



---

# **Universidad de Valladolid**

## **Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales**

### **Estructura financiera de las empresas cotizadas del sector farmacéutico en España**

#### **Máster en Administración y Dirección de Empresas (MBA)**

Presentado por:

***Raúl Herruzo de la Fuente***

Tutelado por:

***Félix J. López Iturriaga***

*Valladolid, 12 de Septiembre de 2021*

**ÍNDICE:**

<b>1. INTRODUCCIÓN</b> .....	1
<b>2. LA DECISIÓN DE FINANCIACIÓN EN LAS ORGANIZACIONES:</b> .....	3
<b>3. EI SECTOR FARMACÉUTICO EN ESPAÑA. EMPRESAS COTIZADAS.</b> .....	5
<b>4. ANÁLISIS DE LA FINANCIACIÓN EN LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS DEL SECTOR FARMACÉUTICO PERTENECIENTES AL IBEX 35.</b> .....	6
4.1 Almirall S.A. ....	6
4.1.1. Análisis recursos propios Almirall S.A.....	7
4.1.2 Análisis recursos ajenos Almirall S.A. ....	7
4.2 Grifols S.A. ....	10
4.2.1 Análisis recursos propios Grifols S.A. ....	10
4.2.2 Análisis recursos ajenos Grifols S.A.....	10
4.3 Pharma Mar S.A.....	13
4.3.1 Análisis recursos propios Pharma Mar S.A.....	14
4.3.2. Análisis recursos ajenos Pharma Mar S.A. ....	14
4.4 Comparación de la financiación de las empresas del sector farmacéutico en España pertenecientes al Ibex 35. ....	15
4.5 Conclusiones del análisis de la financiación de las empresas españolas del sector farmacéutico pertenecientes al Ibex 35.....	25
<b>5. ANÁLISIS DE LA FINANCIACIÓN DE LAS FARMACÉUTICAS ESPAÑOLAS COTIZADAS QUE NO PERTENECEN AL IBEX 35.</b> .....	26
5.1 Faes Farma S.A.....	26
5.1.1 Análisis recursos propios Faes Farma S.A. ....	26
5.1.2 Análisis recursos ajenos Faes Farma S.A. ....	26
5.2 Laboratorio Reig Jofre S.A. ....	27
5.2.1 Análisis recursos propios Laboratorio Reig Jofre S.A. ....	27
5.2.2 Análisis recursos ajenos Laboratorio Reig Jofre S.A.....	28
5.3 Laboratorios Farmacéuticos Rovi S.A. ....	28
5.3.1 Análisis recursos propios Farmacéuticos Rovi S.A. ....	28
5.3.2 Análisis recursos ajenos Farmacéuticos Rovi S.A.....	28
5.4 Prim S.A. ....	29
5.4.1 Análisis recursos propios Prim S.A.....	29
5.4.2 Análisis recursos ajenos Prim S.A.....	29
5.5 Oryzon Genomics S.A. ....	30
5.5.1 Análisis recursos propios Oryzon GenomicsS.A.....	30

5.5.2 Análisis recursos ajenos Oryzon Genomics S.A. ....	30
5.6 Comparación de la financiación de las empresas cotizadas del sector farmacéutico en España no pertenecientes al Ibex 35. ....	31
5.7 Conclusiones del análisis de la financiación de las empresas cotizadas del sector farmacéutico en España no pertenecientes al Ibex 35. ....	40
<b>6. COMPARACIÓN GLOBAL EMPRESAS COTIZADAS DEL SECTOR FARMACÉUTICO EN ESPAÑA. ....</b>	<b>41</b>
6.1 Diferencias en función del volumen de sus activos. ....	41
6.2 Diferencias en su estructura financiera. Recursos propios vs. recursos ajenos. ....	42
<b>7. CONCLUSIONES .....</b>	<b>44</b>

**ÍNDICE TABLAS:**

Tabla 1: Lista de empresas cotizadas del sector farmacéutico en España. ....	5
Tabla 2: Peso del sector farmacéutico sobre el total de la Bolsa de Madrid. ....	6
Tabla 3: Principales accionistas Almirall S.A a 31/12/20. ....	7
Tabla 4: Pasivos por arrendamientos financieros Almirall S.A. Expresado en miles de euros. ....	9
Tabla 5: Total deuda financiera Almirall S.A. Expresada en miles de euros. ....	9
Tabla 6: Características deuda senior Grifols S.A. ....	11
Tabla 7: Total deuda con entidades de crédito Grifols S.A. Expresado en miles de euros. ....	12
Tabla 8: Pasivos por arrendamientos financieros Grifols S.A. Expresado en miles de euros. ....	13
Tabla 9: Total deuda financiera Grifols. Expresado en miles de euros ....	13
Tabla 10: Principales accionistas Pharma Mar S.A. a 31/12/2020. ....	14
Tabla 11: Total deuda financiera Pharma Mar S.A. Expresado en miles de euros. ....	15
Tabla 12: Dimensiones de las empresas del sector farmacéutico en España pertenecientes al Ibex 35. Expresado en miles de euros. ....	16
Tabla 13: Resumen recursos propios y recursos ajenos de las empresas del sector farmacéutico en España pertenecientes al Ibex 35. Expresado en miles de euros. ....	16
Tabla 14: Análisis de la financiación de las empresas del sector farmacéutico en España pertenecientes al Ibex 35. Expresado en miles de euros. ....	17
Tabla 15: Análisis de la situación financiera de las empresas del sector farmacéutico en España pertenecientes al Ibex 35. ....	20

Tabla 16: Fondo de maniobra con respecto a los activos de empresas españolas del sector farmacéutico pertenecientes al Ibex 35. ....	21
Tabla 17. Ratios de endeudamiento empresas españolas del sector farmacéutico pertenecientes al Ibex 35. ....	22
Tabla 18: Ratio de solvencia de las empresas españolas del sector farmacéutico pertenecientes al Ibex 35. ....	23
Tabla 19: Ratio de autonomía financiera de las empresas españolas del sector farmacéutico pertenecientes al Ibex 35. ....	23
Tabla 20: Ratio de distancia de quiebra de las empresas españolas del sector farmacéutico pertenecientes al Ibex 35. ....	24
Tabla 21: Total deuda financiera Faes Farma S.A. Expresado en miles de euros. ....	27
Tabla 22: Accionistas con participación superior al 10% Laboratorio Reig Jofre S.A. ....	27
Tabla 23: Total deuda financiera Laboratorio Reig Jofre S.A. Expresado en miles de euros. ....	28
Tabla 24: Total deuda financiera Laboratorios Farmacéuticos Rovi S.A. Expresado en miles de euros. ....	29
Tabla 25: Total deuda financiera Prim S.A. Expresado en miles de euros. ....	30
Tabla 26: Total deuda financiera Oryzon Genomics S.A. Expresado en miles de euros. ....	31
Tabla 27: Dimensiones de las empresas cotizadas del sector farmacéutico en España no pertenecientes al Ibex 35. Expresado en miles de euros. ....	32
Tabla 28: Resumen recursos propios y ajenos de las empresas cotizadas del sector farmacéutico en España no pertenecientes al Ibex 35. Expresado en miles de euros. ....	32
Tabla 29: Análisis de la financiación de las empresas cotizadas del sector farmacéutico en España no pertenecientes al Ibex 35. ....	33
Tabla 30: Análisis de la situación financiera de las empresas cotizadas del sector farmacéutico en España no pertenecientes al Ibex 35 ....	36

Tabla 31: Fondo de maniobra con respecto a los activos de las empresas cotizadas del sector farmacéutico en España no pertenecientes al Ibex 35. ....	37
Tabla 32: Ratios de endeudamiento de las empresas cotizadas del sector farmacéutico en España no pertenecientes al Ibex 35 .....	38
Tabla 33: Ratio de solvencia de las empresas cotizadas del sector farmacéutico en España no pertenecientes al Ibex 35. ....	39
Tabla 34: Análisis de la solvencia de las empresas cotizadas del sector farmacéutico en España no pertenecientes al Ibex 35. ....	40
Tabla 35: Activos totales de las empresas cotizadas del sector farmacéutico en España. Expresado en miles de euros. ....	41
Tabla 36: Estructura de financiación de las empresas cotizadas del sector farmacéutico en España. Expresado en miles de euros. ....	42
Tabla 37: Análisis del vencimiento de la deuda financiera de las empresas cotizadas del sector farmacéutico en España. ....	43
Tabla 38: Análisis del vencimiento de la deuda total de las empresas cotizadas del sector farmacéutico en España. ....	43

**ÍNDICE FIGURAS:**

Figura 1: Importancia en la toma de decisiones de la compañía. .... 3

Figura 2: Esquema de masas patrimoniales. .... 3

Figura 3: Proporción recursos ajenos vs. deuda financiera de las empresas del sector farmacéutico en España pertenecientes al Ibex 35. .... 17

Figura 4: Deuda financiera corriente vs. no corriente de las empresas del sector farmacéutico en España pertenecientes al Ibex 35. .... 19

Figura 5: Proporción recursos ajenos vs. deuda financiera de las empresas cotizadas del sector farmacéutico en España no pertenecientes al Ibex 35. .... 34

Figura 6: Deuda financiera corriente vs. no corriente de las empresas cotizadas del sector farmacéutico en España no pertenecientes al Ibex 35. .... 35

## RESUMEN

En este Trabajo de fin del Máster en Administración de Empresas (MBA) se lleva a cabo un análisis de la financiación de las empresas cotizadas en Bolsa pertenecientes al sector farmacéutico en España.

Dentro de este bloque nos encontramos con ocho empresas, las cuales se dividirán en 2 grupos en función de su pertenencia o no al Ibex 35, un número suficientemente amplio que asegura el rigor necesario. Por otro lado, la situación vivida a raíz de la crisis ocasionada por el Covid-19 ha puesto de manifiesto la necesidad de apostar por la investigación y el desarrollo, especialmente en un campo tan fundamental como el de la salud.

A continuación se observarán las principales herramientas empleadas por las empresas para financiar sus activos, que estructura de financiación obtienen cómo resultado, y que consecuencia tiene esta para la empresa tanto en el corto como en el largo plazo.

Una vez obtenidos todos estos datos, se tiene la información necesaria para efectuar una comparativa entre los dos grupos de empresas, gracias a la cual podemos afirmar que existen algunas diferencias significativas tanto en la estructura de capital (proporción de recursos ajenos Vs. propios y deuda corriente Vs. deuda no corriente), cómo en las herramientas empleadas, pues en la empresas no pertenecientes al Ibex 35 los pasivos por arrendamientos financieros son nulos o carecen de importancia.

*Palabras clave: empresas farmacéuticas, estructura de capital finanzas de empresa, decisión de financiación.*

*Códigos Clasificación JEL (Journal of Economic Literature): G Economía Financiera / G3 Gobierno y financiación de la empresa / G32 Política de financiación; Estructura de capital y de la propiedad.*

## **ABSTRACT**

*In this Master of Business Administration (MBA) final thesis, an analysis of the financing of listed companies in the pharmaceutical sector in Spain is carried out.*

*Eight companies are included in this block, a sufficiently large number to ensure the necessary rigor. On the other hand, the situation experienced as a result of the crisis caused by Covid-19 has highlighted the need to invest in research and development, especially in a field as fundamental as health.*

*The main tools used by companies to finance their assets, the financing structure they obtain as a result, and the consequences of this for the company in both the short and long term will be discussed below.*

*Once all these data have been obtained, we have the necessary information to make a comparison between the two groups of companies, thanks to which we can affirm that there are some significant differences both in the capital structure (proportion of debt vs. equity and current debt vs. non-current debt) and in the tools used, since in the non-Ibex 35 companies the liabilities for financial leases are nil or unimportant.*

## 1. INTRODUCCIÓN

Dentro de la formación proporcionada por un Máster en Administración y Dirección de Empresas (*MBA*), adquirir el conocimiento y la soltura necesarias en cuestiones que guarden relación con el campo de las finanzas se antoja fundamental.

Con este trabajo se pretende aplicar esos conocimientos a la toma de decisiones relativas a la financiación de diferentes empresas reales; en este caso, las empresas cotizadas pertenecientes al sector farmacéutico en España.

Esto ayudará a familiarizarse con conceptos propios de esta decisión, vinculados a las diferentes opciones y herramientas que posee la empresa para financiar sus activos, así como ser capaz de obtener una visión crítica acerca de las diferentes estructuras de financiación posibles. En este contexto, se pueden enumerar cuatro objetivos fundamentales que se persiguen con este trabajo:

- Descubrir las herramientas empleadas por las empresas cotizadas del sector farmacéutico en España para financiar sus activos.
- Observar qué estructura financiera obtienen como resultado.
- Identificar las consecuencias de las decisiones tomadas con respecto a la financiación de la empresa a corto y largo plazo.
- Tratar de identificar posibles similitudes y diferencias en la estrategias de financiación bien función del tamaño de la empresa, bien en función de su pertenencia o no al Ibex 35.

