

GRADO: Administración y Dirección de Empresas (ADE)

Curso 2023/2024

Valoración de Empresas: Caso Laboratorios Farmacéuticos Rovi, S.A.

Autor: Asier Latorre Sierra

Director: Txomin Iturralde Jainaga

Bilbao, a 21 de junio de 2024



Índice

1.	Resumen	3
2.	Sobre el Autor	3
3.	Objetivo del Trabajo	4
4.	Metodología	4
5.	Valoración de Empresas: Conceptualización y Métodos.....	5
5.1.	Concepto	5
5.2.	Métodos de Valoración	5
6.	Presentación de la Empresa	7
6.1.	Actividad de la Empresa	7
6.2.	Historia	8
7.	Análisis Externo	9
7.1.	Análisis PESTEL	9
7.2.	Análisis Porter	13
8.	Análisis Interno	18
8.1.	Análisis de la Cuenta de Resultados	18
8.2.	Análisis del Balance	22
8.3.	Análisis de las Ratios	26
9.	Consideraciones sobre la previsión de las actividades de la empresa.....	27
10.	Proyección Financiera. Hipótesis adicionales.	28
10.1.	Estados Financieros Previos.....	28
10.2.	Horizonte Temporal	29
10.3.	Estimación de la Cuenta de Resultados	29
10.4.	Estimación del Balance.....	32
10.5.	Proyección Financiera para los Años 2024-2030	34
11.	Valoración de la Empresa: Método del Descuento de los Flujos de Caja.....	36
11.1.	Cálculo de los FCE y FCA	37
11.2.	Coste de los Recursos Propios	39
11.3.	Valoración a través de los Flujos de Caja del Accionista (FCA).....	40
11.4.	Cálculo del Coste Medio Ponderado del Capital (CMPC)	41
11.5.	Valoración a través de los Flujos de Caja de la Empresa (FCE).....	42
12.	Otros Métodos de Valoración.....	43
12.1.	Métodos de Valoración Patrimoniales.....	43
12.2.	Métodos de Valoración por Múltiplos.....	43
12.3.	Métodos de Valoración a través del Mercado Bursátil.....	44
13.	Análisis del Riesgo.....	45

13.1. Análisis de Simulaciones.....	45
13.2. Tablas de Sensibilidad	47
14. Relación con los ODS	47
15. Conclusiones.....	48
16. Referencias.....	50
Anexo. Análisis Horizontal de las Cuentas Anuales	56

1. Resumen

En este Trabajo de Fin de Grado se va a valorar la empresa Laboratorios Farmacéuticos Rovi, S.A., una empresa farmacéutica cuya situación se ha estancado tras unos años de gran crecimiento debido a la pandemia de la Covid-19.

Para estimar el valor de la empresa, comenzaremos analizando el entorno en el que opera: se analizará tanto el entorno genérico como el específico. Luego, se realiza un análisis económico-financiero de la empresa, para tener clara cuál es su situación actual y poder estimar hacia dónde se dirige. Con la información obtenida se plantearán las hipótesis que permitan estimar las cuentas anuales previsionales de la empresa.

Una vez realizadas esas estimaciones, se deben estimar los parámetros necesarios para valorar la empresa según el método de descuento de flujos de caja, método que utilizaremos en la valoración. Además, los resultados obtenidos por este método se complementarán con los obtenidos por otros métodos.

Finalmente, se analizará la sensibilidad de los valores obtenidos y, tras eso, se presentarán las conclusiones del trabajo.

Palabras clave: Valoración, Descuento de Flujos de Caja, Recursos Propios, Valor.

2. Sobre el Autor

Yo soy Asier Latorre Sierra, tengo 22 años y con este trabajo quiero poner el punto final a una gran etapa en mi vida: mis estudios en Administración y Dirección de Empresas. En estos cuatro años he tenido la suerte de adquirir infinidad de conocimientos, conocer a personas magníficas y desarrollarme personalmente.

A nivel de este Trabajo de Fin de Grado, el motivo principal por el que me decanté por esta empresa fue el importante papel que tuvo en ayudar a la sociedad a sobreponerse a la pandemia de Covid-19 que asoló el mundo entero.

3. Objetivo del Trabajo

El objetivo de este Trabajo de Fin de Grado es estimar el valor de la empresa Laboratorios Farmacéuticos Rovi, S.A. a fecha 31 de diciembre de 2023. El concepto de valor se refiere a la magnitud de carácter monetario que pretende resumir y evaluar los diferentes elementos de la empresa. Dichos elementos son los que constituyen el patrimonio de la empresa y su actividad; su potencialidad (comercial, técnica y financiera) y/o cualquier otra característica destacable que pueda poseer la empresa.

La consecución de este objetivo se ha desarrollado siguiendo los siguientes subobjetivos:

1. Revisar los modelos de valoración de empresas y su aplicabilidad.
2. Analizar del sector en el que opera de la empresa.
3. Analizar la situación económico-financiera de la empresa.
4. Plantear hipótesis que permitan realizar las previsiones de los estados financieros.
5. Estimar de los parámetros necesarios para la valoración.

4. Metodología

La valoración se realiza partiendo del 2023, que es el último ejercicio con datos disponibles. El trabajo se ha llevado a cabo siguiendo el proceso explicado a continuación.

En primer lugar, se realiza el análisis del entorno de la empresa, dividiéndolo en dos apartados. En el primero se utiliza el modelo PESTEL para analizar el entorno genérico de la empresa. Este modelo analiza los factores políticos, económicos, sociales, tecnológicos, ambientales y legales del entorno en el que opera la empresa. En el segundo se hace uso del modelo de Porter para el análisis del entorno específico de la empresa. Este modelo basa el análisis en el estudio de las cinco principales fuerzas que tienen un impacto en el sector donde opera la empresa: clientes, proveedores, productos sustitutivos, competidores existentes y la entrada de nuevos competidores.

Posteriormente, se estudia la situación económico-financiera de la empresa, mediante el análisis de la cuenta de resultados, del balance y de diversas ratios, con las que identificaremos aspectos relevantes en cuanto a la solvencia y la rentabilidad de la empresa. Este análisis se realiza a partir de los datos de 2023, último periodo disponible.

Teniendo en cuenta las conclusiones de los análisis realizados y las consideraciones sobre el futuro de la empresa, se elaborarán los estados financieros previos y la proyección financiera de la empresa. Con todos esos datos, se procederá a realizar la valoración de Rovi

mediante el método de descuento de flujos de caja. Como complemento a esta valoración, se compararán los resultados obtenidos con otros métodos de valoración.

Finalmente, se harán simulaciones y tablas de sensibilidad para analizar el riesgo al que puede estar expuesta la valoración de Rovi.

5. Valoración de Empresas: Conceptualización y Métodos

En este punto vamos a explicar qué es la Valoración de Empresas y los diferentes métodos de valoración que existen.

5.1. Concepto

Como bien se ha explicado, el proceso de valoración tiene como objetivo resumir y evaluar los diferentes elementos de una empresa en una única magnitud de carácter monetario. En ese valor se incluyen todos sus activos, su potencialidad y otras características destacables. Con esto se busca encontrar el valor intrínseco de la empresa, que puede ser muy diferente a su valor contable o a su valor bursátil.

El valor resultante de la valoración no será un valor objetivo, definitivo ni absoluto de la empresa, ya que es fruto de un proceso en el que se consideran factores objetivos, pero también factores subjetivos. Por ello, no es solo un proceso numérico, sino que además requiere de un análisis profundo de aspectos macroeconómicos y un análisis económico-financiero y de las estrategias de la empresa.

Con la valoración lo que finalmente se obtiene es un rango de valores que reflejan el precio que se debe pagar o cobrar por la empresa, y que se concretará negociando.

5.2. Métodos de Valoración

5.2.1. Métodos de Valoración Patrimoniales

Estos métodos tratan de determinar el valor de la empresa a través de la estimación del valor de su patrimonio. Están basados en el balance. Tienen una perspectiva estática, ya que no consideran la evolución futura de la empresa u otros factores que pueden incidir en su valor. Normalmente se utilizan para establecer el valor de liquidación o el valor mínimo de la empresa.

5.2.2. Métodos Comparativos

Los métodos comparativos se basan en la hipótesis de que un activo se valora en función de los precios a los que se hayan llevado a cabo transacciones de activos similares. Dentro de

estos métodos se encuentran la valoración por múltiplos de resultados y la valoración a través del mercado bursátil.

Para valorar siguiendo estos métodos, el primer paso es identificar empresas comparables. Se buscarán empresas del mismo sector de la que queremos valorar y con características similares. Cuantas más encontremos, mejor.

El segundo paso es establecer el valor estandarizado. En el método de los múltiplos, este se suele estimar dividiendo el valor de las empresas entre el EBITDA, lo que nos da el múltiplo, aunque se puede calcular respecto de otras variables, como las ventas, el BAIT, el activo total, etc. En el método bursátil se utiliza la ratio PER (precio/beneficio por acción).

El tercer paso consiste en aplicar el valor estandarizado obtenido a la empresa a valorar y, por último, ajustar el valor estimado en función de las características de la empresa valorada.

La valoración por métodos comparativos es menos sofisticada que la realizada por otras vías (como el descuento de flujos de caja), pero es rápida, sencilla de usar y permite obtener un valor de referencia inicial.

5.2.3. Métodos de Valoración Basados en Rendimientos

Parten de la premisa de que los elementos que configuran el patrimonio de una empresa sólo tienen valor si contribuyen a la generación de rendimientos en el futuro. Por ello, el valor de la empresa estará determinado por su capacidad de generar rentas en el futuro. Para calcular el valor de la empresa es necesario:

1. Fijar un horizonte temporal para el que se planificarán los flujos de caja anualmente y a partir del cual se estimará el valor de continuidad a una tasa de crecimiento de los flujos de caja, lo que se conoce como periodo de post planificación.
2. Estimar una variable rendimiento para cada periodo del horizonte temporal (se utilizan los flujos de caja).
3. Estimar una tasa de crecimiento.
4. Estimar una tasa de actualización.
5. Estimar el valor en continuidad
6. Para fijar un rango de valores, realizar simulaciones sobre el entorno.

El valor de la empresa será igual al valor actual de la suma de las variables rendimiento.

Existen problemas con el uso de este tipo de métodos, ya que tienen un marcado carácter subjetivo y requieren de una gran cantidad de información para llevarse a cabo, que la empresa

debe estimar. No obstante, son los métodos más utilizados actualmente y los que gozan de mayor aceptación.

6. Presentación de la Empresa

Laboratorios Farmacéuticos Rovi, S.A. (de aquí en adelante, Rovi) es una empresa especializada en la investigación, desarrollo, fabricación y comercialización de productos farmacéuticos con presencia en países de los cinco continentes. El grupo al que pertenece cuenta con siete plantas y más de 2.000 personas empleadas. (Rovi, s.f.)

Actualmente, como podemos ver en el informe de esta empresa en SABI (s.f.), cotiza en la bolsa de Madrid, y es parte del IBEX 35 y del IGBM (Índice General de la Bolsa de Madrid). También cotiza en otras bolsas europeas (Londres, Berlín, Frankfurt...).

6.1. Actividad de la Empresa

Su actividad y su crecimiento se basan en tres pilares fundamentales: el primero, la comercialización de productos propios y productos bajo licencia; el segundo, la prestación de servicios de producción, envasado o empaquetado para terceros; y el último, su política de Investigación, Desarrollo e Innovación (Rovi, s.f.).

6.1.1. Comercialización de productos

Dentro de la cartera de productos de Rovi encontramos tanto productos propios como productos comercializados bajo licencia. No obstante, la mayor distinción entre sus productos es si son productos hospitalarios o productos de prescripción.

Los productos hospitalarios se clasifican en productos de diagnóstico, cuidado del catéter y otros. Por parte de los productos de prescripción, cuentan con más de 40 referencias agrupadas en nueve áreas terapéuticas.

En cuanto a la fabricación propia, Rovi cuenta con dos plantas, ubicadas en Granada, para la fabricación de sus propios productos. En ellas producen heparinas de bajo peso molecular: Bemiparina y Enoxaparina. Son los principios activos de sus principales productos.

Según el SACYL (2018), las heparinas de bajo peso molecular o HBPM son los anticoagulantes más habitualmente utilizados para prevenir las enfermedades tromboembólicas, ya sea trombosis venosa o embolia pulmonar.

6.1.2. CDMO

La externalización de los procesos de fabricación está en auge en el sector farmacéutico. Los acuerdos para llevar a cabo la externalización se denominan Organización de Desarrollo y Fabricación por Contrato o CDMO (por sus siglas en inglés: *Contract Development and Manufacturing Organization*).

Rovi, a través de su filial Rovi Pharma Industrial Services, S.A., ofrece a las empresas del sector servicios personalizados en los que puedan externalizar no solo la producción, sino que también el desarrollo de proyectos, incluidos los ensayos clínicos previos, los estudios de estabilidad y los análisis físicoquímicos y microbiológicos.

Para realizar esta labor cuenta con tres plantas de producción a terceros. En dos de ellas se producen inyectables (jeringas y viales), y en otra se producen formas sólidas orales (comprimidos y sobres). Todas están ubicadas en la comunidad de Madrid.

6.1.3. I+D+i

Uno de los factores clave del sector farmacéutico es la investigación y desarrollo de nuevos medicamentos que permitan aumentar la competitividad de la empresa en el mercado. Rovi cuenta con 507 patentes concedidas y, además, invierte anualmente en nuevas tecnologías y productos: cuenta con 188 expedientes de patente en fase de examen y evaluación.

Actualmente, sus labores en I+D+i se están centrando principalmente en desarrollar la tecnología de liberación de fármacos ISM® (*In Situ Microimplants*). No obstante, también tiene proyectos relacionados con la glicómica (estudio de los azúcares de las células) y con la tecnología multicapa aplicada a catéteres.

Estas labores se realizan en los centros de Madrid y Granada, compuestos por 2 plantas piloto para la fabricación de medicamentos inyectables en investigación y 3 centros de I+D+i.

6.2. Historia

Desde que Rovi se fundara en 1946 como una empresa familiar, ha tenido varios hitos remarcables. En una entrevista de Ruiz (2019) a Javier López-Belmonte, actual vicepresidente y CFO de Rovi, y la propia Rovi (2024c) en su informe integrado, cuentan los principales hitos de la empresa.

En 1981, se iniciaron las investigaciones en las heparinas de bajo peso molecular, su principal producto hoy en día. En 1998, se introdujo la Bemiparina en el mercado español y se iniciaron actividades en Portugal. En 2002, Rovi comienza su gran proceso de

internacionalización gracias a la comercialización de la Bemiparina en el extranjero, que le lleva a tener presencia en 59 países en 2003. Además, ese año logra el premio Príncipe Felipe a la excelencia empresarial. En 2007, la compañía sale a bolsa con una capitalización bursátil de 500 millones de euros.

Otros hitos importantes son la certificación de la *Food and Drug Administration* (FDA) obtenida en 2012; en 2014, el registro de un biosimilar de Enoxaparina en la *European Medicines Agency* (EMA), que se empieza a comercializar en 2017 y 2018; y la participación en la fabricación de la vacuna para la Covid-19 de Moderna a partir del 2020.

Los hitos más relevantes del 2023 se resumen en la aprobación por la FDA de las plantas de fabricación de inyectables para la fabricación de la vacuna contra la COVID-19; el lanzamiento de Okedi®, un fármaco para tratar la esquizofrenia, en varios países europeos; y el inicio del desarrollo clínico de dos nuevos fármacos.

7. Análisis Externo

El análisis externo se dividirá en dos apartados. El primero consistirá en el análisis del entorno genérico de la empresa, que se realizará siguiendo el método PESTEL. El segundo apartado hará referencia al entorno específico de Rovi, y se llevará a cabo utilizando el modelo de Porter.

7.1. Análisis PESTEL

Vamos a comenzar el análisis de la empresa estudiando el entorno genérico de Laboratorios Rovi. Para ello vamos a realizar un análisis PESTEL, en el que se analizarán los factores políticos, económicos, sociales, tecnológicos, ambientales y legales que puedan afectar a la empresa.

