
V Inversiones financieras a largo plazo	1.164	0,12%	1.249	0,13%	838	0,08%
VI Activos por impuesto diferido	32.701	3,43%	32.677	3,27%	31.050	2,92%
B) Activo corriente	574.581	60,24%	582.112	58,33%	629.760	59,13%
I Activos no corrientes mantenidos para la venta	46.620	4,89%	0	0,00%	0	0,00%
II Existencias	194.986	20,44%	210.291	21,07%	226.074	21,23%
III Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	290.229	30,43%	317.947	31,86%	282.500	26,53%
1. Clientes por ventas y prestaciones de servicios	223.052	23,38%	243.372	24,39%	201.990	18,97%
a) Clientes por ventas y prestaciones de servicios a largo plazo	0	0,00%	0	0,00%	4.784	0,45%
b) Clientes por ventas y prestaciones de servicios a corto plazo	223.052	23,38%	243.372	24,39%	197.206	18,52%
5. Activos por impuesto corriente	8.966	0,94%	19.410	1,94%	19.386	1,82%
6. Otros deudores	58.212	6,10%	55.165	5,53%	61.124	5,74%
IV Inversiones en empresas del grupo y asociadas a corto plazo	35.105	3,68%	47.920	4,80%	103.668	9,73%
V Inversiones financieras a corto plazo	79	0,01%	345	0,03%	231	0,02%
VI Periodificaciones a corto plazo	4.755	0,50%	3.390	0,34%	2.364	0,22%
VII Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	2.807	0,29%	2.219	0,22%	14.922	1,40%
Total activo (A + B)	953.827	100,00%	997.981	100,00%	1.065.025	100,00%

PATRIMONIO NETO Y PASIVO	2014		2015		2016	
	Miles de €	%	Miles de €	%	Miles de €	%
A) Patrimonio neto	163.102	17,10%	233.062	23,35%	306.135	28,74%
A-1) Fondos propios	162.997	17,09%	232.962	23,34%	306.052	28,74%
I Capital	62.956	6,60%	62.956	6,31%	62.956	5,91%
II Prima de emisión	97	0,01%	97	0,01%	97	0,01%
III Reservas	50.050	5,25%	101.048	10,13%	174.317	16,37%
VII Resultado del ejercicio	49.894	5,23%	68.861	6,90%	68.682	6,45%
A-3) Subvenciones, donaciones y legados recibidos	104	0,01%	99	0,01%	83	0,01%
B) Pasivo no corriente	178.370	18,70%	173.406	17,38%	170.565	16,02%
I Provisiones a largo plazo	16.201	1,70%	12.316	1,23%	5.771	0,54%
II Deudas a largo plazo	837	0,09%	616	0,06%	513	0,05%
3. Acreedores por arrendamiento financiero	165	0,02%	99	0,01%	33	0,00%
5. Otros pasivos financieros	673	0,07%	518	0,05%	480	0,05%
III Deudas con empresas del grupo y asociadas a largo plazo	150.000	15,73%	150.000	15,03%	150.000	14,08%
IV Pasivos por impuesto diferido	2.882	0,30%	2.330	0,23%	2.124	0,20%
V Periodificaciones a largo plazo	8.450	0,89%	8.143	0,82%	12.157	1,14%
C) Pasivo corriente	612.355	64,20%	591.513	59,27%	588.325	55,24%
I Pasivos vinculados con activos no corrientes mantenidos para la venta	31.676	3,32%	0	0,00%	0	0,00%
II Provisiones a corto plazo	21.440	2,25%	24.536	2,46%	22.924	2,15%
III Deudas a corto plazo	2.341	0,25%	1.887	0,19%	5.940	0,56%
2. Deudas con entidades de crédito	0	0,00%	0	0,00%	3.818	0,36%
3. Acreedores por arrendamiento financiero	66	0,01%	66	0,01%	66	0,01%
5. Otros pasivos financieros	2.276	0,24%	1.821	0,18%	2.056	0,19%
IV Deudas con empresas del grupo y asociadas a corto plazo	279.092	29,26%	262.221	26,28%	265.978	24,97%
V Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	273.304	28,65%	298.904	29,95%	289.675	27,20%
1. Proveedores	103.425	10,84%	115.096	11,53%	104.306	9,79%
6. Otros acreedores	169.880	17,81%	183.808	18,42%	185.369	17,41%
VI Periodificaciones a corto plazo	4.501	0,47%	3.965	0,40%	3.809	0,36%
Total patrimonio neto y pasivo (A + B + C)	953.827	100,00%	997.981	100,00%	1.065.025	100,00%

