



UNIVERSITAT DE  
BARCELONA



## ALMIRALL S.A.<sup>1</sup>

### 1. INTRODUCCIÓ D'ALMIRALL SA

Almirall és una empresa farmacèutica catalana amb seu a Barcelona, fundada el 1943, i té el següent **objecte social**, entre d'altres:

- a) *La compra, fabricació, emmagatzematge, comercialització i mediació en la venda d'especialitats i productes farmacèutics i de tot tipus de matèries primeres emprats en l'elaboració d'aquestes especialitats i productes farmacèutics.*
- b) *La compra, fabricació, emmagatzematge, comercialització i mediació en la venda de cosmètics, productes químics, biotecnològics i de diagnòstic per a ús humà, veterinari, agroquímica i alimentari, així com de tota classe d'estrís, complements i accessoris per a la indústria química, farmacèutica i clínica.*
- c) *La investigació de principis i productes químics i farmacèutics.*

D'una banda, la seva **missió** és oferir solucions mèdiques per a la societat actual i les generacions futures. D'altra banda, la seva **visió** és «ser una companyia líder en àrees especialitzades, amb un focus important en la salut de la pell, que atén les necessitats dels professionals de la salut i d'aquelles persones a les quals aquests ajuden.»

---

<sup>1</sup> Aquest treball ha estat realitzat per Bernat Pujol, estudiant del Màster en Comptabilitat i Fiscalitat Universitat de Barcelona. El treball ha estat tutelat per Antoni Somoza

En referència a la seva **estratègia**, es fonamenta en:

- Impulsar el creixement en dermatologia i estètica mèdica i alhora optimitzar el valor del *portfoli*.
- Ampliar el *portfoli* i el *pipeline* en les àrees terapèutiques de prioritats mitjançant una combinació eficaç R+D i desenvolupament corporatiu.
- Expandir-se internacionalment en països clau.
- Ser més competitiu a través d'una major proximitat als clients.
- Promoure una organització amb uns valors sòlids

Amb el pas del temps, Almirall s'ha transformat en una companyia farmacèutica destacada, sortint a borsa el 2007.

## 2. ANÀLISIS PRÈVI

### 2.1 EL MERCAT I LA COMPETÈNCIA

La indústria farmacèutica va sorgir a partir d'activitats diverses relacionades amb l'obtenció de substàncies utilitzades en medicina al començament del segle XIX. Amb el pas dels anys i les guerres, aquesta indústria ha ajudat a eradicar importants malalties que ha patit l'ésser humà, malalties que avui dia pocs tenim coneixement.

La indústria farmacèutica té un pes molt rellevant en l'economia mundial. Majoritàriament, les companyies més importants del sector són multinacionals estrangeres, però existeixen en el mercat nacional altres empreses farmacèutiques també rellevants.

Nacionals		Multinacionals	
• Cinfa	• Zeltia	• Bayer	• Pfizer
• Almirall	• Grup Uriach	• Novartis	• Gsk
• Faes farma	• Esteve	• Sanofi	• Jhonson& Jhonson
• Ferrer		• Roche	

En l'annex [6.2](#) s'amplien les dades econòmiques que mostra la taula anterior: s'ensenya les deu majors companyies farmacèutiques per facturació, que van arribar a registrar durant el 1T del 2017, 192.600 milions de dòlars o 163.640 milions d'euros.

Es pot exemplificar amb l'estadística, que mostra un creixent increment de les vendes de la indústria farmacèutica mundial imparabile, que encara els pròxims anys amb previsions notablement millors encara. En aquest sentit, la consultora Evaluate apunta a un creixement mitjà anual fins al 2022 de 6,5%, passant així dels 764.000 milions de dòlars registrats el 2016 a superar el bilió de dòlars el 2022. Aquest creixement vindrà impulsat per l'entrada d'innovacions, que es veuran traduïdes en un increment notable de les vendes. (vegeu més dates en l'annex, [6.3](#))

Afegir que, la indústria farmacèutica està estrictament regulada i que les companyies són altament influents en l'àmbit polític internacional, que han pugat pels seus propis interessos en la formulació de noves i millors lleis que les protegeixen; i potser per això, l'opinió pública no els hi és favorable. Una bona mostra és que durant el 2017 les cotitzacions de les companyies farmacèutiques, en especial les nacionals, es van veure afectades pel projecte de regulació farmacèutica europea, més estricte, que ha volatilitzat aquests valors a la borsa.

## 2.2 PRODUCTE I POSICIONAMENT

Almirall compta amb tres centres R + D a Alemanya, Suïssa i Espanya, així com un petit grup als EUA dedicat a activitats clíniques i reguladores. Les principals plantes de fabricació d'Almirall estan ubicades a Catalunya i Alemanya, unes instal·lacions de producció d'avantguarda, equipades amb la tecnologia més avançada que compleixen amb els estàndards de fabricació internacionals. Per exemple, la seva planta de fabricació de Sant Andreu de la Barca està avalada tant per l'Agència Europea dels Medicaments com per l'Administració dels Medicaments i Aliments dels EUA. El seu *portfoli* -diversificat i dinàmic- proporciona als seus investigadors una oportunitat única de desenvolupament de productes.

En referència als seus productes, Almirall té com a objectiu marcar una diferència positiva en la salut i la qualitat de vida dels pacients, i posa a disposició els seus productes en les següents àrees terapèutiques:

- |  |   |
|--|---|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>1. Cardiovasculars,</li> <li>2. Cosmètic,</li> <li>3. Dermatologia,</li> <li>4. Gastrointestinal,</li> <li>5. Osteomuscular,</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>6. Sistema respiratori,</li> <li>7. Sistema nerviós,</li> <li>8. Urologia,</li> <li>9. Altres àrees terapèutiques</li> </ul> |
|--|---|

La internacionalització és un dels pilars estratègics d'Almirall i amb els pas dels anys ha aconseguit consolidar la seva presència internacional de forma notable. Almirall disposa de presència a més de 70 països dels cinc continents, a través de 13 filials i una xarxa estratègica de col·laboradors.