7.1.1. Factores Políticos

La Agencia Española de Medicamentos y Productos Sanitarios (AEMPS), parte del Ministerio de Sanidad, lanzó en julio de 2023 su Plan Estratégico de la Industria Farmacéutica para impulsar este sector en España (AEMPS, 2023a). Hernández (2023) cuenta que con este plan se busca reforzar el tejido industrial del sector para fortalecerlo y hacerlo más independiente de otros países. El plan se ha centrado en 3 puntos: la investigación, la producción industrial y el acceso a medicamentos asequibles. Estos puntos se van a desarrollar mediante el cumplimiento de ciertos objetivos estratégicos. Los objetivos consisten en aumentar el impacto social de la AEMPS, el desarrollo de capacidades (humanas, tecnológicas

y de gestión), aumentar la satisfacción de los usuarios, proporcionar mayores garantías y ser más eficientes.

Por otra parte, Vilanova (2024) cuenta en una noticia que Javier Pradilla, secretario de Estado de Sanidad, ha explicado cuáles serán las líneas que se seguirán desde el ministerio de Sanidad. Se pretende aumentar la transparencia de precios, hacer más accesible la información del ministerio, desarrollar la legislación y fomentar la digitalización, entre otras cuestiones.

7.1.2. Factores Económicos

El producto interior bruto (PIB) de España en 2023 ascendió a 1.461.889 millones de euros, lo que supone un 2,5% respecto al año anterior. Según las proyecciones macroeconómicas del Banco de España (Gavilán, 2024), se estima que en 2024 y 2025 el PIB crecerá un 1,9% cada año y que en 2026 el incremento será del 1,7%.

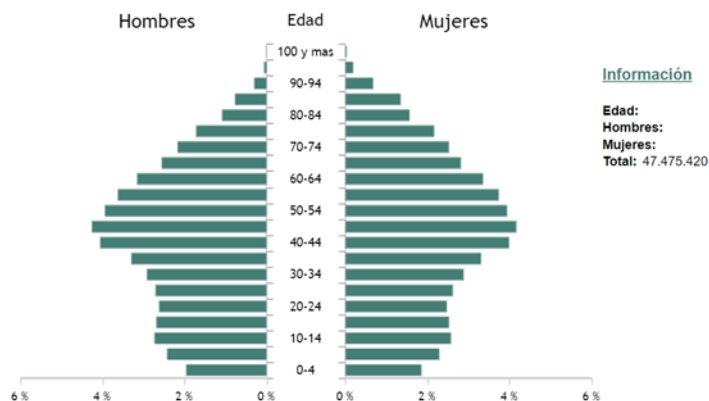
Después de una gran subida, se espera que los tipos de interés empiecen a bajar. El Euribor a un año se sitúa en marzo de 2024 en un 3,718%, y el Euribor a 3 meses en un 3,864%, lo que indica que la curva de tipos de interés es decreciente (Banco de España, s.f.).

La inflación anual, después de un gran repunte en 2022 y haber disminuido durante todo 2023, se situaba en marzo de 2024 en el 3,2% (INE, s.f.-c). Las expectativas del FMI (2023) son que habrá un ligero repunte durante 2024 y que a partir de 2025 bajará hasta rondar el objetivo deseado del 2%. No obstante, la evolución del índice de precios al consumo de medicamentos y otros productos farmacéuticos parece independiente de la inflación general de la economía. Salvo en 2023, cuando la variación fue del 1,4%, ha tenido valores en torno al 0% durante ocho años, incluso con algunos años de deflación (INE, 2024).

Por último, la tasa de paro, en media anual, se situó en 2023 en un 12,1%, y se espera que se vaya reduciendo en los próximos años, según las proyecciones macroeconómicas del Banco de España de marzo (Gavilán, 2024).

7.1.3. Factores Sociales

El envejecimiento de la población es un factor muy relevante. Si observamos la pirámide de la población en España (Figura 7.1) que nos proporciona el INE (s.f.-d), nos encontramos con una marcada forma regresiva: la base es estrecha y se va ensanchando a medida que aumenta la edad. El segmento con más personas, tanto en hombres como en mujeres, es el de 45 a 49 años. Todo esto nos indica que la población española está envejeciendo.

Figura 7.1.*Pirámide Poblacional de España (2022)*

Fuente: Instituto Nacional de Estadística (s.f.-d)

Por otro lado, los datos demográficos de la Unión Europea, proporcionados por Eurostat (2023), llegan a las mismas conclusiones. La población de más de 80 años en Europa se ha duplicado en los últimos 20 años y, además, la población menor de 20 años ha disminuido. Este factor puede suponer un impacto positivo para la industria farmacéutica, ya que, por lo general, las personas ancianas van a necesitar más medicamentos que las jóvenes (Salech et al., 2016b).

Otro factor social es el de los hábitos de salud y el estilo de vida de las personas, que están cambiando. Una encuesta realizada por FitFit España (2023) demuestra que la gran mayoría de los encuestados hacía deporte regularmente, y que aproximadamente tres de cada cuatro cuidaban su alimentación.

Por último, como pudimos ver durante la pandemia, el número de movimientos antivacunas y negacionistas aumentó e incluso muchas celebridades defendían esas posturas. Estos pensamientos son provocados por el miedo de que las vacunas les provoquen efectos secundarios negativos (Piñar, 2020). De hecho, la Organización Mundial de la Salud considera estos movimientos una de las mayores amenazas para la salud a nivel mundial.

7.1.4. Factores Tecnológicos

En España, en 2022, la inversión en I+D aumentó un 12,0% y alcanzó los 19.325 millones de euros, lo que equivale al 1,44% del PIB y a unos 402 euros de inversión por habitante. En concreto, los gastos en el sector farmacéutico en I+D interna fueron de 841 millones de euros (INE, s.f.-b).

Según Roche (2021b) las nuevas tecnologías aportarán muchas novedades al sector farmacéutico. La inteligencia artificial ayudará a hacer más barata y simple el desarrollo de nuevos fármacos, aparte de permitir personalizar los tratamientos. Más nuevas tecnologías que se han empezado a utilizar son el uso de la realidad virtual en lugar de analgésicos en pacientes con cáncer; el uso de realidad aumentada para sustituir los prospectos de los medicamentos; y ensayos *in-silico*, en los que el paciente es un ordenador programado con los síntomas de la enfermedad a estudiar.

Otro artículo de Roche (2021) explica que ya existe una empresa en Reino Unido que utiliza la impresión en 3D para elaborar medicamentos personalizados para cada paciente.

Un último factor que considerar es la automatización de la cadena de suministro. Como dice un artículo de Mecalux (2022) “la automatización de la cadena de suministro consiste en aplicar nuevas tecnologías con el objetivo de instaurar procesos logísticos y de producción más eficientes y productivos”. Entre esas tecnologías destacan la automatización robótica de procesos, la inteligencia artificial, los gemelos digitales o el *machine learning*.

7.1.5. Factores Ambientales

Según la memoria de sostenibilidad de 2022 del SIGRE (2023), la conciencia ambiental de los consumidores es muy alta. Sus sondeos concluyeron que el 98% de la ciudadanía cree que cuidar el medio ambiente es relevante si se quiere gozar de una buena salud; que nueve de cada diez consideran deshacerse de sus medicamentos tirándolos a la basura o por el desagüe inapropiado; y que dos de cada tres valoran favorablemente los “ecodiseños”, o diseños sostenibles de los envases. Por todo eso, se están tomando medidas para aumentar la sostenibilidad de los envases de los medicamentos. En 2022, sin ir más lejos, las empresas farmacéuticas adoptaron 165 medidas para hacer los envases más sostenibles.

La Comisión Europea (2020), por su parte, explica en su informe sobre los medicamentos en el medio ambiente, cuáles son las principales áreas de actuación de su estrategia farmacéutica para Europa para aumentar la sostenibilidad de este sector:

- Aumentar la concienciación y promover el uso responsable de medicamentos
- Apoyar el desarrollo de medicamentos menos perjudiciales para el medio ambiente y promover una fabricación más ecológica
- Mejorar la evaluación de riesgos ambientales
- Reducir el desperdicio y mejorar la gestión de residuos

- Ampliar el monitoreo ambiental

7.1.6. Factores Legales

Laboratorios Farmacéuticos Rovi, S.A., como su nombre indica, es una sociedad anónima, es decir, una sociedad de capital. Por ello, debe ajustarse a lo establecido en el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital. Además, es una empresa cuyas acciones cotizan en bolsa, por lo que también deben tener en cuenta lo establecido en el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores.

Es destacable que la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), con el fin de aumentar la transparencia de las empresas cotizadas y fomentar la responsabilidad corporativa, publicó en 2020 el Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas (CNMV, 2020). En él se incluyen un total de 63 recomendaciones relacionadas con aspectos generales, la junta general de accionistas y el consejo de administración.

Por otro lado, es una empresa dedicada a la industria farmacéutica. Legislación importante al respecto es el Real Decreto 1345/2007, de 11 de octubre, por el que se regula todo lo relacionado con los medicamentos de uso humano fabricados industrialmente; el Real Decreto 824/2010, de 25 de junio, que regulan los laboratorios farmacéuticos; y el Real Decreto 271/1990, de 23 de febrero, sobre la reorganización de precios de las especialidades farmacéuticas de uso humano.

Finalmente, pasando a la legislación sobre la protección de la propiedad industrial, destacan la Ley 24/2015, de 24 de julio, de Patentes; la Ley 17/2001, de 7 de diciembre, de Marcas; y la Ley 20/2003, de 7 de julio, de Protección Jurídica del Diseño Industrial.

La primera tiene como objetivo proteger las invenciones industriales mediante la concesión de patentes, modelos de utilidad y certificados complementarios de protección de medicamentos y de productos fitosanitarios. La segunda pretende proteger los signos distintivos de las empresas. Para ello, concede los derechos de propiedad industrial conocidos como marcas y nombres comerciales. La última pretende proteger los diseños creados por cada empresa para sus productos.

7.2. Análisis Porter

Una vez analizado el entorno genérico de la empresa, pasamos a analizar el entorno específico de Rovi. Para ello, utilizaremos el modelo de Porter o de las cinco fuerzas competitivas.

Rovi, según la jerarquía CNAE-2009, está encuadrada en el sector correspondiente a la fabricación de productos farmacéuticos. En concreto, su actividad, la fabricación de especialidades farmacéuticas, corresponde al subsector 2120.

7.2.1. Rivalidad Entre los Competidores

En este apartado se analiza la competencia entre las empresas del sector.

Número de Competidores.

Según los datos del INE (s.f.-e), en 2022, en España, la industria farmacéutica contaba con un total de 376 empresas. Es un número bajo si lo comparamos con el resto de los sectores. Y si nos centramos en el subsector de fabricación de especialidades farmacéuticas, donde opera Rovi, tan solo se encuentran 229. De ellas, 128 son grandes empresas o multinacionales. Este número tan bajo indica que el sector está bastante concentrado en cuanto a número de empresas se refiere.

Por otra parte, si atendemos a la cuota de mercado, esta se encuentra bastante repartida. En 2022, según El Economista (s.f.) ninguna de las empresas del subsector contaba con una cuota superior al 10%. La empresa líder, Novartis, contó con un 9,29% de las ventas totales del sector. Por lo tanto, se puede afirmar que el mercado está claramente fragmentado.

Acuerdos entre Empresas.

Los acuerdos entre empresas del sector farmacéutico son bastante comunes. Según Bagán (2015), estos acuerdos sirven para paliar los efectos negativos de pérdidas de patentes, menor rentabilidad de la I+D, cambios en la regulación, etc. Estos acuerdos, además, facilitan desarrollar nuevos productos y diversificar riesgos.

Barreras de Movilidad.

Este factor es importante en esta industria, debido a la gran importancia que tienen la I+D y las patentes. Estas actúan como obstáculo para las empresas que quieran moverse de un segmento a otro. Esto hace que se reduzca la competitividad.

Ritmo de Crecimiento del Sector.

Vamos a analizar en la Tabla 7.1 el crecimiento del valor de la producción del sector de fabricación de productos farmacéuticos (FPF) y del subsector de especialidades farmacéuticas (EF), y lo vamos a comparar con el del Producto Interior Bruto (PIB).

Tabla 7.1.*Crecimiento Anual del PIB y del Valor de la Producción de las Empresas*

Año	Crecimiento valor de la producción sector FPF	Crecimiento valor de la producción subsector EF	Crecimiento PIB
2019	5,63%	10,08%	3,46%
2020	6,58%	2,41%	-10,16%
2021	26,37%	42,95%	9,23%
2022	10,72%	8,89%	10,15%

Fuente: Elaboración propia con datos del INE y Expansión (s.f.)

El crecimiento anual del sector de fabricación de productos farmacéuticos y del subsector de especialidades farmacéuticas es superior al crecimiento del PIB en casi todos los años. Esto indica que se encuentran en crecimiento, factor que reduce la competencia.

Estructura de Costes.

Debido a los grandes gastos en I+D que se deben hacer, los costes fijos de las empresas son considerablemente altos. Sin ir más lejos, en una noticia de Almendros (2023), cuenta que la inversión en I+D de estas empresas había ascendido en 2022 a casi 1.400 millones de euros, un 10,1% más que en 2021. Esto hace que se busque aumentar el volumen de producción con el fin de reducir el coste medio. Este es un factor que aumenta la competitividad.

Conclusión: la rivalidad entre los competidores es muy alta, ya que las empresas deben investigar constantemente para obtener nuevos fármacos que les permitan aumentar sus clientes y, por tanto, sus beneficios.

7.2.2. Amenaza de Nuevos Competidores

En este apartado vamos a analizar las barreras de entrada existentes en el sector.

Economías de Escala.

Las economías de escala son muy importantes en la fabricación de productos farmacéuticos. Según Celen et al. (2023), cada vez que se duplica el volumen de producción, los costes unitarios se reducen en aproximadamente un 30%, sea cual sea el tipo de medicamento producido. Este factor puede frenar la entrada de nuevos competidores, que al principio no tendrán tanta capacidad productiva como las empresas ya establecidas, por lo que sus costes unitarios serán mayores.

Diferenciación del Producto.

Las empresas que ya están establecidas pueden haber fidelizado a los clientes gracias al reconocimiento por parte de esos clientes y a utilizar los recursos necesarios para promocionarse. Además, cuentan con patentes que protegen sus productos.

Desventajas en Costes Diferentes de las Economías de Escala.

Las empresas que quieran entrar al sector, al principio, van a carecer del saber hacer que se obtiene con la experiencia en el trabajo. Esto es algo muy importante en sectores en los que los trabajadores deben estar altamente cualificados.

Necesidades de Capital.

Las necesidades de capital que van a requerir las nuevas empresas serán muy elevadas. Se requieren más de 2.000 millones de euros (Ruiz, 2021) y más de 10 años solo para desarrollar un nuevo medicamento.

Además, también se debe construir una planta de producción que cumpla con todos los requisitos pertinentes que exige la Agencia Española de Medicamentos y Productos Sanitarios (AEMPS, 2023b).

Se puede concluir que la amenaza de nuevos competidores es muy baja debido a las grandes barreras de entrada que protegen el sector.

7.2.3. Amenaza de Productos Sustitutivos

Homeopatía.

Es un método terapéutico que utiliza las sustancias que provocan los síntomas de una enfermedad ultradiluidas en agua o alcohol para tratar dicha enfermedad (De Almeida, 2023). Se usa para tratar varios tipos de enfermedades o aliviar sus síntomas. Pese a usarse y ser bien conocida, no tiene evidencia científica suficiente.

Remedios naturales.

Consiste en tomar alimentos que contienen sustancias que pueden ayudar en diversas situaciones. Por ejemplo, para paliar el dolor, se utiliza cúrcuma, cayena o chile; para facilitar la digestión, infusiones de manzanilla; o para aliviar la tos, leche con una cucharada de miel (Escandón, 2021).

La amenaza de los productos sustitutivos es baja. Aunque en algunos casos se puedan utilizar estas alternativas en lugar de medicamentos, la mayoría de las enfermedades solo se pueden tratar con fármacos específicos.

7.2.4. Poder de Negociación de Clientes

Los principales clientes de las empresas del sector son los hospitales y las farmacias.

Grado de diferenciación de los productos y costes de cambio.

El subsector de especialidades farmacéuticas produce medicamentos para enfermedades raras o poco comunes: en ese caso, los costes de cambio serán elevados, ya que, al cambiar el medicamento, si es que es posible, se deberá cambiar por completo el tratamiento. El poder de los clientes será menor. Si los medicamentos son para enfermedades más comunes, puede haber otras alternativas. Por tanto, el poder de los clientes será mayor.