Para alcanzar estos objetivos, en primer lugar se ha dividido el grupo de empresas farmacéuticas en función de su pertenencia o no al Ibex 35. Una vez tenemos estos dos grupos, el proceso seguido con ambos es el siguiente:

- Con ayuda de los informes de auditoría disponibles en la web de la CNMV, recopilamos todos los datos necesarios para determinar el patrimonio neto y la deuda financiera de cada una de las empresas, efectuando un breve análisis de las partidas más importantes.
- Una vez que se tienen los datos necesarios, se lleva a cabo un análisis de la estructura de financiación de cada una de las empresas comparando los resultados obtenidos.

- Tras haber identificado y cuantificado las diferentes estructuras de financiación, por medio de una serie de ratios económico-financieros se evalúa sus consecuencias en el corto y largo plazo.
- Por último, se lleva a cabo una comparación con el objetivo de identificar posibles diferencias en función de la pertenencia o no al Ibex 35 y del tamaño de la empresa.

Los principales resultados del trabajo muestran que existen diferencias significativas entre los dos grupos presentados, tanto en términos de estructura de capital cómo en las herramientas empleadas por las empresas de uno y otro grupo.

Las empresas pertenecientes al Ibex 35 presentan un mayor porcentaje de recursos ajenos como fuente de financiación de sus activos, lo que supone la asunción de un mayor riesgo que tiene sus implicaciones sobre la rentabilidad para los accionistas de la empresa.

Sin embargo, las diferencias relativas a la estructura de financiación no se detienen aquí, pues atendiendo a la gestión del vencimiento de su deuda total, las empresas del Ibex 35 presentan una mayor proporción de deuda a largo plazo, cosa que no ocurre el otro grupo de empresas.

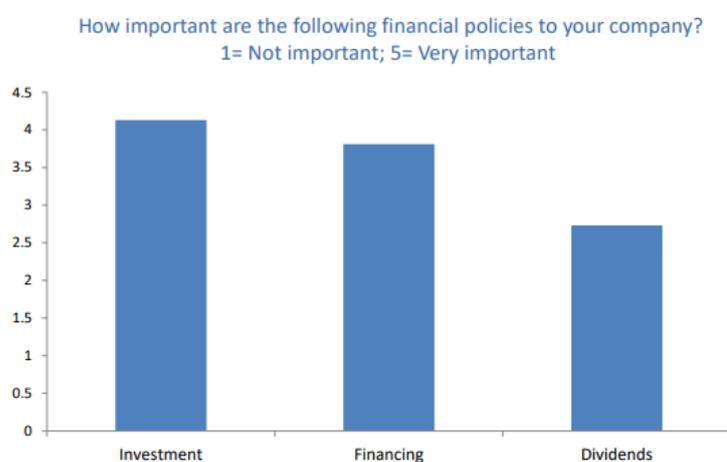
Por último, la otra gran diferencia tiene que ver con los instrumentos que emplean unas y otras empresas para financiar sus activos, mientras que en las empresas pertenecientes al Ibex 35 los pasivos por arrendamientos financieros tienen un gran peso sobre su deuda financiera total, estos tienen un peso irrelevante o ni siquiera existen en el resto de empresas.

## 2. LA DECISIÓN DE FINANCIACIÓN EN LAS ORGANIZACIONES:

Dentro de la campo del conocimiento que estudia las finanzas de la empresa, nos encontramos con tres ramas fundamentales atendiendo a los tres grandes grupos de decisiones a las que una empresa debe hacer frente:

- Inversión: a que activos se van a destinar los recursos de una sociedad.
- Financiación: cómo se van a financiar los activos de una sociedad.
- Dividendos: de qué manera se va a remunerar a los accionistas de una sociedad.

Figura 1: Importancia en la toma de decisiones de la compañía.



Fuente: Apuntes Finanzas Corporativas, Máster en Administración de Empresas Uva.

De acuerdo con el objetivo del trabajo, dedicaremos los apartados siguientes a tratar de analizar las cuestiones más significativas relativas a la decisión de financiación de las empresas cotizadas pertenecientes al sector farmacéutico en España.

Figura 2: Esquema de masas patrimoniales.

INVERSIÓN	FINANCIACIÓN
Activos Totales	PN: Recursos Propios
	Pasivo: Recursos Ajenos

Fuente: Elaboración propia.

A continuación, podemos observar, a modo aclaratorio, algunas de las formas más habituales que existen de clasificar los recursos de una empresa:

a) Recursos propios vs. ajenos:

- Recursos propios: aquellos generados por la propia empresa, o los aportados por los socios y/o accionistas.
- Recursos ajenos: aquellos que proceden de agentes externos a la empresa por lo que constituyen un pasivo u obligación para esta.

b) Recursos internos vs. externos:

- Recursos internos: aquellos derivados de la actividad comercial de la empresa.
- Recursos externos: aquellos que no son consecuencia directa de la actividad comercial de la empresa.

c) Recurso permanente vs. recurso circulante:

- Recurso permanente: hace referencia a todos aquellos recursos cuya exigibilidad es superior a un año o ciclo económico. Hablamos por lo tanto de recursos a largo plazo.
- Recurso circulante: todo aquel recurso cuya exigibilidad es igual o inferior al año o ciclo económico.

A lo largo del trabajo nos centraremos en la primera de las clasificaciones, llevando a cabo una distinción entre recursos ajenos y recursos propios

Dentro de los primeros llevaremos a cabo un análisis de la deuda financiera de cada sociedad, tratando de comprender cuál es su situación a 31 de diciembre de 2020.

Por otro lado, dentro de los recursos propios, se llevará a cabo un análisis del capital social de la empresa, así como todo lo relativo a las acciones de la compañía (número de acciones, valor nominal, principales accionistas y situación de las acciones propias).

### 3. EI SECTOR FARMACÉUTICO EN ESPAÑA. EMPRESAS COTIZADAS.

El año 2020 ha sido un año de especial interés para el sector farmacéutico, el impacto del Covid-19 y la importancia de la investigación y desarrollo de medicamentos y vacunas para combatirlo presentaban una oportunidad única para este sector.

A continuación presentamos una tabla con las empresas cotizadas pertenecientes al sector farmacéutico en España, haciendo además una distinción entre aquellas que pertenecen al Ibex 35 y las que no. Como podemos apreciar, existe un total de 8 empresas cotizadas dentro de este sector, 3 de ellas pertenecientes al Ibex 35.

Tabla 1: Lista de empresas cotizadas del sector farmacéutico en España.

Lista de empresas cotizadas del sector farmacéutico en España	
Ibex 35	Almirall S.A.
	Grifols S.A.
	Pharma Mar S.A.
Fuera Ibex 35	Faes Farma S.A.
	Laboratorio Reig Jofre S.A.
	Laboratorio s Farmacéuticos Rovi
	Oryzon Genomics S.A.
	Prim S.A.

Fuente: Elaboración propia a partir de información obtenida de la CNMV y la Bolsa de Madrid.

En la tabla siguiente se recoge la capitalización bursátil de las empresas cotizadas del sector farmacéutico en España, así como la capitalización total de la Bolsa de Madrid con fecha 31 de diciembre de 2020, de este modo podremos saber el peso que supone este sector sobre el total de la bolsa.

Tabla 2: Peso del sector farmacéutico sobre el total de la Bolsa de Madrid.

Capitalización Bursátil 31/12/2020	Expresado en miles de €
Almirall	1.945.023
Grifols	10.175.980
Pharma Mar	9.493.673
Faes Farma S.A.	995.493
Laboratorio Reig Jofre S.A.	337.162
Laboratorio s Farmacéuticos Rovi	2.125.014
Oryzon Genomics S.A.	185.720
Prim S.A.	168.267
<b>Suma sector farmacéutico</b>	<b>25.426.332</b>
Bolsa Madrid	403.080.704
<b>Porcentaje sector farmacéutico sobre el total de la bolsa de Madrid</b>	<b>6%</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de información obtenida de la Bolsa de Madrid y el periódico digital Expansión.

#### 4. ANÁLISIS DE LA FINANCIACIÓN EN LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS DEL SECTOR FARMACÉUTICO PERTENECIENTES AL IBEX 35.

Antes de comenzar con el desarrollo de este apartado, considero conveniente aclarar algunos principios que se seguirán a la hora de llevar a cabo el análisis de la financiación ajena de las diferentes empresas.

- Basándonos en las nuevas regulaciones, se incorporará a la deuda financiera los importes vinculados a los pasivos por arrendamientos financieros
- Los diferentes pasivos financieros se agruparán en: deuda financiera con entidades de crédito, emisión de obligaciones bonos y otros valores negociables, pasivos por arrendamientos financieros y por último otros pasivos financieros si los hubiere.

Una vez aclarados estos dos principios que se seguirán a lo largo del análisis de los recursos ajenos, comenzamos con el análisis de la financiación de las empresas del sector farmacéutico pertenecientes al Ibex 35.

##### 4.1 Almirall S.A.

Se trata de una empresa fundada en el año 1943, Barcelona. En la actualidad cuenta con 13 filiales repartidas por Europa y EE. UU. y más de 1750 empleados.

#### 4.1.1. Análisis recursos propios Almirall S.A.

Con fecha 31 de diciembre de 2020, el capital social del Almirall S.A asciende a 21.374.000 €, repartido en 178.115.627 acciones de 0,12 euros de valor nominal, todas ellas suscritas y completamente desembolsadas.

A continuación, se muestra una tabla con los principales accionistas del Grupo, quedando reflejados todos aquellos que poseen una titularidad, tanto directa como indirecta, superior al 3% del capital social.

Tabla 3: Principales accionistas Almirall S.A a 31/12/2020.

Titulares Acciones 31/12/2020	
Grupo Plafin S.A.	40,90%
Grupo Corporativo Landon S.L.	18,80%
<b>Total</b>	<b>59,70%</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos del informe de auditoría.

En el informe de auditoría no se hace referencia a las acciones propias de la sociedad pues esta no posee ninguna a 31 de diciembre de 2020.

#### 4.1.2 Análisis recursos ajenos Almirall S.A.

En este caso, en el informe de auditoría se opta por llevar a cabo una división en función del criterio de valoración de sus pasivos financieros:

- Pasivos financieros valorados a valor razonable: Hace referencia a aquellos pasivos vinculados con los bonos, obligaciones y otros valores negociables emitidos y cotizados.
- Pasivos financieros valorados a coste amortizado: refiriéndose a las deudas con entidades de crédito y <sup>2</sup>*líneas de crédito revolving* fundamentalmente.

A pesar de esta división efectuada en el informe de auditoría, el análisis de los recursos ajenos de Almirall S.A seguirá la clasificación a la que se hacía referencia al comienzo del apartado 3.

A continuación se muestran las principales partidas en materia de deuda financiera de la entidad.

a) Deuda con entidades de crédito.

- *Línea de crédito revolving*: En el ejercicio correspondiente al año 2017, Almirall formalizó una *línea de crédito revolving* con límite máximo de 250 millones de euros (Vencimiento 24 de febrero de 2021, interés medio inferior al 1%).

Sin embargo, con fecha 17 de julio de 2020 tiene lugar la suscripción de una nueva póliza de crédito que viene a remplazar a la anteriormente mencionada. Esta nueva póliza consta de un límite máximo de 275 millones de euros (tipo de interés variable, referenciado al Euribor) por un plazo de 3 años con posibilidad de ampliarse un año más. BBVA ha actuado como entidad coordinadora de dicha operación, en la que han participado también: Santander, CaixaBank, BNP Paribas y Banca March

Como forma de supervisión, BBVA obliga a la sociedad dominante a cumplir una serie de “*covenants*” entre los que podemos destacar un ratio que se calcula como la Deuda Financiera Neta Consolidada / Ebitda Consolidado.

- <sup>1</sup>*Préstamo sindicado*: con fecha 4 de diciembre de 2018, la Sociedad Almirall formalizaba un préstamo sindicado senior no garantizado liderado de nuevo por BBVA por un importe de 150 millones de euros (interés 2,1% anual pagadero semestralmente) con vencimiento único en diciembre de 2023. En este contrato se establece el mismo “*covenant*” que comentábamos anteriormente.

- *Préstamo con el BEI (Banco Europeo de Inversiones)*: la sociedad formaliza un préstamo con el BEI con el objetivo de financiar los trabajos de I+D por importe máximo de 120 millones de euros. El primer fue concedido en abril de 2019 por 80 millones de euros (interés fijo del 1,35%).

b) Bonos, obligaciones y otros valores negociables:

- <sup>3</sup>*Bono convertible*: El 4 de diciembre de 2018 la sociedad formalizó una emisión de bonos de rango <sup>4</sup>senior simples no garantizados con vencimiento en diciembre de 2021 por importe máximo de 250 millones de euros. Estos bonos devengan un interés fijo del 25%, siendo, de aprobarse por la Junta General de Accionistas antes del 30 de junio de 2019, canjeables por acciones ordinarias de la sociedad dominante.

## c) Pasivos por arrendamientos financieros:

En la tabla siguiente se muestran los importes vinculados a este grupo de pasivos que contrae la entidad.