En relació al detall de les seves vendes netes durant el 2016, el 51% va ser per dermatologia, el 15,1% per gastrointestinal i metabolisme, el 17,4% a altres especialitats terapèutiques, el 8,6% a respiratòria i el restant, un 8% pel servei nerviós central. Pel que fa a la seva distribució geogràfica, el mercat nacional té un pes  $\approx 25\%$ , la UE del  $\approx 37\%$ , altres països de l'OCDE el 31% i la resta de països el 7%.

En referència als seus RRHH, Almirall tenia durant el 2017 un equip de 1.905 persones, de 28 nacionalitats diferents, distribuït en un 47% homes i un 53% dones. L'antiguitat mitjana dels seus treballadors a la companyia és de 13 anys aproximadament, i han rebut una formació de 26,5 hores per empleat durant el 2016.

### **3. ELS ESTATS FINANCERS CONSOLIDATS**

En referència al seu capital social, està constituït per 20.754.134,40€ i dividit en 172.951.120 accions ordinàries, de 0,12€ de valor nominal cadascuna d'elles. Totes les accions es troben íntegrament subscrites i desemborsades. Seguidament es presenta els següents estats auditats dels tres últims exercicis -2015, 2016 i 2017-.

### 3.1 BALANÇ DE SITUACIÓ CONSOLIDAT

<b>BALANÇ DE SITUACIÓ consolidat</b>	<b>Any 2015</b>	<b>Any 2016</b>	<b>Any 2017</b>
<b>ACTIU</b>			
<b>Actiu no corrent</b>	<b>1.385.262</b>	<b>2.079.975</b>	<b>1.661.082</b>
Fons de comerç	347.310	432.765	341.815
Im. Immaterial	412.693	992.996	730.316
Im. material	127.795	132.298	128.317
Actius financers	180.586	194.441	191.959
Actius per impostos diferits	316.878	327.475	268.675
<b>Actiu corrent</b>	<b>1.147.083</b>	<b>738.553</b>	<b>515.363</b>
Existències	87.124	91.040	83.743
Realitzable	462.005	398.014	220.078
Disponibile	597.954	249.499	211.542
<b>TOTAL ACTIU</b>	<b>2.532.345</b>	<b>2.818.528</b>	<b>2.176.445</b>
<b>PATRIMONI NET</b>	<b>1.462.582</b>	<b>1.520.280</b>	<b>1.133.680</b>
Capital	20.754	20.754	20.754
Prima emissió	219.890	219.890	219.890
Reserva legal	4.151	4.151	4.151
Altres reserves+	1.068.086	1.166.912	1.209.391
Ajustaments de valoració y altres	-14.143	-19.878	-20.547
Diferències de conversió	32.018	52.972	4.002
Resultat exercici	131.826	75.479	-303.961
<b>PASSIU</b>	<b>1.069.763</b>	<b>1.298.248</b>	<b>1.042.765</b>
<b>Passiu no corrent</b>	<b>768.207</b>	<b>926.663</b>	<b>694.358</b>
Ingressos diferits	201.721	162.171	130.368
Deutes financers ll/t	315.883	317.187	250.000
Passius per impostos diferits	125.416	233.403	140.163
Obligacions prestacions socials	63.813	71.939	71.157
Provisions	18.526	17.792	50.572
Altres passius no corrents	42.848	124.171	52.098
<b>Passiu corrent</b>	<b>301.556</b>	<b>371.585</b>	<b>348.407</b>
Deutes financers c/t	3.835	3843	72
Creditors comercials	225.306	237261	140.604
Passius impostos corrents	9.863	23681	12.639
Altres passius corrents	62.552	106800	195.092
<b>TOTAL PASSIU + PATRIMONI NET</b>	<b>2.532.345</b>	<b>2.818.528</b>	<b>2.176.445</b>

### 3.2 COMPTE DE PÈRDUES I GUANYYS CONSOLIDAT

<b>PÈRDUES I GUANYYS consolidat</b>	<b>Any 2015</b>	<b>Any 2016</b>	<b>Any 2017</b>
Import net de la xifra de negoci (INXN)	<b>684,985</b>	<b>764,361</b>	<b>639,381</b>
Altres ingressos	84,015	94,854	116,404
<b>Ingressos d'explotació</b>	<b>769,000</b>	<b>859,215</b>	<b>755,785</b>
Aprovisionaments	<b>-150,787</b>	<b>-162,771</b>	<b>-173,005</b>
<b>Marge brut</b>	<b>618,213</b>	<b>696,444</b>	<b>582,780</b>
Despeses personal	<b>-188,381</b>	<b>-227,769</b>	<b>-204,072</b>
Variació neta correccions valoratives	<b>-2,534</b>	<b>-1,387</b>	<b>-8,218</b>
Altres despeses d'explotació	<b>-229,445</b>	<b>-270,475</b>	<b>-251,051</b>
B°/P° netes per venda d'actius	44,217	30,089	<b>-2,222</b>
Altres B°/P° de gestió corrent	697	0	0
Resultat deteriorament im. material/intangible i FC	<b>-241</b>	<b>-15,000</b>	<b>-323,573</b>
<b>EBITDA</b>	<b>242,526</b>	<b>211,902</b>	<b>-206,356</b>
Amortitzacions	<b>-74,250</b>	<b>-100,296</b>	<b>-103,660</b>
<b>Benefici abans interessos i impostos (BAII) ó EBIT</b>	<b>168,276</b>	<b>111,606</b>	<b>-310,016</b>
Variació valor raonable instruments financers	19,527	<b>-3,709</b>	<b>-4,500</b>
Ingressos financeres	2,825	3,443	1,606
Despeses financeres	<b>-16,572</b>	<b>-19,686</b>	<b>-22,387</b>
Diferències de canvi	<b>-1,420</b>	983	14,234
<b>Resultat financer</b>	<b>4,360</b>	<b>-18,969</b>	<b>-11,047</b>
<b>Benefici abans d'impostos (BAI)</b>	<b>172,636</b>	<b>92,637</b>	<b>-321,063</b>
Impost de societats	<b>-40,810</b>	<b>-17,158</b>	17,102
<b>RESULTAT DE L'EXERCICI</b>	<b>131,826</b>	<b>75,479</b>	<b>-303,961</b>