Grado de concentración y volumen de compras de los clientes.

Según los datos del ministerio de Hacienda (s.f.), en España, en 2023, los hospitales tuvieron un gasto farmacéutico de 9.606 millones de euros. Y el gasto total en productos farmacéuticos fue de 29.687 millones de euros, alrededor del 2% del PIB. Además, en 2022, había cerca de 800 hospitales (Fernández, 2024) y más de 22.000 farmacias en el Estado (Portalfarma.com, 2023).

Importancia del producto para la calidad de los productos o servicios del comprador.

Los medicamentos son de vital importancia para que los hospitales puedan ofrecer sus servicios, y las farmacias se dedican a su compraventa. Por su elevada dependencia, su poder se ve reducido.

Amenaza de integración vertical hacia atrás.

La amenaza de que farmacias y hospitales puedan integrar a sus proveedores es muy baja, debido a las grandes inversiones que deberían hacer y las licencias que deberían obtener.

Dado que los clientes no están concentrados, que son dependientes de sus proveedores, su amenaza de integración vertical hacia atrás es mínima y que los productos están bastante diferenciados, se puede afirmar que el poder de negociación de los clientes es bajo.

7.2.5. Poder de Negociación de Proveedores

Estas empresas requieren de miles de proveedores¹ de diversos productos y servicios para poder desarrollar su actividad. Sin embargo, nos vamos a centrar en los dos principales tipos: los que suministran las materias primas (principios activos, excipientes y disolventes) y los proveedores de equipo y maquinaria (Gaceta Médica, 2023).

Comenzaremos por los suministradores de materias primas. Las materias primas son imprescindibles para las empresas farmacéuticas. Asimismo, es muy importante la calidad y el estado de las materias primas para que su actividad pueda desarrollarse de forma óptima. Deben ser trazables para garantizar la seguridad y la eficacia de los medicamentos que se producen.

Sus productos están diferenciados. Debido a las patentes que tienen las empresas proveedoras, los sustitutivos son inexistentes. Los costes de cambio son elevados si se trata de cambiar de proveedor. La amenaza de integración vertical hacia delante es baja porque, a pesar de que cuentan con laboratorios para producir sus productos, deberían adaptarlos para poder producir también los medicamentos y obtener las licencias pertinentes. Por último, hay que tener presente que sus posibles clientes, las empresas fabricantes de productos farmacéuticos, son pocos. Teniendo todo esto en cuenta, el poder de negociación de estos proveedores será medio.

Respecto a los proveedores de equipo y maquinaria, ellos también son de vital importancia para el desarrollo la actividad. No solo se necesitan las máquinas y herramientas, sino que también deben estar bien calibradas y se deben realizar inspecciones periódicas para asegurar el buen funcionamiento. Los productos que ofrecen no están diferenciados. Los costes de cambio serán bajos. La amenaza de integración vertical es muy baja. En conclusión, el poder de negociación de los proveedores de equipo y maquinaria es bajo.

8. Análisis Interno

Procediendo con el análisis interno de Rovi, nos vamos a centrar en el análisis económico-financiero de la empresa del periodo 2019-2023. Se analizarán la cuenta de resultados, el balance y ratios relacionadas con la solvencia y la rentabilidad de la empresa.

8.1. Análisis de la Cuenta de Resultados

En la Tabla 8.1 podemos visualizar la cuenta de resultados de Rovi de los últimos cinco años.

¹ Rovi (2024c) indica que cuenta con más de 2.000 proveedores, y Novartis (2024), con más de 7.000.

Tabla 8.1*Cuenta de Resultados de Rovi, 2019-2023 (miles de €)*

Cuenta de Resultados	2019	2020	2021	2022	2023
Ingresos de explotación	381.313	419.961	648.677	817.698	829.509
- Consumo de mercaderías y materiales	166.606	178.652	263.855	300.941	341.089
= Margen Bruto	214.707	241.309	384.822	516.757	488.420
- Gastos de personal	72.512	74.429	89.803	106.522	122.807
- Otros gastos de explotación	81.136	72.605	92.263	131.516	121.028
- Amortización	18.216	19.593	21.364	22.871	24.331
= Resultado de explotación (BAIT)	42.843	74.682	181.392	255.848	220.254
Ingresos financieros	15	12	2.319	3.800	1.407
- Gastos financieros	978	2.113	1.083	1.681	1.253
= Resultado financiero	-963	-2.101	1.236	2.119	154
Resultado antes de impuestos (BAT)	41.880	72.581	182.628	257.967	220.408
Impuestos sobre sociedades	2.607	11.524	29.551	58.302	50.109
Resultado del ejercicio (BDT)	39.273	61.057	153.077	199.665	170.299
Tasa impositiva efectiva	6,2%	15,9%	16,2%	22,6%	22,7%

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas consolidadas de Rovi.

Tabla 8.2*Análisis Vertical de la Cuenta de Resultados*

Cuenta de Resultados (% Ingresos)	2019	2020	2021	2022	2023
Ingresos de explotación	100%	100%	100%	100%	100%
Consumo de mercaderías y materiales	43,69%	42,54%	40,68%	36,80%	41,12%
Margen Bruto	56,31%	57,46%	59,32%	63,20%	58,88%
Gastos de personal	19,02%	17,72%	13,84%	13,03%	14,80%
Otros gastos de explotación	21,28%	17,29%	14,22%	16,08%	14,59%
Amortización	4,78%	4,67%	3,29%	2,80%	2,93%
Resultado de explotación (BAIT)	11,24%	17,78%	27,96%	31,29%	26,55%
Ingresos financieros	0,00%	0,00%	0,36%	0,46%	0,17%
Gastos financieros	0,26%	0,50%	0,17%	0,21%	0,15%
Resultado financiero	-0,25%	-0,50%	0,19%	0,26%	0,02%
Resultado antes de impuestos (BAT)	10,98%	17,28%	28,15%	31,55%	26,57%
Impuestos sobre sociedades	0,68%	2,74%	4,56%	7,13%	6,04%
Resultado del ejercicio (BDT)	10,30%	14,54%	23,60%	24,42%	20,53%

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas consolidadas de Rovi.

El primer paso del análisis interno es analizar la cuenta de resultados de los periodos 2019-2023. Para ello, analizaremos las variaciones anuales de cada partida (análisis horizontal-ver Anexo) y como ha variado cada partida respecto de las ventas (análisis vertical -Tabla 8.2). El análisis horizontal se encuentra en el anexo por problemas de espacio en el documento.

Comenzamos por los ingresos de explotación. Se puede ver que, en los años de pandemia, Rovi aumentó en gran medida sus ventas. Una de las razones del crecimiento fue el acuerdo con Moderna para producir sus vacunas contra la Covid-19. Sin embargo, en 2023, con el final de la pandemia, Rovi sufrió una gran desaceleración debido a la caída de la demanda de vacunas y a unas menores ventas de su producto principal, las HBPM, que fueron de 242,1 millones de euros (-6% respecto a 2022) (Rovi, 2024b). Los ingresos por prestación de servicios (CDMO) aumentaron un 1%, sumando un total de 409 millones de euros (Tabla 8.3).

Tabla 8.3

Ingresos de explotación por unidad de negocio (miles de €)

	2022	%	2023	%
Venta de bienes				
Especialidades farmacéuticas	371.829	45,52%	373.186	45,01%
Agentes de contraste y otros productos hospitalarios	40.069	4,90%	45.673	5,51%
Otros	1.463	0,18%	1.034	0,12%
Total, Venta de bienes	413.361	50,60%	419.893	50,64%
Prestación de servicios (CDMO)				
Fabricación de medicamentos	379.013	46,40%	384.883	46,42%
Fabricación de principio activo	24.532	3,00%	24.394	2,94%
Total, CDMO	403.545	49,40%	409.277	49,36%
Ingresos Totales²	816.906	100,00%	829.170	100,00%

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas consolidadas de Rovi.

El aumento de la cifra de consumos es consecuencia de las mayores ventas realizadas. No obstante, Rovi ha conseguido aumentar en mayor medida sus ingresos que lo que ha aumentado el coste de los aprovisionamientos. Los consumos de existencias han pasado de suponer un 43,69% de las ventas en 2019 a un 26,80% en 2022. Esto implica una mejora del margen bruto, desde el 56,31% de 2019 hasta el 63,20% en 2022. En 2023 se reduce el margen principalmente a causa del mayor coste de las materias primas para producir las heparinas.

Respecto a los otros gastos de explotación, su tendencia ha sido bastante irregular, aunque su peso respecto de las ventas ha ido decreciendo. Se observa un gran crecimiento en 2021 por el aumento del gasto en suministros (casi 12 millones de euros más) y servicios de

² No están añadidos los Ingresos por concesión de licencias de distribución, que ascendieron a 792 miles de euros en 2022 y 339 miles de euros en 2023

profesionales independientes (2,3 millones). En 2022, el aumento es motivado por el mayor gasto en publicidad (7 millones más) y los suministros (aumento de 16 millones). Finalmente, en 2023, la cifra disminuyó en mayor medida por el descenso de los suministros y demás gastos.

En cuanto al gasto de personal, su crecimiento ha sido fruto del aumento constante del número de empleados: se ha pasado de tener 1.293 personas empleadas en 2019 a las actuales 2.111 (detalles en la Tabla 8.4), a causa principalmente de la apertura de nuevas plantas de producción. Además, se ha conseguido controlar muy bien esta partida de gasto, porque a pesar de haberse casi duplicado la plantilla, su peso relativo a las ventas ha disminuido. El número medio de empleados para 2022 y 2023 fue el siguiente:

Tabla 8.4

Número Medio de Empleados, 2022-2023

Puesto	2022	2023	Variación
Dirección	40	41	+ 1
Administrativo	237	325	+ 88
Comercial	302	308	+ 6
Producción y fábrica	1.118	1.199	+ 81
Investigación	201	223	+22
Total	1.898	2.096	+ 198

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas consolidadas de Rovi.

La dotación ha amortización ha tenido un crecimiento bastante constante en estos ejercicios, ligado al crecimiento del inmovilizado material e intangible. No obstante, el gran crecimiento de las ventas ha provocado que su peso relativo haya disminuido en prácticamente dos puntos porcentuales. La mayor parte de la dotación se realiza para amortizar el inmovilizado material (21 millones en 2023). La partida del inmovilizado material que recoge la mayoría de la dotación (13 millones en 2023) es la de “Instalaciones técnicas, maquinaria y utillaje”, ya que es la partida con mayor coste histórico y, además, es la partida en la que más se está invirtiendo.

En cuanto al resultado de explotación, su tendencia ha sido muy positiva hasta 2022 gracias al aumento del margen bruto y al control de los gastos de explotación. El beneficio de la explotación ha pasado de ser un 11,24% de las ventas en 2019 a ser del 31,29% en 2022. En cambio, en 2023, ha disminuido al 26,55% principalmente por el mayor coste de los aprovisionamientos. El resultado financiero tiene un impacto muy limitado en la cuenta de resultados de Rovi.

Por último, el resultado del ejercicio no ha parado de aumentar gracias al elevado ritmo de crecimiento de las ventas, que ha permitido compensar los aumentos de las distintas partidas de gasto. La excepción es el 2023, en el que los incrementos en los costes de aprovisionamiento y gastos de personal se sobrepusieron al ligero aumento de las ventas, provocando todo ello la caída del 14,7% del resultado del ejercicio.

8.2. Análisis del Balance

Tabla 8.5

Balance de Situación a 31 de diciembre, 2019-2023 (miles de €)

BALANCE	2019	2020	2021	2022	2023
Activo No Corriente	193.326	209.861	226.314	255.630	290.553
Inmovilizado material e intangible	176.687	196.808	220.333	251.285	287.554
Inversiones financieras a L/P	1.979	1.948	2.131	2.267	656
Otros activos no corrientes	14.660	11.105	3.850	2.078	2.343
Activo Corriente	317.885	364.578	506.362	623.073	509.331
Existencias	158.811	227.199	245.473	311.944	337.968
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	91.645	84.204	160.063	184.159	143.314
Inversiones financieras a C/P	0	0	0	0	0
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	67.426	53.162	99.035	124.945	25.322
Otros activos corrientes	3	13	1.791	2.025	2.727
Total Activo	511.211	574.439	732.676	878.703	799.884
Patrimonio Neto	322.386	373.700	470.976	521.379	543.494
Capital	3.364	3.364	3.364	3.241	3.241
Reservas	319.022	370.336	467.612	518.138	540.253
Pasivo No Corriente	82.116	77.850	71.312	63.437	56.547
Deudas a largo plazo con entidades Financieras	72.104	68.421	66.745	59.441	52.242
Otros pasivos no corrientes	10.012	9.429	4.567	3.996	4.305
Pasivo Corriente	106.709	122.889	190.388	293.887	199.843
Deudas a corto plazo	12.701	6.022	6.417	12.725	13.185
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	91.914	91.364	125.854	165.776	147.150
Otros pasivos corrientes	2.094	25.503	58.117	115.386	39.508
Patrimonio Neto y Pasivo	511.211	574.439	732.676	878.703	799.884

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas consolidadas de Rovi.

Ya completado el análisis de la cuenta de resultados, el segundo paso es analizar el balance de Rovi. Seguiremos el mismo planteamiento que con la cuenta de resultados: analizaremos horizontalmente las partidas (ver tablas en Anexo) y el análisis vertical de cada partida respecto de la cifra de activo total (Tablas 8.6 y 8.8). Primero, analizaremos las partidas del activo y, luego, las del patrimonio neto y del pasivo.

8.2.1. Análisis del Activo

Tabla 8.6

Análisis Vertical del Activo

Activo (% Activo Total)	2019	2020	2021	2022	2023
Activo No Corriente	37,8%	36,5%	30,9%	29,1%	36,3%
Inmovilizado material e intangible	34,56%	34,26%	30,07%	28,60%	35,95%
Inversiones financieras a L/P	0,39%	0,34%	0,29%	0,26%	0,08%
Otros activos no corrientes	2,87%	1,93%	0,53%	0,24%	0,29%
Activo Corriente	62,2%	63,5%	69,1%	70,9%	63,7%
Existencias	31,07%	39,55%	33,50%	35,50%	42,25%
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	17,93%	14,66%	21,85%	20,96%	17,92%
Inversiones financieras a C/P	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	13,19%	9,25%	13,52%	14,22%	3,17%
Otros activos corrientes	0,00%	0,00%	0,24%	0,23%	0,34%
Total Activo	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas consolidadas de Rovi.

Dentro del activo no corriente encontramos tres partidas: el inmovilizado, la partida más importante; las inversiones financieras a largo plazo, con un valor ínfimo y cuyo peso se ha ido reduciendo; y los otros activos no corrientes, que han visto drásticas reducciones por la disminución de los activos por impuesto diferido que incluye.

En general, la tendencia del activo no corriente ha sido positiva, ya que ha tenido tasas de crecimiento positivas en todo el periodo. Aunque ha estado perdiendo peso en favor del activo corriente, en 2023 el constante crecimiento del inmovilizado permitió que la estructura del activo volviera a los niveles de 2019-2020.

Nos centramos en la partida de inmovilizado. El crecimiento ha sido constante en todas las subcuentas de inmovilizado. En el material, destacan la cuenta “instalaciones técnicas, maquinaria y utillaje”, con un aumento de 52,5 millones de euros el último año; y “terrenos y construcciones” con un aumento de 22,7 millones entre los dos últimos años.

Respecto al activo corriente, después de haber aumentado su proporción hasta 2022, sufrió un descenso debido a una reducción de 113.742 miles de euros, un 18,3% menos que el año anterior. Este descenso se produjo por menores cantidades de efectivo y de deudores.

Las existencias son la partida con más peso debido a la gran cantidad de materias primas que necesita la actividad (ver Tabla 8.7). Como el inmovilizado, ha ido creciendo todos los años. Los mayores crecimientos ocurrieron en 2020 y 2022, años en los que aumentó su peso respecto del activo. Además, con la reducción del activo corriente en 2023, el peso de las existencias se incrementó aún más.