Tabla 4: Pasivos por arrendamientos financieros Almirall S.A. Expresado en miles de euros.

	Corrientes	No corrientes	Total
Pasivos Arrendamientos Financieros	6.262	13.482	19.744

Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos del informe de auditoría

## d) Otros pasivos financieros:

- *Instrumentos financieros derivados*: En mayo de 2018, se aprueba en la Junta General de Accionistas una operación de permuta financiera denominada Equity Swap, mediante la cual la Sociedad se obliga a pagar un interés variable a Banco Santander S.A, y este a su vez se compromete como adquirente de acciones ordinarias subyacentes de la Sociedad a entregar el dividendo recibido, así como a la venta de las acciones a la propia Sociedad cuando llegue el vencimiento.

A continuación se muestra una tabla resumen que recoge el importe total de la deuda financiera de Almirall S.A. haciendo una distinción entre los pasivos a corto y a largo plazo.

Tabla 5: Total deuda financiera Almirall S.A. Expresada en miles de euros.

	Corriente	No Corriente	Total
Deuda Entidades de Crédito	5.000	224.345	229.345
Bonos, Obligaciones y Otros Valores Negociables	239.647		239.647
Pasivos Arrendamientos Financieros	6.262	13.482	19.744
Otros Pasivos Financieros	2.967		2.967
Intereses Devengados Pendientes de Pago	686		686
<b>Total Deuda Financiera</b>	<b>254.562</b>	<b>237.827</b>	<b>492.389</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos del informe de auditoría.

Los importes que recoge la fila denominada "Total Deuda Financiera" coinciden con los importes que figuran en el balance consolidado a 31/12/2020 si tenemos en cuenta la deuda financiera y los pasivos por arrendamientos corrientes y no corrientes.

#### 4.2 Grifols S.A.

Esta empresa fue fundada en el año 1909 y en la actualidad cuenta con 24.000 empleados aproximadamente con filiales en más de 30 países.

##### 4.2.1 Análisis recursos propios Grifols S.A.

Con fecha 31/12/2020, el capital social de Grifols S.A asciende a 119.603.705 euros y está compuesto por:

- Acciones Clase A: 426.129.798 acciones de 0,25 euros de valor nominal cada una (106.532.449,5 €), totalmente suscritas y desembolsadas, pertenecientes a la misma clase y serie, y que son las acciones ordinarias de la Sociedad.
- Acciones Clase B: 261.425.110 de 0,05 euros de valor nominal cada una (13.071.255,5€) pertenecientes a la misma clase y serie, y que son acciones sin voto con los derechos preferentes establecidos en los estatutos de la Sociedad.

De acuerdo con la información que posee la sociedad, no existen accionistas poseedores de acciones que representen más del 10% del valor del capital social.

Además, tal y como se afirma en el informe de auditoría elaborado por KPMG la sociedad no posee acciones propias de tipo A; mientras que el saldo en acciones propias de clase B a 31/1/2020 equivale al 0,4% del capital social (3.012.164 acciones, 43.734.000€)

##### 4.2.2 Análisis recursos ajenos Grifols S.A.

###### a) Deuda con entidades de crédito

*-<sup>5</sup>Deuda senior asegurada:* El 15/11/2019 el grupo refinancia su deuda senior asegurada. Esta nueva deuda consiste en un Tramo B por importe de 2.500 millones de dólares (2.137 millones de euros) y 1.360 millones de euros con un

margen de 2,00% sobre el <sup>6</sup>Libor y 2.25% sobre el <sup>7</sup>Euribor respectivamente con vencimiento en el año 2017.

Los costes de refinanciación de la deuda senior han ascendido a 84,4 millones de euros.

Tabla 6: Características deuda senior Grifols S.A.

US Dollar Tramo B	Principal: 2.500 millones de dolares (2,137 millones de euros)
	Estructura de amortización <sup>8</sup> quasi-bullet
	Vencimiento 2017
Tramo B en euros	Principal: 1.360 millones de euros
	Estructura de amortización "quasi-bullet"
	Vencimiento 2017

Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos del informe de auditoría.

- *Línea de crédito revolving*: en mayo de 2020, el Grupo cerró una ampliación de la línea de financiación multdivisa hracias a la cual se incrementa el importe de 500 a 1.000 millones de dólares (854 millones de euros) con vencimiento en noviembre de 2025 y un margen de 150 puntos sobre el Libor.

Sin embargo, a 31/12/2020 no se ha dispuesto ninguna cantidad mientras que los costes de refinanciación han ascendido a 9,3 millones de euros.

Existen además otra serie de créditos de menor cuantía que, a pesar de no detenerme a explicar más a fondo, se recogeren en la tabla siguiente:

Tabla 7: Total deuda con entidades de crédito Grifols S.A. Expresado en miles de euros.

	Corriente	No Corriente	Total
Deuda Senior Tramo B (Euros)	13.600	1.332.800	1.346.400
Deuda Senior Tramo B (Dólares)	20.435	2.002.615	2.023.050
<b>Total Deuda Senior</b>	<b>34.035</b>	<b>3.335.415</b>	<b>3.369.450</b>
BEI Loan	10.625	42.500	53.125
BEI Loan	21.250	63.750	85.000
BEI Loan		74.375	74.375
<b>Total BEI Loan</b>	<b>31.875</b>	<b>180.625</b>	<b>212.500</b>
Revolving Credit	0	0	0
<b>Total Revolving Credit</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Otros Créditos	138.855	3.146	142.001
<b>Total Deuda Entidades de Crédito</b>	<b>204.765</b>	<b>3.519.186</b>	<b>3.723.951</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos del informe de auditoría.

#### b) Bonos, obligaciones y otros valores negociables

- *Bono corporativo senior*: en noviembre de 2019, la Sociedad cerró la emisión de bonos corporativos por un importe de 1.675 millones de euros divididos en dos bonos, uno de 770 millones, y otro por el resto, 905 millones de euros. Estos bonos tienen un vencimiento en 2027 y 2025 respectivamente, devengando un cupón anual del 2,25% y el 1,625%. Desde el 15/11/2019 los bonos fueron admitidos a cotizaciones en la Bolsa de Irlanda.

Previamente, ya en 2017, la Sociedad cerró una emisión de bonos corporativos por importe de 1.000 millones de euros con vencimiento en 2025, cupón 3,20%, también admitidos en la Bolsa de Irlanda.

Por último, a 31/12 de los años 2019 y 2020 tiene lugar una emisión de pagarés al portador dirigidos a empleados del grupo.

## c) Pasivos por arrendamientos financieros

Como ya se comentó anteriormente se ha optado por incorporar a la deuda financiera los pasivos financieros por arrendamientos.

Tabla 8: Pasivos por arrendamientos financieros Grifols S.A. Expresado en miles de euros.

	Corriente	No Corriente	Total
Pasivos por Arrendamientos Financieros	42.642	690.857	733.499

Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos del informe de auditoría.

## d) Otros pasivos financieros:

En este caso hacen referencia a otros créditos concedidos principalmente por instituciones gubernamentales a tipos de intereses nulos o significativamente inferiores a los que ofrece el mercado.

Una vez conocemos todos los componentes de la deuda financiera de Grifols S.A. pasamos a mostrar la tabla resumen de la situación de la deuda financiera de la organización a 31/12/2020.

Tabla 9: Total deuda financiera Grifols. Expresado en miles de euros.

	Corriente	No Corriente	Total
Deuda Entidades de Crédito	204.765	3.519.186	3.723.951
Bonos Obligaciones y Otros Valores Negociables	125.843	2.675.000	2.800.843
Pasivos Arrendamientos Financieros	42.642	690.857	733.499
Otros Pasivos Financieros	105.041	10.272	115.313
Costes de Transacción de Préstamos	-53.679	-293.215	-346.894
<b>Total Deuda Financiera</b>	<b>424.612</b>	<b>6.602.100</b>	<b>7.026.712</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos del informe de auditoría.

## 4.3 Pharma Mar S.A.

Esta empresa se funda en el año 1986 como subsidiaria de Zeltia, hasta contar en la actualidad cuenta con 7 filiales distribuidas por Europa y EEUU.

#### 4.3.1 Análisis recursos propios Pharma Mar S.A.

Con fecha 31 de diciembre de 2020, el capital social de Pharma Mar está compuesto por 18.354.907 acciones con un valor nominal de 0,60 euros/acción por lo que este asciende a 11.013.000 euros

Los accionistas titulares de participaciones superiores al 10% del capital social, de los que tiene conocimiento la Sociedad son a 31 de diciembre de 2020:

Tabla 10. Principales accionistas Pharma Mar S.A. a 31/12/2020.

	Participación Directa		Participación Indirecta		TOTAL
	Nº Acciones	%	Nº Acciones	%	%
Jose M <sup>a</sup> Fernández Sousa -Faro (1)	1.101.225	6%	937.163	5,11%	11,11%

Fuente: Elaboración Propia a partir de datos obtenidos del informe de auditoría.

1) *Participación indirecta a través de su cónyuge, Dña. Monserrat Andrade Detrell.*

En cuanto a las acciones propias, la sociedad dominante posee a 31 de diciembre de 2020 242.000 acciones, lo que supone un importe de 21.453.000 euros que minorra el patrimonio neto de la organización.

#### 4.3.2. Análisis recursos ajenos Pharma Mar S.A.

a) Deuda con entidades de crédito:

- *Préstamos y pólizas:* a 31 de diciembre de 2020, la Sociedad tiene firmadas 9 pólizas de crédito, una menos que en el año anterior, por un límite total de 15.450.000 €. Casi la totalidad de los préstamos y pólizas de crédito están sujetos a un tipo de interés variable vinculado al Euribor más un margen diferencial que oscila en torno al 1,9% y el 3,2%.

b) Bonos, obligaciones y otros valores negociables:

- *Emisión de bonos:* ya en el año 2015 la sociedad emitía una serie de bonos por valor de 17 millones de euros con una serie de términos y condiciones entre los que destacan:

- Importe nominal de la emisión 17 millones de euros.
- Plazo de vencimiento desde la fecha de desembolso 12 meses.
- Bonos emitidos a la par con valor unitario de 100.000 euros.

## c) Pasivos por arrendamientos financieros:

A pesar de que en el informe de auditoría no existe una explicación relativa a los pasivos por arrendamientos financieros de la empresa, estos se recogerán en la tabla resumen de la totalidad de la deuda financiera al igual que se ha ido haciendo con las otras dos empresas, Almirall S.A. y Grifols S.A.

## d) Otros pasivos financieros

Este apartado hace referencia a la financiación en forma de préstamos y/o anticipos reembolsables con intereses nulos o considerablemente inferiores a los de mercado. Estos préstamos reintegrables en siete años tras tres de carencia tienen el objetivo de financiar proyectos de I+D.

Con fecha 31/12/2020, la Sociedad mantiene un saldo por deuda de estas características por valor de 22.192.000 euros de los cuales 17.571.000 corresponden a deuda a l/p y los 4.621.000 restantes hacen referencia a deuda a c/p.

Tabla 11: Total deuda financiera Pharma Mar S.A. Expresado en miles de euros.

	Corriente	No corriente	Total
Deuda con Entidades de Crédito	10.287	3.561	13.848
Bonos Obligaciones y Otros Valores Negociables	405	16.600	17.005
Otros Pasivos Financieros	4.621	17.571	22.192
Pasivos por Arrendamientos Financieros	1.470	2.150	3.620
<b>Total a 31 diciembre de 2020</b>	<b>16.783</b>	<b>39.882</b>	<b>56.665</b>

Fuente: Elaboración Propia a partir de datos obtenidos del informe de auditoría.

#### 4.4 Comparación de la financiación de las empresas del sector farmacéutico en España pertenecientes al Ibex 35.

En primer lugar, se va a presentar una tabla con las masas patrimoniales, así como el resultado del ejercicio y el EBIT (*Earning before interes and taxex*) que nos permitirán dimensionar las tres empresas en cuestión (Almirall S.A, Grifols S.A y Pharma Mar S.A.).

Tabla 12. Dimensiones de las empresas del sector farmacéutico en España pertenecientes al Ibex 35. Expresado en miles de euros.

Entidad	Activo	Pasivo	PN	EBIT	Rdo Ejercicio
Almirall	2.291.114	988.148	1.302.966	92.298	7.428
Grifols	15.274.776	8.554.721	6.720.055	996.132	708.990
Pharma Mar	330.259	227.537	102.722	155.944	137.262

Fuente: Elaboración Propia a partir de datos obtenidos de los informes de auditoría.

Como podemos observar, a pesar de pertenecer al mismo sector, se trata de empresas con diferencias considerables en cuanto a dimensiones se refiere. Esto se observa rápidamente si nos fijamos en las cuantías de sus masas patrimoniales.

Sin detenernos todavía en un análisis más profundo, llama la atención los reducidos importes que se observan en Almirall S.A. tanto en el resultado de explotación (EBIT) como en el resultado de ejercicio; muy por debajo de lo que le correspondería en proporción a sus activos, lo que se traducirá en una escasa rentabilidad económica como podremos observar en la tabla siguiente.