**BPA**

**0.76**

**0.44**

**-1.76**

### 3.3 ESTAT DE FLUXOS D'EFECTIU

<b>ESTAT DE FLUXOS D'EFECTIU consolidat</b>	<b>Any 2015</b>	<b>Any 2016</b>	<b>Any 2017</b>
Benefici abans d'impostos (BAI)	172,636	92,637	-321,063
Aj. al resultat	164,742	115,067	27,791
Aj. variacions capital circulant i altres partides	61,239	8,687	-12,812
Flux d'efectiu per impostos	-55,097	-18,698	-8,885
<b>Fluxos nets d'efectiu activitats d'explotació</b>	<b>170,884</b>	<b>105,056</b>	<b>6,094</b>
Interessos cobrats	2,825	1,248	1,606
Inversions	-70,060	-516,981	-69,103
Desinversions	61,685	58,527	334
<b>Fluxos nets d'efectiu activitats d'inversió</b>	<b>-5,550</b>	<b>-457,206</b>	<b>-67,163</b>
Interessos pagats	-15,365	-15,208	-18,866
Instruments de patrimoni	-35,000	-33,000	-33,000
Instruments de passiu	-1,407	-927	-73,550
<b>Fluxos nets d'efectiu activitats de finançament</b>	<b>-51,772</b>	<b>-49,135</b>	<b>-125,416</b>
Variació neta d'efectiu i altres mitjans equivalents	113,562	-401,285	-186,485
Efectiu inicial període	754,434	867,996	466,711
Efectiu final període	867,996	466,711	280,226

## 4. QÜESTIONS

A partir de la informació dels apartats anteriors, responeu a les següents preguntes plantejades:

1. Quina és la situació econòmica-financera d'Almirall SA el període 2015-17? Com es podria millorar els punts febles detectats a partir d'aquesta situació?
2. Quin és el risc d'insolvència d'Almirall i la seva evolució?
3. Com podem valorar Almirall en funcionament respecte a la seva capitalització borsària?

## 5. TEACHING NOTES

### 5.1 PREGUNTA 1

	Índex verticals				Índex horitzontals %			Índex horitzontals ABS	
	Any 2015	Any 2016	Any 2017	Tendència	Any 2016	Any 2017	Tendència	Any 2016	Any 2017
<b>Balanc</b>									
Actiu					11%	-23%		286.183	-642.083
Actiu no corrent	55%	74%	76%		27%	-15%		694.713	-418.893
Actiu corrent	45%	26%	24%		-16%	-8%		-408.530	-223.190
Patrimoni net	58%	54%	52%		2%	-14%		57.698	-386.600
Passiu	42%	46%	48%		9%	-9%		228.485	-255.483
Passiu no corrent	30%	33%	32%		6%	-8%		158.456	-232.305
Passiu corrent	12%	13%	16%		3%	-1%		70.029	-23.178
<b>PIG</b>									
Ingressos d'explotació					12%	-12%		90.215	-103.430
Aprovisionaments	20%	21%	22%		8%	6%		11.984	10.234
<b>Marge brut</b>	<b>80%</b>	<b>91%</b>	<b>76%</b>		<b>13%</b>	<b>-16%</b>		<b>78.231</b>	<b>-113.664</b>
Despeses personal	24%	30%	27%		21%	-10%		39.388	-23.697
<b>EBITDA</b>	<b>32%</b>	<b>28%</b>	<b>27%</b>		<b>-13%</b>	<b>-197%</b>		<b>-30.624</b>	<b>-418.258</b>
Amortitzacions	10%	13%	13%		35%	3%		-26.046	-3.364
<b>BAII ó EBIT</b>	<b>22%</b>	<b>15%</b>	<b>40%</b>		<b>-34%</b>	<b>-378%</b>		<b>-56.670</b>	<b>-421.622</b>
Resultat financer	1%	2%	1%		-535%	-42%		-23.329	7.922
<b>BAI</b>	<b>22%</b>	<b>12%</b>	<b>42%</b>		<b>-46%</b>	<b>-447%</b>		<b>-79.999</b>	<b>-413.700</b>
Impost de societats	5%	2%	2%		-58%	-200%		23.652	34.260
<b>Resultat de l'exercici</b>	<b>17%</b>	<b>10%</b>	<b>40%</b>		<b>-43%</b>	<b>-503%</b>		<b>-56.347</b>	<b>-379.440</b>

Des de la perspectiva general d'anàlisi de la seva **estructura** d'Almirall i en referència al seu **balanc** de situació, la seva estructura econòmica és decreixent. En detall, les submasses patrimonials de l'actiu convergeixen: d'una banda, l'AC té un decreixement a raó de -16% en 2016 i d'un -8% el 2017, passant d'un pes sobre el total de l'actiu d'un 45% el 2015 a un pes del 24% el 2017.; d'altra banda, l'ANC es redueix en un -15% durant el 2017, no obstant això, aconsegueix augmentar el pes



en el total de l'actiu en el mateix exercici, passant d'un 74% el 2016 a un 76% el 2017. Val la pena dir que, l'immobilitzat material en relació a l'actiu, assoleix la participació més elevada, oposadament, les existències són quasi irrelevantes.

Pel que fa a la situació financera, el patrimoni net no registra variacions significants però la tendència històrica és decreixent. Remarcar que durant el 2017 ha disminuït el PN en un 14%, però el seu pes vertical segueix sent estable i força elevat. Per tot plegat, es pot dir que l'entitat té uns FFPP excel·lents, assolint el 2015, el 58% sobre el total del PN i P. En relació al seu passiu, augmenta la seva rellevància en el total del PN+P, passant d'un 42% a un 48% entre 2015 i el 2017; concretament, el PNC i el PC tenen un pes del 32% i del 16%, respectivament, durant el 2017. Per últim, els deutes financers a ll/t tenen la rellevància més gran del passiu, per contra, els deutes financers a c/t són ínfims.

En referència al **PiG**, els ingressos d'explotació registren una variació horitzontal el 2016 i 2017 del  $\pm 12\%$  que es compensen entre si mateixes. En termes absoluts, els ingressos augmenten el 2016 en 90.215 milers d'euros i el 2016, disminueixen en (103.430) milers d'euros. Pel que fa a les despeses d'aprovisionament sobre els ingressos, són força estables, movent-se al voltant del 21% però la seva tendència és creixement.