Tabla 8.7

Clasificación de las Existencias, 2022-2023 (miles de €)

Existencias	2022	2023	Variación
Materias primas	159.029	169.368	+ 10.339
Productos en curso	78.723	80.505	+ 1.782
Productos terminados	46.114	62.884	+ 16.770
Comerciales	28.078	25.211	- 2.867
Total	311.944	337.968	+ 25.670

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas consolidadas de Rovi.

La cuenta de deudores comerciales, después de dos periodos en los que la cifra aumentó considerablemente y su peso en el activo se hizo mayor, en 2023 la subcuenta de “clientes” disminuyó en 35 millones de euros. Las otras partidas casi no tienen peso, por lo que esa caída no se puede contrarrestar. No obstante, este hecho puede ser positivo para la empresa, ya que significa que está reduciendo su periodo medio de cobro.

En cuanto al efectivo, existen grandes aumentos en 2021 y 2022, y su peso se hace más grande. En 2023, la cuenta “caja y bancos” disminuye en 55 millones y, además, Rovi se deshace de los equivalentes al efectivo que poseía. Esta es la otra causa de la disminución del activo corriente.

8.2.2. Análisis del Patrimonio Neto y del Pasivo

Comenzamos por el patrimonio neto. El único cambio que ha habido en el capital ha sido por la amortización de acciones propias que se realizó en 2022 con el fin de aumentar los dividendos por acción. Las reservas, por su parte, han ido aumentando gracias a la acumulación de los resultados positivos. Su peso relativo al activo lleva una tendencia positiva. Se podría

decir que Rovi ha estado cambiando su estructura de financiación para obtener más recursos a partir de la reinversión de beneficios.

Tabla 8.8

Análisis Vertical del Patrimonio Neto y del Pasivo

PN + Pasivo (% Activo Total)	2019	2020	2021	2022	2023
Patrimonio Neto	63,1%	65,1%	64,3%	59,3%	67,9%
Capital	0,66%	0,59%	0,46%	0,37%	0,41%
Reservas	62,41%	64,47%	63,82%	58,97%	67,54%
Pasivo No Corriente	16,1%	13,6%	9,7%	7,2%	7,1%
Deudas a largo plazo con entidades financieras	14,10%	11,91%	9,11%	6,76%	6,53%
Otros pasivos no corrientes	1,96%	1,64%	0,62%	0,45%	0,54%
Pasivo Corriente	20,9%	21,4%	26,0%	33,4%	25,0%
Deudas a corto plazo	2,48%	1,05%	0,88%	1,45%	1,65%
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	17,98%	15,90%	17,18%	18,87%	18,40%
Otros pasivos corrientes	0,41%	4,44%	7,93%	13,13%	4,94%
Total PN + Pasivo	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas consolidadas de Rovi.

Por la parte del pasivo no corriente, las deudas a largo plazo es la partida más importante y que ha marcado su evolución en este periodo. Existe una clara tendencia negativa en cuanto a cuantía y peso relativo. Se lleva devolviendo la deuda existente desde 2019 y no se ha pedido ningún préstamo más.

En cuanto al pasivo corriente, su tendencia era creciente tanto en valores absolutos como en peso relativo al activo. La primera partida, las deudas a corto plazo, ha tenido una tendencia muy irregular. La gran variación en 2022 viene dada por el aumento en 4,7 millones de euros de los préstamos de entidades de crédito a corto plazo, y que en 2023 se ha mantenido.

Los acreedores comerciales son la partida más relevante del pasivo corriente. Su peso relativo se ha mantenido más o menos constante en los cinco años de estudio. La caída del valor en 2023 está motivada por la disminución de la cifra de “proveedores” y de “otras cuentas a pagar”, con reducciones de 16,4 y 8,7 millones, respectivamente.

Para terminar, los otros pasivos corrientes han tenido un gran impacto en la evolución del pasivo corriente, debido a la cuenta de “pasivos contractuales”. En 2019 tan solo eran de 1.566 miles de euros, pero en 2022 alcanzaron un valor de 114.901 miles de euros. Finalmente, en 2023 se redujeron hasta los 39.044 miles.

8.3. Análisis de las Ratios

Para tener una mejor visión de la situación económico-financiera de Rovi, complementamos el análisis de la cuenta de resultados y del balance analizando unas ratios de solvencia y rentabilidad.

8.3.1. Solvencia

El análisis de la solvencia se va a hacer con las ratios de solvencia a corto plazo (circulante y tesorería) y solvencia a largo plazo.

Tabla 8.9

Ratios de Solvencia, 2019-2023

	2019	2020	2021	2022	2023
Ratio de Circulante	2,98	2,97	2,66	2,12	2,55
Ratio de Tesorería	63,19%	43,26%	52,02%	42,51%	12,67%
Ratio de Solvencia a L/P	2,71	2,86	2,80	2,46	3,12

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas consolidadas de Rovi.

En primer lugar, la ratio de circulante (o solvencia a C/P) mide cuantas unidades de activo corriente tiene la empresa por unidad de pasivo corriente. Tiene una clara evolución negativa en el periodo de estudio, debido a que los aumentos del pasivo corriente (principalmente, de proveedores y otros pasivos) han sido superiores a los del activo corriente (causados por el efectivo y deudores). Aunque Rovi se ha vuelto menos solvente en estos años, su situación sigue siendo óptima, ya que el valor es superior a uno.

Seguimos con la ratio de tesorería, que mide cuantas unidades de efectivo tiene la empresa por cada unidad de pasivo corriente. Hace referencia a la liquidez inmediata con la que cuenta Rovi. Esta ratio también tiene una tendencia negativa. El gran aumento del efectivo sí que supuso un mayor valor de la ratio en 2021, pero el superior crecimiento de las tres partidas del pasivo corriente en 2022 y la gran disminución del efectivo en 2023 han hecho que la ratio caiga hasta el 12,67%.

Por último, la ratio de solvencia a largo plazo mide cuantas unidades de activo total tiene la empresa por cada unidad de pasivo total. Su tendencia es la contraria. El activo no ha parado de crecer (salvo en 2023) gracias a la inversión en inmovilizado y al crecimiento de las existencias. En cambio, el pasivo se ha ido reduciendo en favor del patrimonio neto, principalmente por el aumento de las reservas y la reducción de la deuda a L/P con entidades financieras, que han tenido un mayor impacto que las variaciones del pasivo corriente.

En general, se puede concluir que Rovi cuenta con una situación muy solvente.

8.3.2 Rentabilidad

Vamos a analizar las ratios de rentabilidad de Rovi, con las que descubriremos su capacidad de generar beneficios. Estudiaremos la Rentabilidad Económica (ROA) y la Rentabilidad Financiera (ROE).

Tabla 8.10

Análisis de la Rentabilidad, 2019-2023

	2019	2020	2021	2022	2023
Rentabilidad Económica	-	14,61%	31,58%	34,92%	25,07%
Rentabilidad Financiera	-	18,94%	40,96%	42,39%	32,66%

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas consolidadas de Rovi.

La rentabilidad económica se ha calculado utilizando el BAIT (Beneficio antes de intereses e impuestos) y la cifra del activo total del año previo. Su evolución es muy positiva hasta 2022, debido al gran crecimiento del BAIT hasta ese ejercicio, muy superior al del activo. Por el contrario, en 2023 el BAIT disminuyó a causa de mayores gastos de explotación y como el activo correspondiente a 2022, con el que se calcula la ROA, había crecido un 19,9% gracias al inmovilizado y las existencias, el valor de la ROA para 2023 se redujo.

La rentabilidad financiera se ha calculado con el resultado del ejercicio (BDT) y la cifra del patrimonio neto del ejercicio anterior. Podemos observar que la ROE ha seguido la misma tendencia que la ROA, es decir, crece hasta 2022 y cae en 2023. Esto se debe a que el resultado del ejercicio ha crecido hasta 2022 (por el aumento de las ventas) y luego cayó un 14,7% en 2023 a consecuencia de la reducción del margen. Por otro lado, el patrimonio neto no ha parado de crecer en todos estos ejercicios, gracias al crecimiento de las reservas que, a su vez, han aumentado por el aumento del BDT.

Todas las conclusiones que hemos obtenido, tanto en el análisis externo como en el interno, se utilizarán para realizar las previsiones de las cuentas anuales de Rovi.

9. Consideraciones sobre la previsión de las actividades de la empresa

Las primeras previsiones de Rovi (2024b) para el presente ejercicio eran que sus ingresos operativos descenderían entre un 0% y un 10% respecto a los de 2023. Estas previsiones dependían de la evolución de varios factores, por lo que pueden no ser precisas.

El primer factor que se comenta es la campaña de vacunación contra la COVID-19, ya que Rovi tiene un acuerdo con Moderna para fabricar su vacuna. El segundo factor es la

ampliación de una de las instalaciones de Madrid, lo que junto a la alta demanda de CDMO existente, puede aumentar los nuevos clientes y las ventas. El tercero es la bajada de los precios de las materias primas de su producto principal, las heparinas de bajo peso molecular (HBPM). Se espera una disminución acelerada de sus precios, aunque el impacto esperado en el margen bruto podría retrasarse hasta 2025.

El último factor para tener en cuenta es la autorización de la FDA para poder comercializar Risvan®, uno de sus medicamentos contra la esquizofrenia, en Estados Unidos. De hecho, ya ha tenido un impacto a nivel bursátil: las acciones de Rovi se encuentran cotizando en máximos históricos (Chapa, 2024). Además, se espera una tendencia alcista de valor de la acción, ya que dicha noticia coloca a Rovi en una situación ventajosa dentro del mercado farmacéutico.

Con estas consideraciones en mente, esperamos que las ventas se reduzcan en el primer año de la valoración y que aumenten a partir del segundo. No obstante, entraremos en los detalles de las previsiones en los siguientes apartados.

Por otro lado, como estos factores pueden cambiar, realizaremos en el apartado 13 las simulaciones de las posibles variaciones de las principales partidas de la valoración, lo que también ayudará a plantear un rango de valores para los Recursos Propios de Rovi.

10. Proyección Financiera. Hipótesis adicionales.

10.1. Estados Financieros Previos

Para elaborar los estados financieros previos, tenemos en cuenta la información financiera de Rovi de los últimos cinco ejercicios (desde 2019) que se incluye en sus diferentes cuentas anuales consolidadas (Rovi, 2020; Rovi, 2022; Rovi, 2024) y en la base de datos SABI (s.f.). Con esa información, vamos a agrupar cuentas para simplificar tanto la cuenta de resultados como el balance de situación de los ejercicios 2019 a 2023. Esta simplificación facilita en gran medida el proceso de valoración.

Así, para la cuenta de resultados, la partida “ingresos de explotación” incluye la cifra de ventas y otros ingresos de explotación, la de “consumo de mercaderías y materiales” contiene los aprovisionamientos y la variación de existencias, y la cuenta “otros gastos de explotación” agrega el resto de las partidas que afectan al resultado de explotación y no se han separado.

Respecto a la parte del balance referente al activo, se agrupan en una cuenta los inmovilizados materiales e intangibles. Las cuentas de inversiones financieras, a corto y a largo

plazo, incluyen las cuentas financieras a cada plazo correspondiente. El resto de las cuentas que no hemos desagregado quedan recogidas en las partidas de “otros activos”.

Por otro lado, en cuanto al pasivo y el patrimonio neto, las reservas incluyen todas las partidas del patrimonio neto que no sean capital social. La cuenta “otros pasivos corrientes” incluye el resto de las deudas a largo plazo.

10.2. Horizonte Temporal

Para esta valoración se ha fijado un horizonte temporal de siete años, hasta el 2030. Realizaremos la previsión para el año 1 (2024) y también para el quinto año quinto (2028), que será el año objetivo. El periodo 2025-2027 corresponde al periodo de transición; y los dos últimos años (2029-2030) forman parte del periodo de estabilización del modelo. Los siguientes años corresponden al periodo post planificación y entrarán dentro del valor en continuidad de la empresa.

Una vez definido cuántos años se van a tener en cuenta en el proceso de valoración, pasamos a estimar las cuentas de resultados y los balances para esos periodos. Las estimaciones se han realizado utilizando un modelo de Rodríguez (2021), con ligeras modificaciones.

10.3. Estimación de la Cuenta de Resultados

Tabla 10.1

Estimación de Ratios de la Cuenta de Resultados, 2024-2030

Cuenta de Resultados	Ratios	2024	2025	2026	2027	Objetivo 2028	2029	2030
Ingresos de explotación	Variación año anterior	-1,00%	5,00%	4,00%	3,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Consumo de mercaderías y materiales	% ventas	41,12%	40,34%	39,56%	38,78%	38,00%	38,00%	38,00%
Margen Bruto								
Gastos de personal	% ventas	14,80%	14,60%	14,40%	14,20%	14,00%	14,00%	14,00%
Otros gastos de explotación	% ventas	15,00%	14,75%	14,60%	14,25%	14,00%	14,00%	14,00%
Amortización	% inmovilizado	9,68%	9,68%	9,68%	9,68%	9,68%	9,68%	9,68%
Resultado de explotación								
Ingresos financieros	% Inver. Fras. Año anterior	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Gastos financieros	% Deuda Fra. Año anterior	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Rdo. antes de impuestos								
Impuestos sobre sociedades	Tipo impositivo efectivo	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%
Resultado del ejercicio								
Dividendo	% BDT año previo	35,01%	80,00%	80,00%	80,00%	80,00%		

Fuente: Elaboración propia.

El planteamiento utilizado para estimar las previsiones para las distintas partidas ha sido el siguiente:

1. Partiendo de los datos históricos del periodo 2019-2023, analizar qué ha sucedido con cada partida.
2. Hacer las previsiones pertinentes al año 1 (2024), establecer un valor objetivo para el año 5. Establecer ese mismo valor en los dos años posteriores para dar estabilidad al modelo. Para los años intermedios, hay una progresión desde el año 1 al 5.
3. Las previsiones serán porcentajes de crecimiento respecto al año anterior, o bien porcentajes respecto a otra partida (normalmente de las ventas).
4. Pasar las previsiones a unidades monetarias.

Como se ha indicado, el primer paso al realizar la proyección financiera es establecer los valores del año uno (2024) y del quinto año, el año objetivo (2028). En el año uno, plantearémos en algunos casos, como el de las ventas, una previsión para ese periodo. En otros casos, supondremos que sigue la tendencia de los años anteriores. Posteriormente, se calculan los valores para los años de transición, para que converjan desde los valores actuales hasta los objetivos establecidos. En el caso de las ventas, establecemos otro valor para el primer año de transición y después irá convergiendo al objetivo planteado. Finalmente, los dos últimos años sirven para estabilizar las previsiones y posteriormente, al hacer la valoración, poder obtener una mayor precisión en el cálculo (ver Tabla 10.1).

Comenzamos con la cifra de ingresos de explotación. La propia Rovi, en sus previsiones (2024b), explica que esperaba una ligera disminución de sus ingresos operativos para 2024 de entre el 0 y el 10%, aunque como hemos comentado, esas previsiones iban a depender de varios factores. Dado que ha habido noticias positivas como un nuevo contrato para la sección CDMO (Rovi, 2024d) y la aprobación para comercializar Risvan®, se ha considerado oportuno ser optimista en la previsión del año 2024 y establecer el decrecimiento de las ventas en tan solo el 1%. Además, se van a introducir nuevos medicamentos como Okedi® en diversos países europeos, abriendo a la puerta a un gran crecimiento de los ingresos en años futuros.

Por otro lado, según un informe de la consultora IQVIA (2023), se espera que el mercado global del sector farmacéutico crezca anualmente entre un 3% y un 6% hasta 2027, y como se ha mencionado en el PESTEL, en España también crecía. Por lo tanto, el valor objetivo para el crecimiento de las ventas de 2028 va a ser del 2%. Este valor se debe mantener para calcular el valor en continuidad (es la tasa de crecimiento en continuidad), y establecer un valor superior podría ser demasiado optimista. Como excepción, vamos a fijar también el

crecimiento de las ventas de 2025 (segundo año), en un 5%, de acuerdo con las noticias positivas existentes sobre el futuro de Rovi.

En cuanto al consumo de existencias, las materias primas de las HBPM se encarecieron en 2023, lo que supuso una reducción del margen. Sin embargo, las previsiones de Rovi (2024b) explicaban que los precios de dichas materias primas se van a reducir aceleradamente en el corto plazo, pero que, debido al largo proceso de producción, el impacto en las cuentas anuales no se vería hasta 2025. Por esto, la previsión para el primer año de los consumos va a ser que se mantendrá el porcentaje de las ventas que supone esta partida (41,12%). El valor objetivo para 2028 será del 38% de las ventas, por lo que el descenso se empezará a notar a partir de 2025, conforme a las previsiones mencionadas.