Ahora ya sí, para seguir profundizando en el análisis de la financiación de estas empresas, la tabla siguiente recoge los diferentes importes que hemos ido obteniendo en los apartados anteriores con relación a los recursos propios y ajenos de todas ellas, tanto en el corto, como en el largo plazo.

Tabla 13: Resumen recursos propios y recursos ajenos de las empresas del sector farmacéutico en España pertenecientes al Ibex 35. Expresado en miles de euros.

Entidad	PN	Deuda Financiera Corriente	Deuda Financiera No Corriente	Total Deuda Financiera
Almirall	1.302.966	254.562	237.827	492.389
Grifols	6.720.055	424.612	6.602.100	7.026.712
Pharma Mar	102.722	16.783	39.882	56.665

Fuente: Elaboración Propia a partir de datos obtenidos de los informes de auditoría.

Una vez recopilados todos estos datos, paso a exponerlos en función de los activos de totales de cada empresa para obtener una visión más clara y poder interpretar de forma adecuada los resultados obtenidos.

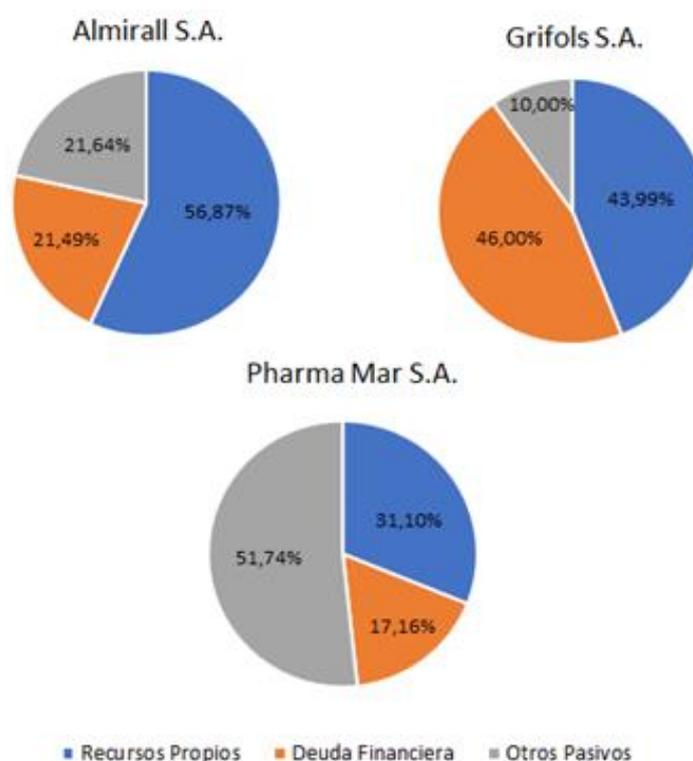
Tabla 14: Análisis de la financiación de las empresas del sector farmacéutico en España pertenecientes al Ibex 35. Expresado en miles de euros.

Entidad	Activo	PN/Activo	Deuda Financiera Corriente/Activo	Deuda Financiera No Corriente/Activo	Total Deuda Financiera/Activo
Almirall	2.291.114	56,87%	11,11%	10,38%	21,49%
Grifols	15.274.776	43,99%	2,78%	43,22%	46,00%
Pharma Mar	330.259	31,10%	5,08%	12,08%	17,16%

Fuente: Elaboración Propia a partir de datos obtenidos de los informes de auditoría.

Para que análisis de estos porcentajes sea más sencillo, se muestran a continuación una serie de gráficos circulares que recogen en qué proporción los activos que se financian con recursos propios o con recursos ajenos, diferenciando entre deuda financiera y resto de pasivos.

Figura 3: Proporción recursos ajenos vs. deuda financiera de las empresas del sector farmacéutico en España pertenecientes al Ibex 35.



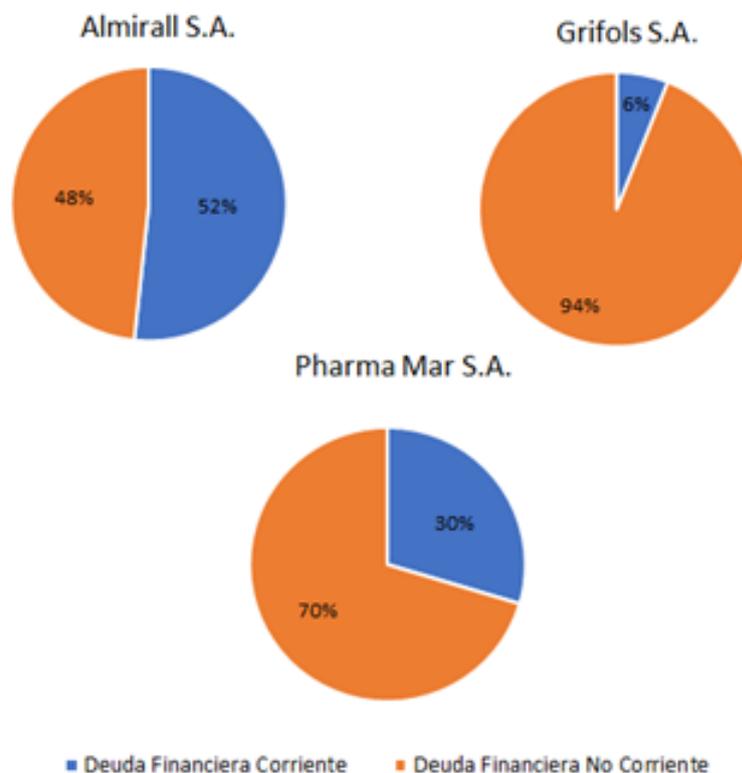
Fuente: Elaboración Propia a partir de datos obtenidos de los informes de auditoría.

Con tan solo un vistazo rápido a los gráficos circulares podemos percatarnos que existen importantes diferencias en cuanto a la estructura de financiación se refiere:

- **Almirall S.A.:** prácticamente un 50% de los activos de la empresa se financian con fondos propios, con los efectos que más adelante veremos que esto conlleva en términos de rentabilidad financiera, El resto de los activos se financian casi a partes iguales entre deuda financiera y resto de pasivos.
- **Grifols S.A.:** esta empresa al igual que Almirall S.A. financia gran parte de sus activos con recursos propios (44% aprox.), sin embargo, la principal diferencia entre estas dos compañías radica en el enorme peso que recae sobre la deuda financiera, pues esta supone un 46% frente al 10% que representan el resto de los pasivos.
- **Pharma Mar:** por último, podemos observar que esta empresa no comparte la estructura financiera de sus dos competidoras. En este caso el porcentaje de activos financiados con recursos propios cae hasta el 31% aprox., mientras que la parte financiada con deuda financiera es la más baja de las tres compañías, situándose en un 17,16%. De este modo ganan un enorme peso el resto de los pasivos, situándose en un 52% aprox.

No obstante, no debemos detener aquí el análisis acerca de la financiación de estas tres empresas, pues el vencimiento de la deuda financiera jugará un papel crucial a la hora de valorar la situación de cada una de ellas. A continuación vamos a ver con una serie de gráficos que porcentaje de deuda financiera cuenta con un vencimiento igual o inferior al año (deuda financiera corriente), y cual un vencimiento superior (deuda financiera no corriente).

Figura 4: Deuda financiera corriente vs. no corriente de las empresas del sector farmacéutico en España pertenecientes al Ibex 35.



Fuente: Elaboración Propia a partir de datos obtenidos de los informes de auditoría.

Cómo podemos apreciar, las diferencias en la estructura de financiación de estas tres empresas son muy significativas. Almirall S.A presenta los valores más elevados, siempre hablando en términos porcentuales, de deuda financiera a corto plazo, lo que sumado al elevado peso de los recursos propios le deja en una situación más comprometida como podremos observar más adelante.

Por otro lado, tanto Grifols S.A como Pharma Mar parece que gozan de una situación financiera bastante saneada, pues la mayor parte de su deuda financiera está clasificada como deuda financiera a largo plazo lo que probablemente se deba a una buena política de refinanciación de deuda.

A pesar de que la situación de estas dos empresas parece la adecuada, siguen existiendo importantes diferencias pues tal y como podemos observar en la figura 4, Grifols S.A. apenas cuenta con deuda financiera corriente (tan solo un 6%), mientras que en Pharma Mar S.A la deuda financiera a corto plazo se eleva hasta el 30%.

Para poder estudiar en qué situación dejan las diferentes políticas de financiación a cada una de las empresas en términos de rentabilidad y riesgo, en la tabla siguiente se va a presentar una serie de ratios comúnmente utilizados en el análisis financiero de las compañías.

Tabla 15: Análisis de la situación financiera de las empresas del sector farmacéutico en España pertenecientes al Ibex 35.

Ratio	ROA	ROE	F. Maniobra (Miles de €)	Endeudamiento	Solvencia	Dist. Quiebra	Auto. Financiera
Cálculos	$\frac{EBIT}{ACTIVO}$	$\frac{RDO EJER.}{PN}$	ACT. C/P - PAS. C/P	$\frac{PASIVO}{PN}$	$\frac{ACT. C/P}{PAS. C/P}$	$\frac{ACTIVO}{PASIVO}$	$\frac{PN}{PASIVO}$
Almirall	4%	1%	15.191	0,76	1,03	2,32	1,32
Grifols	7%	11%	1.829.816	1,27	2,37	1,79	0,79
Pharma Mar	47%	134%	150.732	2,22	2,59	1,45	0,45

Fuente: Elaboración Propia a partir de datos obtenidos de los informes de auditoría.

#### a) Análisis de rentabilidad:

- *Rentabilidad económica (ROA)*: Como podemos observar en la tabla, en este apartado destaca sobremanera la empresa Pharma Mar S.A. con una rentabilidad económica altísima (47%), más aún si la comparamos con sus dos competidoras Almirall S.A y Grifols S.A.

- *Rentabilidad financiera (ROE)*: De nuevo Pharma Mar S.A se encuentra muy por encima de las otras dos empresas en cuanto a rentabilidad para los accionistas se refiere. Para tratar de explicar esta situación debemos comprender la naturaleza de la rentabilidad para los accionistas, algo que podemos observar fácilmente a través de la siguiente fórmula:

$$ROE = ROA + \frac{PASIVO}{PN} (ROA - r)$$

Prima Riesgo (Endeudamiento)

Como podemos apreciar en la fórmula anterior, la rentabilidad financiera depende de la rentabilidad económica (ratio en el que Pharma Mar ya era muy superior), más una prima en función del riesgo que soporta la empresa. Este riesgo se mide en función del endeudamiento de la compañía y si nos remitimos al ratio de endeudamiento calculado en la tabla 15, Pharma Mar S.A. es la

empresa con mayor nivel de endeudamiento, muy por encima de las otras dos. Esto hace que el incremento del ROE con respecto al ROA sea mayor en la sociedad Pharma Mar S.A.

b) Fondo de maniobra: El fondo de maniobra hace referencia a la parte del activo corriente financiada con deuda a largo plazo, este nos aporta un primer análisis acerca de la situación financiera de la empresa. Podemos distinguir entre:

Las tres empresas se encuentran por ahora en una situación financiera normal o de equilibrio financiero, pues con sus activos corrientes son capaces de hacer frente a sus deudas a corto plazo. Si bien es cierto que, para la empresa Almirall, esto es así por un margen muy pequeño. Para poder interpretar mejor el importe que arroja el fondo de maniobra, en la tabla siguiente vamos a poder interpretar de nuevo este dato en términos de su activo total.

Tabla 16: Fondo de maniobra con respecto a los activos de empresas españolas del sector farmacéutico pertenecientes al Ibex 35.

Entidad	Activo (Miles de €)	F. Maniobra (Miles de €)	F. Maniobra / Activo
Almirall	2.291.114	15.191	0,01
Grifols	15.274.776	1.829.816	0,12
Pharma Mar	330.259	150.732	0,46

Fuente: Elaboración Propia a partir de datos obtenidos de los informes de auditoría.

Con ayuda de esta tabla se puede corroborar que la empresa Almirall S.A. se encuentra en una situación de equilibrio financiero, situación que peligra enormemente pues sus activos corrientes son muy ligeramente superiores a los pasivos a corto plazo.

c) Análisis del endeudamiento:

Aunque en la tabla 15 se presenta únicamente el ratio de endeudamiento total, resulta interesante completar este análisis con dos ratios complementarios, los de endeudamiento a corto y largo plazo.

Tabla 17. Ratios de endeudamiento empresas españolas del sector farmacéutico pertenecientes al Ibex 35.

Ratio	Endeudamiento	Endeudamiento c/p	Endeudamiento l/p
Almirall	0,76	0,36	0,39
Grifols	1,27	0,20	1,07
Pharma Mar	2,22	0,92	1,29

Fuente: Elaboración Propia a partir de datos obtenidos de los informes de auditoría.