El marge brut registra disparitat sobre els ingressos, el 2015 obté un 80%, el 2016 un 91% i el 2017 un 76%; i la seva tendència és preocupant, registra una variació en termes absoluts en el 2017 de (113.664) milers d'euros, que és un -16% respecte de l'any anterior. Les despeses de personal observen un valor dispar: el 2016 van tenir un pes del 30% però 'positivament' el 2017 es va disminuir en un 10%.

En relació a l'EBITDA compta amb un resultat negatiu de (206.356) milers d'euros durant el 2017, el que es tradueix en una variació interanual del -197%, motivat per un deteriorament de l'immobilitzat intangible de (323.573) milers d'euros. Evidentment, això repercuteix als següents nivells del PiG.

Pel que fa a les amortitzacions, la seva tendència va en augment, comptabilitzant 74.250 milers d'euros el 2015 a 103.660 milers d'euros el 2017, un increment mitjà interanual d'un 19%. El 2017, l'EBIT queda força afectat, es redueix interanualment un -378%.

En relació al resultat financer, no és significant en termes absoluts, retrocedint el 2016 i el 2017, un -535% i -42% respectivament. Per últim destacar que fiscalment, l'IS representa un terme efectiu d'un 5% el 2015 i d'un 2% el 2017. Fer un incís al lector, el motiu d'aquest % és l'aplicació de les deduccions fiscals que pot optar Almirall per les seves activitats en I+D, un avantatge competitiu que explica la diferència entre el tipus de gravamen establert en l'IS, actualment del 25%.

Per últim, el resultat de l'últim exercici, assoleix un pes sobre els ingressos del 17% per l'exercici 2015 i del 40% el 2017, però la seva variació interanual es negativa, essent pel 2016 un -43% i el 2017 -503%.

Per últim, comentar que els comptes en l'últim exercici són força negatius i que en gran part la seva cotització s'ha vist afectada per un *profit warning* durant el passat estiu.

Des de la perspectiva d'anàlisi de les **ràtios** més importants, s'ha dut a terme els següents anàlisis, prenent com a referència els valor òptims comuns i mitjans del sector afí d'Almirall pel 2016, segons la guia de l'ACCID (el sector afí considerat ha sigut el d'activitats hospitalàries, en la pàgina 288)

<b>Liquiditat</b>	<i>Valor òptim</i>	<i>Valor mig</i>	<b>Any 2015</b>	<b>Any 2016</b>	<b>Any 2017</b>	<b>Tendència</b>
Liquiditat	>1	~1,5	3.80	1.99	1.48	
Tresoreria	~1	~1,45	3.51	1.74	1.24	
Disponibilitat	0,2 a 0,3	~0,85	1.98	0.67	0.61	
Fons maniobra/vendes	+	~0,2	1.23	0.48	0.26	
Fons maniobra/actiu	+	~0,2	0.33	0.13	0.08	

**Anàlisi:** gaudeix d'una liquiditat força folgada i excessiva, però la tendència és decreixent, tot i això, es pot concloure que disposa d'una liquiditat excel·lent. Si afinem l'anàlisi, es pot dir que aquesta situació l'afecta 'negativament', ja que estaria infrutilitzant els recursos disponibles a més a més del cost d'oportunitat relacionat. Pel que fa a la ràtio de tresoreria és inferior a la del sector però està per sobre dels valors òptims generals. La seva disponibilitat ha patit un detriment interanual el 2016-17, però continua per damunt dels valors òptims. El Fons de Maniobra (FM) és positiu i generós, malgrat que la seva tendència és negativa i caldria vigilar aquesta ràtio perquè el valor assolit en l'últim exercici és preocupant.

**Propostes:** reduir la disponibilitat augmentant les inversions, augmentar la distribució de dividends, ampliar el capital o les reserves i/o millorar la gestió de tresoreria.

Endeutament	Valor òptim	Valor mig	Any 2015	Any 2016	Any 2017	Tendència
Endeutament	0,5 a 0,6	0.55	0.13	0.11	0.11	
Qualitat del deute	↓	0.53	0.94	1.16	1.39	
Capacitat devolució préstecs	↑	1.12	0.36	1.25	0.75	
Cobertura despeses financeres	↑	4.66	10.15	5.67	13.85	
Cost deute	↓	0.2	0.05	0.06	0.09	
Palanquejament financer	-	-	1.78	1.54	1.99	

**Anàlisi:** a grans trets, l'endeutament és modest i la seva tendència històrica és decreixent. El seu palanquejament és >1, i pel seu nivell de deute, podria ser difícil rendibilitzar els recursos propis.

En relació a la seva capacitat de devolució dels préstecs, es redueix notablement i és amoïnant, resultant una tendència indefinida. La qualitat del seu deute és també alarmant, és més del doble que mitja del sector, i la seva tendència és negativament alcista. El cost del seu deute, tot i que és baix, la seva tendència històrica és alcista, però obté uns valors inferiors i millors als mitjans del sector. La cobertura de les despeses financeres és molt abundant. Com s'ha comentat abans el seu palanquejament financer és >1, el que resulta positiu endeutar-se, ja que milloraria la seva rendibilitat.

**Propostes:** negociar el cost del deute i reconvertir-la de c/t a ll/t, augmentar el seu endeutament, ja que el palanquejament financer li és favorable.

Gestió actius	Valor òptim	Valor mig	Any 2015	Any 2016	Any 2017	Tendència
Rotació actiu	↑	1.1	0.27	0.27	0.29	
Rotació ANC	↑	1.9	0.49	0.37	0.38	
Rotació AC	↑	2.5	0.60	1.03	1.24	
Rotació existències	↑	15.6	1.73	1.79	2.07	

**Anàlisi:** des d'una perspectiva generalista, la seva rotació d'actius és pobre comparada amb la mitjana del sector, el que significa que la seva capacitat d'efectuar vendes és pobre, malgrat que la seva tendència millora. En detall, la rotació de l'actiu, és força inferior però la seva tendència va corregint la diferència respecte del sector. La rotació de l'ANC és decreixent i també, molt inferior als valors del sector. La rotació del seu AC i la rotació de les existències és alcista i alhora millora, malgrat que està allunyada als valors mitjans del sector, i que sorprèn que per les poques existències que té, la seva gestió sigui tant pobre comparativament.

