



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

**TRABAJO FIN DE GRADO
EN ADMINISTRACION Y DIRECCION DE EMPRESAS**

**EL GIRO ESTRATEGICO DEL GRUPO ZELTIA: UN ANÁLISIS DE SUS
IMPLICACIONES ECONÓMICAS, CONTABLES Y DE MERCADO.
Cristina Azcárate Esparza**

**DIRECTOR
Fermín Lizarraga Dallo**

**Pamplona-Iruña
6 de junio de 2014**

RESUMEN

Veintiún años ha estado esperando José María Fernández Sousa-Faro, presidente del Grupo Zeltia, a que llegase el día D y la hora H (20 de septiembre 2007) para que Pharma Mar, la “niña mimada” del Grupo que preside, se convierta en lo que pretende ser desde su creación, una empresa farmacéutica competitiva capaz de sacar al mercado productos anticancerígenos elaborados a partir de moléculas presentes en la fauna marina.

El profundo giro estratégico experimentado en los últimos años por el Grupo Zeltia (anteriormente dedicada a la explotación de productos químicos para el hogar) tiene implicaciones no sólo económicas (por la evidente incertidumbre que conlleva), sino también contables y de mercado, por el siempre controvertido y desigual tratamiento de los intangibles generados, en los que el Grupo ha pasado a centrar prácticamente la totalidad de su modelo de negocio. Pharma Mar ha dependido financieramente toda su vida del Grupo Zeltia, pero ahora es el Grupo quien depende de Pharma Mar y de su activo intangible.

PALABRAS CLAVE

Zeltia, Pharma Mar, estrategia, inmovilizado intangible, investigación y desarrollo, análisis contable, análisis económico, análisis de mercado, cuentas contables individuales, cuentas contables consolidadas, capitalización, PGC (2007), IFRS, US (GAAP), patente, rentabilidad económica, rentabilidad financiera, EBITDA.

Zeltia, Pharma Mar, strategy, intangible assets, research and development, accounting analysis, economic analysis, market analysis, individual accounts consolidated accounts, capitalization, PGC (2007), IFRS, US (GAAP), patent, profitability, financial profitability, EBITDA.

INDICE

1.	INTRODUCCION.....	5
2.	PRESENTACION EMPRESA.....	6
2.1.	Grupo Zeltia.....	6
2.2.	Pharma Mar	7
3.	EVOLUCION DE LOS ESTADOS CONTABLES DEL GRUPO ZELTIA	8
3.1.	Balance.....	8
3.2.	Cuenta de pérdidas y ganancias	9
4.	ANALISIS RENTABILIDAD GRUPO ZELTIA	10
4.1.	Rentabilidad económica (RE).....	10
4.1.1.	<i>Rotación de activos</i>	10
4.1.2.	<i>Margen económico sobre ventas</i>	11
4.2.	Rentabilidad financiera (RF).....	12
4.3.	EBITDA.....	13
5.	LAS PATENTES EN LA INDUSTRIA FARMACEUTICA.....	14
6.	NORMATIVA CONTABLE SOBRE I+D.....	15
6.1.	Normativas Contables	16
6.2.	Fracaso de las líneas de investigación.....	20
7.	ZELTIA EN BOLSA.....	20
7.1.	Ratios bursátiles.....	21
7.1.1.	<i>PER</i>	21
7.1.2.	<i>Ratio Capitalización bursátil / Fondos propios (Ratio Market to Book)</i>	21
7.2.	Factores de influencia en los precios de las acciones de Zeltia	22
8.	ANALISIS SECTORIAL.....	24
8.1.	Descripción del sector farmacéutico español.....	24
8.2.	Análisis sectorial farmacéutico español.....	25
9.	CONCLUSION	30
	BIBLIOGRAFIA	32

1. INTRODUCCION

Diversificar de forma no relacionada es la apuesta que hizo el Grupo Zeltia en el año 1986. Del sector de la química de gran consumo saltó sin red al siempre comprometido sector de la investigación farmacológica. Un giro estratégico de 180 grados con una apuesta a muy largo plazo de gran potencial pero con un fuerte componente de riesgo no sólo en lo económico sino, lógicamente, también en lo financiero.

En palabras de su fundador, “la naturaleza ya nos había dado muestras de que el mar era la mejor cantera de fármacos y había que tener en cuenta que el 75% de las especies del planeta residen en su seno. Los organismos marinos han tenido más tiempo para desarrollar mecanismos de defensa, rutas metabólicas, y compuestos químicos al llevar casi 3.000 años más en la tierra que las especies terrestres. Muchas especies han desarrollado métodos de defensa muy potentes para defenderse.” González S. (2008)

Con el objetivo de buscar productos antitumorales nace Pharma Mar dentro del Grupo Zeltia. La apuesta que hace el Grupo es arriesgada y durante los años que la nueva empresa no tiene negocio se financia con los beneficios que reportan las empresas químicas de la compañía.

Las probabilidades de que las líneas de investigación fracasen y no lleguen a la fase de comercialización, ya sea porque no encuentren los resultados esperados, o porque no cumplan la regulación por parte de las autoridades, son muy altas.

La poca confianza en los niveles técnicos de investigación en España hizo al Grupo abrir una filial en Cambridge, Massachussets (Estados Unidos), y así conseguir el prestigio y credibilidad que ese país le proporcionaba. Superando en parte el riesgo de aceptación del producto por parte del mercado internacional.

La aspiración de las patentes y la entrada de las compañías de genéricos es otro de los riesgos contra los que lucha Pharma Mar.

No ha sido hasta los años más recientes cuando la gran apuesta que el Grupo hizo por ésta empresa ha empezado a dar sus frutos. Así, la nueva “hija mimada” que durante años no aportó ni un solo euro al resultado consolidado poco a poco ha ido cogiendo protagonismo positivo en la cuenta de resultados del Grupo. A día de hoy el Grupo depende de ella, y de su nuevo gran activo, el inmovilizado intangible (I+d) prácticamente en su totalidad.

El giro estratégico de Zeltia situó al Grupo en un escenario radicalmente distinto al vivido prácticamente hasta finales del siglo pasado. Así, de un escenario (el sector de tratamiento químico e insecticidas) con unas implicaciones económicas, contables y de mercado relativamente convencionales ha pasado a otro (el de la investigación médica) donde estos tres aspectos (económico, contable y de mercado) sufren grandes alteraciones y desajustes importantes.

El estudio que se presenta a continuación nace motivado por el interés en estudiar tales desajustes. En lo económico, por lo difícil que resulta estimar los rendimientos futuros que se derivaran de las fuertes inversiones en I+d realizadas por la empresa. En lo contable, por los siempre controvertidos tratamientos de la investigación y desarrollo en las normas contables y su dependencia del entorno geográfico. Por último, y en relación a los mercados financieros, por los continuos vaivenes que la aprobación-rechazo de los distintos controles exigidos por los poderes públicos para en la explotación comercial de los primeros fármacos patentados por la empresa han generado sobre la cotización de las acciones de Zeltia. Tres puntos de vista, por tanto, que aportan una variedad conceptual difícil de encontrar en otros sectores y que hacen del caso Zeltia una oportunidad de aprendizaje única.

Entre otros aspectos, este trabajo analizará la evolución temporal de la inversión en I+d y sus implicaciones en el análisis de rentabilidad-riesgo teniendo en cuenta la dependencia, cada vez mayor, que ha generado sobre el Grupo. Discutiremos, entre otros aspectos, sobre la importancia de las patentes en la industria farmacéutica, sobre los efectos contables, económicos y de mercado de las distintas alternativas de tratamiento de la I+d bajo diferentes normativas contables (US GAAP, IFRS y PGC 2007) y se analizará también la evolución de la cotización en bolsa respecto al volumen de I+d capitalizado, así como de otros indicadores de múltiplos habitualmente utilizados por los analistas. Por último se presentará un análisis comparativo con el resto de empresas del sector farmacéutico español.

2. PRESENTACION EMPRESA

2.1. Grupo Zeltia

El Grupo Zeltia fundado hace más de 70 años es un grupo español de empresas en el que Zeltia, S.A. es la sociedad dominante del Grupo.

El objeto social de Zeltia y principal actividad desde su constitución consiste en la gestión, apoyo y promoción de sus compañías participadas, fundamentalmente en los sectores Químico y Farmacéutico.

En el sector Farmacéutico se diferencian varias líneas de investigación: oncología, diagnóstico molecular e identificación genética y RNAi.

En el sector de Química de Gran Consumo existen varias líneas de negocio: fabricación y venta de productos para el cuidado del hogar y fabricación y venta de pinturas y barnices protectores de madera para profesionales y bricolaje.

Zeltia cotiza en Bolsa desde el año 1963 y en el mercado Continuo desde 1998.

2.2. Pharma Mar

Pharma Mar es la filial farmacéutica del Grupo Zeltia dedicada al área de oncología. Concretamente se dedica a avanzar en el tratamiento del cáncer mediante el descubrimiento, desarrollo, producción y comercialización de fármacos innovadores de origen marino.

Su sede central está en el polígono de Tres Cantos, a las afueras de Madrid. Sus laboratorios de investigación clínica tienen su domicilio en Boston (Estados Unidos). Sus factorías se distribuyen bajo el mar en Hawái y en varios puntos del Mediterráneo (Formentera, Cádiz, Huelva y Túnez). Su plantilla se reparte mayoritariamente entre biólogos, médicos, farmacéuticos, químicos y buceadores.

La entidad figura entre las principales compañías farmacéuticas españolas que más invierten en Investigación, Desarrollo. Durante sus primeros 20 años ha dedicado 470 millones de euros a I+d.