Estos datos ponen de manifiesto la situación que explicábamos al analizar el ROE de estas tres empresas, pues podemos confirmar que Pharma Mar es la que asume un mayor riesgo.

Ahora bien, si tenemos en cuenta que, por lo general, se entiende que el ratio de endeudamiento total debe encontrarse en valores próximos a 1, parece que Grifols S.A y sobre todo Pharma Mar S.A están asumiendo un riesgo demasiado elevado, situación solo defendible si tenemos en cuenta que los ratios de endeudamiento a l/p son muy superiores a los de endeudamiento a c/p por lo que *a priori* estas dos empresas no se encuentran en una situación complicada por ahora aunque es probable que tengan que rebajar sus pretensiones en un futuro si no son capaces de seguir refinanciando su deuda.

Por otro lado, ocurre todo lo contrario si nos fijamos en la empresa Almirall, que, a pesar de presentar un ratio de endeudamiento total óptimo, los ratios a corto y largo plazo, así como el fondo de maniobra calculado con anterioridad, nos dan pistas de una situación de solvencia a corto plazo delicada. A continuación veremos si estos indicios se corroboran al analizar los ratios de liquidez y solvencia de las tres compañías.

## d) Análisis de liquidez:

- *Ratio de solvencia*: a continuación se muestra el extracto de la tabla 15 que hace referencia a dicho ratio.

Tabla 18: Ratio de solvencia de las empresas españolas del sector farmacéutico pertenecientes al Ibex 35.

Ratio	Solvencia
Almirall	1,03
Grifols	2,37
Pharma Mar	2,59

Fuente: Elaboración Propia a partir de datos obtenidos de los informes de auditoría.

Si tenemos en cuenta que se suele tomar un valor próximo a 2 para considerar que la liquidez de la empresa es suficiente, los datos que observamos en la tabla vienen a confirmar lo que se venía comentando, tanto Grifols S.A. como Pharma Mar S.A. no presentan problemas en este sentido la situación de solvencia a corto plazo de Almirall es bastante preocupante.

## e) Análisis de la solvencia:

Por último se interpretan los resultados de los dos ratios referentes a la solvencia de la compañía.

- *Ratio de autonomía financiera*: este ratio mide la capacidad que tiene la empresa para financiarse, es decir la capacidad de supervivencia ante situaciones de incertidumbre que se puedan generar en el futuro.

Tabla 19: Ratio de autonomía financiera de las empresas españolas del sector farmacéutico pertenecientes al Ibex 35.

Ratio	Autonomía Financiera
Almirall	1,32
Grifols	0,79
Pharma Mar	0,45

Fuente: Elaboración Propia a partir de datos obtenidos de los informes de auditoría.

El valor de este ratio, en términos generales, debe estar comprendido entre 0,75-1 y, si nos fijamos en la tabla viene a corroborar algo que ya se sabíamos, Almirall S.A peca de un exceso de financiación por medio de recursos propios lo que le

perjudica a la hora de conseguir una rentabilidad financiera óptima, mientras que Pharma Mar S.A se encuentra en una situación completamente opuesta donde se puede estar pecando de un exceso de riesgo.

- *Ratio de distancia de quiebra:*

Tabla 20: Ratio de distancia de quiebra de las empresas españolas del sector farmacéutico pertenecientes al Ibex 35.

Ratio	Distancia de Quiebra
Almirall	2,32
Grifols	1,79
Pharma Mar	1,45

Fuente: Elaboración Propia a partir de datos obtenidos de los informes de auditoría.

En este caso, se suele tomar como rango óptimo 1,5-2,5. Si tenemos en cuenta que este ratio se calcula como el cociente entre los activos y pasivos totales de la empresa, es decir, en que grado la empresa es capaz de hacer frente a todas sus obligaciones, nos ayuda a completar el análisis que hemos ido llevando a cabo.

Almirall S.A. a pesar de encontrarse en una situación delicada en el corto plazo, tiene activos suficientes como para hacer frente al total de sus obligaciones.

Por otro lado, Grifols S.A una vez más parece haber encontrado el punto intermedio entre estas tres empresas, gozando de una situación financiera saludable tanto en el corto como en el largo plazo.

Por último, Pharma Mar S.A que no presentaba ningún síntoma de riesgo a corto plazo, el elevado riesgo que estaba soportando hace que presente el ratio de distancia de quiebra más bajo. No obstante, se trata de una situación que aún se encuentra lejos de ser comprometida por lo que a priori no debería tener problemas si empieza a disminuir el riesgo soportado.

#### 4.5 Conclusiones del análisis de la financiación de las empresas españolas del sector farmacéutico pertenecientes al Ibex 35.

Se trata de empresas con importantes diferencias de tamaño si prestamos atención a sus masas patrimoniales activo, pasivo y patrimonio neto.

- Grifols S.A. es la empresa más grande, seguida de Almirall S.A. y en tercer lugar Pharma Mar S.A.
- Grifols S.A. es la empresa que ha sabido encontrar un mayor equilibrio en términos de rentabilidad y riesgo, aunque cuesta saber si esto se debe a la ventaja que le otorga la importante diferencia de tamaño con respecto a las otras dos empresas; o si bien esto se debe a una política de financiación más acertada.
- Almirall S.A. parece no haber conseguido una estructura de financiación adecuada pues, si nos detenemos de nuevo en el binomio rentabilidad-riesgo de la empresa, parece que no está consiguiendo una rentabilidad óptima mientras que se encuentra en una situación financiera delicada en el corto plazo.
- Por último, Pharma Mar S.A. es la empresa que opta por la estructura de financiación más arriesgada lo que se traduce en una muy elevada rentabilidad. No obstante, no parece aconsejable mantener esta estrategia en un espacio de prolongado de tiempo pues su situación de solvencia a largo plazo podría verse comprometida.
- Las estrategias de Pharma Mar S.A. y Grifols S.A. podrían ir acordes al tamaño de estas, pues si entre los planes de Pharma Mar S.A. se encuentra seguir creciendo para aproximarse a sus competidoras parece comprensible que deba asumir un mayor riesgo. Por otro lado, Grifols S.A. que goza de una posición dominante puede prescindir de gran parte de ese riesgo siempre y cuando no renuncie a unos valores de rentabilidad óptimos como parece le está sucediendo a Almirall S.A.

## **5. ANÁLISIS DE LA FINANCIACIÓN DE LAS FARMACÉUTICAS ESPAÑOLAS COTIZADAS QUE NO PERTENECEN AL IBEX 35.**

Para completar en análisis de las empresas españolas cotizadas pertenecientes al sector farmacéutico tenemos que detenernos ahora en aquellas que no pertenecen al Ibex 35.

Todas estas empresas pertenecen al sector 3 (bienes de consumo), subsector 5 (productos farmacéuticos y biotecnología) de la bolsa de Madrid.

Atendiendo a esta clasificación son, además de las tres empresas ya analizadas anteriormente, 5 nuevas empresas las que veremos a continuación:

- Faes Farma S.A.
- Laboratorio Reig Jofre S.A.
- Laboratorios Farmacéuticos Rovi S.A.
- Oryzon Genomics S.A.
- Prim S.A.

El procedimiento a seguir en los apartados siguientes será similar al llevado a cabo con las tres empresas pertenecientes al Ibex 35.

### **5.1 Faes Farma S.A.**

#### **5.1.1 Análisis recursos propios Faes Farma S.A.**

Con fecha 31 de diciembre de 2020, Faes Farma S.A. cuenta con 285.241.610 acciones ordinarias de 0,10 euros de valor nominal, todas ellas completamente suscritas y desembolsadas. Esto supone un capital social de 28.524.000 euros aprox.

En este caso no existe accionista alguno con una participación en el capital social superior al 10%.

En cuanto al importe que minora el patrimonio neto de la empresa debido a las acciones propias, este asciende a 5.264.000 euros.

#### **5.1.2 Análisis recursos ajenos Faes Farma S.A.**

A continuación se muestra una tabla que resume la situación de la deuda financiera de la empresa a 31 de diciembre de 2020.

Tabla 21: Total deuda financiera Faes Farma S.A. Expresado en miles de euros.

	Corriente	No Corriente	Total
Deuda Entidades de Crédito	1.951	-	1.951
Bonos, obligaciones y Otros Valores Negociables	-	-	-
Pasivos por Arrendamientos Financieros	2.380	1.583	3.963
Otros Pasivos Financieros	767	11.228	11.995
<b>Total</b>	<b>5.098</b>	<b>12.811</b>	<b>17.909</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos del informe de auditoría.

En este caso no existen importes relativos a la emisión de bonos, obligaciones u otros valores negociables como ocurría con las empresas del Ibex 35.

Dentro del apartado denominado como “Otros pasivos financieros” se hace referencia entre otras partidas a la deuda con el Ministerio de Ciencia e Innovación o deudas existentes con accionistas.

## 5.2 Laboratorio Reig Jofre S.A.

### 5.2.1 Análisis recursos propios Laboratorio Reig Jofre S.A.

A 31 de diciembre de 2020, el capital social de la compañía asciende a 38.401.000 euros repartidos entre 76.802.279 acciones totalmente suscritas y desembolsadas.

Los accionistas con una participación superior al 10% del capital social se recogen en la tabla siguiente.

Tabla 22: Accionistas con participación superior al 10% Laboratorio Reig Jofre S.A.

Titulares Acciones 31/12/2020	
Reig Jofre Investments S.L.	62,71%
Kaizaharra Corporación Empresarial S.L.	10,05%
<b>Total</b>	<b>59,70%</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos del informe de auditoría.

Además, la sociedad cuenta con acciones propias por importe de 1.708.000 euros que reducen su patrimonio neto.

### 5.2.2 Análisis recursos ajenos Laboratorio Reig Jofre S.A.

La tabla siguiente recoge las principales partidas a 31 de diciembre de 2020 que conforman la deuda financiera de Laboratorio Reig Jofre S.A.

Tabla 23: Total deuda financiera Laboratorio Reig Jofre S.A. Expresado en miles de euros.

	Corriente	No Corriente	Total
Deuda Entidades de Crédito	9.210	26.930	36.140
Bonos Obligaciones y Otros Valores Negociables	-	-	-
Pasivos por Arrendamientos Financieros	5.021	15.864	20.885
Otros Pasivos Financieros	3.685	6.025	9.710
<b>Total</b>	<b>17.916</b>	<b>48.819</b>	<b>66.735</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos del informe de auditoría.

Cómo podemos observar, de nuevo no existen importes relativos a la emisión de bonos, obligaciones y otros valores negociables.

Las deudas con entidades de crédito se corresponden a diferentes préstamos contraídos por la compañía. Además, la empresa cuenta con líneas de descuento bancarias con un límite de crédito que asciende hasta los 23 millones de euros los cuales, a 31/12/2020 aún no se han dispuesto.

### 5.3 Laboratorios Farmacéuticos Rovi S.A.

#### 5.3.1 Análisis recursos propios Farmacéuticos Rovi S.A.

Con fecha 31 de diciembre de 2020 Laboratorios Farmacéuticos Rovi S.A. cuenta con 56.068.965 acciones de 0,06 euros de valor nominal lo que supone un capital social de 3.364.000 euros.

Tan solo existe un accionista con una participación en el capital social superior al 10%, la sociedad Norbel Inversiones S.L., con un 63,107% del capital.

En cuanto a las acciones propias, cuenta con una autocartera de 673.654 acciones que dan lugar a un importe de 20.185.000 euros.

#### 5.3.2 Análisis recursos ajenos Farmacéuticos Rovi S.A.

A continuación se pasa a mostrar, al igual que en los casos anteriores, una tabla con la composición de la deuda financiera de la empresa con fecha 31 de diciembre de 2020.

Tabla 24: Total deuda financiera Laboratorios Farmacéuticos Rovi S.A.  
Expresado en miles de euros.

	Corriente	No Corriente	Total
Deuda Entidades de Crédito	175	44.825	45.000
Bonos Obligaciones y Otros Valores Negociables	-	-	-
Pasivos por Arrendamientos Financieros	3.069	14.477	17.546
Otros Pasivos Financieros	1.853	9.119	10.972
<b>Total</b>	<b>5.097</b>	<b>68.421</b>	<b>73.518</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos del informe de auditoría.

Las deudas con entidades de crédito hacen referencia a préstamos contraídos por la sociedad. Algunos de los más destacados son:

- Préstamo concedido por el BBVA en el primer semestre del año 2017 por importe de 20 millones de euros cuya amortización finalizaba en 2020.
- Préstamo concedido también en 2017 por el Banco de Europeo de Inversiones para inversiones en I+D.
- Préstamo concedido en el año 2019 por el Banco Santander por importe de 5 millones de euros. La amortización de este préstamo también finalizaba en el 2020.

La partida “otros pasivos financieros” hace referencia a deudas contraídas con organismos oficiales concedidos para llevar a cabo inversiones en I+D a tipos considerablemente más bajos que los de mercado.