**Propostes:** augmentar les vendes i potenciar el valor afegit dels seus productes i serveis.

<b>Rendibilitat i autofinançame</b>	<i>Valor òptim</i>	<i>Valor mig</i>	<b>Any 2015</b>	<b>Any 2016</b>	<b>Any 2017</b>	<b>Tendència</b>
ROA - econòmica	↑	0.09	0.07	0.04	-0.14	
ROE - financera	↑	0.13	0.09	0.05	-0.27	
Flux caixa / actiu	↑	0.11	0.04	-0.14	-0.09	
Flux caixa / vendes	↑	0.1	0.17	-0.52	-0.29	

**Anàlisi:** globalment la seva rendibilitat està molt allunyada dels valors del sector i la seva tendència ha sigut globalment negativa, en particular en l'últim exercici del 2017, en el fet que totes les rendibilitats calculades han sigut negatives. S'hauria d'indagar les notes de la memòria i l'informe d'auditoria, en principi, no es posa en qüestió l'empresa en funcionament.

**Propostes:** augmentar el marge i beneficis –reduint les despeses o augmentant els ingressos- o per la venda d'actius. Com s'ha comentat abans, podria també augmentar l'ús del deute per millorar la seva rendibilitat amb un palanquejament racional i sa.

<b>Ràtios operatius</b>	<i>Valor òptim</i>	<i>Valor mig</i>	<b>Any 2015</b>	<b>Any 2016</b>	<b>Any 2017</b>	<b>Tendència</b>
Vendes/ nº empleats	↑	82.9	379.49	397.48	335.63	
BN / nº empleats	↑	4.6	73.03	39.25	-159.56	
Despeses personal/ nº empleats	-	34.5	104.37	118.44	107.12	
<i>Nº empleats</i>			1,805	1,923	1,905	

**Anàlisi:** la productivitat és molt superior a la del sector però dispar. Els beneficis nets són positius, excepte a l'últim exercici, tanmateix fer l'incís que en els anys anteriors era força superior a la del sector. Pel que fa a les despeses del personal, són més elevades, concretament tres vegades més que les del sector, ja que Almirall necessita una mà d'obra molt qualificada i conseqüentment molt ben remunerada. Per últim, respecte del volum de personal, va augmentar força en el 2016, i el 2017 es va reduir lleugerament.

**Propostes:** reduir els costos dels RRHH i/o augmentar els beneficis empresarials.

Ràtios borsaris	Valor òptim	Valor mig	Any 2015	Any 2016	Any 2017	Tendència
Flux caixa/nº accions	↑	∅	0.657	-2.32	-1.08	
Dividend/Flux caixa	↑	∅	0.31	-0.08	-0.18	
nº accions		∅	172,951	172,951	172,951	
Pay-out	subjectiu	∅	0.20	0.36	0.00	
Dividend	subjectiu	∅	35,000	33,000	33,000	
Preu a valor comptable	subjectiu	∅	2.01	1.65	1.80	

**Anàlisi:** en relació a les ràtios borsaris, obté un pobre flux de caixa per acció i la seva tendència ha sigut variada. Pel que fa al dividend entre el flux, és tanmateix negatiu, es pot dir que ha estat motivat per una política conservadora de la direcció, que ha reduït el dividend de 35.000 milers d'euros el 2015 a 33.000 milers d'euros el 2016 i mantenint-lo el 2017. Segons el P/VC l'empresa està sobrevalorada comptablement a mercat, en el passat exercici 1,8 vegades. Cal fer un incís, el pay-out resulta negatiu el 2017 perquè el BAI resulta negatiu i els dividends són repartits a càrrec a reserves, tal com mostra l'estat del PN.

**Propostes:** en primer lloc, realitzar una millor gestió del flux d'efectiu. Recomano augmentar la distribució de dividends, ja que els FFPP de l'entitat són folgats, i també revisar -amb escreix- i efectuar, el pla estratègic d'inversions.

Ràtios de tresoreria	Valor òptim	Valor mig	Any 2015	Any 2016	Any 2017	Tendència
Flux explotació a INXN	↑	∅	0.25	0.14	0.01	
Flux explotació a EBITDA	↑	∅	0.70	0.50	0.03	
Flux explotació a Flux inversió	↑	∅	1.50	0.26	0.03	
Flux caixa al deute	↑	∅	0.36	1.25	0.75	
Flux caixa a flux inversió	↑	∅	20.46	0.88	2.78	

**Anàlisi:** les ràtios de flux d'explotació i d'EBITDA a vendes registren tendència històrica negativa, a més registra una reducció força notable. D'altra banda, Almirall està fent poques inversions en els últims exercicis malgrat que disposa d'uns FFPP folgats per augmentar-les. Cal dir que el 2015 va haver-hi una adquisició, per això la ràtio és tan elevada. En relació al flux de caixa al deute, és força reduït, ja que l'entitat està poc endeutada.

**Propostes:** augmentar les inversions utilitzant, preferiblement el deute extern. Revisar a l'alça la política d'inversions de l'entitat, optimitzar la gestió de l'efectiu i estudiar com millorar la política de vendes.

## 5.2 PREGUNTA 2

Per resoldre aquesta qüestió i determinar el comportament econòmic-financer d'Almirall, s'ha plantejat diversos models d'anàlisi discriminant i multi-variant d'insolvències, que es presenten seguidament.

### Model Altman (Z-model)

El senyor Altman va desenvolupar un model per predir la probabilitat de fallida empresarial. Aquest model utilitza cinc ràtios que es combinen i resulten un índex sintètic (Z). Ell va aplicar aquests índexs als EEFF entre 1946 al 1965 de 66 empreses, amb el que va poder predir dos anys abans, el 72% de les fallides d'aquelles companyies.