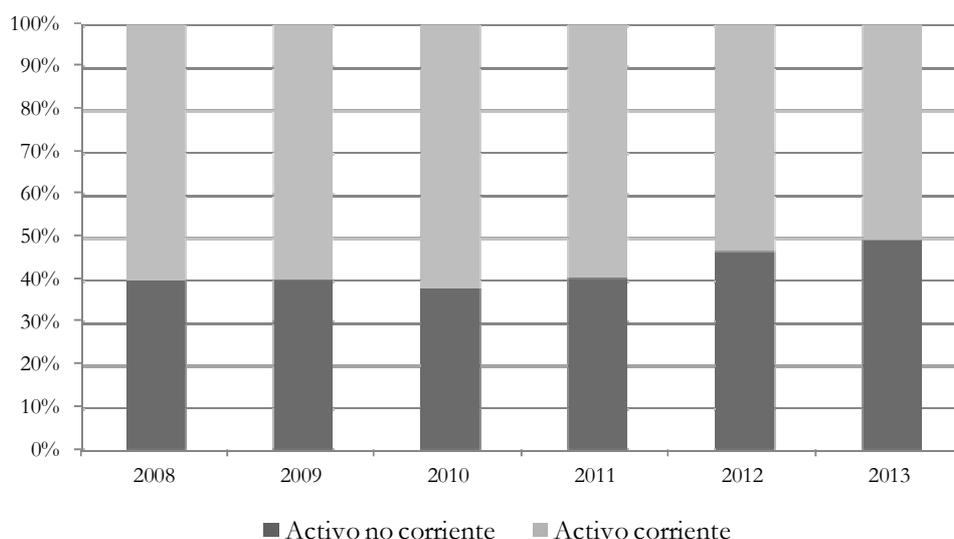
La condición de filial de Zeltia ha sido determinante para poder afrontar el elevado coste de investigación y desarrollo, ya que de otro modo hubiese sido muy difícil captar los fondos necesarios para desarrollar el proyecto, no solo por el riesgo inherente a una empresa biotecnológica, sino también por el tiempo que trascurre hasta que la inversión rinde beneficios.

3. EVOLUCION DE LOS ESTADOS CONTABLES DEL GRUPO ZELTIA

3.1. Balance

En el periodo 2008-2013 el peso relativo del activo corriente y no corriente varía. Como se aprecia en la FIGURA 1 a lo largo de los años el activo no corriente aumenta su volumen, pasando de representar el 39% del activo total en 2008 a representar el 49% en 2013.

FIGURA 1:
Composición del activo total del Grupo Zeltia.



Inmovilizado intangible del área oncológica es la respuesta a esta tendencia. En seis años el intangible de Pharma Mar ha experimentado un aumento de 94.6 millones de euros, pasando de tener un valor de 317 millones de euros en 2008 a 412 millones en 2013.

La TABLA 1 plasma el incremento del inmovilizado intangible de un año respecto al inmediato anterior.

TABLA 1:
Porcentajes horizontales del inmovilizado intangible del Grupo Zeltia (Tendencia anual).

	2013	2012	2011	2010	2009	2008
Inmovilizado intangible.	113%	112%	117%	113%	105%	100%

Concretamente, los Gastos de I+d son los que hacen a ésta partida aumentar su volumen anualmente. En seis años los Gasto de I+d aumentan un 2504%; siendo su valor de 557 mil euros en 2008 y de 13 millones de euros en 2013.

3.2. Cuenta de pérdidas y ganancias

El Grupo Zeltia no reporta resultados positivos hasta el ejercicio 2011.

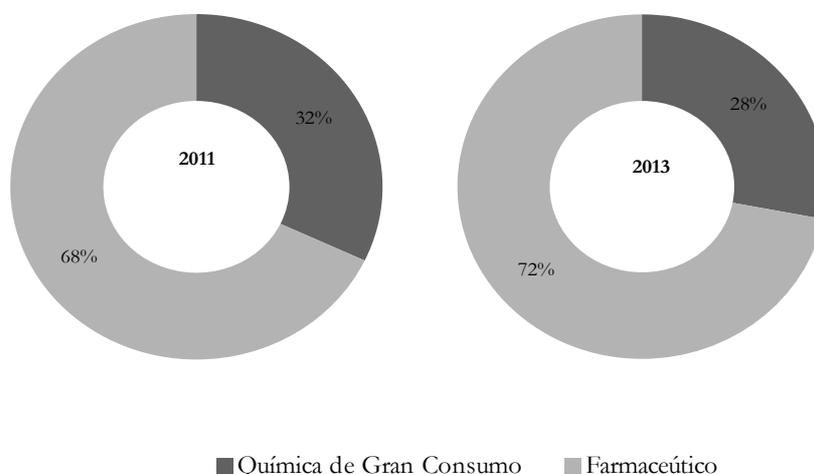
TABLA 2:
Resultados del ejercicio del Grupo Zeltia por sectores de actividad.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Química Gran Consumo	4.888	6.203	5.530	4.145	1.658	1.008
Farmacéutico	-43.152	-28.806	-10.913	1.551	23.012	15.441
TOTAL	-38.264	-22.603	-5.383	5.696	24.670	16.449

La descomposición por sectores del resultado del Grupo muestra como el segmento de la Química del Gran Consumo tiene beneficios a lo largo de los seis años estudiados. Resultados que son anulados por las grandes pérdidas del sector Farmacéutico hasta el año 2011.

Pharma Mar, empresa oncológica del Grupo, lanza en 2007 su primer producto al mercado (Yondelis) para el tratamiento de tejidos blandos. Sin embargo, y a pesar de tener un margen bruto superior al de los productos químicos de sus empresas hermanas (FIGURA 2), tarda cinco años en tener resultados mayores a cero. Esto se debe, principalmente a las elevadas cifras de los gastos de explotación, entre los que se incluyen; publicidad, propaganda y relaciones públicas. (Pharma Mar tiene su propia red de ventas con las que cubre el territorio europeo).

FIGURA 2:
Contribución al margen bruto del Grupo Zeltia por sectores.



4. ANALISIS RENTABILIDAD GRUPO ZELTIA

4.1. Rentabilidad económica (RE)

Refleja una tasa de rendimiento independiente de la forma en que la empresa financia sus activos y su cálculo es el siguiente:

$$RE = \frac{RAIT}{\text{Activo total}}$$

TABLA 3:

Rentabilidad económica del Grupo Zeltia; RE funcional y RE extrafuncional.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
RE activos funcionales	-46,81%	-13,30%	-5,64%	4,07%	9,14%	12,72%
RE activos extrafuncionales	15,94%	4,98%	2,52%	2,55%	4,98%	6,44%
Rentabilidad económica	-37,69%	-10,60%	-4,46%	3,88%	8,68%	12,21%

Hasta 2011 la rentabilidad económica no es positiva. La mayor parte de la RE obtenida por el Grupo Zeltia se obtiene por medio de activos funcionales.

La compañía no hace una apuesta fuerte por los activos extrafuncionales, ya que suponen el 5% del activo total, lo que hace que la RE y la REfuncional sean muy similares

La descomposición de la REfuncional nos ayuda a comprender mejor la evolución de los resultados del Grupo, tratado en el apartado 3.2.

4.1.1. Rotación de activos

Rotación de activos: nivel de ventas conseguido por cada euro invertido en activos funcionales.

$$\text{Rotacion} = \frac{\text{Ventas}}{\text{Afuncional}}$$

TABLA 4:

Rotación de activos del Grupo Zeltia.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Rotación Activos	1,33	0,77	0,91	0,88	0,87	0,95

Para comprender la evolución decreciente que ha seguido éste índice, en primer lugar analizaremos las ventas del Grupo.

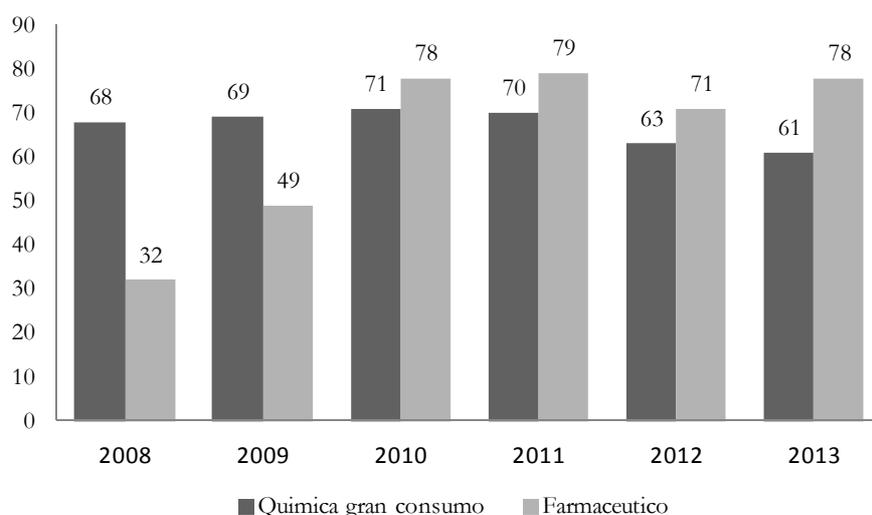
TABLA 5:

Ventas Grupo Zeltia.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Ventas	102.733	120.325	150.859	150.962	136.346	140.476

FIGURA 3:

Ventas Grupo Zeltia por Sectores (millones de €).



El volumen de ventas total aumenta un 36% en seis años. Mientras que las ventas del sector químico disminuyen ligeramente en el periodo 2008-2013, la facturación farmacéutica se dispara desde 2007, fecha del lanzamiento de su primer fármaco, y alcanza en 2013 los 78 millones de euros.