#### 5.4 Prim S.A.

##### 5.4.1 Análisis recursos propios Prim S.A.

Con fecha 31 de diciembre de 2020, Prim S.A. cuenta con 17.347.124 acciones de 0,25 euros de valor nominal, lo que supone un capital social que se eleva hasta los 4.336.781 euros.

En este caso el informe de auditoría no hace referencia a si existen o no accionistas con participaciones significativas, entendiéndose como tal aquellos con un porcentaje de participación sobre el capital social superior al 10%.

En cuanto a las acciones propias, Prim S.A. cuenta con una autocartera de 26.070 acciones que suponen 254.267,45 euros a 31 de diciembre de 2020.

##### 5.4.2 Análisis recursos ajenos Prim S.A.

A continuación se muestra, al igual que se ha ido haciendo hasta ahora, una tabla resumen de la situación de la deuda financiera de Prim S.A. a 31 de diciembre de 2020.

Tabla 25: Total deuda financiera Prim S.A. Expresado en miles de euros.

	Corriente	No Corriente	Total
Deuda Entidades de Crédito	4.641	11.132	15.773
Bonos, obligaciones y Otros Valores Negociables	-	-	-
Pasivos por Arrendamientos Financieros	942	1.971	2.913
Otros Pasivos Financieros	7.722	-	7.722
<b>Total</b>	<b>13.305</b>	<b>13.103</b>	<b>26.408</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos del informe de auditoría.

La deuda con entidades de crédito hace referencia a dos préstamos concedidos en los años 2019 y 2020 por importes de 5 millones y 15 millones de euros respectivamente.

Además cuenta con una serie de pólizas de crédito, sin embargo, con fecha 31 de diciembre de 2020 no se ha dispuesto ninguna cantidad.

En cuanto al importe que figura en “otros pasivos financieros” este hace referencia a los siguientes pasivos:

- Pasivos por derivados financieros a corto plazo: por la compra de divisa a plazo por un valor razonable de 6.003.760, 93 euros.
- Deuda por efectos comerciales descontados por importe de 1.718.208,34 euros.

## 5.5 Oryzon Genomics S.A.

### 5.5.1 Análisis recursos propios Oryzon Genomics S.A.

Con fecha 31 de diciembre de 2020, Oryzon Genomics S.A. cuenta con 53.062.891 acciones de 0,05 euros de valor nominal, todas ellas completamente suscritas y desembolsadas, lo que hace que el capital social ascienda hasta los 2.653.144,55 euros.

En esta fecha no existe ningún accionista con una participación en el capital superior al 10%.

En cuanto a las acciones propias, cuenta con una autocartera de 301.337 acciones, que suponen un importe de 693.794 euros.

### 5.5.2 Análisis recursos ajenos Oryzon Genomics S.A.

A continuación se muestra la correspondiente tabla resumen de la deuda financiera de la sociedad a 31 de diciembre de 2020.

Tabla 26: Total deuda financiera Oryzon Genomics S.A. Expresado en miles de euros.

	Corriente	No Corriente	Total
Deuda Entidades de Crédito	3.791	5302	9.093
Bonos, obligaciones y Otros Valores Negociables	-	-	-
Pasivos por Arrendamientos Financieros	-	-	-
Otros Pasivos Financieros	1063	3.378	4.441
<b>Total</b>	<b>4.854</b>	<b>8.680</b>	<b>13.534</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos del informe de auditoría.

Dentro de “Otros pasivos financieros” se hace de nuevo referencia a los préstamos concedidos por entidades públicas para proyectos vinculados a la investigación y el desarrollo a un tipo de interés nulo, o inferior al tipo de mercado.

En este caso el informe de auditoría no hace referencia a emisiones de bonos, obligaciones y otros valores negociables, como viene ocurriendo en el resto de empresas españolas cotizadas del sector farmacéutico que no pertenecen al Ibex 35. Sin embargo, tampoco aparecen pasivos por arrendamientos financieros, cosa que si ocurría en el resto de empresas.

5.6 Comparación de la financiación de las empresas cotizadas del sector farmacéutico en España no pertenecientes al Ibex 35.

Este apartado seguirá un esquema similar al llevado a cabo con las empresas pertenecientes al Ibex 35.

En primer lugar se muestra una tabla que recoge los importes de las masas patrimoniales, así como el resultado de explotación o el resultado de ejercicio con el fin de tener una primera impresión acerca del volumen de cada una de las empresas

Tabla 27: Dimensiones de las empresas cotizadas del sector farmacéutico en España no pertenecientes al Ibex 35. Expresado en miles de euros.

Entidad	Activo	Pasivo	PN	EBIT	Rdo Ejercicio
Laboratorios Farmacéuticos Rovi	574.439	200.739	373.700	74.682	61.057
Faes Farma	564.150	91.273	472.877	86.771	73.376
Laboratorio Reig Jofre	317.151	132.673	184.478	9.288	5.672
Prim	163.645	51.905	111.740	13.914	6.917
Oryzon Genomics	94.107	18.176	75.931	-4.294	-3.400

Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de los informes de auditoría correspondientes.

Cómo podemos observar, a pesar de que existen diferencias importantes en términos de volumen de activos, se puede llevar a cabo una mejor comparación que en las analizadas con anterioridad a lo largo del apartado tercero.

Parece que el EBIT y el resultado del ejercicio guardan una relación directa con los activos de la compañía, aunque no se puede pasar por alto la situación de Oryzon Genomics S.A. que, en el año 2020 presenta unos resultados negativos.

Para continuar con el análisis acerca de la financiación de estas 5 empresas, pasamos a mostrar una tabla que recoge a modo de resumen los importes de que se han ido recopilando a lo largo del apartado cuarto acerca de los recursos propios y ajenos.

Tabla 28: Resumen recursos propios y ajenos de las empresas cotizadas del sector farmacéutico en España no pertenecientes al Ibex 35. Expresado en miles de euros.

Entidad	Patrimonio Neto	Deuda Financiera Corriente	Deuda Financiera No Corriente	Total Deuda Financiera
Faes Farma	472.877	5.098	12.811	17.909
Laboratorios Farmacéuticos Rovi	373.700	5.097	68.421	73.518
Laboratorio Reig Jofre	184.478	17.916	48.819	66.735
Prim	111.740	13.305	13.103	26.408
Oryzon Genomics	75.931	4.854	8.680	13.534

Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de los informes de auditoría correspondientes.

Tal y como he hecho en el análisis de las empresas pertenecientes al Ibex, la siguiente tabla recoge todos estos datos en función de los activos de cada una de las sociedades para una mejor interpretación de los resultados.

Tabla 29: Análisis de la financiación de las empresas cotizadas del sector farmacéutico en España no pertenecientes al Ibex 35.

Entidad	Activo	PN/Activo	Deuda Financiera Corriente/Activo	Deuda Financiera No Corriente/Activo	Total Deuda Financiera/Activo
Laboratorios Farmacéuticos Rovi	574.439	65%	1%	12%	13%
Faes Farma	564.150	84%	1%	2%	3%
Laboratorio Reig Jofre	317.151	58%	6%	15%	21%
Prim	163.645	68%	8%	8%	16%
Oryzon Genomics	94.107	81%	5%	9%	14%

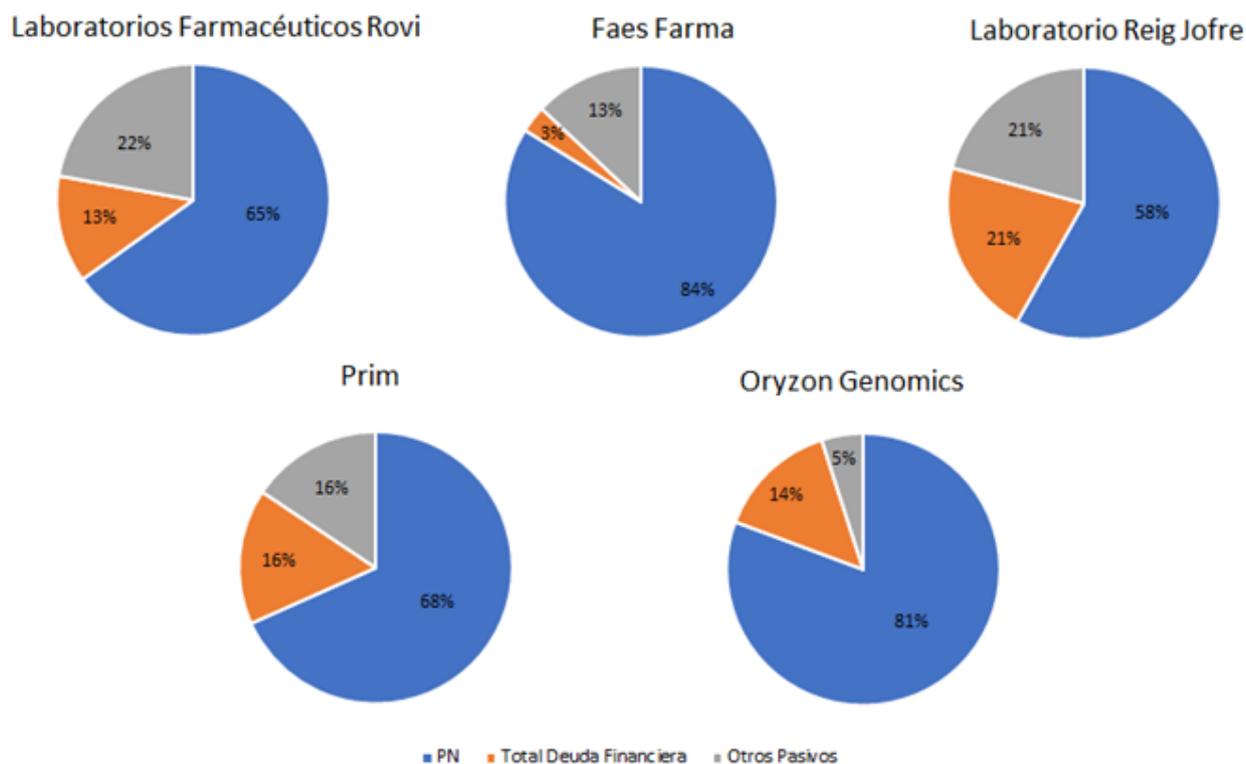
Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de los informes de auditoría correspondientes.

A pesar de las diferencias existentes, podemos empezar a intuir dos estrategias de financiación diferentes. Por un lado, Laboratorios Farmacéuticos Rovi S.A., Laboratorio Reig Jofre S.A. y Prim S.A, que financian sus activos con patrimonio neto en valores que se mueven en torno al 60-70%; y por otro lado Faes Farma S.A. y Oryzon Genomics S.A., con valores superiores al 80%.

Sin embargo, las diferencias no parecen lo suficientemente significativas cómo para dividir estas empresas en dos grupos claros, menos aún si nos detenemos en las diferencias existentes entre la deuda financiera corriente y no corriente.

Para poder comparar todos estos datos de forma más rápida y sencilla, a continuación se muestran una serie de gráficos circulares que resumen los datos de la tabla anteriormente mostrada.

Figura 5: Proporción recursos ajenos vs. deuda financiera de las empresas cotizadas del sector farmacéutico en España no pertenecientes al Ibex 35.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de los informes de auditoría correspondientes

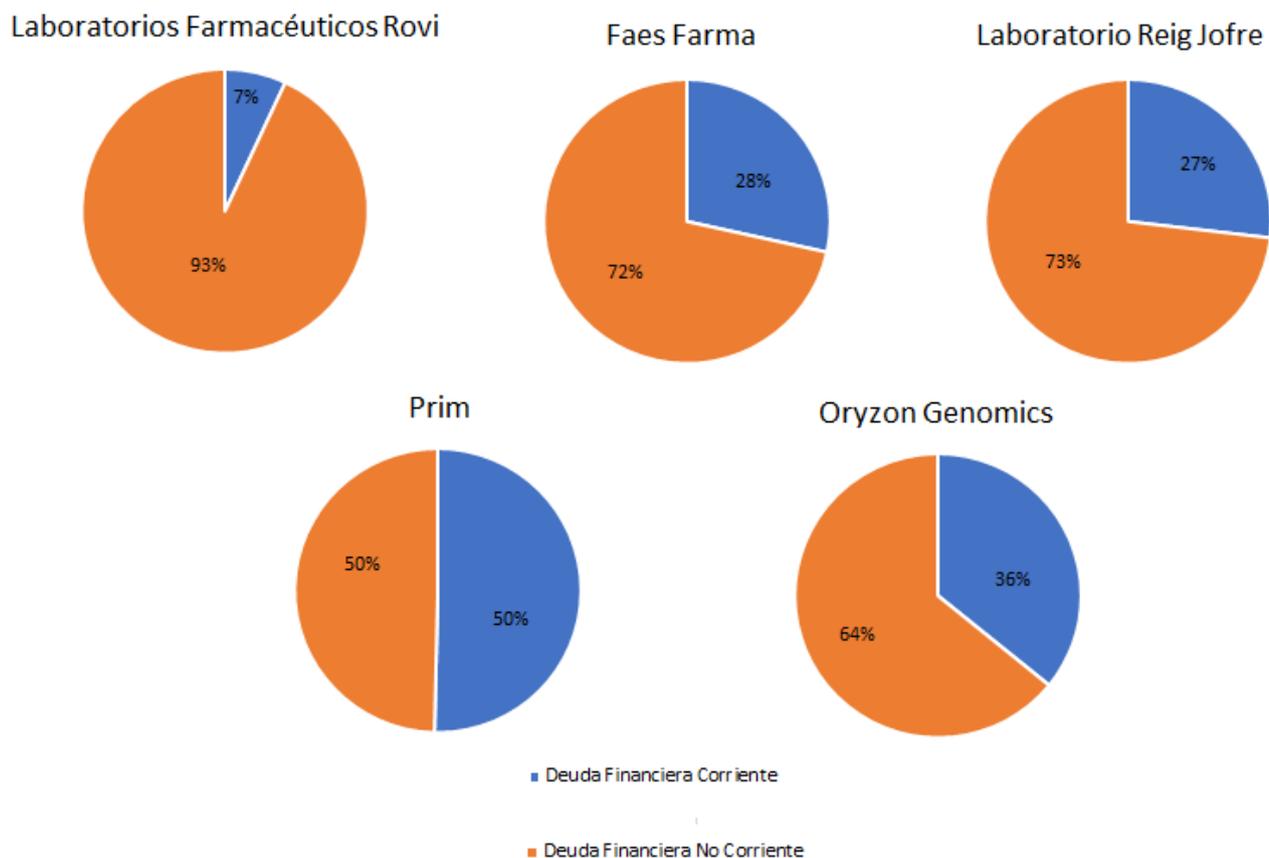
Fijándose en los gráficos, llama más aun la atención el caso de Faes Farma, pues el peso de la deuda financiera es prácticamente testimonial.