$z < 1.81 = \blacktriangle$  probabilitat fallida       $1.81 < z < 2.99 =$  zona incerta       $Z > 2.99 = \blacktriangledown$  probabilitat fallida

	Any 2015	Any 2016	Any 2017
<b>Altman (Z-model) 1968</b>	4,32	4,10	3,57
$Z = 1,2 \cdot T1 + 1,4 \cdot T2 + 3,3 \cdot T3 + 0,6 \cdot T4 + 1 \cdot T5$			
<u>Descomposició:</u>			
T1: (FM/A)	0,40	0,16	0,09
T2: (Reserves/A)	0,59	0,58	0,78
T3: (EBITDA/A)	0,32	0,25	-0,31
T4: (PN/Deute total)	2,74	2,84	2,72
T5: (INXN/A)	0,27	0,27	0,29

En relació amb aquest cas pràctic i segons els resultats obtinguts per aquest model, com a mínim des de 2015 Almirall és molt solvent, però per contra, la seva folgada situació s'ha anat deteriorant amb el temps, però dintre de l'excel·lent solvència que ha disposat. L'any 2015 obté una Z de 4,32 i l'any 2017 de 3,57, valors que signifiquen molt baixa probabilitat de fallida.

El problema d'aplicar aquest anterior model és que està força desfasat per l'actualitat empresarial. Per això, aquest mateix model té la seva actualització l'any 1983, que el mateix autor va reestimar

modificant els coeficients (T), però només essent aplicable a les empreses no cotitzades. No obstant això, és molt útil veure'n els resultats que es mostren seguidament.

	Any 2015	Any 2016	Any 2017
<b>Altman (Z-model) 1983</b>	3,09	2,94	2,43
$Z = 0.717 \cdot T1 + 0.847 \cdot T2 + 3,107 \cdot T3 + 0,42 \cdot T4 + 0,998 \cdot T5$			
<b>Descomposició:</b>			
T1: (FM/A)	0,24	0,09	0,06
T2: (Reserves/A)	0,36	0,35	0,47
T3: (EBITDA/A)	0,30	0,23	-0,29
T4: (PN/Deute total)	1,92	1,99	1,90
T5: (INXN/A)	0,27	0,27	0,29

Com es pot comprovar, a partir de les mateixes dades comptables, es conclou uns resultats diferents: unes Z més pròximes als valors de tall i per tant, uns resultats menys optimistes. Atent els resultats negatius d'Almirall en l'exercici 2017, el resultat d'aquest model ens indica que per aquest exercici l'empresa es troba en la zona grisa, que va en concordança amb les anàlisis desenvolupats en l'apartat anterior. El que significa una situació d'incertesa en relació a la seva solvència, però que llevat que els resultats dels següents models provin el mateix, no seria tampoc preocupant per ara.

#### Model Conan-Holder

És un model francès que determina la probabilitat que una empresa faci suspensió de pagaments. Es basa en l'estudi de Conan i Holder, que van analitzar 31 ràtios en una mostra de 190 PIMES, i que van fixar una taula de relació de Z i la seva probabilitat d'insolvència a través del model següent:

z	% Prob. of bankruptcy
-0.210	100%
-0.048	90%
0.002	80%
0.026	70%
0.050	60%
0.068	50%
0.087	40%
0.107	30%
0.131	20%
0.164	10%

	Any 2015	Any 2016	Any 2017
<b>Z (Conan-Holder)</b>	0,89	0,58	0,12
<b>Probabilitat</b>	<b>1,80%</b>	<b>2,78%</b>	<b>13,05%</b>
$Z = 0,24 \cdot X1 + 0,22 \cdot X2 + 0,16 \cdot X3 - 0,87 \cdot X4 - 0,1 \cdot X5$			
<u>Descomposició:</u>			
X1: EBITDA / Deute total	0,18	0,16	-0,20
X2: (PN+PNC)/A	0,19	0,19	0,18
X3: (realitzable + disponible)/PC	0,56	0,28	0,20
(-) X4: G financers/INXN	0,02	0,02	0,03
(-) X5: G personal/INXN	0,03	0,03	0,03

A grans trets, Almirall aconsegueix uns bons resultats, tot i que la seva tendència pels anys observats és negativa però tampoc inquietant per ara, ja que es troba en zona ‘verda’. Destacar que l’any 2017 obté una Z de  $\approx 0,12$ , amb una probabilitat del 13,05%, un increment interanual molt notable però precisa més que l’anàlisi del model Altman 1983, senyalant que la solvència d’Almirall és molt bona.

### Model Oriol Amat

Bibliografia: Amat, O.: «Predicción del éxito o fracaso de una empresa en base a variables cualitativas y cuantitativas», en Tesis Doctoral, Universidad Autónoma de Barcelona, 1990.

Aquest model es basa en l'estudi dels EEFF de l'any 2008 d'empreses sanejades i empreses amb problemes, en el fet que s'ha analitzat una mostra de 2000 crèdits a curt termini d'una entitat de crèdit, concedits a finals de 2008, dels quals 144 van tenir problemes de morositat entre la data de concessió i la data de venciment abans de finals de 2010.

- quan el valor  $Z > 0$ , indica que l'empresa té una alta probabilitat de gaudir de bona salut econòmica-financera.
- quan valor  $Z < 0$ , hi ha una elevada probabilitat que l'empresa tingui problemes d'insolvència.



	Any 2015	Any 2016	Any 2017
<b>Model Amat, O.</b>	<b>5.26</b>	<b>2.35</b>	<b>3.37</b>
$Z = -3,9 + 1,28 \cdot X1 + 6,1 \cdot X2 + 6,5 \cdot X3 + 4,8 \cdot X4$			
<u>Descomposició:</u>			
X1: AC/PC	3.80	1.99	1.48
X2: PN/A	0.58	0.54	0.52
X3: R° net / A	0.05	0.03	0.14
X4: R° net / PN	0.09	0.05	0.27

Malgrat la seva disparitat en els tres últims exercicis, Almirall presenta uns resultats de Z per aquest model molt favorables i superiors a 0. Segons la taula d'estudi del model, pels anys 2015 i 2017, Almirall tindria una morositat del 0%. Malauradament, el 2016 per una Z de 2,35 hauria registrat una morositat aproximada de 0,3% a 0,4% del total de préstecs concedits.

#### Model Edmister

Aquest model compara les ràtios de l'empresa amb les del sector. És força complex perquè selecciona les variables més significatives d'aquelles empreses que es troben entre determinats valors i anul·la les que no compleixen amb aquests requisits.