Por otro lado, el activo funcional sigue una tendencia constante, con un pico en 2010 y 2011.

TABLA 6:

Activo funcional del Grupo Zeltia.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Activos Funcionales	158.315	160.488	177.002	170.336	148.439	149.595

La escasa variación de estas dos magnitudes (ventas y activo funcional) explica el poco cambio de la rotación de activos en los años 2008-2013. El aumento de las ventas es la principal responsable de que la rotación disminuya 0,28 veces en los seis años.

4.1.2. Margen económico sobre ventas

Ganancia obtenida por cada euro facturado.

$$\text{Margen} = \frac{\text{RAITf}}{\text{Ventas}}$$

TABLA 7:

Margen económico sobre ventas del Grupo Zeltia.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Margen	-0,35	-0,17	-0,06	0,05	0,11	0,13

TABLA 8:
Descomposición del RAITf funcional del Grupo Zeltia.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Ingresos Explotación	122.852	143.625	161.243	178.390	161.778	164.682
Gastos Explotación	-159.647	-164.236	-170.553	-170.977	-146.864	-145.438
RAIT funcional	-37.055	-21.203	-9.517	7.066	14.567	18.956

Para un aumento de las ventas del 36% en seis años, los gastos de explotación se mantienen constantes. El RAITf pasa de ser negativo (-37 millones de €) en 2008 a los 18 millones en 2013). Esto se explica gracias al aumento de las ventas de productos farmacéuticos (FIGURA 3) y al mayor margen bruto que poseen (FIGURA 2).

4.2. Rentabilidad financiera (RF)

La gestión financiera de la firma viene determinada por rentabilidad financiera.

$$RF = RE - \text{Efecto apalancamiento financiero}$$

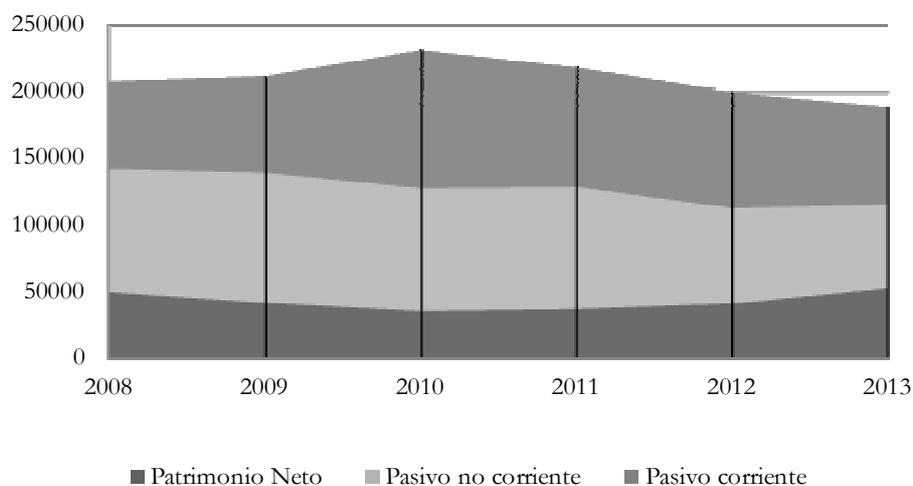
Lógicamente, al igual que la rentabilidad económica, hasta 2011, la rentabilidad financiera no es positiva. (Efecto apalancamiento financiero = $(RE - CF) * L$)

TABLA 9:
Descomposición RF; RE y Efecto apalancamiento.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Rentabilidad financiera	-2,60	-0,90	-0,69	0,06	0,51	0,58
Rentabilidad económica	-0,38	-0,11	-0,04	0,04	0,09	0,12
Efecto apalancamiento financiero	-2,22	-0,79	-0,65	0,03	0,43	0,46

A partir de 2011, cuando la Rentabilidad económica y el efecto apalancamiento son positivos, la gestión financiera de la deuda del Grupo comienza a mejorar en cuanto a, relación de endeudamiento (FIGURA 4) y al coste financiero.

FIGURA 4:
Deuda y Patrimonio Neto Grupo Zeltia.

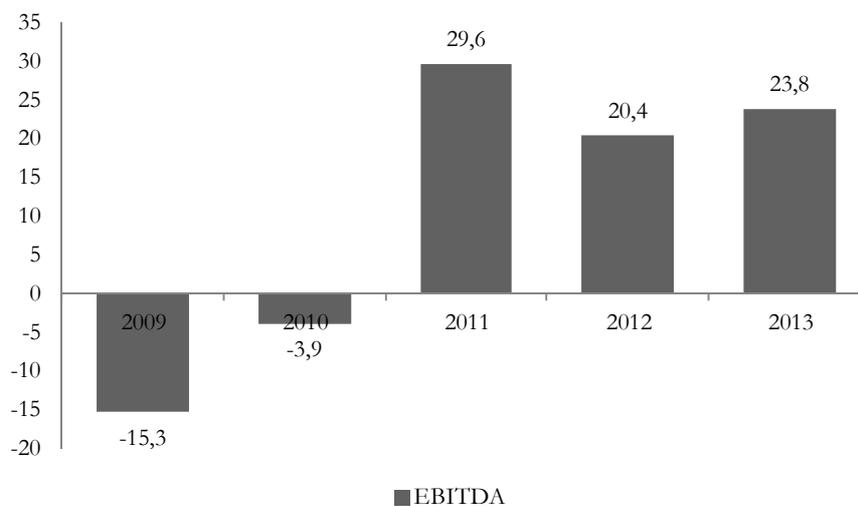


Quiero señalar que la RF de los años 2012 y 2013 es exageradamente alta, si comparamos con la evolución que traía de atrás esta magnitud. El fuerte debilitamiento que ha tenido el Patrimonio Neto durante los años de pérdidas de la compañía ha hecho que las rentabilidades contables se alejen de las que el mercado pueda dar.

4.3. EBITDA

Potencial que tiene la firma de gestionar la tesorería en sus actividades de explotación. Para el cálculo del EBITDA no se restan ni amortizaciones, ni las pérdidas por deterioro ni los resultados procedentes de enajenación del inmovilizado.

FIGURA 5:
EBITDA Grupo Zeltia (millones de €)



La contribución al EBITDA del segmento Química del Gran Consumo en los años 2009 y 2010 es mayor que la del segmento Farmacéutico. Ésta aportación cambia en 2012 y a partir de esta fecha el segmento Farmacéutico contribuye de mayor manera a este índice. Esto se explica, como anteriormente he comentado, al aumento de las ventas de fármacos y al mayor margen bruto que tienen éstos.

TABLA 10:
Contribución al EBITDA del Grupo Zeltia por segmentos.

	2009	2010	2011	2012	2013
Farmacéutico	-20,2	-5,9	29,4	22,8	26,2
Química Gran Consumo	11,2	10,0	8,6	4,9	3,8
EBITDA total	-9,0	4,1	38,0	27,7	30,0

5. LAS PATENTES EN LA INDUSTRIA FARMACEUTICA

Yondelis es el resultado de un cribado de compuestos marinos y años de investigación. Concretamente, más de veinte años le ha costado a Pharma Mar dar con el fármaco anticancerígeno. Tiempo que la compañía ha estado sin tener un solo ingreso. Solo la apuesta del Grupo Zeltia y la financiación por diferentes vías han permitido el avance de este fármaco.

¿Cuál hubiese sido el paradero de la compañía si no hubiese podido patentar este producto? La protección es fundamental en la industria farmacéutica.

Lanzar un medicamento al mercado lleva más o menos como media, unos 14-16 años, una inversión de 800 a 1000 millones de euros y empezar con unos 10.000 compuestos que se van cribando en las sucesivas etapas hasta obtener el ansiado fármaco. Años, dinero, trabajo para que al final a lo mejor el compuesto no pase la última barrera y todo se venga abajo. Afirma Busto (2014).

En la Unión Europea, Estados Unidos y en la mayoría de los países los derechos otorgados por las patentes son por un periodo de tiempo de 20 años. El tiempo efectivo de protección depende finalmente de la duración del periodo de desarrollo del fármaco antes de su lanzamiento.

La propiedad industrial es un activo clave para las farmacéuticas de marca. Ésta es crítica para asegurar un retorno razonable de la inversión en I+d.

El tema de la aspiración de las patentes es un tema polémico que siempre ha estado a la sombra de las empresas farmacéuticas, sobretodo porque la inversión en investigación que hacen éstas empresas no tiene comparación con la de ninguna otra.

“No creamos medicamentos para indios, sino para los que pueden pagarlo” es la respuesta del consejero delegado de Bayer ante desestimación de una demanda de la farmacéutica Novartis reclamando su derecho de patente sobre un medicamento en India.

¿Solo hay medicamentos para los que se lo puedan pagar?

Con el objetivo de obligar a los laboratorios a bajar sus precios para competir y apoyar a los fabricantes locales de genéricos, la Ley India establece lo siguiente: sólo "las innovaciones auténticas" pueden registrarse.

Y es que, este caso, ha movilizadado a la industria farmacéutica mundial, a los gobiernos y también a organizaciones humanitarias como Intermon Oxfam o Médicos sin Fronteras.

¿Invertirían las farmacéuticas en algo que no saben si saldrá adelante, y que caso de que salga pueda ser “copiado”? La industria farmacéutica reitera que sin un claro derecho de patente que defienda la propiedad de los descubrimientos y la remuneración compensatoria de los mismos no es posible garantizar que la investigación siga avanzado en la lucha contra la enfermedad.