Otros aspectos que destacar:

- Faes Farma S.A. es la empresa que mayor porcentaje de recursos propios y menor porcentaje de deuda financiera posee para financiar sus activos.
- En sentido opuesto, Laboratorio Reig Jofre S.A. es la empresa que menor porcentaje de recursos propios utiliza para financiar sus activos y a su vez la que otorga un mayor peso a su deuda financiera.
- En una situación intermedia se encuentran Prim S.A. y laboratorios Rovi S.A. que se mueven en valores muy próximos.
- Por último, Oryzon Genomics S.A. se encuentra más próxima a la estructura de financiación de Faes Farma S.A. que a ninguna de las otras tres empresas.

Para completar este análisis, pasamos a analizar la deuda financiera en función del vencimiento de la misma. La figura siguiente recoge con gráficos circulares que parte de la deuda financiera total corresponde a deuda a largo y cual a corto plazo.

Figura 6: Deuda financiera corriente vs. no corriente de las empresas cotizadas del sector farmacéutico en España no pertenecientes al Ibex 35.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de los informes de auditoría correspondientes

En este caso, merece la pena destacar que tan solo un 7% de la deuda financiera de Laboratorios Farmacéuticos Rovi S.A. forma parte de los pasivos exigibles a corto plazo.

A esta empresa le siguen Faes Farma S.A. y Laboratorio Reig Jofre S.A. ambos con cifras prácticamente idénticas (en términos porcentuales).

Seguidamente nos encontramos con Oryzon Genomics S.A. y, por último, con un importante peso de la deuda financiera corriente si lo comparamos con el

resto de sus competidores tenemos a Prim S.A., que reparte su deuda financiera a partes iguales entre el corto y el largo plazo.

Para ver en qué situación deja a cada una de estas empresas su estructura financiera, se van a calcular una serie de ratios, tal y como se hizo con anterioridad con las tres empresas que pertenecen al Ibex 35.

Tabla 30: Análisis de la situación financiera de las empresas cotizadas del sector farmacéutico en España no pertenecientes al Ibex 35.

Ratio	ROA	ROE	F. Maniobra (Miles de €)	Endeudamiento	Solvencia	Distancia Quiebra	Auto. Financiera
Cálculos	$\frac{EBIT}{ACTIVO}$	$\frac{RDO EJER.}{PN}$	$\frac{ACT. C/P - PAS. C/P}{C/P}$	$\frac{PASIVO}{PN}$	$\frac{ACT. C/P}{PAS. C/P}$	$\frac{ACTIVO}{PASIVO}$	$\frac{PN}{PASIVO}$
Lab. Farm. Rovi	13%	16%	241.689	0,54	2,97	2,86	1,86
Faes Farma	15%	16%	205.322	0,19	3,42	6,18	5,18
Lab. Reig Jofre	3%	3%	22.916	0,72	1,29	2,39	1,39
Prim	9%	6%	85.705	0,46	3,26	3,15	2,15
Oryzon Genomics	-5%	-4%	34.684	0,24	5,51	5,18	4,18

Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de los informes de auditoría correspondientes

#### a) Análisis de rentabilidad:

- *Rentabilidad económica (ROA)*: En este caso parece que las dos empresas con mayores dimensiones están sabiendo sacar ventaja de esta situación, pues Laboratorios Farmacéuticos Rovi S.A. y Faes Farma S.A. presentan las rentabilidades económicas más elevadas.

A estas dos empresas les sigue Prim S.A. con una rentabilidad del 9%, que, a pesar de ser más baja, no parece preocupante si nos fijamos en dos de sus competidores como son Laboratorios Reig Jofre S.A. con una rentabilidad económica de tan solo un 3%; y, sobre todo, Oryzon Genomics S.A. que, al presentar un EBIT negativo obtiene un ROA con el mismo signo.

- *Rentabilidad financiera (ROE)*: teniendo en cuenta que, como ya se explicaba anteriormente, la rentabilidad financiera aumenta en mayor proporción con respecto a la rentabilidad económica a medida que las empresas aumentan el riesgo (entendiendo este como endeudamiento), el elevado volumen de recursos propios que emplean todas estas compañías hace que presenten un ROE que apenas difiere de la rentabilidad económica.

## b) Fondo de maniobra:

Todas las empresas presentan un fondo de maniobra positivo, es decir, se encuentran en lo que ya anteriormente denominaba situación financiera normal o de equilibrio financiero.

Al igual que ocurría con las empresas pertenecientes al Ibex 35 pasamos a expresar los resultados obtenidos en términos de sus activos totales.

Tabla 31: Fondo de maniobra con respecto a los activos de las empresas cotizadas del sector farmacéutico en España no pertenecientes al Ibex 35.

Ratio	Activo	F. Maniobra (Miles de €)	F. Maniobra / Activo
Laboratorios Farmacéuticos Rovi	574.439	241.689	0,4
Faes Farma	564.150	205.322	0,4
Laboratorio Reig Jofre	317.151	22.916	0,1
Prim	163.645	85.705	0,5
Oryzon Genomics	94.107	34.684	0,4

Fuente: Elaboración Propia a partir de datos obtenidos de los informes de auditoría.

Ahora ya si podemos interpretar con facilidad los importes que nos arroja el fondo de maniobra de cada una de las empresas, viendo cómo claramente todas se encuentran en una situación muy similar, exceptuando Laboratorios Reig Jofre S.A. que presenta el fondo de maniobra más bajo con relación a sus activos.

Más adelante podremos comprobar si esto supone un riesgo a corto plazo para la empresa.

## c) Análisis del endeudamiento:

A continuación se presenta con los datos de endeudamiento total, así como endeudamiento a corto y largo plazo para poder llevar a cabo un análisis más preciso.

Tabla 32: Ratios de endeudamiento de las empresas cotizadas del sector farmacéutico en España no pertenecientes al Ibex 35.

Ratio	Endeudamiento	Endeudamiento c/p	Endeudamiento l/p
Laboratorios Farmacéuticos Rovi	0,54	0,33	0,21
Faes Farma	0,19	0,18	0,01
Laboratorio Reig Jofre	0,72	0,42	0,30
Prim	0,46	0,34	0,13
Oryzon Genomics	0,24	0,10	0,14

Fuente: Elaboración Propia a partir de datos obtenidos de los informes de auditoría.

Si tenemos en cuenta que el ratio de endeudamiento debe situarse próximo a 1, valores tan bajos vienen a confirmar la situación comentado anteriormente ya que se trata de empresas que asumen un nivel de riesgo considerablemente bajo. Todas en mayor o menor medida emplean en mucha mayor proporción recursos propios para financiar sus activos.

En los extremos nos encontramos con Laboratorios Reig Jofre S.A. que presenta un ratio de endeudamiento total de 0,72, es decir, se trata de la empresa que mayor financiación mediante pasivos emplea. Y por otro lado, tenemos a Faes Farma S.A., con un ratio de endeudamiento total de 0,19, un valor a priori demasiado bajo.

Si se presta atención al vencimiento de esta deuda, la peor parte se la lleva Faes Farma S.A. Llama la atención cómo empeora su situación al analizar la totalidad de los pasivos de la compañía pues, la deuda financiera se encontraba mucho mejor distribuida entre el corto y el largo plazo como se podía apreciar en la figura 8.

Además, cabe destacar que, todas las empresas a excepción de Oryzon Genomics S.A., que curiosamente es la que presenta un resultado de ejercicio negativo, cuentan con un porcentaje de deuda a largo plazo mayor que el de deuda corriente, algo que no ocurría con ninguna de las empresas del Ibex 35.

d) Análisis de liquidez:

- *Ratio de solvencia:* a continuación se muestra el extracto de la tabla 30

que hace referencia a dicho ratio.

Tabla 33: Ratio de solvencia de las empresas cotizadas del sector farmacéutico en España no pertenecientes al Ibex 35

Ratio	Solvencia
Laboratorios Farmacéuticos Rovi	2,97
Faes Farma	3,42
Laboratorio Reig Jofre	1,29
Prim	3,26
Oryzon Genomics	5,51

Fuente: Elaboración Propia a partir de datos obtenidos de los informes de auditoría.

A pesar de que, como comentaba anteriormente, la proporción de pasivos a corto plazo es mayor que la de pasivos a largo plazo, el poco endeudamiento empleado por estas empresas para financiar sus activos hace que presenten valores muy por encima del considerado cómo óptimo que sería el 2.

La única empresa que se queda por debajo del valor óptimo es Laboratorios Reig Jofre S.A. que, a su vez, era la única empresa que presenta un porcentaje de activos financiados con recursos ajenos similar al de las empresas del primer bloque, las pertenecientes al Ibex 35

Teniendo en cuenta los resultados obtenidos en el ROE, parece que estas compañías no están sabiendo optimizar el binomio rentabilidad-riesgo. A excepción de la ya comentada Laboratorios Reig Jofre S.A., el resto parece que pecan de un exceso de financiación mediante recursos propios.

Ratios tan elevados de solvencia, a pesar de evitar riesgos de impago tienen también una penalización en términos de rentabilidad.

e) Análisis de la solvencia:

Por último, se interpretan los resultados de los dos ratios referentes a la solvencia de la compañía, los ratios de autonomía financiera y distancia de quiebra.

Tabla 34: Análisis de la solvencia de las empresas cotizadas del sector farmacéutico en España no pertenecientes al Ibex 35

Ratio	Distancia de Quiebra	Auto. Financiera
Laboratorios Farmacéuticos Rovi	2,86	1,86
Faes Farma	6,18	5,18
Laboratorio Reig Jofre	2,39	1,39
Prim	3,15	2,15
Oryzon Genomics	5,18	4,18

Fuente: Elaboración Propia a partir de datos obtenidos de los informes de auditoría.

De nuevo nos encontramos, como era de esperar con unos ratios elevadísimos, muy por encima de los rangos óptimos que ponen de manifiesta una vez más el escaso riesgo que estas empresas asumen.

#### 5.7 Conclusiones del análisis de la financiación de las empresas cotizadas del sector farmacéutico en España no pertenecientes al Ibex 35.

A continuación se presentan una serie de conclusiones que hemos podido extraer del análisis de la financiación de este segundo grupo de empresas.

- Todas las empresas de este grupo presentan una elevada financiación de sus activos por medio de recursos propios.
- Este exceso de financiación por medio de recursos propios es sinónimo de un reducido nivel de riesgo medido a través del endeudamiento.
- El reducido riesgo que asumen estas empresas tiene sus efectos en la rentabilidad, especialmente en la rentabilidad para los accionistas.
- A pesar de que Oryzon Genomics S.A. presenta un resultado de ejercicio negativo en el año 2020, no muestra riesgos de solvencia a corto ni a largo plazo. Se encuentra en una situación de equilibrio financiero.
- Laboratorios Rovi S.A., la empresa con mayor volumen de activos es la que presenta, a mi modo de ver una mejor estructura financiera, tanto por el manejo del binomio rentabilidad-riesgo, como por el reducido volumen de su deuda financiera clasificada como deuda corriente.

## 6. COMPARACIÓN GLOBAL EMPRESAS COTIZADAS DEL SECTOR FARMACÉUTICO EN ESPAÑA.

A lo largo del trabajo se ha operado con dos grupos bien diferenciados, por un lado las 3 empresas que pertenecen al Ibex 35, y por otro, el resto de empresas cotizadas del sector farmacéutico en España.