	Any 2015	Any 2016	Any 2017
<b>Model Edmister ; N =</b>	<b>6.73</b>	<b>2.5</b>	<b>2.5</b>
$N = 9,5 - 4,23 \cdot X1 - 2,93 \cdot X2 - 4,82 \cdot X3 - 2,77 \cdot X4 - 4,52 \cdot X5 - 3,52 \cdot X6 - 9,24 \cdot X7$			
<u>Descomposició:</u>			
X1: Flux caixa / Deutes c/t <0,05	0	1	1
X2: PN/INXN <0,07	0	0	0
X3: FN/INXN <-0,02	0	0	0
X4: Deutes c/t / PN <0,48	1	1	1
X5: Existències / INXN <0,04	0	0	0
X6: (Realitzable + Disponible)/Deutes c/t <0,34	0	0	0
X7: (Realitzable + Disponible)/Deutes c/t	0	0	0

D'acord amb els resultats i pel rang d'anys observats, N resulta superior a 1 en tots els anys, el que significa que l'empresa té una posició financera i patrimonial millor que les empreses del sector, que va en relació amb el que s'ha observat en els altres models.

Per tot plegat es pot concloure que Almirall està en una bona situació i allunyada del risc d'insolvència.

### 5.3 PREGUNTA 3

Primerament s'ha de determinar el valor intrínsec (VI) de l'acció, concepte definit com el preu just, que en el cas de les empreses cotitzades es compara amb la seva cotització. Certament, la dificultat d'aquest concepte rau en el fet que no hi ha un VI exacte i que existeixen diversos mètodes de càlcul. Així doncs, un cop determinat el VI, s'obren dos escenaris d'anàlisi, si el VI > cotització, s'hauria d'invertir en l'actiu o comprar, perquè l'empresa està infravalorada, per contra, si el VI < cotització, s'hauria de vendre l'actiu o desinvertir, perquè l'empresa està sobrevalorada.

La teoria ens diu que l'acció hauria d'anar en relació als resultats i les expectatives generals de l'empresa, però com us podeu imaginar, la realitat no és ni de bon tros així. S'ha de prendre l'anàlisi des d'una perspectiva global i amb sentit comú, ja que la decisió que se'n pugui prendre, pot resultar molt desastrosa.

Dit això i com s'ha comentat abans, per l'anàlisi d'Almirall s'ha considerat el **mètode dels beneficis residuals**. En primer lloc, s'ha determinat el cost mitjà ponderat de capital (K), en anglès WACC. Seguidament s'ha aplicat la fórmula del mètode donat als tres últims exercicis, en què finalment s'ha obtingut el VI d'Almirall.

$$\text{Cost mitjà ponderat de capital (K)} = \frac{\text{FFPP} \cdot K_{\text{FFPP}} + \text{FFAA} \cdot K_{\text{FFAA}}}{\text{FFPP} + \text{FFAA}} \quad v_T = v_i + \sum \frac{(\text{ROE}_i - K_{\text{FP}}) \cdot \text{BPA}}{K_{\text{FP}}}$$

(Vi) PN/nº accions 14'	2015	2016	2017	(Vt)
8.46	-0.09	-0.08	-0.13	<b>8.16</b>
ROE	9.0%	5.0%	-26.8%	
K	13%	17%	5%	
BPA (n-1)	2.59	0.76	0.44	

Per tant, el VI d'Almirall és de **8,16€/acc**. Comparant-ho amb el preu de cotització, ≈9,50€/acc, resulta inferior en 1,34€/acc, el que es recomanaria vendre les posicions d'Almirall perquè estaria sobrevalorada per aquest mètode. No obstant això i en contra dels resultats negatius del 2017, la direcció d'Almirall ha anunciat que pel 2018, el nivell de vendes totals esperat augmenti un 20% en termes d'EBITDA, el que milloraria les seves perspectives futures i 'justificaria' aquesta sobrevaloració d'alguna manera, essent una inversió de risc. En qualsevol cas, s'ha de prendre aquest cas analític amb cautela, considerant desenvolupar altres tècniques d'anàlisis.

## 6. ANNEX

### 6.1 GRÀFIC DE LA COTITZACIÓ I MITJANA ANUAL 2015, 2016, 2017



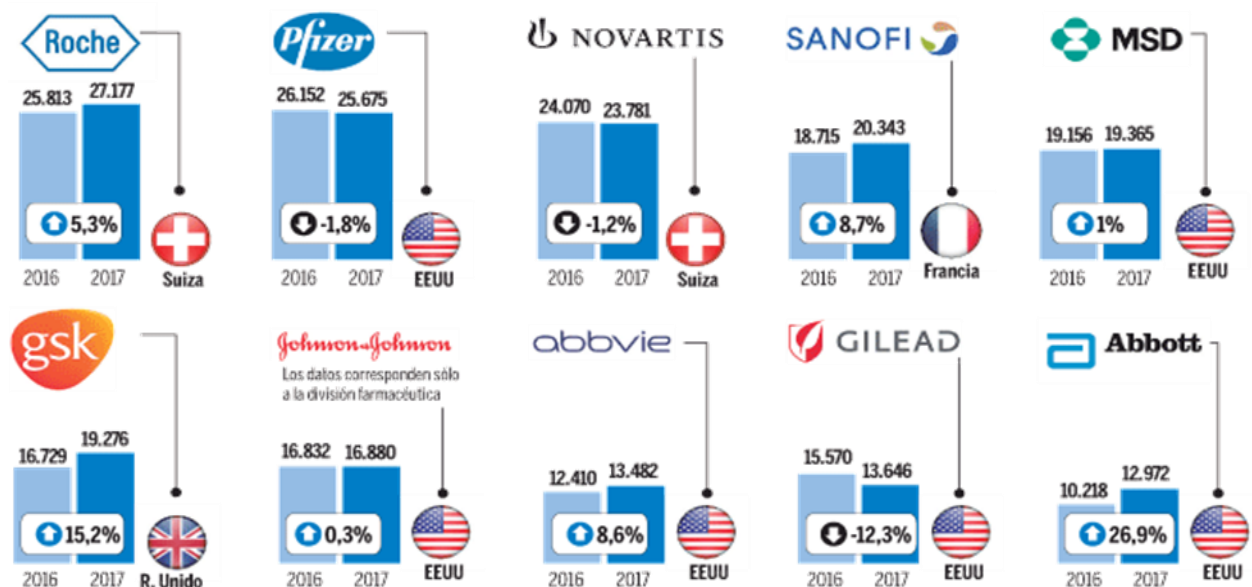
Cotizació mitjana			
2015	2016	2017	
17.03	14.46	11.82	