4. BALANCE DE SITUACIÓN DEL GRUPO NOVARTIS- PORCENTAJES HORIZONTALES (COEFICIENTES DE VARIACIÓN)

Activo	2014	2015		2016		
	Miles de €	Miles de €	% 2015 - 2014	Miles de €	% 2016 - 2015	% 2016 - 2014
A) Activo no corriente	379.246	415.868	9,66%	435.266	4,66%	14,77%
I Inmovilizado intangible	8.385	9.284	10,72%	7.877	-15,15%	-6,06%
II Inmovilizado material	336.396	372.058	10,60%	394.901	6,14%	17,39%
1. Terrenos y construcciones	114.507	114.461	-0,04%	131.663	15,03%	14,98%
2. Instalaciones técnicas y otro inmovilizado material	141.669	143.789	1,50%	169.011	17,54%	19,30%
3. Inmovilizado en curso y anticipos	80.221	113.808	41,87%	94.227	-17,21%	17,46%
IV Inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo	600	600	0,00%	600	0,00%	0,00%
V Inversiones financieras a largo plazo	1.164	1.249	7,30%	838	-32,93%	-28,03%
VI Activos por impuesto diferido	32.701	32.677	-0,07%	31.050	-4,98%	-5,05%
B) Activo corriente	574.581	582.112	1,31%	629.760	8,19%	9,60%
I Activos no corrientes mantenidos para la venta	46.620	0	-100,00%	0	0,00%	-100,00%
II Existencias	194.986	210.291	7,85%	226.074	7,51%	15,94%
III Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	290.229	317.947	9,55%	282.500	-11,15%	-2,66%
1. Clientes por ventas y prestaciones de servicios	223.052	243.372	9,11%	201.990	-17,00%	-9,44%
a) Clientes por ventas y prestaciones de servicios a largo plazo	0	0	0,00%	4.784	-	-
b) Clientes por ventas y prestaciones de servicios a corto plazo	223.052	243.372	9,11%	197.206	-18,97%	-11,59%
5. Activos por impuesto corriente	8.966	19.410	116,49%	19.386	-0,12%	116,22%
6. Otros deudores	58.212	55.165	-5,23%	61.124	10,80%	5,00%
IV Inversiones en empresas del grupo y asociadas a corto plazo	35.105	47.920	36,51%	103.668	116,34%	195,31%
V Inversiones financieras a corto plazo	79	345	337,64%	231	-32,96%	193,38%
VI Periodificaciones a corto plazo	4.755	3.390	-28,71%	2.364	-30,26%	-50,28%
VII Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	2.807	2.219	-20,93%	14.922	572,43%	431,67%
Total activo (A + B)	953.827	997.981	4,63%	1.065.025	6,72%	11,66%

PATRIMONIO NETO Y PASIVO	2014	2015		2016		
	Miles de €	Miles de €	% 2015 - 2014	Miles de €	% 2016 - 2015	% 2016 - 2014
A) Patrimonio neto	163.102	233.062	42,89%	306.135	31,35%	87,70%
A-1) Fondos propios	162.997	232.962	42,92%	306.052	31,37%	87,77%
I Capital	62.956	62.956	0,00%	62.956	0,00%	0,00%
II Prima de emisión	97	97	0,00%	97	0,00%	0,00%
III Reservas	50.500	101.048	100,10%	174.317	72,51%	245,18%
VII Resultado del ejercicio	49.894	68.861	38,01%	68.682	-0,26%	37,66%
A-3) Subvenciones, donaciones y legados recibidos	104	99	-4,84%	83	-16,44%	-20,48%
B) Pasivo no corriente	178.370	173.406	-2,78%	170.565	-1,64%	-4,38%
I Provisiones a largo plazo	16.201	12.316	-23,98%	5.771	-53,14%	-64,38%
II Deudas a largo plazo	837	616	-26,38%	513	-16,85%	-38,79%
3. Acreedores por arrendamiento financiero	165	99	-40,00%	33	-66,67%	-80,00%
5. Otros pasivos financieros	673	518	-23,05%	480	-7,35%	-28,70%
III Deudas con empresas del grupo y asociadas a largo plazo	150.000	150.000	0,00%	150.000	0,00%	0,00%
IV Pasivos por impuesto diferido	2.882	2.330	-19,15%	2.124	-8,87%	-26,32%
V Periodificaciones a largo plazo	8.450	8.143	-3,63%	12.157	49,29%	43,88%
C) Pasivo corriente	612.355	591.513	-3,40%	588.325	-0,54%	-3,92%
I Pasivos vinculados con activos no corrientes mantenidos para la venta	31.676	-	-	-	-	-
II Provisiones a corto plazo	21.440	24.536	14,44%	22.924	-6,57%	6,92%
III Deudas a corto plazo	2.341	1.887	-19,42%	5.940	214,83%	153,69%
2. Deudas con entidades de crédito	0	0	-	3.818	-	-
3. Acreedores por arrendamiento financiero	66	66	0,00%	66	0,00%	0,00%
5. Otros pasivos financieros	2.276	1.821	-19,98%	2.056	12,89%	-9,67%
IV Deudas con empresas del grupo y asociadas a corto plazo	279.092	262.221	-6,05%	265.978	1,43%	-4,70%
V Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	273.304	298.904	9,37%	289.675	-3,09%	5,99%
1. Proveedores	103.425	115.096	11,29%	104.306	-9,38%	0,85%
6. Otros acreedores	169.880	183.808	8,20%	185.369	0,85%	9,12%
VI Periodificaciones a corto plazo	0	3.965	-	3.809	-3,95%	-
Total patrimonio neto y pasivo (A + B + C)	953.827	997.981	4,63%	1.065.025	6,72%	11,66%

5. ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO DEL GRUPO NOVARTIS

	2014	2015	2016
	Miles de €	Miles de €	Miles de €
A) Flujos de efectivo de las actividades de explotación			
1. Resultado del ejercicio antes de impuestos	67.083	84.338	81.297
2. Ajustes del resultado	51.392	36.203	25.706
a) Amortización del inmovilizado (+)	33.645	33.394	36.620
b) Correcciones valorativas por deterioro (+/-)	15.395	8.834	1.279
c) Variación de provisiones (+/-)	-1.494	684	-1.275
d) Imputación de subvenciones (-)	-69	-7	-11
e) Resultados por bajas y enajenaciones del inmovilizado (+/-)	1.487	-435	-7.750
f) Resultados por bajas y enajenaciones de instrumentos financieros (+/-)	0	-5.717	0
g) Ingresos financieros (-)	-2.896	-3.474	-2.868
h) Gastos financieros (+)	5.324	3.549	1.554
k) Otros ingresos y gastos (-/+)	0	-624	-1.842
3. Cambios en el capital corriente	200.240	-3.254	14.318
a) Existencias (+/-)	-32.633	-11.725	-21.663
b) Deudores y otras cuentas para cobrar (+/-)	186.205	-17.386	38.428
c) Otros activos corrientes (+/-)	159	1.099	1.139
d) Acreedores y otras cuentas para pagar (+/-)	40.558	25.600	-9.230
e) Otros pasivos corrientes (+/-)	-2.423	-536	-564
f) Otros activos y pasivos no corrientes (+/-)	8.374	-307	6.208
4. Otros flujos de efectivo de las actividades de explotación	-24.863	-25.328	-13.005
a) Pagos de intereses (-)	-5.324	-1.845	-3.239
b) Cobros de dividendos (+)	835	1.099	1.209
c) Cobros de intereses (+)	2.061	2.375	1.660
d) Cobros (pagos) por impuesto sobre beneficios (+/-)	-22.434	-26.957	-12.634
5. Flujos de efectivo de las actividades de explotación (1 + 2 + 3 + 4)	293.853	91.960	108.317
B) Flujos de efectivo de las actividades de inversión			
6. Pagos por inversiones (-)	-91.393	-96.193	-115.378
b) Inmovilizado intangible	-377	-1.933	-654
c) Inmovilizado material	-73.580	-81.359	-58.742
e) Otros activos financieros	-483	-85	-234
7. Cobros por desinversiones (+)	3.181	20.477	14.321
c) Inmovilizado material	3.181	856	13.676
e) Otros activos financieros	0	0	645
f) Activos no corrientes mantenidos para venta	0	19.621	0
8. Flujos de efectivo de las actividades de inversión (6 + 7)	-88.212	-75.716	-101.056
C) Flujos de efectivo de las actividades de financiación			
10. Cobros y pagos por instrumentos de pasivo financiero	-104.557	-18.680	5.442
a) Emisión	33	150.000	155.442
5. Otras deudas (+)	33	150.000	155.442
b) Devolución y amortización de	-104.590	-168.680	-150.000
2. Deudas con entidades de crédito (-)	-64	-107	0
5. Otras deudas (-)	-104.526	-168.572	-150.000
11. Pagos por dividendos y remuneraciones de otros instrumentos de patrimonio	-100.000	0	0
a) Dividendos (-)	-100.000	0	0
12. Flujos de efectivo de las actividades de financiación (9 + 10 + 11)	-204.557	-18.680	5.442
E) Aumento/disminución neta del efectivo o equivalentes (5 + 8 + 12 + D)			
Efectivo o equivalentes al comienzo del ejercicio	3.571	4.655	2.219
Efectivo o equivalentes al final del ejercicio	4.655	2.219	14.922