La industria farmacéutica es una industria especial, íntimamente ligada al mundo de la salud, pero no hay que olvidar que las compañías farmacéuticas son negocios, y por tanto invierten en aquello que creen que generará dinero. Y es que “las farmacéuticas no son ONGs”. (Busto, 2014)

Ante esta situación, e

n España la patronal de los laboratorios farmacéuticos propone al Gobierno crear un entorno favorable para que invertir en investigación y desarrollo sea rentable.

Y es que, la aspiración de las patentes es un riesgo inherente a la industria farmacéutica mundial.

6. NORMATIVA CONTABLE SOBRE I+d

Montesinos (2012) expone lo siguiente;

La “investigación” se define como todo aquel estudio original y planificado emprendido con la finalidad de obtener nuevos conocimientos científicos o tecnológicos, mientras que el “desarrollo” es la planificación de los resultados de la investigación o de cualquier otro tipo de conocimiento científico a un plan o diseño para la producción de materiales, productos, métodos, procesos o sistemas, antes del comienzo de su producción comercial. (p.198)

6.1. Normativas Contables

La normativa contable vigente en España, PGC (2007), permite activar los gastos tanto de investigación como de desarrollo, la normativa internacional del IASB (NICs) sólo permite activar los gastos de desarrollo y la normativa estadounidense del FASB (US GAAP) no permite activar ninguno de ellos.

Pharma Mar elabora sus Cuentas Anuales de acuerdo al PGC (2007) español. Y el Grupo Zeltia elabora sus Cuentas Consolidadas con IFRS.

¿Cómo le afectaría a Pharma Mar cambiar su domicilio mercantil de España a EE.UU.? Moody’s propone los siguientes ajustes a los estados financieros para transformar Estados contables con IFRS a US GAAP:

Balance	-Reducción intangible por la cantidad acumulada de gastos de desarrollo capitalizados -Ajuste correspondientes impuestos diferidos -Reducir las ganancias acumuladas por el importe de los costes de desarrollo capitalizados, netos de impuestos.
Cuenta de Resultados	-Aumentamos los gastos de explotación por los gastos de desarrollo capitalizados en el ejercicio. -Quitar la carga de amortización en relación con los costes de desarrollo capitalizados(incluyendo cualquier cargo por deterioro) -Ajustar el gasto fiscal aplicable.
Estado de Flujos de Efectivo	-Reclasificación de los costes de desarrollo capitalizados desde una salida de efectivo de inversión para uan salida de efectivo de operaciones.

Si aplicamos estos ajustes a las cuentas de Pharma Mar, la situación de la empresa sería completamente diferente.

FIGURA 6:

Estructura Activo Pharma Mar (2013) con normativas PGC (2007) y US (GAAP)

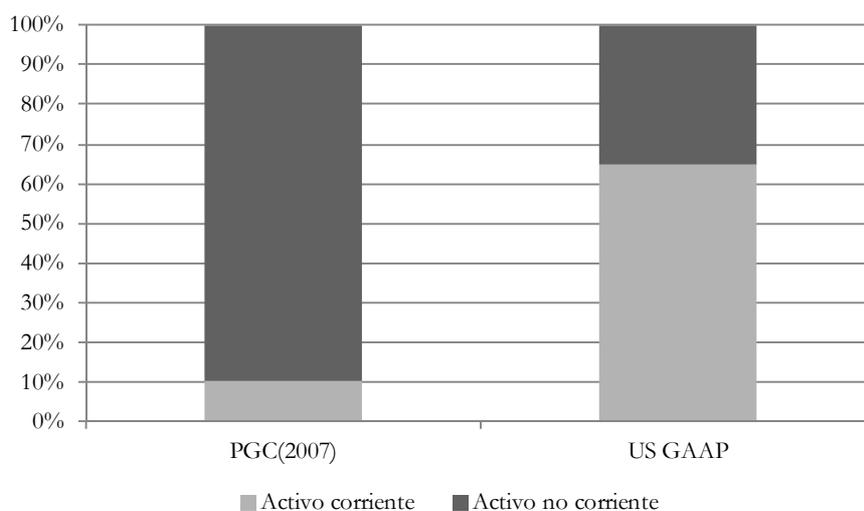
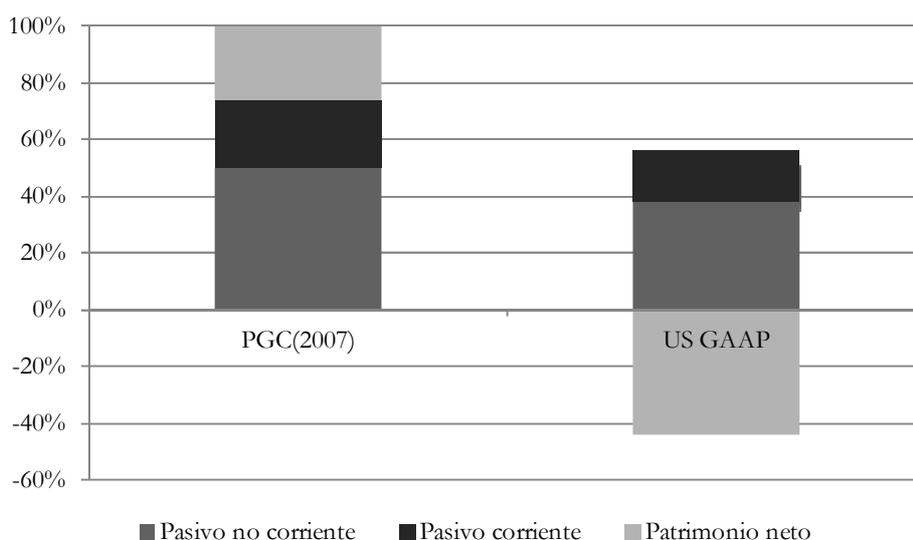


FIGURA 7:

Estructura Patrimonio Neto y Pasivo Pharma Mar (2013) con normativas PGC (2007) y US (GAAP)



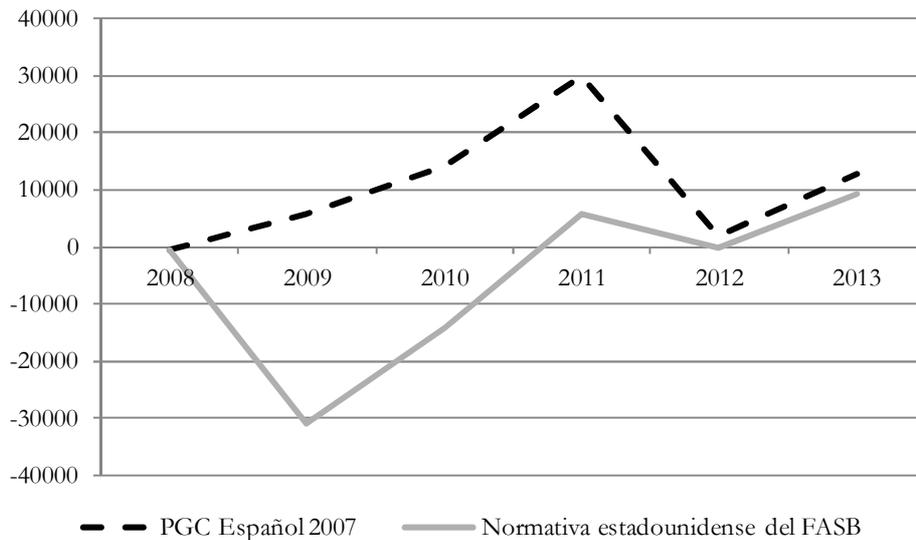
Como se aprecia en las figuras 6 y 7, la divergencia en la contabilización de los Gastos de I+d presenta a una misma compañía en situaciones patrimonialmente hablando opuestas.

Mientras que en España Pharma Mar tiene una posición normal, el equilibrio patrimonial que presenta en EE.UU. es de quiebra ($PN < 0$).

En cuanto a resultados del ejercicio, la FIGURA 8 muestra los diferentes resultados antes de impuestos que obtiene Pharma Mar según la aplicación de las distintas normativas contables en los años 2008-2013.

FIGURA 8:

Resultado Ejercicio antes de impuestos de Pharma Mar según las normativas contables española (PGC 2007) y estadounidense (FASB)



¿Quién valora mal a las empresas? ¿Quién tiene razón a la hora de contabilizar el Gasto en I+d?

Al fin y al cabo el Gasto en I+d es un intangible y tiene sus peculiaridades.

Desde la perspectiva estadounidense, porque vas a activar un activo que crees que un día provocará una reversión de la inversión si no lo sabes a ciencia cierta porque todavía no lo has llegado a descubrirlo.

En investigación nunca se sabe cuál va a ser el resultado final del proyecto. La línea de investigación puede pararse en cualquier momento.

Pero, ¿por qué no vas a ir advirtiendo a los usuarios de las Cuentas Anuales que estas trabajando en un proyecto de investigación y que probablemente tendrás un activo que ya has empezado a contabilizar? Que conozcan que estás trabajando en una línea que tiene probabilidades de éxito. Y si finalmente no la tiene, ya lo darás de baja.

Diferentes puntos de vista y ninguno con la razón absoluta.

¿Realmente, un analista no invertiría en Pharma Mar EE.UU. y si en Pharma Mar España?

Los analistas no siempre se dejan influir por la contabilidad. Un inversor estadounidense afloraría el activo de I+d, no se dejaría arrastrar solo por el análisis contable. El inversor sabe que estás trabajando con líneas de investigación que si dan sus frutos van a ser muy rentables.

Pharma Mar es una empresa que su intangible representa el 84% del total del activo. El tardío comienzo de actividad comercial hace que Pharma Mar no disponga de otros activos que camuflen la capitalización millonaria de Gastos de I+d.