En lo referente a los gastos de personal, establezco un 14,80% de las ventas como previsión para 2024, el mismo dato que el año anterior. Se ha seguido invirtiendo en inmovilizado (instalaciones, plantas productivas...) que necesitarán empleados para poder operar. No obstante, vamos a suponer que no se abrirán más instalaciones, por lo que la cifra de personal se mantendrá constante. Con esto, el esfuerzo económico que puede suponer contratar nuevos empleados, sobre todo para puestos de investigación o de dirección, se podrá reducir progresivamente. Por lo tanto, creo que para 2028, el objetivo puede ser que los gastos de personal supongan un 14% de las ventas.

Para los otros gastos de explotación, en el primer año van a aumentar ligeramente al 15% porque en base a lo ocurrido en años anteriores, probablemente se requerirán mayores suministros o servicios exteriores, por ejemplo, para la puesta a punto de las nuevas instalaciones. El objetivo de 2028 será que disminuyan ligeramente al 14% de las ventas, gracias a que habrá gastos que ya no serán necesarios.

En cuanto a las estimaciones de la amortización, vamos a suponer que el porcentaje de las dotaciones se va a mantener constante en el valor del 2023. Así, la amortización será igual al 9,68% del inmovilizado material e intangible del que disponía Rovi el ejercicio anterior para todos los años.

Dentro del resultado financiero encontramos los ingresos y los gastos por actividades financieras. Históricamente, los ingresos financieros que Rovi ha obtenido exclusivamente por intereses eran bastante bajos, inferiores al 1%. En el contexto actual de tipos de interés más altos, podemos esperar unas rentabilidades más altas y por eso establezco un 1% de rentabilidad para todos los periodos.

Para los gastos financieros he establecido el 2% de coste de la deuda para todos los periodos. Este porcentaje es algo superior al del año anterior, pero por la información de la memoria respecto a los pasivos, es muy factible que los gastos financieros alcancen ese valor.

Respecto a los dividendos, Rovi anunció que este año la propuesta de dividendos a pagar a los accionistas iba a ascender a aproximadamente el 35% del beneficio de 2023 (Rovi, 2024b). Por eso, el dato para 2024 de dividendos pagados es del 35,01%, la cuantía propuesta. A partir de 2025, los dividendos pagados serán el 80% del beneficio del año anterior. No vemos necesidades de inversión, y la empresa tiene exceso de tesorería.

10.4. Estimación del Balance

La estimación del balance sigue el mismo planteamiento que el de la cuenta de resultados. Comenzaremos por la estimación de las cuentas del Activo y, luego, pasaremos a las cuentas del Patrimonio Neto y el Pasivo.

10.4.1. Activo

Tabla 10.2

Estimación de Ratios del Activo, 2024-2030

Activo	Ratios	2024	2025	2026	2027	Objetivo 2028	2029	2030
Activo No Corriente								
Inmovilizado	% sobre ventas	33,00%	32,25%	31,50%	30,75%	30,00%	30,00%	30,00%
Inversiones Fras. a L/P	Variación año anterior	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	2,00%	2,00%
Otros activos no corrientes	% sobre ventas	0,28%	0,28%	0,28%	0,28%	0,28%	0,28%	0,28%
Activo Corriente								
Existencias	% sobre consumos	99,08%	99,08%	99,08%	99,08%	99,08%	99,08%	99,08%
Deudores comerciales y OCAC	% sobre ventas	17,28%	17,28%	17,28%	17,28%	17,28%	17,28%	17,28%
Inversiones Fras. a C/P	% sobre ventas	10,86%	12,82%	15,26%	18,47%	22,48%	22,48%	22,48%
Efectivo y OALE	% sobre ventas	4,00%	4,75%	5,50%	6,25%	7,00%	7,00%	7,00%
Otros activos corrientes	% sobre ventas	0,33%	0,33%	0,33%	0,33%	0,33%	0,33%	0,33%

Fuente: Elaboración propia.

Medido en función de las ventas, el inmovilizado material e intangible ha disminuido en los últimos ejercicios debido al rápido ritmo de crecimiento de las ventas superior a las inversiones realizadas en el inmovilizado. En 2023, hubo un ligero repunte ya que se siguió invirtiendo, pero las ventas apenas crecieron. Como hemos comentado antes, vamos a suponer que la empresa no va a realizar más grandes inversiones en su inmovilizado y que tan solo invertirá en mantener su actividad productiva y en la investigación y desarrollo de nuevos fármacos. Por todo eso, la previsión de 2024 es que el inmovilizado suponga un 33% de las

ventas, lo que sería un 1,7% menos que en 2023. Posteriormente el valor irá disminuyendo hasta alcanzar el 30% de objetivo para 2028.

Vamos a suponer que las inversiones financieras a largo plazo se mantienen constantes hasta 2028. A partir de 2029, ya en el periodo post planificación, su crecimiento será igual a la tasa de crecimiento en continuidad de la empresa.

Respecto a los otros activos no corrientes, estos se componen principalmente de activos por impuesto diferido. Las variaciones de esta cuenta dependerán de la política fiscal de Rovi. Viendo la tendencia de los tres últimos años, se fija un valor constante del 0,28% de las ventas para los periodos estimados.

En cuanto al activo corriente, comenzamos las estimaciones con las existencias. Establezco el valor del 2023 (99,08% de los consumos) como valor constante, suponiendo así que sus necesidades de existencias serán similares en los próximos años.

Siguiendo con la partida de deudores comerciales y otras cuentas a cobrar, esta se ha ido reduciendo progresivamente hasta alcanzar el equivalente a un 17,28% de las ventas en 2023. Vamos a suponer que Rovi va a poder mantener su periodo de cobro en estos niveles en el futuro.

La cuenta de inversiones financieras no va a tener un valor fijo, ya que se va a utilizar como cuenta de ajuste para cuadrar el balance, por lo que variará cada año.

Por parte del efectivo y otros activos líquidos equivalentes, se fija un valor del 4% para 2024, que crecerá hasta el 7% de las ventas en 2028. Con esto, se intenta mejorar la liquidez de Rovi, que se había visto muy mermada en 2023.

Por último, los otros activos no corrientes se mantendrán en un 0,33%, mismo valor que el año 2023 y similar a los dos años anteriores.

10.4.2. Patrimonio Neto y Pasivo

Para las cuentas de Patrimonio Neto (ver tabla 10.3), presuponemos que el Capital Social se mantendrá inalterado. Las reservas se obtienen como la suma de las reservas del año anterior y el resultado del ejercicio actual, a la que se le restan los dividendos entregados.

Pasando al pasivo no corriente (ver tabla 10.3), la primera cuenta a estimar será la de deudas a largo plazo con entidades financieras. Dada la tendencia negativa que acarrea en los últimos 5 años y la financiación que Rovi está obteniendo vía reservas, es razonable pensar que esta partida seguirá disminuyendo. Por esto, se fija para el primer año un valor para esta partida del 16,98% del activo no corriente, lo que representa una disminución del 1,02 % respecto a 2023. El valor objetivo de 2028 será del 13% del activo no corriente.

Tabla 10.3*Estimación de Ratios del Patrimonio Neto y del Pasivo, 2024-2030*

PN y Pasivo	Ratios	2024	2025	2026	2027	Objetivo 2028	2029	2030
Patrimonio Neto								
Capital	-	-	-	-	-	-	-	-
Reservas	-	-	-	-	-	-	-	-
Pasivo No Corriente								
Deudas L/P Entid. Fras.	% activo no corriente	16,98%	15,99%	14,99%	14,00%	13,00%	13,00%	13,00%
Otros pasivos no corrientes	% ventas	0,52%	0,52%	0,52%	0,52%	0,52%	0,52%	0,52%
Pasivo Corriente								
Deudas. a C/P	% activo	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Acreedores comerciales y OCAP	% consumos	42,71%	42,28%	41,86%	41,43%	41,00%	41,00%	41,00%
Otros pasivos corrientes	% ventas	4,76%	4,76%	4,76%	4,76%	4,76%	4,76%	4,76%

Fuente: Elaboración propia.

Por otra parte, se encuentran los otros pasivos no corrientes. Existe una tendencia decreciente que se estabiliza en torno al 0,5% de las ventas. Por lo tanto, voy a mantener el valor del año 2023, del 0,52% de las ventas, constante para todos los periodos estimados.

Respecto al pasivo corriente, comenzamos con las deudas a corto plazo. Al igual que las inversiones financieras a corto plazo, esta partida se utilizará para ajustar el balance en función de las necesidades de financiación de la empresa.

En cuanto a los acreedores comerciales y otras cuentas a pagar, se puede observar que se ha ido disminuyendo la proporción de proveedores respecto de los consumos. Por lo tanto, vamos a suponer que esta tendencia va a continuar. Para 2024, establecemos un 42,71% que se irá reduciendo hasta llegar al 41% de los consumos en 2028. Esto implica que el periodo medio de pago a proveedores se reducirá.

Finalmente, los otros pasivos corrientes es una cuenta que incluye gran variedad de deudas. A pesar de que su valor haya tenido un comportamiento volátil en el periodo 2019-2023, vamos a suponer que se mantienen constantes en el valor del año 2023, lo que equivale al 4,76% de las ventas anuales.

10.5. Proyección Financiera para los Años 2024-2030

Realizadas las previsiones de las ratios, el siguiente paso será generar los estados financieros en unidades monetarias. Se puede observar en la cuenta de resultados (Tabla 10.4) que, salvo en el primer año estimado (2024), el margen bruto se irá haciendo cada vez más grande gracias al crecimiento de las ventas y el ahorro de costes en el consumo de materiales.

En cuanto al resto de partidas de gasto, el gasto de personal y los otros gastos de explotación tenderán al porcentaje de las ventas estimado y la amortización será equivalente al porcentaje constante del inmovilizado que hemos establecido.

Los ingresos financieros se calculan a partir de las inversiones financieras que tenía la empresa el año anterior y los gastos financieros a partir del pasivo no corriente y de las deudas a corto plazo del ejercicio anterior.

Tabla 10.4

Estimación de la Cuenta de Resultados, 2024-2030 (miles de €)

Cuenta de Resultados	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Ingresos de explotación	829.509	821.214	862.275	896.766	923.669	942.142	960.985	980.204
Consumos	341.089	337.678	347.838	354.758	358.197	358.014	365.174	372.478
Margen Bruto	488.420	483.536	514.437	542.008	565.471	584.128	595.811	607.727
Gastos de personal	122.807	121.579	125.923	129.156	131.172	131.900	134.538	137.229
Otros gastos	121.028	123.182	127.186	130.031	131.623	131.900	134.538	137.229
Amortización	24.331	27.843	26.240	26.926	27.352	27.501	27.367	27.915
Resultado de explotación (BAIT)	220.254	210.932	235.088	255.895	275.325	292.827	299.368	305.355
Ingresos financieros	1.407	7	898	1.112	1.375	1.713	2.124	2.167
Gastos financieros	1.253	1.395	1.016	989	950	900	841	858
Resultado antes de impuestos	220.408	209.544	234.971	256.019	275.751	293.639	300.650	306.663
Impuesto sociedades	50.109	52.386	58.743	64.005	68.938	73.410	75.163	76.666
Resultado del ejercicio	170.299	157.158	176.228	192.014	206.813	220.230	225.488	229.998

Fuente: Elaboración propia.

Por la parte del balance (Tabla 10.5), hay que destacar que el excedente de financiación de cada año se ha invertido en el corto plazo mediante las inversiones financieras a corto plazo, y que en ningún ejercicio ha habido necesidades de fondos que requieran deudas a corto plazo. La solvencia a corto plazo va a aumentar enormemente debido a esto.

Las reservas van a ser la principal fuente de financiación de la empresa debido a la reinversión de beneficios. La otra gran fuente de financiación serán los proveedores. El activo no corriente, a causa del inmovilizado, se reducirá y no volverá a niveles de 2023 hasta finales de 2029.

Tabla 10.5*Estimación del Balance, 2024-2030 (miles de €)*

Activo	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Activo No Corriente	290.553	273.976	281.175	285.670	287.293	285.960	291.679	297.512
Inmovilizado	287.554	271.001	278.084	282.481	284.028	282.643	288.295	294.061
Inv. Fras. a L/P	656	656	656	656	656	656	669	683
Otros	2.343	2.320	2.436	2.533	2.609	2.661	2.714	2.769
Activo Corriente	509.331	601.199	647.943	695.581	745.868	798.312	814.279	830.564
Existencias	337.968	334.588	344.655	351.512	354.920	354.738	361.833	369.069
Deudores Com. y OCAC	143.314	141.881	148.975	154.934	159.582	162.774	166.029	169.350
Inv. Fras. a C/P	0	89.182	110.520	136.865	170.601	211.754	215.989	220.308
Efectivo y OALE	25.322	32.849	40.958	49.322	57.729	65.950	67.269	68.614
Otros	2.727	2.700	2.835	2.948	3.037	3.097	3.159	3.222
Total Activo	799.884	875.175	929.118	981.251	1.033.161	1.084.272	1.105.958	1.128.077

PN y Pasivo	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Patrimonio Neto	543.494	641.035	691.537	742.569	795.770	850.550	867.561	884.912
Capital	3.241	3.241	3.241	3.241	3.241	3.241	3.241	3.241
Reservas	540.253	637.794	688.296	739.328	792.529	847.309	864.320	881.671
Pasivo No Corriente	56.547	50.794	49.430	47.482	45.003	42.064	42.906	43.764
Deudas a L/P con ent. Fras.	52.242	46.533	44.955	42.828	40.210	37.175	37.918	38.677
Otros pasivos no corrientes	4.305	4.262	4.475	4.654	4.794	4.890	4.987	5.087
Pasivo Corriente	199.843	183.345	188.151	191.200	192.387	191.658	195.491	199.401
Deudas a C/P	13.185	0	0	0	0	0	0	0
Acreedores comerciales y OCAP	147.150	144.232	147.082	148.489	148.395	146.786	149.721	152.716
Otros pasivos corrientes	39.508	39.113	41.069	42.711	43.993	44.873	45.770	46.685
Total PN + Pasivo	799.884	875.175	929.118	981.251	1.033.161	1.084.272	1.105.958	1.128.077

Fuente: Elaboración propia.

11. Valoración de la Empresa: Método del Descuento de los Flujos de Caja

Con las previsiones de los estados financieros realizadas en el apartado anterior, procedemos a valorar la empresa. Para ello, vamos a utilizar el método de descuento de flujos de caja, a través de los Flujos de Caja de la Empresa (FCE) y de los Flujos de Caja del Accionista (FCA). Este método calcula el valor empresarial sumando hasta el infinito los valores actualizados a una tasa (k) de una variable rendimiento (los FCE o los FCA).

$$Valor Emp = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{Variable\ rendimiento_t}{(1 + K)^t}$$

No obstante, la previsión de los distintos flujos a tan largo plazo carecería de credibilidad. Por ello, el horizonte temporal de las valoraciones suele ser de entre 5 y 10 años (periodo explícito de la valoración), y los siguientes años (periodo post valoración) entran en la valoración mediante el valor en continuidad (VC). En esta valoración se tendrán en cuenta los primeros siete años, los siguientes entrarán en el VC. Así, la fórmula modificada para calcular el valor de la empresa sería:

$$Valor Emp = \sum_{t=1}^n \frac{Flujos_t}{(1+K)^t} + \frac{VC}{(1+K)^n}$$

El primer paso del proceso será calcular los FCE y los FCA para el horizonte temporal estimado. Después, calcularemos el coste de los Recursos Propios, la tasa de actualización que nos permitirá valorar la empresa y los RR.PP. de Rovi mediante los FCA. A continuación, calcularemos el Coste Medio Ponderado del Capital (CMPC), la tasa de actualización necesaria que nos permitirá acabar el proceso con la valoración de la empresa y los RR.PP. mediante los FCE.