Font: Investing.com

### 6.2 LES DEU COMPANYIES FARMACÈUTIQUES MÉS IMPORTANTS PER FACTURACIÓ ELS ANYS 2016-17

#### LOS GRANDES DEL SECTOR

Facturación en el primer semestre, en millones de dólares



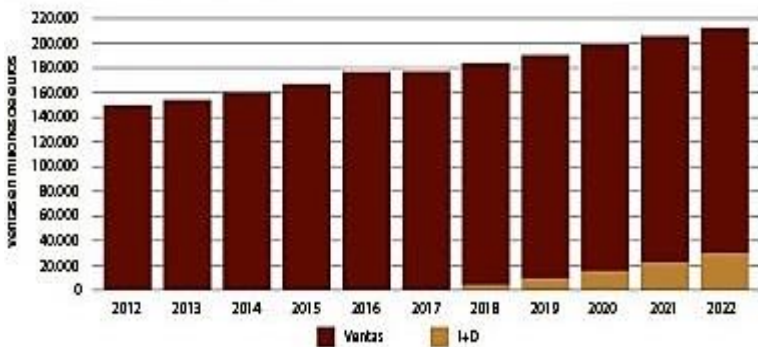
Fuente: elaboración propia con datos de las empresas

Expansión

Font: Expansión 13/08/2017 – Ana Medina

### 6.3 PREVISIONS DEL MERCAT FARMACÈUTIC FINS 2022

Productos comercializados vs. de I+D



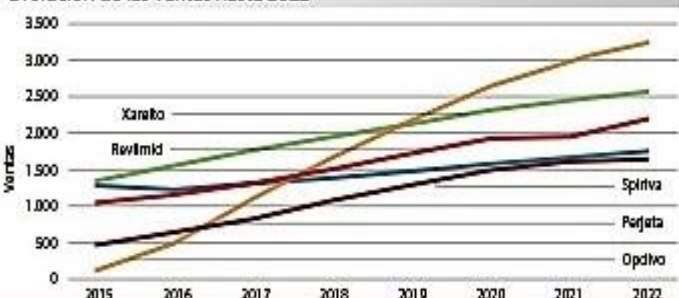
EU-5 ventas a 2022



Top ventas productos comercializados en 2022

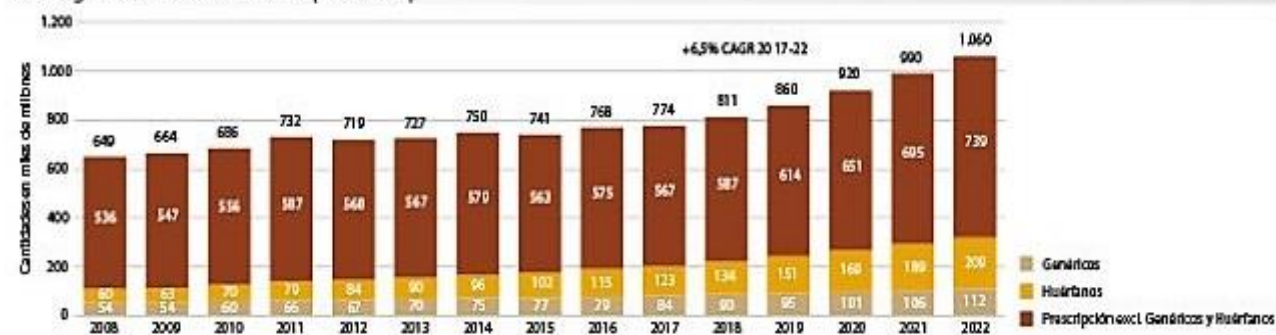
Productos	€ M
1. Opdivo	€ 3.230
2. Xarelto	€ 2.532
3. Revlimid	€ 2.159
4. Spiriva	€ 1.727
5. Perjeta	€ 1.618

Evolución de las ventas hasta 2022

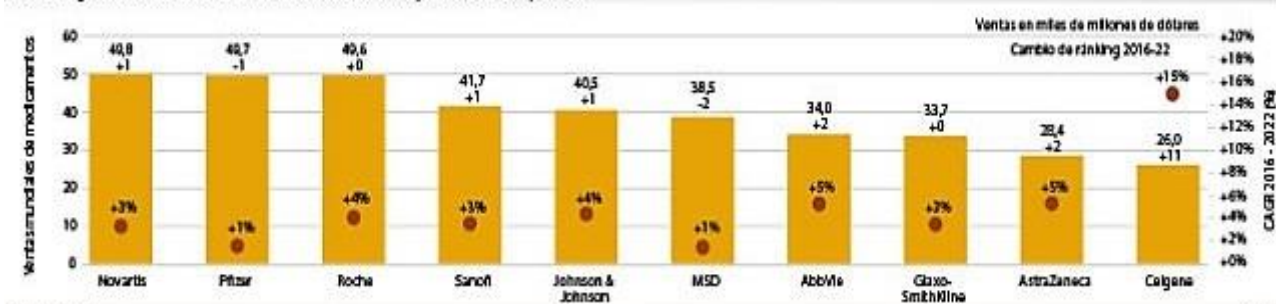


Fuente: Evaluate Pharma.

Ventas globales de medicamentos (2008-2022)



Ventas globales de medicamentos en 2022: Mejores 10 compañías



Fuente: Evaluate.

el Global

Font: el Global. 7-7-2017 (Marta Riesgo)

## 7. BIBLIOGRAFIA I WEBGRAFIA

- Comptes Anuals consolidats auditats d'Almirall SA 2015, 2016 i 2017
- Amat, O.: «Predicción del éxito o fracaso de una empresa en base a variables cualitativas y cuantitativas», en Tesis Doctoral, Universidad Autónoma de Barcelona, 1990.
- Informe de gestió d'Almirall SA 2016:  
[https://www.almirall.es/documents/10876/303182/AR2016\\_ES.pdf](https://www.almirall.es/documents/10876/303182/AR2016_ES.pdf)
- Pagina web corporativa d'Almirall SA: <https://www.almirall.es>
- Cotització Almirall SA (investing.com): <https://www.investing.com/equities/almirall-sa>