La farmacéutica elabora sus Estados Contables conforme el PGC (2007) y Zeltia Grupo elabora sus Estados Consolidados con las IFRS. Es decir, Pharma Mar activa la investigación y el desarrollo y el Grupo Zeltia solo activa el desarrollo.

El sistema de desarrollo e investigación de compuestos se compone de tres etapas. En la primera, los productos (marinos en este caso) se recolectan y catalogan. En la segunda, denominada preclínica, se verifica la eficacia antitumoral del compuesto y se estudia su toxicidad, realizando pruebas en animales. Por último, la etapa clínica donde las pruebas se realizan con humanos, consta a su vez de tres fases: fase I, se evalúa la dosis de tolerancia y la toxicidad del compuesto en pacientes; fase II, se estudia su eficacia y seguridad en el tratamiento; y fase III, se analiza a gran escala y se compara con terapias existentes en el mercado, antes de su comercialización. Pharma Mar desarrolla la primera etapa en sus laboratorios de Madrid, la segunda en sus laboratorios de Cambridge y la última por medio de una red de oncólogos que trabajan en hospitales colaboradores a nivel mundial para generar notoriedad de los resultados obtenidos en los distintos estudios realizados.

Pharma Mar no especifica ni en sus Cuentas Anuales ni en los informes de gestión el porcentaje que supone el Gasto en investigación y desarrollo por separado. Pero conociendo cual es el sistema de investigación y desarrollo que sigue Pharma Mar y las definiciones de Investigación y Desarrollo arriba expuestas, podemos suponer y tirando a la baja que los Gastos de Investigación pueden suponer entre el 80 y 90% de los Gastos totales de I+d.

El hecho de no hacer públicos los importes por separado de investigación y desarrollo del ejercicio suscita a la picaresca. Zeltia Grupo elabora sus Estados Contables con IFRS, por lo que a los Directivos del Grupo, les interesa que los Gastos en Desarrollo sean elevados, para así, poder capitalizarlos y hacer que el activo del Grupo aumente. Por ello, la no publicación de estas cifras por separado invita a pensar que los Directivos pueden jugar con estos importes hacia su favor.

Sin embargo, comparando las Cuentas de Pharma Mar y Zeltia Grupo, si hay fraude, éste no llama la atención.

TABLA 11:

Porcentaje capitalizado de desarrollo por el Grupo Zeltia respecto al volumen de I+d capitalizado por Pharma Mar.

	2013	2012	2011	2010	2009	2008
Capitalización desarrollo	0,56%	0,68%	0,73%	1,01%	0,86%	0,51%

La normativa contable diferencia las actividades de investigación y desarrollo. Pero en la realidad, separar estas actividades y diferenciar los costes de cada una es complicado. En este punto entrarían las estimaciones y juicios contables que los Directivos de Zeltia y Pharma Mar pueden utilizar a su favor.

La contabilidad de los Gastos de I+d no es complicada ni compleja. Es delicada.

6.2. Fracaso de las líneas de investigación

Si existen dudas sobre el éxito técnico o rentabilidad económico-comercial del proyecto, los importes activados deberán imputarse directamente a pérdidas del ejercicio.

Pharma Mar tiene uno de los medicamentos aprobados y otros muchos en estudio. En primer riesgo que asume al ser una empresa farmacéutica es el de si sus líneas de investigación darán sus frutos y descubrirá fármacos que puedan curar a pacientes enfermos de cáncer. Y en segundo lugar, se enfrenta a la EMEA y a la FDA (Agencia de Estados Unidos de Administración de Alimentos y Medicamentos) para la autorización de la comercialización de sus medicamentos.

Así, las probabilidades de que las líneas de investigación de Pharma Mar fracasen a última hora y la consecuente imputación a pérdidas del ejercicio del importe dedicado a I+d son muy altas.

Este hecho, tal y como le paso a Noscira, S.A. (Filial de Zeltia) en 2012, podría llevar a Pharma Mar a una situación de desequilibrio patrimonial si su patrimonio neto disminuye por debajo de la mitad de la cifra de su capital social (artículo 363 1.d de la Ley de Sociedades de Capital)

7. ZELTIA EN BOLSA

“La eterna promesa”. Es como se refieren los expertos a Zeltia. “Un valor que a lo largo de su andadura bursátil se ha movido por expectativas que, en muchas ocasiones, no se han visto confirmadas con hechos.

Zeltia cotiza en bolsa como empresa individual. Pero los analistas saben que detrás de esta empresa se encuentra un grupo de empresas, entre las que se encuentra Pharma Mar.

Zeltia ha sido, durante muchos años, uno de los valores preferidos por los inversores. Y no es para menos: sólo con las expectativas de aprobación de determinado medicamento o con el mero hecho de iniciar investigaciones. Sin embargo, también ese ha sido su principal hándicap.” Explica Silvia Morcillo, (2012)

7.1. Ratios bursátiles

7.1.1. PER

Expectativas de Mercado acerca de las ganancias futuras de la empresa.

$$PER = \frac{\text{cotización}}{\text{Bº por acción}}$$

Zeltia al presentar pérdidas hasta 2011, no pudo realizar el cálculo del PER hasta 2012.

TABLA 12:
PER Zeltia

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
PER	-	-	-	-	71	46

A mayor PER, mayores serán las expectativas que el mercado deposita en los títulos de la compañía.

Por otra parte, el PER también indica el número de años que deberán transcurrir para recuperar la inversión.

Zeltia finaliza 2012 siendo una de las compañías con mayor PER del mercado.

De 2013 a 2012 el PER de la sociedad disminuye 25 puntos. En 2013 Pharma Mar obtiene el permiso de comercialización de Yondelis en diez nuevos países. Los inversores reaccionan ante este hecho y la cotización de la empresa se duplica.

Por otro lado, el beneficio por acción (denominador) se dispara en mayor proporción que la cotización y el ratio disminuye.

7.1.2. Ratio Capitalización bursátil / Fondos propios (Ratio Market to Book)

Expectativas de crédito de la empresa respecto a resultados futuros.

La evolución de este ratio deja patente el afán por los títulos de Zeltia cuando ésta anuncia avances sobre los productos farmacéuticos.

TABLA 13:
Capit Capitalización bursátil / Fondos propios Zeltia.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Capitalización bursátil / Fondos	11,23	13,60	14,70	20,35	17,22	10,34	6,55	9,76

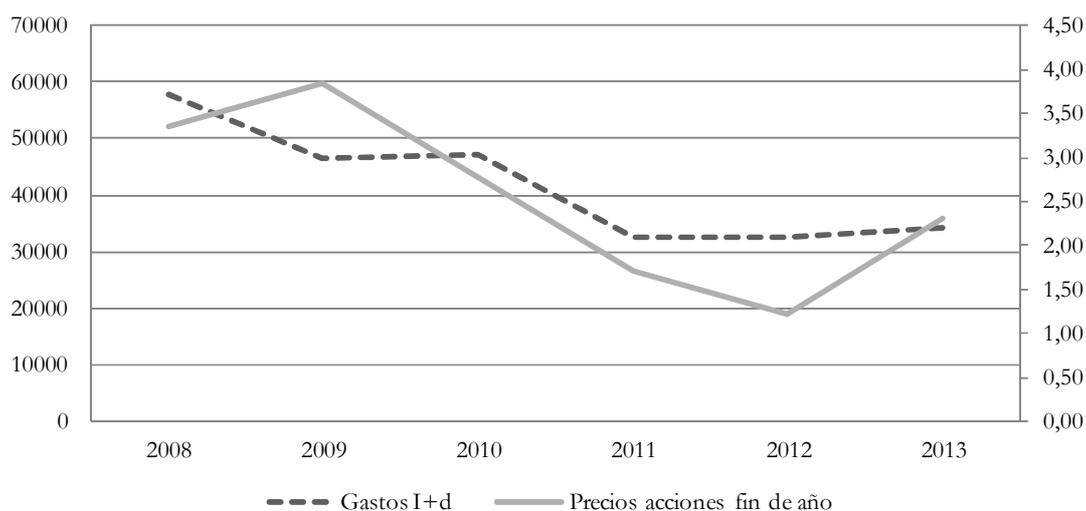
Los años donde éste ratio aumenta son 2009 y 2013. Fechas que coinciden con la comercialización de Yoldenis para cáncer de ovario en Europa y las nuevas catorce autorizaciones de comercialización de este fármaco en diez países respectivamente.

7.2. Factores de influencia en los precios de las acciones de Zeltia

El cambio estratégico del Grupo Zeltia ha complicado su información contable. Mas bien, complicado no sería el adjetivo adecuado, sino delicado. Es decir, Zeltia cuando solo se dedicaba al sector de Química de Gran Consumo disponía de un balance y cuenta de resultados normales, similares al de cualquier empresa con buen estado financiero. Sin embargo, la apuesta por la innovación biotecnológica ha sobrecargado el balance de inmovilizado intangible.

¿Realmente el mercado responde al volumen de inversión realizado en I+d?