11.1. Cálculo de los FCE y FCA

11.1.1. Cálculo de los FCE

Los Flujos de Caja de la Empresa son los flujos de caja que la empresa ha generado con su actividad y que pueden distribuirse entre los accionistas y los acreedores después de realizar la inversión necesaria en el activo operativo de la empresa. El cálculo de los FCE se realiza de la siguiente manera:

$$\begin{aligned} & \text{NOPAT} \\ & + \text{Amortización} \\ & - \text{Incremento en Activo Corriente Operativo} \\ & + \text{Incremento en Pasivo Corriente Operativo} \\ & - \text{Inversión en Inmovilizado Operativo} \\ & = \text{Flujo de Caja de la Empresa} \end{aligned}$$

Donde:

- $\text{NOPAT} = \text{BAIT} * (1-t)$. Equivale al resultado de explotación después de impuestos y antes de intereses. “t” es la tasa impositiva efectiva.

Para realizar los cálculos de los FCE, debemos conocer el Activo Corriente Operativo (ACO), el Pasivo Corriente Operativo (PCO) y el inmovilizado operativo. Los podemos encontrar en la Tabla 11.1.

Tabla 11.1

Inversión en Circulante e Inversión Fija, 2024-2030 (miles de €)

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Inversión en Circulante	322.673	328.672	349.272	367.515	382.880	394.901	402.799	410.855
Existencias	337.968	334.588	344.655	351.512	354.920	354.738	361.833	369.069
Deudores comerciales	143.314	141.881	148.975	154.934	159.582	162.774	166.029	169.350
Efectivo y equivalentes	25.322	32.849	40.958	49.322	57.729	65.950	67.269	68.614
Otros activos corrientes	2.727	2.700	2.835	2.948	3.037	3.097	3.159	3.222
Inversión en ACO	509.331	512.017	537.423	558.716	575.267	586.559	598.290	610.256
Acreedores comerciales	147.150	144.232	147.082	148.489	148.395	146.786	149.721	152.716
Otros pasivos corrientes	39.508	39.113	41.069	42.711	43.993	44.873	45.770	46.685
Financiación PCO	186.658	183.345	188.151	191.200	192.387	191.658	195.491	199.401
Inversión Fija	322.673	328.672	349.272	367.515	382.880	394.901	402.799	410.855
Inmovilizado	287.554	271.001	278.084	282.481	284.028	282.643	288.295	294.061
Otros activos no corrientes	2.343	2.320	2.436	2.533	2.609	2.661	2.714	2.769

Fuente: Elaboración propia.

Sabiendo el procedimiento y con los datos de la Tabla 11.1, el siguiente paso es calcular los Flujos de Caja de la Empresa para el horizonte temporal de la valoración (ver Tabla 11.2).

Tabla 11.2

Cálculo de los FCE, 2024-2030 (miles de €)

Valoración FCE	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Rdo explotación (BAIT)	220.254	210.932	235.088	255.895	275.325	292.827	299.368	305.355
Impuesto Operativo	50.074	52.733	58.772	63.974	68.831	73.207	74.842	76.339
NOPAT	170.180	158.199	176.316	191.922	206.494	219.620	224.526	229.016
Inversión Circulante	322.673	328.672	349.272	367.515	382.880	394.901	402.799	410.855
Inversión Fija	289.897	273.320	280.519	285.014	286.637	285.304	291.010	296.830
Inversión Neta		-10.578	27.799	22.739	16.988	10.687	13.604	13.876
Flujo Caja Empresa		168.777	148.518	169.183	189.506	208.933	210.922	215.140

Fuente: Elaboración propia.

11.1.2. Cálculo de los FCA

Los Flujos de Caja del Accionista son la parte de los FCE que corresponden a los proveedores de los fondos propios de la empresa, después de haber cubierto las obligaciones financieras y las necesidades de inversión previstas. Se obtienen de la siguiente manera:

Flujo de Caja de la Empresa (FCE)

- Gastos Financieros después de Impuestos
- Devolución de Deuda

= **Flujo de Caja del Accionista**

Tabla 11.3

Cálculo de los FCA, 2024-2030 (miles de €)

Valoración FCA	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Flujo de Caja Empresa	168.777	148.518	169.183	189.506	208.933	210.922	215.140
Variación Deuda	-18.938	-1.365	-1.948	-2.479	-2.939	841	858
Gastos Financieros tras Impuestos	1.046	762	741	712	675	631	644
Flujo Caja Accionista	148.793	146.391	166.494	186.315	205.319	211.132	215.355

Fuente: Elaboración propia.

11.2. Coste de los Recursos Propios

El Coste de los Recursos Propios (K_{rp}) es la rentabilidad que los accionistas exigen por su inversión en la empresa. Por eso, será la tasa de actualización para los FCA. Para obtenerlo, se utiliza el modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*).

$$K_{rp} = R_f + \beta_i (E_M - R_f)$$

Donde:

- R_f : Tipo de interés sin riesgo
- β_i : Coeficiente de volatilidad del sector respecto a la cartera de mercado
- E_M : Rentabilidad esperada del mercado.

El tipo de interés sin riesgo se obtiene de la rentabilidad de los bonos del Estado español a 10 años. En la subasta del 16 de mayo, la rentabilidad ofrecida por estos activos era del 3,25% (Tesoro Público, s. f.).

Respecto al valor para la beta del sector de Rovi, según Damodaran (2024), el valor correspondiente al sector farmacéutico es del 1,03.

En cuanto a la rentabilidad del mercado, la rentabilidad media del IBEX 35 en los últimos tres años fue del 9,11%, a partir de su ficha en Yahoo Finance (s.f.-b). Esto hace que la prima de riesgo del mercado sea igual a un 5,86%.

$$K_{rp} = 3,25\% + 1,03 * (9,11\% - 3,25\%) = 9,29\%$$

Con estos datos, el resultado obtenido para el Coste de los Recursos Propios es del 9,29%. Supondremos que este coste se mantiene constante durante todo el horizonte temporal de la valoración.

11.3. Valoración a través de los Flujos de Caja del Accionista (FCA)

Con los FCA y el Coste de los Recursos Propios previamente calculados, procedemos con la valoración de los Recursos Propios de Rovi por este primer método. La fórmula para obtener el Valor de los RR.PP. es la siguiente:

$$\text{Valor RR.PP.}_{2023} = \sum_{t=1}^7 \frac{\text{FCA}_t}{(1 + K_{rp})^t} + \frac{VC}{(1 + K_{rp})^7}$$

En esta fórmula se pueden observar dos términos. El primero es el valor actual de los FCA estimados para el horizonte temporal de la valoración. El segundo es el valor actual del Valor en Continuidad de los RR. PP., que se obtiene al final del último periodo del horizonte temporal de la valoración, ya que es el momento en el que la empresa alcanza una etapa de suave crecimiento constante. El VC se obtiene así:

$$VC = \frac{\text{FCA}_{2030} \times (1 + g)}{K_{rp} - g} = \frac{\text{FCA}_{2031}}{K_{rp} - g}$$

Donde:

- g: Ritmo de crecimiento de los FCA (2%). Coincide con la tasa de crecimiento de las ventas.

El resultado de la valoración de los Recursos Propios de Rovi mediante los FCA se explica en la Tabla 11.4.

Tabla 11.4

Valoración FCA (miles de €)

Valor actual FCA 1 a 7	888.198
Valor en Continuidad	3.014.941
Valor actual VC	1.619.323
<hr/>	<hr/>
Valor Recursos Propios Previo	2.507.521
Activos No Operativos	656
<hr/>	<hr/>
Valor Definitivo Recursos Propios	2.508.177

Fuente: Elaboración propia

Por lo tanto, la estimación final para el Valor de los Recursos Propios es de 2.508.177 miles de euros.

Por otra parte, vamos a calcular el Valor de los Recursos Propios de cada año. Este valor nos servirá para estimar la estructura financiera de cada año, y con ello el Coste Medio Ponderado del Capital de cada año. En la Tabla 11.5 se muestran los FCA de Rovi para el horizonte temporal de la valoración.

Tabla 11.5

Valoración FCA, 2023-2030 (miles de €)

Valoración FCA	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
FCA		148.793	146.391	166.494	186.315	205.319	211.132	215.355
Coste RR.PP.		9,29%	9,29%	9,29%	9,29%	9,29%	9,29%	9,29%
Valor RR.PP.	2.507.521	2.591.570	2.685.826	2.768.732	2.839.515	2.897.867	2.955.824	3.014.941

Fuente: Elaboración propia

Para obtener estos valores, el primer paso ha sido calcular el valor en continuidad a finales de 2030. Después, se actualiza la suma del valor en continuidad y el FCA de 2030 a finales de 2029, y así sucesivamente hasta alcanzar el año 2023. Si nos fijamos en el último ejercicio, el crecimiento del FCA es el mismo que el crecimiento objetivo establecido para las ventas.

11.4. Cálculo del Coste Medio Ponderado del Capital (CMPC)

A continuación, vamos a estimar el Valor de la Empresa y el de los Recursos Propios actualizando los Flujos de Caja de la Empresa. El CMPC va a ser la tasa a la que actualicemos los FCE para realizar la valoración. Se obtiene como media ponderada del Coste de los Recursos Propios y el Coste de la Deuda:

$$CMPC = \frac{K_d D + K_{rp} E}{D + E}$$

Donde:

- K_d : Coste de la Deuda tras impuestos
- D : Deuda de la empresa
- E : Recursos Propios de la empresa

El coste de los recursos propios es el calculado anteriormente (9,29%), constante para todos los periodos. Sin embargo, el coste de la deuda y las proporciones de la deuda y el

patrimonio neto variarán año a año, en función de la estructura financiera, por lo que el CMPC se deberá recalcular anualmente (ver Tabla 11.6).

Tabla 11.6

Cálculo del CMPC, 2024-2030

Estructura Fra. y CMPC	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Deuda	69.732	50.794	49.430	47.482	45.003	42.064	42.906	43.764
Valor RR.PP.	2.507.521	2.591.570	2.685.826	2.768.732	2.839.515	2.897.867	2.955.824	3.014.941
Total	2.577.253	2.642.365	2.735.256	2.816.214	2.884.518	2.939.931	2.998.730	3.058.704
Coste RR.PP.		9,29%	9,29%	9,29%	9,29%	9,29%	9,29%	9,29%
Coste Deuda, tras impuestos		1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
CMPC		9,08%	9,14%	9,15%	9,15%	9,16%	9,17%	9,17%

Fuente: Elaboración propia

El Valor de los RR.PP. de cada año es el calculado previamente mediante los FCA. A partir de 2029 el CMPC será constante, debido a que comienza el periodo de estabilización y los flujos crecerán a la misma tasa de crecimiento que las ventas.

11.5. Valoración a través de los Flujos de Caja de la Empresa (FCE)

Con los FCE y el CMPC para cada ejercicio ya calculados, vamos a valorar los Recursos Propios por esta vía. Primero se debe obtener el Valor Operativo:

$$Valor\ Operativo_{2023} = \sum_{t=1}^7 \frac{FCE_t}{(1 + CMPC_t)^t} + \frac{VC}{(1 + CMPC_t)^7}$$

El Valor en Continuidad se calcula a finales de 2030. El VC se obtiene como:

$$VC_{2030} = \frac{FCE_{2030} \times (1 + g)}{CMPC_{2030} - g} = \frac{FCE_{2031}}{CMPC_{2030} - g}$$

Donde:

- g: Tasa de crecimiento del FCE, en este caso, es igual a la tasa de crecimiento de las ventas (2%).

De forma similar a los FCA, la valoración empieza por el último periodo, calculando el valor en continuidad (la tasa de crecimiento de los FCE también coincide con la establecida para las ventas). A partir de ahí, seguimos el mismo proceso: sumamos el FCE correspondiente a 2030 y actualizamos al CMPC de ese año el total de dicha suma para obtener el valor

operativo de 2029. Continuamos sumando los FCE y actualizando al CMPC de cada periodo hasta llegar al año 2023, cuando encontraremos que el valor operativo estimado es de 2.577.253 miles de euros (ver Tabla 11.7).

Tabla 11.7

Valoración a través de los FCE (miles de €)

Valoración FCE	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
FCE		168.777	148.518	169.183	189.506	208.933	210.922	215.140
CMPC		9,08%	9,14%	9,15%	9,15%	9,16%	9,17%	9,17%
Valor Operativo	2.577.253	2.642.365	2.735.256	2.816.214	2.884.518	2.939.931	2.998.730	3.058.704
Valor Empresa	2.577.253	2.642.365	2.735.256	2.816.214	2.884.518	2.939.931	2.998.730	3.058.704
Deuda	69.732	50.794	49.430	47.482	45.003	42.064	42.906	43.764
V. RR.PP. Previo	2.507.521	2.591.570	2.685.826	2.768.732	2.839.515	2.897.867	2.955.824	3.014.941
Act. No Operativos	656							
Valor RR.PP.	2.508.177							

Fuente: Elaboración propia

El resultado obtenido para el Valor de los Recursos Propios a través de los FCE es de 2.508.177 miles de euros, el mismo valor que hemos logrado con los FCA.

12. Otros Métodos de Valoración

Para complementar los datos obtenidos mediante el descuento de flujos de caja, vamos a calcular el valor de la empresa por métodos de valoración patrimoniales, por el método de los múltiplos y por el método bursátil.

12.1. Métodos de Valoración Patrimoniales

Dentro de estos métodos de valoración se encuentran el Valor Nominal y el Valor Neto Contable. El Valor Nominal de Rovi es igual a la cifra del Capital Social: 3.241 miles de euros. El Valor Neto Contable equivale a la cifra del Patrimonio Neto: 543.494 miles de euros.

Estas cifras se utilizan a modo de referencia, ya que tienen una perspectiva estática, es decir, no consideran la evolución futura de la empresa u otros factores que pueden incidir en su valor.

12.2. Métodos de Valoración por Múltiplos

Para establecer el múltiplo de Rovi, vamos a tener en cuenta dos casos de adquisición de una empresa farmacéutica por otra.

12.2.1. Caso Alexion – AstraZeneca

A finales de 2020, la compañía AstraZeneca anunció que iba a adquirir la empresa Alexion Pharmaceuticals por un total de 39 mil millones de dólares, que incluía una prima de alrededor del 43% sobre el precio de la acción (AstraZeneca, 2020). En 2019, el EBITDA³ de Alexion ascendió a 2.430 millones de dólares (Alexion, 2019). Con estos datos, el cálculo del múltiplo para esta operación es de aproximadamente 16 veces el EBITDA.

12.2.2. Caso Vifor Pharma – CSL Limited

En diciembre de 2021 se anunció que CSL Limited iba a adquirir la empresa Vifor Pharma AG por 11,7 mil millones de dólares (o 10,9 mil millones de francos suizos). El valor de compra incluía una prima de aproximadamente el 47% y un dividendo de 2 francos suizos por acción (CSL Behring, 2021). Teniendo en cuenta que el EBITDA de 2020 de Vifor fue de 575,8 millones de francos suizos (Vifor Pharma, 2021), el multiplicador resultante es de 18,9 veces el EBITDA.

Con los dos valores de multiplicador, se puede obtener un rango aproximado de valores para Rovi, como podemos ver en la Tabla 12.1.

Tabla 12.1

Valoración por Múltiplos (miles de €)

EBITDA Rovi (2023)	244.585		
Multiplicador 1	16x	Multiplicador 1 (sin prima)	11,2x
Valor 1	3.913.360	Valor 1	2.739.352
Multiplicador 2	18,9x	Multiplicador 2 (sin prima)	12,9x
Valor 2	4.622.657	Valor 2	3.155.147

Fuente: Elaboración propia

Por lo tanto, el valor aproximado de los recursos propios de Rovi para una compraventa siguiendo este método de valoración debería estar entre 3.913.360 y 4.622.657 miles de euros. El valor sin tener en cuenta las primas pagadas sería de entre 2.739.352 miles de euros y 3.155.147 miles de euros.

12.3. Métodos de Valoración a través del Mercado Bursátil

Hemos escogido dos empresas farmacéuticas que cotizan en el mercado bursátil y que, al igual que Rovi, desarrollan una gran actividad dentro del mercado español. A partir de la

³ El EBITDA se obtiene sumando el BAIT (2.120,4 millones \$) y la amortización (309,6 millones \$)

información bursátil de estas empresas, calcularemos su ratio PER (*Price to Earnings*) correspondiente, a fecha 31-12-2023.

$$PER = \frac{P}{BPA}$$

Donde:

- P: Precio de la acción
- BPA: Beneficio de la empresa por acción

Hay que destacar que una ratio PER alta puede suponer dos cosas: o bien que la empresa está sobrevalorada, o bien que los inversores tienen altas expectativas de crecimiento.