En este apartado se va a tratar de ver si existen o no diferencias entre estos dos grupos, o se trata simplemente de una clasificación cualitativa.

### 6.1 Diferencias en función del volumen de sus activos.

A continuación se muestra una tabla que recoge el importe que alcanzan los activos totales de todas las empresas, para ver si existe una diferencia clara entre las empresas que pertenecen a ambos grupos.

Tabla 35: Activos totales de las empresas cotizadas del sector farmacéutico en España. Expresado en miles de euros.

Entidad	Activo
Grifols	15.274.776
Almirall	2.291.114
Laboratorios Farmacéuticos Rovi	574.439
Faes Farma	564.150
Pharma Mar	330.259
Laboratorio Reig Jofre	317.151
Prim	163.645
Oryzon Genomics	94.107

Fuente: Elaboración Propia a partir de datos obtenidos de los informes de auditoría.

En verde se encuentran las empresas pertenecientes al Ibex 35; como podemos observar, existe una muy importante diferencia entre las dos empresas más grandes, Grifols S.A y Almirall S.A. y el resto. Sin embargo, Pharma Mar S.A. a pesar de pertenecer al grupo de empresas que forman parte del Ibex 35 posee unos activos por valor de 330.259.000 euros, por debajo incluso de la media del segundo grupo de empresas que se situaría en torno a los 342.698.400 euros.

6.2 Diferencias en su estructura financiera. Recursos propios vs. recursos ajenos.

A continuación se van a observar las diferencias entre la proporción de activos financiados con recursos propios y recursos ajenos de todas las empresas para confirmar si existen o no diferencias en este sentido.

Tabla 36: Estructura de financiación de las empresas cotizadas del sector farmacéutico en España. Expresado en miles de euros.

Entidad	Activo	Pasivo	PN	PN / Activo	Pasivo / Activo
Grifols	15.274.776	8.554.721	6.720.055	44%	56%
Almirall	2.291.114	988.148	1.302.966	57%	43%
Laboratorios Farmacéuticos Rovi	574.439	200.739	373.700	65%	35%
Faes Farma	564.150	91.273	472.877	84%	16%
Pharma Mar	330.259	227.537	102.722	31%	69%
Laboratorio Reig Jofre	317.151	132.673	184.478	58%	42%
Prim	163.645	51.905	111.740	68%	32%
Oryzon Genomics	94.107	18.176	75.931	81%	19%

Fuente: Elaboración Propia a partir de datos obtenidos de los informes de auditoría.

Se puede apreciar fácilmente que existe una clara diferencia en este aspecto. Las tres empresas pertenecientes al Ibex 35 son las tres empresas que menor porcentaje de recursos propios emplean para financiar sus activos, todas ellas presentan un porcentaje menor o igual al 57%. Esta diferencia es aún mayor si dejamos de lado a Laboratorio Reig Jofre S.A. que es la única que presenta unas cifras que podrían compararse al primer grupo (58% de recursos propios). El resto de empresas presentan unos porcentajes en este sentido por encima del 65%, llegando a valores tan elevados como el 81% incluso un 84% que podemos observar en Oryzon Genomics S.A. y Faes Farma S.A. respectivamente.

Por lo que se refiere a las herramientas de financiación, la principal diferencia en este aspecto se encuentra en que, mientras las tres empresas pertenecientes al primer grupo contaban entre su deuda financiera con importes relevantes en términos de emisión de bonos, obligaciones y otros valores negociables de deuda; ninguna de las empresas del segundo grupo hace referencia a este tipo de deuda en sus informes de auditoría por lo que, o bien esta no existe, o bien su peso sobre la deuda financiera total es irrelevante.

También estudiamos la existencia o no de diferencias entre ambos grupos en la estructura de su deuda tanto financiera como total en función del vencimiento de esta. Es decir, si existen diferencias significativas el porcentaje de deuda corriente y no corriente que presentan las empresas en su deuda financiera y pasivos totales.

Tabla 37: Análisis del vencimiento de la deuda financiera de las empresas cotizadas del sector farmacéutico en España.

Entidad	Deuda Financiera Corriente	% Deuda Financiera Total	Deuda Financiera No Corriente	% Deuda Financiera Total	Total Deuda Financiera
Grifols	424.612	6%	6.602.100	94%	7.026.712
Almirall	254.562	52%	237.827	48%	492.389
Pharma Mar	16.783	30%	39.882	70%	56.665
Laboratorios Farmacéuticos Rovi	5.097	7%	68.421	93%	73.518
Faes Farma	5.098	28%	12.811	72%	17.909
Laboratorio Reig Jofre	17.916	27%	48.819	73%	66.735
Prim	13.305	50%	13.103	50%	26.408
Oryzon Genomics	4.854	36%	8.680	64%	13.534

Fuente: Elaboración Propia a partir de datos obtenidos de los informes de auditoría.

Tabla 38: Análisis del vencimiento de la deuda total de las empresas cotizadas del sector farmacéutico en España.

Entidad	Deuda Corriente	% Deuda Total	Deuda No Corriente	% Deuda Total	Total Deuda
Grifols	1.335.138	16%	7.219.583	84%	8.554.721
Almirall	474.559	48%	513.589	52%	988.148
Pharma Mar	94.919	42%	132.618	58%	227.537
Laboratorios Farmacéuticos Rovi	122.889	61%	77.850	39%	200.739
Faes Farma	84.685	93%	6.588	7%	91.273
Laboratorio Reig Jofre	77.811	59%	54.862	41%	132.673
Prim	37.925	73%	13.980	27%	51.905
Oryzon Genomics	7.693	42%	10.483	58%	18.176

Fuente: Elaboración Propia a partir de datos obtenidos de los informes de auditoría

Si nos detenemos en la primera de las dos tablas, la tabla 37, no podemos sacar demasiadas conclusiones, pues no existe diferencia alguna entre las empresas del Ibex 35 y las que no pertenecen a este.

Curiosamente, si pasamos a la segunda de las tablas, tabla 38, constatamos que las 4 empresas con mayor porcentaje de deuda corriente pertenecen al segundo grupo. Estas poseen además un porcentaje de deuda a corto plazo considerablemente más elevado que las pertenecientes al Ibex 35.

Únicamente se puede destacar la situación de Prim S.A. que aparece entre las tres empresas con mayor porcentaje de deuda exigible a corto plazo, tanto en el caso de la deuda financiera como en el de la deuda total. Y, en una situación completamente opuesta nos encontramos a Grifols S.A., que es la empresa con mayor porcentaje de deuda a largo plazo, tanto financiera como total.

## 7. CONCLUSIONES

A pesar de las diferencias existentes dentro de cada uno de los dos grupos analizados, parece que se repiten una serie de patrones en cuanto a su estructura de financiación que permiten establecer una serie de diferencias que pasamos a comentar a continuación:

- Las empresas pertenecientes al Ibex 35 emplean un mayor porcentaje de recursos ajenos para financiar sus activos.
- La única empresa del grupo de las empresas cotizadas que no pertenecen al Ibex 35 que presenta unos niveles de financiación mediante recursos ajenos similares a las que si pertenecen al Ibex 35 es Laboratorios Reig Jofre S.A.
- En cuanto a la gestión del vencimiento de la deuda, si nos centramos únicamente en la deuda financiera, el reparto entre deuda financiera corriente y no corriente es muy heterogéneo entre las 8 empresas analizadas, imposibilitando sacar una conclusión clara.
- Si, por el contrario, analizamos la gestión del vencimiento de la deuda total, es decir del total de los pasivos de la empresa, la situación cambia drásticamente. En las empresas del Ibex 35 siempre es mayor el porcentaje de deuda no corriente frente al de deuda corriente; mientras que, dentro de las empresas que no pertenecen al Ibex 35, tan solo se da esta situación en Oryzon Genomics S.A.
- Para explicarnos los resultados que se obtienen en el ratio de solvencia, al analizar la liquidez de la empresa hay que tener en cuenta que depende

de dos factores, el nivel de riesgo que asume la empresa, y la gestión del vencimiento de su deuda.

Así se explica que Almirall S.A. y Laboratorios Reig Jofre S.A presenten valores significativamente inferiores al óptimo, a pesar de que ambas presentan un porcentaje de deuda no corriente mayor que el de deuda corriente; cuando, sin embargo, el resto de las empresas no pertenecientes al Ibex 35, con un porcentaje de deuda corriente muy por encima del porcentaje de deuda no corriente, presentan unos ratios de solvencia tan elevados.

- La otra diferencia aparece al analizar los mecanismos de financiación empleados por uno y otro grupo, pues, en las empresas pertenecientes al Ibex 35 la emisión de bonos, obligaciones y otros valores negociables desempeña un importante papel dentro de su deuda financiera; y en el segundo grupo de empresas este es nulo o insignificante.
- Una de las mejores estructuras de financiación es la lograda por Grifols S.A. que ha sabido lograr un importante equilibrio en el binomio rentabilidad-riesgo. Esta consigue un incremento importante en el ROE con respecto al ROA, sin comprometer ninguno de los ratios analizados.

**GLOSARIO:**

<sup>1</sup>*Préstamo sindicado: Un préstamo sindicado es un tipo de préstamo que es concedido por un grupo de prestamistas y es estructurado, arreglado y administrado por uno o varios bancos comerciales o bancos de inversión, conocidos como organizadores*

<sup>2</sup>*Línea de crédito revolving: cantidad de dinero que un banco pone a disposición de un consumidor. Al final de cada periodo el importe disponible se renueva. Un claro ejemplo son las líneas de crédito personal que suelen ofrecer las tarjetas de crédito.*

<sup>3</sup>*Bono convertible en acciones: Denominamos bono convertible a todo aquel bono que tiene la posibilidad de convertirse en acciones. Es decir, confieren un derecho al propietario del bono a cambiar sus bonos por acciones en una fecha determinada.*

<sup>4</sup>*Bono sénior, también conocidos como deuda senior, es el dinero que la empresa debe y que tiene como respaldo el reclamo prioritario del flujo de efectivo de la compañía*

<sup>5</sup>*Deuda Senior Asegurada: La deuda senior es un tipo de deuda emitida por un agente económico de la mejor calidad crediticia posible. Esta deuda sitúa a su poseedor por delante del resto (orden de prelación) a la hora de cobrar si ese emisor quiebra*

<sup>6</sup>*Libor: La tasa de oferta interbancaria de Londres es un promedio de tasas de interés calculado a partir de las estimaciones presentadas por los principales bancos de Londres.*

<sup>7</sup>*Euribor: Índice de referencia publicado diariamente que indica el tipo de interés promedio al que un gran número de bancos europeos dicen concederse préstamos a corto plazo*

<sup>8</sup>*Bono Bullet: Bono donde el principal se amortiza en una sola cuota al final de la vida del bono y sólo paga intereses periódicos, generalmente cada año o semestralmente.*

**BIBLIOGRAFÍA:**

Anderson, Christina (2018): “Diferencias entre préstamo a plazos y crédito revolvente”, disponible en: <https://www.bbva.com/es/prestamos-plazos-credito-revolvente/>

BBVA (2018): “Qué es y cómo funciona la bolsa: invertir en el IBEX-35”, disponible en: <https://www.bbva.com/es/invertir-en-bolsa-desde-cero-que-es-y-como-funciona-el-ibex-35/>

Economipedia: “Bono convertible” <https://economipedia.com/definiciones/bono-convertible.html> Informes de auditoría de las empresas analizadas, disponibles en: <http://www.cnmv.es/Portal/home.aspx>

Rankia (2012): “Bonos Bullet: ¿el mejor formato para emitir deuda?” <https://www.rankia.com/blog/ideas-futuro-mejor/1335100-bonos-bullet-mejor-formato-para-emitir-deuda>

Otros:

<https://www.almirall.es/>

<https://www.grifols.com/es/company>

<https://pharmamar.com/>

<https://en.wikipedia.org/wiki/Libor>

<https://es.wikipedia.org/wiki/Eur%C3%ADbor>

<https://www.expansion.com/>

[https://www.expansion.com/mercados/cotizaciones/indices/ibex35\\_I.IB.html](https://www.expansion.com/mercados/cotizaciones/indices/ibex35_I.IB.html)

[https://www.expansion.com/mercados/cotizaciones/valores/almirall\\_M.ALM.html](https://www.expansion.com/mercados/cotizaciones/valores/almirall_M.ALM.html)

[Cotizaciones GRIFOLS - Acciones, dividendo y noticias - Expansión.com \(expansion.com\)](https://www.expansion.com/mercados/cotizaciones/valores/almirall_M.ALM.html)

[Cotizaciones PHARMA MAR - Acciones, dividendo y noticias - Expansión.com \(expansion.com\)](https://www.expansion.com/mercados/cotizaciones/valores/almirall_M.ALM.html)

[Bolsa de Madrid - Listado de Empresas por Sectores \(bolsamadrid.es\)](http://bolsamadrid.es)