FIGURA 9:
Gasto en I+d Grupo Zeltia vs Precio acciones Zeltia a final de año

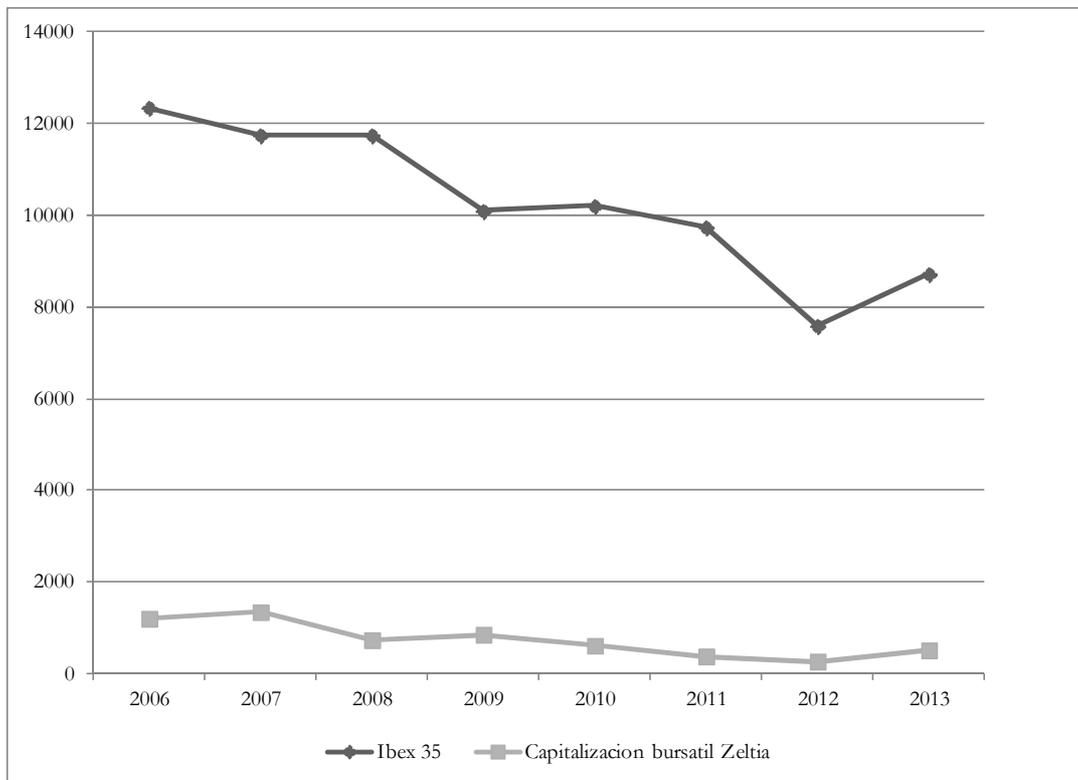


La FIGURA 9 deja claro que el mercado no responde a las inversiones que hace cada año el Grupo en I+d. Precio de las acciones y Gastos en I+d no evolucionan al unísono en el periodo 2008-2013.

¿Influye la evolución de los precios del mercado en la cotización de Zeltia?

FIGUAR 10:

Evolución IBEX 35 y capitalización bursátil de Zeltia.



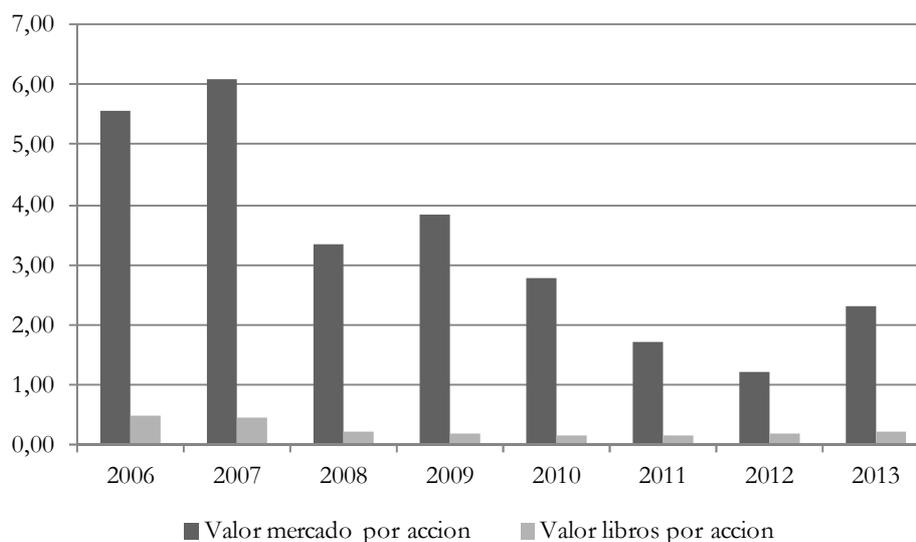
La cotización de Zeltia no se deja influenciar por la tendencia general que siguen los índices bursátiles. Zeltia vive su mejor momento en 2009 mientras que la mayoría de empresas marcan mínimos.

Observando los años en los que Zeltia llega a sus máximos valores en bolsa podemos concluir que estas fechas coinciden con momentos “clave” en los que la compañía ha dado anuncios de avance en sus fármacos.

Tanto en 2009 como en 2013 hay un repunte del precio de las acciones. Como he comentado anteriormente, en 2009 la Comisión Europea aprueba la comercialización de Yondelis administrado con dextroribicina liposomal pegilada para la iniciación de cáncer de ovario. Y en 2012, el mismo fármaco, consigue catorce nuevas autorizaciones de comercialización en diez países.

FIGURA 11:

Valor bursátil acciones Zeltia vs Valor acciones en libros Zeltia



A pesar de que la normativa contable española permite activar la “I” y la “d” el mercado valora por encima del valor contable a la compañía. El mercado valora el futuro, mientras que la contabilidad valora el presente.

8. ANALISIS SECTORIAL

El Grupo Zeltia está formado por dos sectores bien diferenciados:

- Sector Farmacéutico: con líneas de investigación en oncología, diagnóstico molecular e identificación genética y RNAi.
- Sector de Química de Gran Consumo: con líneas de investigación en fabricación y venta de productos para el cuidado del hogar y fabricación y venta de pinturas y barnices protectores de madera para profesionales y bricolaje.

Continuando con el hilo del trabajo, el análisis sectorial versa sobre el sector farmacéutico, y concretamente se centra en la empresa estrella de éste segmento, Pharma Mar.

8.1. Descripción del sector farmacéutico español

La crisis financiera no ha dejado de lado al sector farmacéutico español. La industria farmacéutica está viviendo un proceso de transformación.

Las medidas de contención del gasto sanitario, se hacen visibles en la caída de la rentabilidad de las empresas, reducciones de plantilla, cierres de centros de I+d, etc.

Una de las principales características de la industria farmacéutica española es la intensa regulación pública, que procede principalmente de dos fuentes: la Administración Central, con competencias básicamente por el lado de la oferta; y las Administraciones Autonómicas, competentes para regular el mercado farmacéutico por el lado de la demanda.

Según el estudio “Situación de la industria farmacéutica en España” elaborado por KPMG las preocupaciones actuales y futuras de los principales laboratorios de la industria española son mayoritariamente, la reducción de precios y los retrasos en el cobro de la deuda con las distintas Administraciones Autonómicas. A su vez, esto tiene reflejo en las preocupaciones internas por la capacidad de mantener márgenes y de gestionar el capital circulante.

Ante esta preocupante situación las compañías farmacéuticas y biotecnológicas están reaccionando con fusiones y adquisiciones o bien con alianzas estratégicas que les permiten tener un proceso eficiente de asignación de recursos a lo largo del camino de desarrollo de un fármaco.

8.2. Análisis sectorial farmacéutico español

El análisis que se presenta a continuación contiene una muestra de 224 empresas españolas dedicadas a la Fabricación de Especialidades Farmacéuticas. En adelante, empresas farmacéuticas.

El objetivo de este apartado es comparar Pharma Mar con las empresas españolas que realizan la misma actividad que ella.

FIGURA 12:

Composición estructura activo Pharma Mar y empresas sector farmacéutico

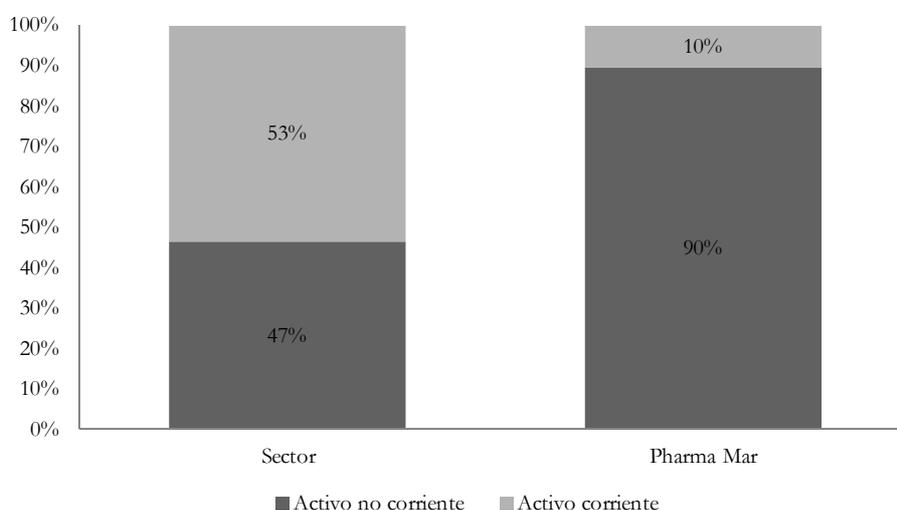
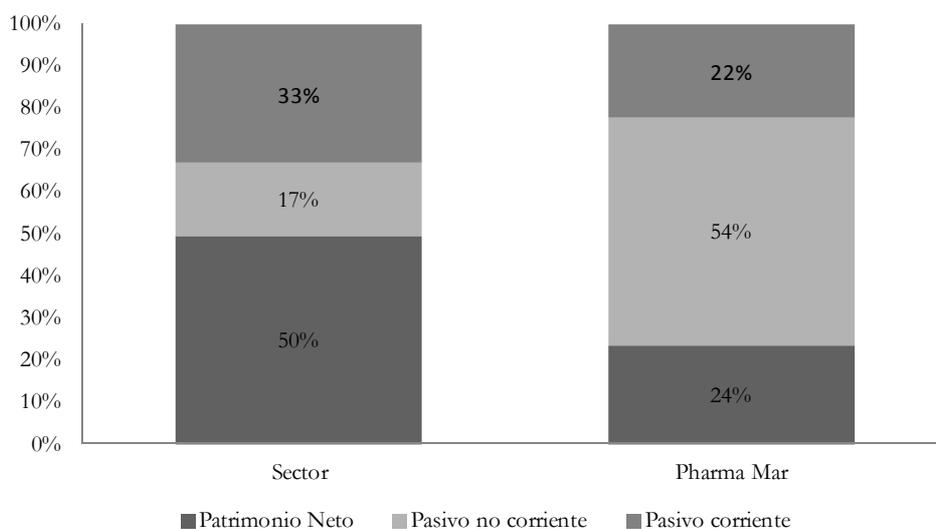