Pasando al análisis de la ratio PER de las empresas, la primera es Faes Farma. Según su ficha en Yahoo Finance (s.f.-a), el precio de la acción a fecha 31-12-2023 era de 3,16 euros. El BPA de Faes Farma para el año 2023 fue de 0,29. Con estos datos, la ratio PER de Faes Farma es de 10,89.

La segunda empresa es Novartis. Su ficha de Yahoo Finance (s.f.-d) mostraba que su precio a finales de 2023 era 88,4 euros, mientras que su BPA fue de 7,15. Por lo tanto, la ratio PER de Novartis es de 12,36.

Por último, el 31-12-2023, la acción de Rovi valía 60,7 euros según su ficha de Yahoo Finance (s.f.-c). Su BPA para el ejercicio 2023 fue de 3,20. Esto significa que la ratio PER de Rovi equivalía a 18,97. Su capitalización a esa fecha era de 3.251.773 miles de euros (BME, s.f.).

13. Análisis del Riesgo

Para concluir la valoración, vamos a analizar el riesgo la propuesta del descuento de flujos de caja. Se realizarán diversas simulaciones de escenarios y, después, se analizará la sensibilidad de la valoración ante los cambios en variables clave.

13.1. Análisis de Simulaciones

En este apartado se van a analizar cómo afectan los cambios de las variables más importantes de las cuentas anuales de Rovi en el valor de sus recursos propios. Esto se hará planteando dos situaciones alternativas para cada variable: una situación será optimista y la otra pesimista. En estas situaciones se sustituirán los valores objetivos para 2028. Las

situaciones alternativas, junto con la situación base y su correspondiente valor de los recursos propios, se muestran en la Tabla 13.1.

Tabla 13.1

Simulaciones de Variables y Cambios en el Valor de los RR.PP.

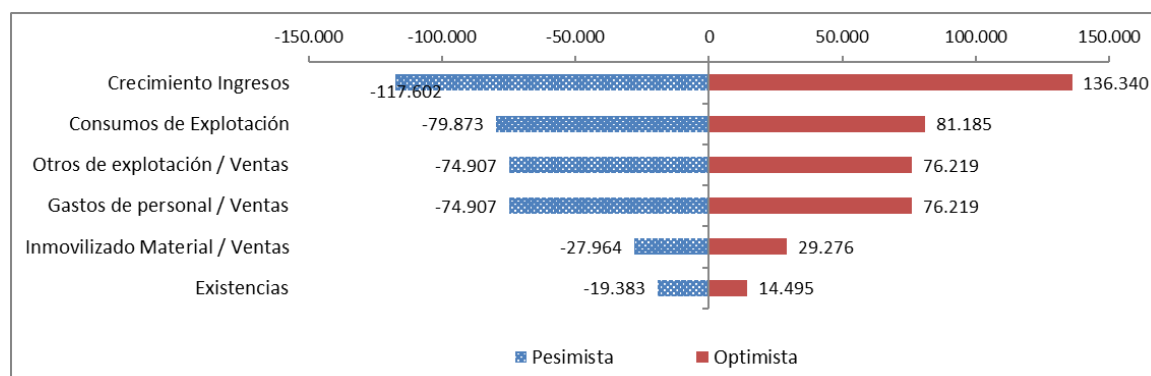
	Pesimista	Base	Optimista
Consumos de Explotación	39,00% 2.427.648	38,00% 2.508.177	37,00% 2.588.706
Gastos de personal / Ventas	15,00% 2.432.614	14,00% 2.508.177	13,00% 2.583.740
Otros de explotación / Ventas	15,00% 2.432.614	14,00% 2.508.177	13,00% 2.583.740
Crecimiento Ingresos	1,50% 2.389.918	2,00% 2.508.177	2,50% 2.643.860
Existencias	105,00% 2.488.138	99,08% 2.508.177	95,00% 2.522.016
Inmovilizado Material / Ventas	32,00% 2.479.556	30,00% 2.508.177	28,00% 2.536.797

Fuente: Elaboración propia

En el Gráfico 13.1 se pueden observar las variaciones que cada variable mostrada en la tabla anterior ha provocado en el Valor de los Recursos Propios de Rovi.

Gráfico 13.1

Variación en Valor RR.PP. según inputs (miles de €)



Fuente: Elaboración propia

Se puede apreciar que la variable con mayor impacto en el Valor de los Recursos Propios es el crecimiento de los ingresos, mientras que la variable con menor impacto es la de las existencias.

13.2. Tablas de Sensibilidad

A continuación, en la Tabla 13.2, estudiaremos cómo afectan conjuntamente el coste de los recursos propios y la tasa de crecimiento residual al Valor de los Recursos Propios:

Tabla 13.2

Impacto del Coste de los RR.PP. y la Tasa de Crecimiento Residual en el Valor de los RR.PP. (miles de €)

	Tasa de Crecimiento				
K _{rp}	1,50%	1,75%	2,00%	2,25%	2,50%
8,79%	2.561.378	2.628.436	2.700.434	2.777.940	2.861.610
9,04%	2.472.786	2.534.632	2.600.872	2.671.992	2.748.552
9,29%	2.389.918	2.447.086	2.508.177	2.573.608	2.643.860
9,54%	2.312.240	2.365.196	2.421.665	2.482.009	2.546.641
9,79%	2.239.280	2.288.432	2.340.740	2.396.519	2.456.125

Fuente: Elaboración propia

La Tabla 13.2 permite comprender como una tasa de crecimiento mayor y/o un menor coste de los recursos propios afectan positivamente al Valor de los Recursos Propios.

14. Relación con los ODS

Este Trabajo de Fin de Grado trata sobre la valoración de una empresa, Laboratorios Farmacéuticos Rovi, S.A. La valoración propiamente dicha difícilmente puede tener relación con los Objetivos de Desarrollo Sostenible planteados por la Agenda 2030, ya que en este proceso se analizan datos objetivos, se plantean hipótesis para realizar previsiones, se hacen estimaciones...

La única relación que se puede tener en este trabajo sería la de la propia empresa que estamos valorando. El informe integrado de Rovi (2024c) muestra la labor de la empresa con varios de los ODS. Los objetivos que se han desarrollado principalmente son el 5 (igualdad de género), el 8 (trabajo decente y crecimiento económico) y el 16 (paz, justicia e instituciones sólidas).

En lo que respecta al ODS 5, Rovi es una de las empresas del IBEX 35 con más mujeres en su Comité de Dirección. El 31% de las personas que lo componen son mujeres, que, aunque parezca poco, es un 11% superior a la media. En el consejo de Administración la presencia de las mujeres es mayor, ya que suponen el 43% (3 de los 7 consejeros). Además, cuenta con protocolos contra el acoso sexual en el trabajo y un plan de igualdad.

Por parte del ODS 8, ha desarrollado un código de conducta para sus trabajadores y otro para sus proveedores y cuenta con un canal para denuncias. Da formación a su plantilla en materia de salud y seguridad laboral. Además, el 89% cuenta con un contrato indefinido, lo que da gran estabilidad a la plantilla y a los propios trabajadores.

En cuanto a objetivo 16, en Rovi no se tolera la corrupción y tiene varios mecanismos para garantizar que no existe en la empresa. Garantiza la igualdad de oportunidad a todas las personas sea cual sea su género, raza, religión...

Como vemos, Rovi es una gran defensora de los Objetivos de Desarrollo Sostenible. No solo ha tomado medidas para estos tres objetivos que hemos comentado, sino que ha tomado medidas para la mayoría de ellos. También es miembro del Pacto Mundial de las Naciones Unidas, apoya la Declaración Universal de los Derechos Humanos y colabora con multitud de universidades, asociaciones y ONGs.

15. Conclusiones

Después de un gran crecimiento en los años de pandemia, Laboratorios Farmacéuticos Rovi, S.A. busca poder dar continuidad a esta tendencia positiva con el lanzamiento de nuevos productos y la expansión a otros mercados y espera que el bache que tuvo en 2023 no sea nada más que algo puntual. Es por eso por lo que las previsiones realizadas han sido optimistas, ya que existen indicios que auguran un gran crecimiento de la empresa.

De todos los resultados obtenidos mediante los diferentes métodos de valoración, con el método del descuento de flujos de caja podemos concluir que el valor estimado para los recursos propios de Rovi es de 2.508.177 miles de euros.

Para los métodos patrimoniales, el valor nominal de Rovi es de 3.241 miles de euros y su valor neto contable de 543.494 miles de euros.

Por el método de los múltiplos, en cambio, el valor aproximado para los recursos propios de Rovi sería de entre 2.739.352 miles de euros y 3.155.147 miles de euros.

Finalmente, si observamos la cotización en bolsa, la capitalización de Rovi a 31 de diciembre de 2023 era de 3.251.773 miles de euros. A modo de resumen, contamos con la Tabla 14.1.

Tabla 14.1*Resumen de los Valores Obtenidos a 31-12-2023 (miles de €)*

Métodos Patrimoniales	
Valor Nominal (Capital Social)	3.241
Valor Neto Contable (Patrimonio Neto)	543.494
Método Descuento de Flujos de Caja	
Valor de los RR. PP.	2.508.177
Método Múltiplos	
Valor de los RR.PP.	(2.739.352 - 3.155.147)
Método Bursátil	
Valor de los RR.PP.	3.251.773

Fuente: Elaboración propia

Se puede observar que, según la capitalización bursátil, el valor de los recursos propios debería ser superior al que hemos obtenido mediante el descuento de flujos de caja. Teniendo esto en cuenta existen dos posibles situaciones:

- La primera es que la acción este sobrevalorada. Cuando la comparamos con otras acciones del mismo sector utilizando la ratio PER, el valor de la ratio de Rovi era mucho más alto.
- La segunda es que los inversores tengan unas expectativas de crecimiento de la empresa mucho más altas que las que se han tenido en cuenta en esta valoración. Como hemos visto en la tabla de sensibilidad, una mayor tasa de crecimiento residual implica un mayor valor de los recursos propios, lo que a su vez implicaría un mayor precio de la acción.

Sea como fuere, la valoración de una empresa no es un proceso completamente objetivo y va a depender de opiniones y percepciones de la persona valoradora. Para minimizar esta falta de objetividad se ha realizado el análisis del riesgo y se han complementado los resultados del descuento de flujos de caja con los resultados obtenidos por otros métodos.

16. Referencias

- Agencia Española de Medicamentos y Productos Sanitarios. (2023a, 24 julio). *PLAN ESTRATÉGICO 2023-2026* [Diapositivas]. Planificación estratégica | AEMPS. <https://www.aemps.gob.es/laAEMPS/planificacion-AEMPS/docs/plan-estrategico-2023-2026.pdf>
- Agencia Española de Medicamentos y Productos Sanitarios. (2023b, 16 octubre). *Procedimiento de autorización de laboratorios farmacéuticos* | AEMPS. Recuperado 17 de abril de 2024, de <https://www.aemps.gob.es/industria-farmaceutica/laboratorios-farmaceuticos-autorizacion-modificacion-y-registro/procedimiento-de-autorizacion-de-laboratorios-farmaceuticos/>
- Alexion. (30 de enero de 2020). *Alexion Reports Fourth Quarter and Full Year 2019 Results*. Alexion Media. <https://media.alexion.com/news-releases/news-release-details/alexion-reports-fourth-quarter-and-full-year-2019-results>
- Almendros, A. (2023). La inversión anual en I+D de la industria farmacéutica en España bate récord con casi 1.400 millones. *El Español*. Recuperado 25 de abril de 2024, de https://www.elespanol.com/invertia/observatorios/sanidad/20231215/inversion-anual-id-industria-farmaceutica-espana-bate-record-millones/817418431_0.html
- AstraZeneca. (12 de diciembre de 2020). *AstraZeneca to acquire Alexion, accelerating the Company's strategic and financial development*. <https://www.astrazeneca.com/media-centre/press-releases/2020/astrazeneca-to-acquire-alexion.html>
- Bagán, J. (2015). *Modelo de alianzas en el sector farmacéutico*. Deloitte Spain. Recuperado 13 de abril de 2024, de <https://www2.deloitte.com/es/es/pages/life-sciences-and-healthcare/articles/modelo-de-alianzas-en-el-sector-farmaceutico.html>
- Banco de España. (s. f.). *Estadísticas de tipos de interés*. Recuperado 27 de abril de 2024, de <https://www.bde.es/webbe/es/estadisticas/temas/tipos-interes.html>
- BME Exchange. (s. f.). *Acciones LABORATORIOS ROVI hoy*. Recuperado 21 de mayo de 2024, de <https://www.bolsasymercados.es/bme-exchange/es/Mercados-y-Cotizaciones/Acciones/Mercado-Continuo/Ficha/Laboratorios-Rovi-ES0157261019>
- Celen, W., Walker, G., Jain, S., & Taupin, A. (2023). *A Strategic Approach to Cost in Biopharma*. BCG Global. Recuperado 13 de abril de 2024, de <https://www.bcg.com/publications/2023/biopharma-manufacturing-cost-reduction>
- Chapa, E. (2 de abril de 2024). Rovi, en máximos históricos tras la aprobación de la FDA para comercializar su fármaco contra la esquizofrenia. *Estrategias de Inversión*. Recuperado 30 de abril de 2024, de <https://www.estrategiasdeinversion.com/actualidad/noticias/bolsa-espana/rovi-en-maximos-historicos-tras-la-aprobacion-n-702065>
- Comisión Europea. (2020). *Pharmaceuticals in the Environment - European Union Strategic Approach* [Diapositivas]. Strategic Approach to PiE. https://health.ec.europa.eu/system/files/2021-04/ev_20210325_co03_en_0.pdf

- Comisión Nacional del Mercado de Valores. (2020). Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas. En *Boletín Oficial del Estado*. Recuperado 27 de abril de 2024, de https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/CBG_2020.pdf
- CSL Behring. (2021, 14 diciembre). *CSL Limited announces tender offer to acquire Vifor Pharma Ltd.* Global Newsroom | CSL. <https://newsroom.csl.com/News-Releases?item=122872>
- Damodaran, A. (2024, enero). *Betas by Sector*. Recuperado 25 de mayo de 2024, de https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html
- De Almeida, A. (2023, 28 abril). *Homeopatía: qué es, para qué sirve y cómo funciona* (G. Ramírez, Ed.). Tua Saúde. Recuperado 8 de abril de 2024, de <https://www.tuasaude.com/es/homeopatia/>
- El Economista. (s. f.). *Ranking Empresas Fabricación de especialidades farmacéuticas | Ranking Empresas*. Directorio Ranking Empresas - Ranking de las Principales Empresas Españolas. Recuperado 13 de abril de 2024, de <https://ranking-empresas.eleconomista.es/sector-2120.html>
- Escandón, R. (2021, 30 octubre). *9 remedios caseros respaldados por la ciencia*. Healthline. Recuperado 8 de abril de 2024, de <https://www.healthline.com/health/es/remedios-caseros>
- Eurostat. (2023). *Demography 2023 edition*. Recuperado 28 de abril de 2024, de <https://ec.europa.eu/eurostat/web/interactive-publications/demography-2023>
- Expansión. (s. f.). *PIB de España - Producto Interior Bruto 2023*. Datosmacro.com. Recuperado 13 de abril de 2024, de <https://datosmacro.expansion.com/pib/espana>
- Fernández, R. (2024, 4 enero). *Tema: Centros hospitalarios en España*. Statista. Recuperado 23 de abril de 2024, de <https://es.statista.com/temas/4075/centros-hospitalarios-en-espana/#topicOverview>
- FitFit España. (2023). *Encuesta sobre hábitos de salud y deporte de FitFit España*. Gimnasios.Fitness. Recuperado 28 de abril de 2024, de <https://gimnasios.fitness/es/encuesta-habitos-salud-deporte/>
- FMI. (octubre 10, 2023). Tasa de inflación media en España de 2020 a 2028 (en relación al año anterior) [Gráfica]. In *Statista*. Recuperado el 27 de abril de 2024, de <https://es-statista-com.ehu.idm.oclc.org/estadisticas/495620/tasa-de-inflacion-en-espana/>
- Gaceta Médica. (2023, 4 julio). *Tipos de proveedores en la industria farmacéutica: garantizando la excelencia en las operaciones*. Recuperado 23 de abril de 2024, de <https://gacetamedica.com/investigacion/tipos-de-proveedores-en-la-industria-farmaceutica-garantizando-la-excelencia-en-las-operaciones/>
- Gavilán, Á. (2024, 12 marzo). *PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE ESPAÑA 2024-2026* [Diapositivas]. Banco de España. <https://www.bde.es/f/webbe/GAP/Secciones/SalaPrensa/IntervencionesPublicas/DirectoresGenerales/economia/Arc/IIPP-2024-03-12-gavilan-es-or.pdf>
- Hernández, C. (22 de marzo de 2023). *El nuevo plan farmacéutico marca el acceso y la producción como cimientos*. Redacción Médica. Recuperado 28 de abril de 2024, de