FIGURA 13:

Composición estructura patrimonio neto y pasivo Pharma Mar y empresas sector farmacéutico



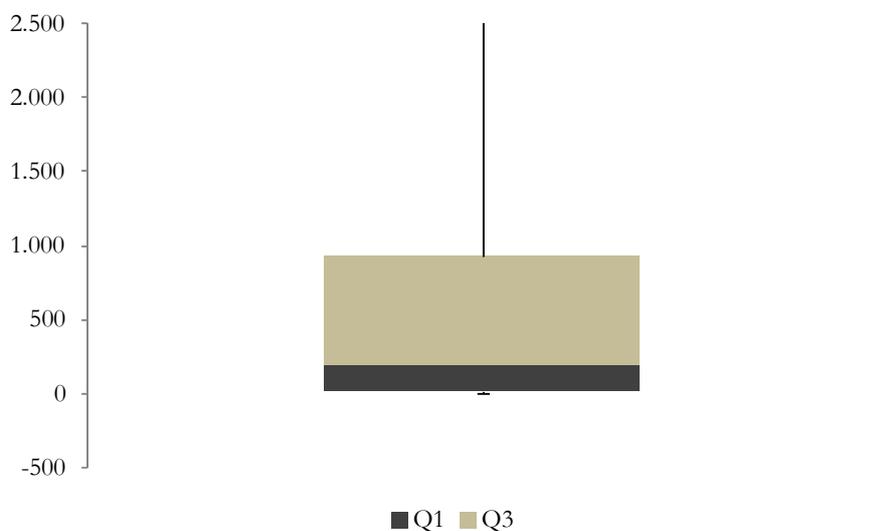
Pharma Mar tiene una estructura económica y financiera muy alejada de la del sector. En cuanto a composición del activo Pharma Mar tiene un activo corriente que supone el 90% del activo total, mientras que en el sector éste solo supone el 44% del activo total.

Si estudiamos el inmovilizado intangible, Pharma Mar es una de las farmacéuticas española que más invierte en este activo (409 millones de €).

La mediana del sector es de 197 mil € de intangible. El cuartil 3, FIGURA14, nos indica que el 75 % de las farmacéuticas tiene un intangible inferior a 934 mil €. Situándose Pharma Mar entre las tres empresas con mayor inversión en intangible.

FIGURA 14:

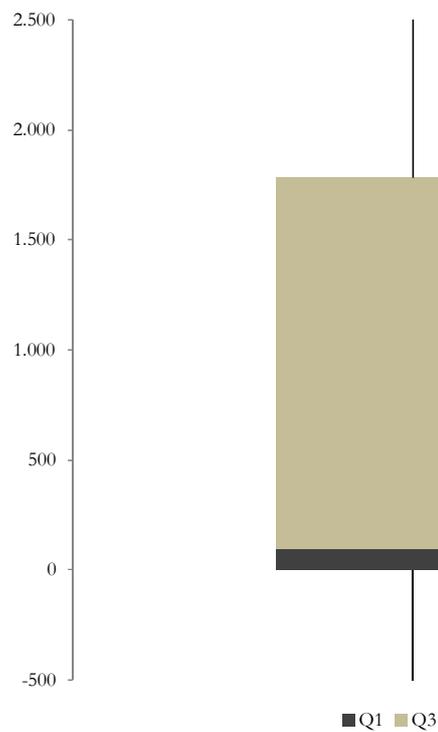
Grafico cajas inmovilizado intangible de las empresas del sector farmacéutico (2012).



En 2012, Pharma Mar tiene un resultado del ejercicio de 9.531 €. El 75% de las compañías tiene resultados inferiores a 1.757 mil €. Pharma Mar, se encuentra en el Percentil 91, es decir, solo el 9% de las farmacéuticas españolas tiene resultados superiores a ella.

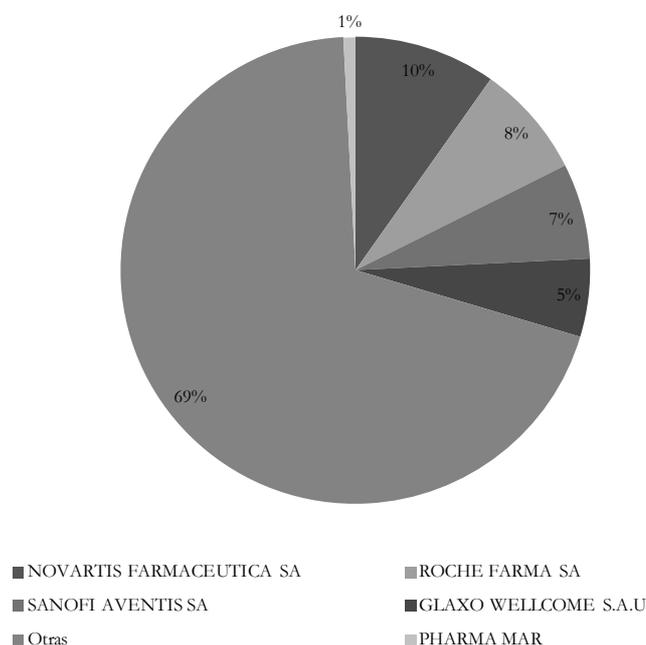
FIGURA 15:

Grafico cajas Resultados del ejercicio de las empresas del sector farmacéutico (2012).



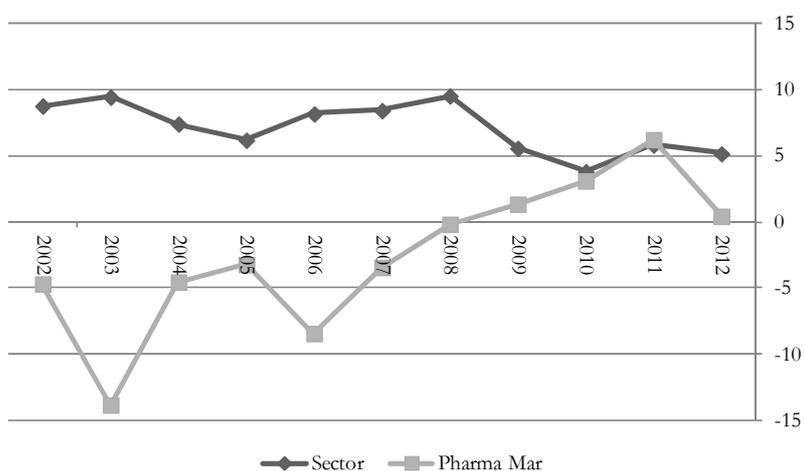
Sin embargo, las ventas de Pharma Mar representan un 1% del total de la facturación del sector farmacéutico.

FIGURA 16:
Distribución ventas sector farmacéutico español 2012.



En los años de investigación en los que Pharma Mar no tiene negocio su rentabilidad se aleja de la del sector. Cuando empieza a comercializar su rentabilidad económica comienza a crecer acercándose a la de las demás farmacéuticas.

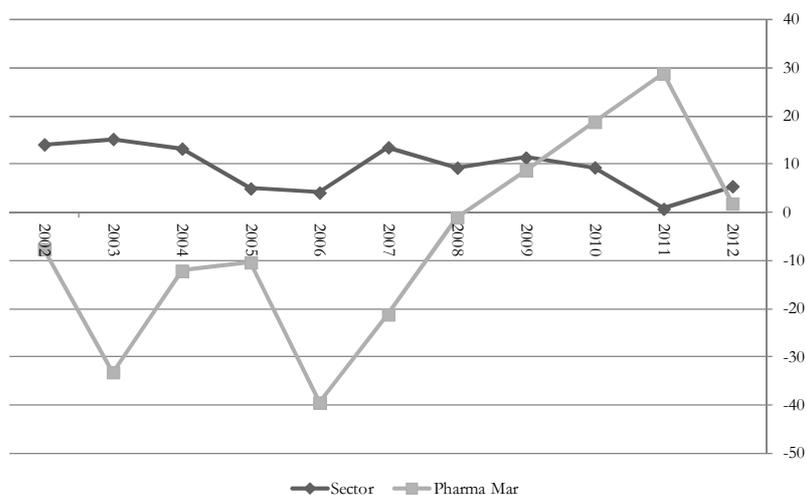
FIGURA 17:
Rentabilidad económica sector farmacéutico español.



Similar ocurre con la rentabilidad financiera. A partir de la fecha en la que sale al mercado Yondelis, la rentabilidad financiera de Pharma Mar cambia su tendencia negativa y aumenta, asemejándose hacia la del sector.

FIGURA 17:

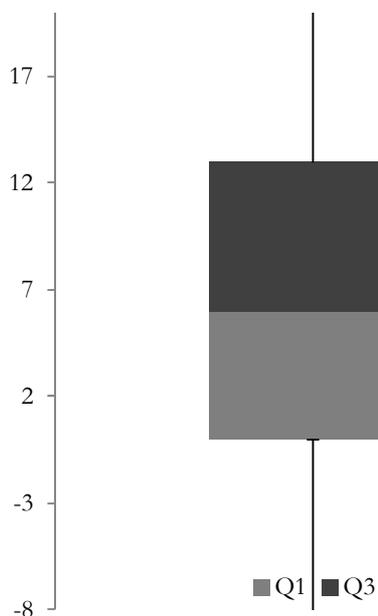
Rentabilidad económica sector farmacéutico español.



Por último, dentro del Grupo Zeltia, el margen de los productos farmacéuticos destacaba frente al de los químicos. Sin embargo, dentro del sector farmacéutico el 55% de las empresas tiene un margen superior al de Pharma Mar, que se sitúa dentro del Percentil 45.

FIGURA 18:

Grafico cajas Margen de las empresas del sector farmacéutico (2012).



el Percentil 1 del EBITDA en 2012 es de 20 mil € y el 3 de 3.002 mil €. Concretamente, el 97% de las farmacéuticas tienen un EBITDA inferior al de Pharma Mar.

9. CONCLUSION

Tras el análisis de la evolución temporal de los Estados Contables Consolidados del Grupo Zeltia, el análisis de la rentabilidad, tanto económica como financiera. El impacto de las patentes en la industria farmacéutica, el estudio de las diferentes normativas contables en materia de I+d, la evolución en bolsa de Zeltia y el análisis sectorial farmacéutico la conclusión se expone a continuación.

La apuesta y el cambio de estrategia que hace el Grupo Zeltia hacia el segmento farmacéutico se hacen patentes en la evolución de sus Estados Contables Consolidados.

Año tras año Zeltia aumenta la inversión en el área oncológica, hecho que se refleja en el aumento anual del inmovilizado intangible del Grupo.

Asimismo, tras más de veinte años de búsqueda y sobrevivir con las ayudas del Grupo Zeltia y otras formas de financiación, la filial Pharma Mar comercializa en 2007 su primer fármaco antitumoral contra el sarcoma de tejidos blandos.

Este hito se refleja en la Cuenta de Pérdidas y Ganancias del Grupo. Conforme pasan los años el Grupo Zeltia va saneando sus cuentas hasta obtener resultados positivos en 2011.

A su vez, tras la aprobación para la comercialización de Yondelis, el aumento disparado de las ventas del antitumoral hace que la Rentabilidad Económica del Grupo pase tener una tendencia negativa a ser positiva en 2011.

El margen económico sobre ventas de los productos farmacéuticos es superior al de los productos de la Química del Gran Consumo. Hecho que influye de manera significativa en el EBITDA del Grupo.

La apuesta en dimensiones tan grandes por la Investigación y el Desarrollo farmacéutico expone a Pharma Mar, y a todo el Grupo Zeltia, a diversos riesgos inherentes al proyecto. En primer lugar la rápida aspiración de las patentes (10 a 20 años) puede hacer a que la compañía no retorne todo el gasto de I+d. Y en segundo lugar, puede darse el caso de que las líneas de investigación de la compañía farmacéutica no den con la clave y el proyecto fracase.

En el primer caso, la ausencia de protección intelectual o la corta vida de las patentes hacen que las empresas de genéricos sean una gran amenaza para Pharma Mar. Una competencia en precios haría imposible que la inversión retornase.

En segundo lugar, en el caso más negativo, en el que las empresa no hubiese podido comercializar Yondelis y las líneas de investigación abiertas fracasasen, dar de baja un activo intangible por valor de 441 millones de euros en una compañía de 491 millones de euros llevaría a una situación de quiebra total a Pharma Mar y arrastraría a todo el Grupo.

En quiebra se situaría también la compañía si su domicilio social se encontrase en EE.UU. Las diferencias entre las normativas contables europeas y estadounidenses muestran a la compañía es una situación completamente antagónica.

El simple hecho de poder o no poder activar los Gastos de I+d son cruciales a la hora de valorar Pharma Mar.

La dependencia del Grupo de Pharma Mar, y esta de su activo intangible mencionada en el Resumen del presente trabajo, queda demostrada tras su finalización. Si las líneas de investigación y desarrollo fracasan, Pharma quebraría inmediatamente y con ella todo el Grupo Zeltia.

Por último, la incertidumbre y la esperanza que rodean a Pharma Mar ha hecho que Zeltia haya sido uno de los valores más demandados en el Mercado Continuo.

Las decisiones de la EMEA y la FDA siembran a la vez la euforia y el pánico entre sus inversores.

Dentro del sector, Pharma Mar está bien posicionada, el EBITDA es uno de los mayores del sector y sus rentabilidades económicas y financieras están en proceso de crecimiento.

Lo cierto es que el Grupo Zeltia ha conseguido cambiar radicalmente su estrategia, destinado todos sus recursos a la investigación marina. Pharma Mar tiene uno de sus medicamentos aprobados y otros muchos en estudio, por lo que se la jugará a una sola carta a que la EMEA y la FDA le aprueben dichos medicamentos.

Se podría decir que el Grupo Zeltia se asemeja a un billete de lotería.

BIBLIOGRAFIA

Libros

- Montesinos Julve, V. (2010). Fundamentos de contabilidad financiera. Ed. Pirámide.
- Archel,P., Lizarraga, F., Sánchez, S. y Cano, M. (2010). Estados contables; elaboración, análisis e interpretación. 3ª edición. Ed. Pirámide.

Artículos de revista

- Anonimo (2011). Zeltia Farmacia del Mar. *El Pais Semanal*.

Artículos de prensa:

- De Benito, E. (2014) “No creamos medicamentos para indios, sino para los que pueden pagarlo”. *El Pais*.
http://sociedad.elpais.com/sociedad/2014/01/23/actualidad/1390497913_508926.html
- Anónimo (2012). El Tribunal Supremo apoya la ley india de patentes y falla en contra de Novartis. *El Mundo*. *El Mundo*. Recuperado el 29 de mayo de 2014 de <http://www.elmundo.es/elmundosalud/2013/04/01/noticias/1364813695.html>
- Molina, C. (2007). La industria farmacéutica promete más inversión si se frena a los genéricos. *Cinco Dias*. Recuperado el 29 de mayo de 2014 de http://cincodias.com/cincodias/2007/05/08/empresas/1178631579_850215.html
- Anónimo (2007). El debate de las patentes farmacéuticas. *ABC.es*. Recuperado 30 de mayo de http://www.abc.es/hemeroteca/historico-07-08-2007/abc/Opinion/el-debate-de-las-patentes-farmaceuticas_164290588924.html
- Anónimo (2012). Zeltia sube en Bolsa un 3,6% tras lograr 'Yondelis' 10 nuevas autorizaciones para cáncer de ovario. *Europa Press*. Recuperado el 30 de mayo de 2014 de <http://www.europapress.es/galicia/noticia-zeltia-sube-bolsa-36-lograr-yondelis-10-nuevas-autorizaciones-cancer-ovario-20121203110258.html>

Material consultado en Internet

- www.zeltia.com
- <http://www.pharmamar.com/>
- www.cnmv.es
- <http://www.bolsasymercados.es/mab/esp/marcos.htm>

- -González S. (2008). PHARMAMAR S.A. “EXPLORANDO EL MAR EN BUSCA DE TESOROS MARINOS”. Recuperado 1 de abril de 2014, de <http://openmultimedia.ie.edu/OpenProducts/Pharmamar/Pharmamar/pdf/curso.pdf>
- MKM (2010). Canadá autoriza Yondelis para el cáncer de ovario. Recuperado el 23 de mayo de 2014, de <http://www.mkm-pi.com/biotech/canada-autoriza-yondelis-para-el-cancer-de-ovario-3/>
- Morcillo S. (2012). Zeltia, de nuevo comienza a "prometer" con su cotización. Recuperado el 28 de mayo de 2014, de <http://www.estrategiasdeinversion.com/noticias/20121004/zeltia-nuevo-comienzo-prometer-cotizacion>
- Beneytez. B. (2009). Grupo Zeltia: mirando al mundo. Recuperado el 3 de mayo de 2014, de <http://www.internazionalia.com/wp-content/uploads/2012/02/Caso-Zeltia.pdf>
- Busto, H. (2014). La industria farmacéutica y la propiedad intelectual. Recuperado el 29 de mayo de 2014 de <http://mascienciapf.blogspot.com.es/2014/02/la-industria-farmacautica-y-la.html>
- Piñeiro Groba, D. (2003). PharmaMar: Una Aplicación de la Teoría de Opciones Reales a la Valoración de Empresas Farmacéuticas. Recuperado el 8 de mayo de 2014 <http://xiforofinanzas.ua.es/programa/trabajos/1097.pdf>

Soporte

- Hoja de cálculo (Modeloanálisis.xls)

Otros

- Plan General de Contabilidad Español (Real Decreto 1514/2007 de 16 de noviembre)
- Ley de sociedades de capital, 2011. España.
- Cuentas Anuales Consolidadas Grupo Zeltia
- Cuentas Anuales Pharma Mar S.A.
- Rottino, W. (2010). Moody's Approach to Global Standard Adjustments in the Analysis of Financial Statements for Non-Financial Corporations. Moody's Inverstors Service