<https://www.redaccionmedica.com/secciones/industria/el-nuevo-plan-farmaceutico-marca-el-acceso-y-la-produccion-como-cimientos-7573>

INE - Instituto Nacional de Estadística. (30 de enero de 2024). Variación anual del índice de precios al consumo de medicamentos y otros productos farmacéuticos en España de 2012 a 2023 [Gráfica]. In *Statista*. Recuperado el 27 de abril de 2024, de <https://es-statista-com.ehu.idm.oclc.org/estadisticas/569851/variacion-anual-del-indice-de-precios-al-consumo-de-medicamentos-y-otros-productos-farmaceuticos-en-espana/>

INE - Instituto Nacional de Estadística. (s. f.-a). *INEbase / Ciencia y tecnología /Investigación y desarrollo /Estadística sobre actividades de I+D / Últimos datos*. INE. Recuperado 29 de abril de 2024, de https://www.ine.es/dyngs/INEbase/es/operacion.htm?c=Estadistica_C&cid=1254736176754&menu=ultiDatos&idp=1254735576669

INE - Instituto Nacional de Estadística. (s. f.-b). *Gasto en I+D interna por rama de actividad y tamaño de la empresa*. INE. Recuperado 29 de abril de 2024, de <https://www.ine.es/jaxi/Tabla.htm?tpx=60391&L=0>

INE - Instituto Nacional de Estadística. (s. f.-c). *INEbase / Nivel y condiciones de vida (IPC) /Índices de precios de consumo y vivienda /Índice de precios de consumo / Últimos datos*. INE. Recuperado 29 de abril de 2024, de https://www.ine.es/dyngs/INEbase/es/operacion.htm?c=Estadistica_C&cid=1254736176802&menu=ultiDatos&idp=1254735976607

INE - Instituto Nacional de Estadística. (s. f.-d). *Pirámide de la población empadronada en España*. INE. Recuperado 28 de abril de 2024, de <https://www.ine.es/covid/piramides.htm#!ccaaTab>

INE - Instituto Nacional de Estadística. (s. f.-e). *Principales magnitudes según actividad principal (CNAE-2009 a 1, 2, 3 y 4 dígitos)*. INE. Recuperado 13 de abril de 2024, de <https://ine.es/jaxiT3/Tabla.htm?t=36167>

IQVIA. (2023, 18 enero). *The Global Use of Medicines 2023*. IQVIA. <https://www.iqvia.com/insights/the-iqvia-institute/reports-and-publications/reports/the-global-use-of-medicines-2023>

Laboratorios Farmacéuticos Rovi. (2020). *Informe de auditoría, cuentas anuales consolidadas del grupo ROVI (2019)*. En *ROVI. Información financiera y de negocio*. Recuperado de https://www.rovi.es/sites/default/files/17_Informe%20de%20auditor%C3%ADa%2C%20cuentas.pdf

Laboratorios Farmacéuticos Rovi. (2022). *Informe de auditoría, cuentas anuales consolidadas del grupo ROVI (2021)*. En *ROVI. Información financiera y de negocio*. Recuperado de https://www.rovi.es/sites/default/files/informe_de_auditoria_cuentas_anuales_e_informe_de_gestion_grupo_rovi_31.12.21_0.pdf

- Laboratorios Farmacéuticos Rovi. (2024a, 26 febrero). *Informe de auditoría, cuentas anuales consolidadas del grupo ROVI*. Rovi. Recuperado de https://www.rovi.es/sites/default/files/ccaa_consolidadas_2023.zip
- Laboratorios Farmacéuticos Rovi. (2024b, 27 febrero). *Nota de prensa de los resultados del ejercicio 2023*. Rovi. Recuperado 30 de abril de 2024, de <https://www.rovi.es/es/content/nota-prensa-resultados-del-ejercicio-2023>
- Laboratorios Farmacéuticos Rovi. (2024c, 4 abril). *Informe Integrado 2023*. Recuperado 23 de abril de 2024, de https://rovi.es/sites/default/files/ccaa_consolidadas_grupo_rovi_cy_20.pdf
- Laboratorios Farmacéuticos Rovi. (2024d, 25 abril). *ROVI anuncia un acuerdo para la fabricación de jeringas precargadas*. Rovi. <https://www.rovi.es/es/content/rovi-anuncia-acuerdo-para-fabricacion-geringas-precargadas>
- Laboratorios Farmacéuticos Rovi. (s. f.). *Compañía Farmacéutica Especializada Dedicada A la Investigación*. ROVI. Recuperado 28 de febrero de 2024, de <https://www.rovi.es/>
- Ley 17/2001, de 7 de diciembre, de Marcas. (BOE núm. 294, de 8 de diciembre de 2001, p. 45579 a 45603). Recuperado de: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2015-8328&p=20180704&tn=2>
- Ley 20/2003, de 7 de julio, de Protección Jurídica del Diseño Industrial. (BOE núm. 162, de 8 de julio de 2003, p. 26348 a 26368). Recuperado de: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2003-13615>
- Ley 24/2015, de 24 de julio, de Patentes. (BOE núm. 177, de 25 de julio de 2015, p. 62765 a 62854). Recuperado de: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2015-8328&p=20180704&tn=2>
- Mecalux. (2022, 22 abril). *La automatización de la cadena de suministro: presente y futuro*. Mecalux. Recuperado 29 de abril de 2024, de <https://www.mecalux.es/blog/automatizacion-de-la-cadena-de-suministro#qu%C3%A9-es-la-automatizaci%C3%B3n-de-la-cadena-de-suministro>
- Ministerio de Hacienda. (s. f.). *Serie Gasto Farmacéutico y Sanitario: periodo junio- 2014 a febrero- 2024*. Indicadores sobre Gasto Farmacéutico y Sanitario: Ministerio de Hacienda. Recuperado 23 de abril de 2024, de <https://www.hacienda.gob.es/es-ES/CDI/Paginas/EstabilidadPresupuestaria/InformacionAAPPs/Indicadores-sobre-Gasto-Farmac%C3%A9utico-y-Sanitario.aspx>
- Novartis. (2024). *Novartis in Society. Integrated Report 2023* [Diapositivas]. https://www.novartis.com/sites/novartis_com/files/novartis-integrated-report-2023.pdf
- Pérez de Tudela, F. (2022). *Informe de Laboratorios Farmacéuticos Rovi S.A.: Análisis Sectorial, Análisis Empresarial Histórico y Valoración*. Recuperado 13 de abril de 2024, de <https://analistafptd.com/wp-content/uploads/2022/12/Informe-Oficial-Laboratorios-Farmaceuticos-Rovi-S.A-1.pdf>

- Piñar, A. (2020, 24 noviembre). ¿Quiénes son y qué defienden los antivacunas? *La Vanguardia*. Recuperado 28 de abril de 2024, de <https://www.lavanguardia.com/vida/junior-report/20201120/49551491409/quienes-son-y-que-defienden-los-antivacunas.html>
- Portalfarma.com. (julio 25, 2023). *Evolución anual del número total de farmacias de España de 2007 a 2022* [Gráfica]. Statista. Recuperado el 23 de abril de 2024, de <https://es-statista-com.ehu.idm.oclc.org/estadisticas/629239/numero-de-farmacias-en-espana/>
- Real Decreto 271/1990, de 23 de febrero, sobre la reorganización de la intervención de precios de las especialidades farmacéuticas de uso humano. (BOE núm. 53, de 2 de marzo de 1990, p. 6086 a 6087). Recuperado de: <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-1990-5368>
- Real Decreto 1345/2007, de 11 de octubre, por el que se regula el procedimiento de autorización, registro y condiciones de dispensación de los medicamentos de uso humano fabricados industrialmente. (BOE núm. 267, de 7 de noviembre de 2007, p. 45652 a 45698). Recuperado de: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2007-19249>
- Real Decreto 824/2010, de 25 de junio, por el que se regulan los laboratorios farmacéuticos, los fabricantes de principios activos de uso farmacéutico y el comercio exterior de medicamentos y medicamentos en investigación. (BOE núm. 165, de 8 de julio de 2010, páginas 59986 a 60013). Recuperado de: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2010-10827>
- Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital. (BOE núm. 161, de 3 de julio de 2010, p. 58472 a 58594). Recuperado de: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2010-10544>
- Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores. (BOE núm. 255, de 24 de octubre de 2015, p. 100356 a 100541). Recuperado de: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2015-11435>
- Roche. (2021, 5 agosto). *Farmacia 4.0: la nueva era farmacéutica*. Roche+. Recuperado 29 de abril de 2024, de <https://www.rocheplus.es/innovacion/tecnologia/hacia-farmacia-4-0.html>
- Roche. (2021b, 7 septiembre). *Nuevas tecnologías para el desarrollo de medicamentos*. Roche+. Recuperado 29 de abril de 2024, de <https://www.rocheplus.es/innovacion/inteligencia-artificial/farmacos-del-futuro.html>
- Rodríguez, A. (2021). *Modelos de Planificación y Valoración de Empresas*.
- Ruiz, A. S. (2021, 10 noviembre). El coste de desarrollar un fármaco se dobla desde 2010, hasta los 2.100 millones. *Cinco Días*. Recuperado 16 de abril de 2024, de https://cincodias.elpais.com/cincodias/2021/11/09/companias/1636470246_835689.html
- Ruiz, J. (2019, 21 junio). *Laboratorios Rovi: una empresa con más de 70 años de innovación en el sector*. De Ahorrador A Inversor. Un Blog de Renta 4 Banco. <https://blog.r4.com/laboratorios-rovi-empresa-exito/>

- SABI Informa. (s.f.). LABORATORIOS FARMACÉUTICOS ROVI SA. En *SABI Informa*. Recuperado 25 de abril de 2024, de https://sabi-informa-es.ehu.idm.oclc.org/version-20230626-8-0/Report.serv?_CID=212&product=sabiinforma&SeqNr=1
- SACYL. (2018). *Heparina de bajo peso molecular (HBPM)*. Portal de Salud de la Junta de Castilla y León. Recuperado 12 de marzo de 2024, de <https://www.saludcastillayleon.es/AulaPacientes/es/enfermedades/enfermedades-corazon/recomendaciones-personas-tratamiento-anticoagulante/heparina-bajo-peso-moleculahbpm>
- Salech, F., Palma, Q. D., & Garrido, Q. P. (2016b). EPIDEMIOLOGÍA DEL USO DE MEDICAMENTOS EN EL ADULTO MAYOR. *Revista Médica Clínica las Condes*, 27(5), 660-670. <https://doi.org/10.1016/j.rmcl.2016.09.011>
- SIGRE. (2023). *Memoria de Sostenibilidad 2022* [Diapositivas]. SIGRE · MEMORIA DE SOSTENIBILIDAD 2022. <https://www.memoriasigre.com/2022/Memoria-de-Sostenibilidad-2022-SIGRE.pdf>
- Tesoro Público. (s. f.). *Deuda Pública | Tesoro Público*. Recuperado 25 de mayo de 2024, de <https://www.tesoro.es/deuda-publica>
- Vifor Pharma. (3 de marzo de 2021). *FULL-YEAR RESULTS 2020 - ANALYST CALL* [Diapositivas]. <https://www.viforpharma.es/sites/vifor-corp/files/210302-full-year-results-2020-presentation.pdf>
- Vilanova, O. (14 de marzo de 2024). *'Informe Política Farmacéutica 2023': Padilla expone sus prioridades en el medicamento*. Diariefarma. Recuperado 28 de abril de 2024, de <https://diariefarma.com/2024/03/14/informe-politica-farmaceutica-2023-padilla-expone-sus-prioridades-en-el-medicamento>
- Yahoo Finance. (s. f.-a). *Faes Farma*. Recuperado 1 de junio de 2024, de <https://es.finance.yahoo.com/quote/FAE.MC/financials/>
- Yahoo Finance. (s. f.-b). *IBEX 35*. Recuperado 25 de mayo de 2024, de <https://es.finance.yahoo.com/quote/%5EIBEX/>
- Yahoo Finance. (s. f.-c). *Laboratorios Farmacéuticos Rovi*. Recuperado 1 de junio de 2024, de <https://es.finance.yahoo.com/quote/ROVI.MC/>
- Yahoo Finance. (s. f.-d). *Novartis*. Recuperado 1 de junio de 2024, de <https://es.finance.yahoo.com/quote/NOTA.F/financials/>

Anexo. Análisis Horizontal de las Cuentas Anuales

Tabla I

Análisis Horizontal de la Cuenta de Resultados

Cuenta de Resultados (Crecimiento Anual)	2020	2021	2022	2023
Ingresos de explotación	10,1%	54,5%	26,1%	1,4%
Consumo de mercaderías y materiales	7,2%	47,7%	14,1%	13,3%
Margen Bruto	12,4%	59,5%	34,3%	-5,5%
Gastos de personal	2,6%	20,7%	18,6%	15,3%
Otros gastos de explotación	-10,5%	27,1%	42,5%	-8,0%
Amortización	7,6%	9,0%	7,1%	6,4%
Resultado de explotación (BAIT)	74,3%	142,9%	41,0%	-13,9%
Ingresos financieros	-20,0%	19.225%	63,9%	-63,0%
Gastos financieros	116,1%	-48,7%	55,2%	-25,5%
Resultado financiero	118,2%	-158,8%	71,4%	-92,7%
Resultado antes de impuestos (BAT)	73,3%	151,6%	41,3%	-14,6%
Impuestos sobre sociedades	342,0%	156,4%	97,3%	-14,1%
Resultado del ejercicio (BDT)	55,5%	150,7%	30,4%	-14,7%

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas consolidadas de Rovi.

Tabla II

Análisis Horizontal del Activo

Activo (Crecimiento Anual)	2020	2021	2022	2023
Activo No Corriente	8,6%	7,8%	13,0%	13,7%
Inmovilizado material e intangible	11,4%	12,0%	14,0%	14,4%
Inversiones financieras a L/P	-1,6%	9,4%	6,4%	-71,1%
Otros activos no corrientes	-24,2%	-65,3%	-46,0%	12,8%
Activo Corriente	14,7%	38,9%	23,0%	-18,3%
Existencias	43,1%	8,0%	27,1%	8,3%
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	-8,1%	90,1%	15,1%	-22,2%
Inversiones financieras a C/P	-	-	-	-
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	-21,2%	86,3%	26,2%	-79,7%
Otros activos corrientes	333,3%	13.676,9%	13,1%	34,7%
Total Activo	12,4%	27,5%	19,9%	-9,0%

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas consolidadas de Rovi.

Tabla III*Análisis Horizontal del Patrimonio Neto y del Pasivo*

PN + Pasivo (Variación Anual)	2020	2021	2022	2023
Patrimonio Neto	15,9%	26,0%	10,7%	4,2%
Capital	0,0%	0,0%	-3,7%	0,0%
Reservas	16,1%	26,3%	10,8%	4,3%
Pasivo No Corriente	-5,2%	-8,4%	-11,0%	-10,9%
Deudas a largo plazo con entidades financieras	-5,1%	-2,4%	-10,9%	-12,1%
Otros pasivos no corrientes	-5,8%	-51,6%	-12,5%	7,7%
Pasivo Corriente	15,2%	54,9%	54,4%	-32,0%
Deudas a corto plazo	-52,6%	6,6%	98,3%	3,6%
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	-0,6%	37,8%	31,7%	-11,2%
Otros pasivos corrientes	1117,9%	127,9%	98,5%	-65,8%
Total PN + Pasivo	12,4%	27,5%	19,9%	-9,0%

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas consolidadas de Rovi.