



FACULTAD DE ICAICA

ANALISIS ECONOMICO FINANCIERO: GRIFOLS

Autor: María Ortega Ugarte

Director: Juan Molina Huertas

Madrid
Julio 2016

El objetivo de este trabajo es decidir si sería conveniente, después de un análisis del entorno, de la competencia, de sus CCAA y tras la elaboración de una estimación del valor del grupo Grifols mediante el DCF y el multiple valuation, invertir o no en esta compañía.

Índice

1.	¿Por qué es importante valorar una empresa?	p.4
2.	Métodos de valoración utilizados	p.5-7
3.	¿Por qué un crecimiento del 3%?	p.8
4.	Perspectivas del crecimiento macroeconómico a nivel mundial	p.9-10
5.	Descripción de la actividad	p.11-13
6.	Responsabilidad social corporativa	p.14
7.	Panorama de la industria y posicionamiento competitivo	p.15-18
8.	Análisis económico financiero	p.19-24
9.	Estados financieros proyectados	p.25-31
10.	Valoración	p.32-33
11.	Análisis de sensibilidad	p.34
12.	Riesgos de la empresa	p.35-36
13.	Referencias	p.37
14.	Referencia	p.38

1. ¿Por qué es importante valorar una empresa?

Hay diversas razones por que las que la valoración de empresas es importante. Por un lado, están las de carácter interno, principalmente las que ayudan a la toma de decisiones por parte de los gestores de las empresas:

- Conocer la situación patrimonial
- Verificar la gestión llevada a cabo por los directivos
- Establecer la política de dividendos
- Ayuda para la planificación estratégica
- Identificar las áreas de la empresa que crean o no valor

Y por otro, están aquellas de índole interno, las que se centran más en demostrar el valor de la empresa a terceros.

- Transmisión de la propiedad
- Emisión de acciones, deuda o solicitud de financiación bancaria
- Fusiones
- Expropiaciones o nacionalizaciones

El hecho de valorar una empresa ayuda a los empresarios a entender la utilidad de su negocio, así como, saber si las políticas de gestión que están utilizando son las adecuadas.

- *Metodología empleada*

En primer lugar, se realizará un análisis del sector en el que trabaja, viendo las oportunidades y amenazas que tiene que hacer frente. Primero de una manera global, y después en España. De esta forma se puede ver de una manera más general el sector y comprender como funciona el sector farmacéutico y de biotecnología, así como las barreras que podría tener. Se verán de manera escueta los principales competidores, tanto a nivel mundial como a nivel nacional y se analizarán tanto los puntos fuertes como los débiles, y finalmente un análisis en profundidad de GRIFOLS.

El análisis de GRIFOLS se dividirá en tres partes, primero un análisis patrimonial, para estudiar la estructura y la composición del balance, así como analizar el equilibrio financiero de la empresa. A continuación, se hará un análisis financiero para conocer la solvencia y liquidez de las inversiones. Y finalmente un estudio en profundidad de la cuenta de resultados para obtener un “resumen” de la rentabilidad, productividad y crecimiento de la empresa. Además, el análisis se apoyará en los principales ratios existentes.

A continuación, se hará una estimación del valor que tiene la empresa con el apoyo de dos métodos de valoración, DCF y multiple valuation. Finalmente, y como conclusión del trabajo, se expondrán los resultados obtenidos, así como una valoración de estos mismos.

2. Métodos de valoración utilizados

- *Discounted Cash Flows*

Hay que tener en cuenta que se considera la empresa como un generador de flujos, y para poder saber el valor de estos flujos ahora, se calcula el VNA (valor actual neto). Se trata de hallar el valor de las acciones que tiene una empresa, y éste deriva de las capacidades de generar dinero para los accionistas.

El método de descuento de flujos se basa en unas proyecciones de cada partida relacionada con la generación de estos flujos de caja, podría semejarse al presupuesto de tesorería. En este tipo de valoración, el descuento se basa en una tasa que se denomina WACC, y explicaremos más abajo.

Este método determina el valor de una empresa gracias a la estimación de los flujos de caja que generará. El DCF parte de la siguiente expresión:

$$VNA = \frac{CF1}{(1+k)} + \frac{CF2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{CFn + VRn}{(1+t)^n}$$

Donde CF son los flujos de fondo de la empresa en el periodo n, VR denominado valor residual o "terminal value", t la tasa de descuento (WACC).

Luego se descuentan a una tasa adecuada ajustada con el riesgo de los cash flows. Hay que tener en cuenta que no se puede proyectar con exactitud los cash flows que va a tener la empresa a lo largo de su vida. Es por ello que para considerar una duración indefinida de los flujos futuros se considera una tasa de crecimiento constante (g), y se obtiene un terminal value, cuya expresión es la siguiente:

$$TV = \frac{CFn(1+g)}{(t-g)}$$

En este caso, dicha tasa utilizada será el WACC. Lo primero es entender qué relación tiene este modelo para hallar el cost of equity. Usemos como base la fórmula del CAPM:

$$E(R_i) = R_f + \beta * (E(R_m) - R_f)$$

E(R_i): la tasa de rendimiento esperado

En este caso es lo que denominaremos cost of equity.

R_f: la tasa de retorno de un activo libre de riesgo para el mercado

El etorno que se obtendría si se invierte en securities consideradas sin riesgo (bonos de gobiernos de economías desarrolladas, por ejemplo).

β: cantidad de riesgo respecto al portfolio de mercado

Esta variable mide la reacción del precio de la acción ante cambios en el mercado.

(E(R_m) - R_f): prima de mercado

Este dato expresa el exceso de rentabilidad en este caso de la renta variable sobre la tasa libre de riesgo. Es el riesgo sistemático, no diversificable que se remunera.

Ventajas y desventajas del modelo

Una de sus principales ventajas es que tiene en cuenta el valor del dinero en el tiempo, además de incorporar el factor riesgo en la valoración. Aparte permite valorar las diferentes actividades del negocio. Y por último se puede estimar el valor de la empresa aún sin tener operaciones comparables del mercado.

Como inconvenientes, destacar como afecta los cambios en la tasa de descuento, añadiendo la dificultad de establecer una. Y debido a la inexactitud del futuro, la difícil determinación de los resultados proyectados en el tiempo.

○ *Múltiplos*

La valoración por múltiplos es una expresión del valor de mercado en relación con un estadístico, esta expresión debe de tener una relación lógica. Dentro de esta valoración, hay dos tipos de múltiplos:

Múltiplos de empresas: expresan el valor de una empresa (equity mas deuda), un ejemplo que relaciona la empresa al completo, podría ser las ventas o el EBIT.

Múltiplos del equity, expresan el valor de los shareholders basados en los activos y los cashflows de la empresa. Para este tipo de múltiplos se utiliza un estadístico aplicable solo a los shareholders, como por ejemplo las ventas.

La valoración por múltiplos es uno de los métodos para valorar una empresa (por ejemplo, DCF, valoración por múltiplos de empresas cotizadas, valoración por múltiplos de transacciones comparables). Ponen en relación el precio de mercado con algunas magnitudes financieras, históricas o proyectadas y permiten hacer una comparación rápida.

Con la valoración por múltiplos lo que se hace es una valoración en base al valor de las empresas comparables.

¿Qué empresas son comparables?

Aquellas que tienen un tamaño similar, cotizan o no en bolsa, operan en el mismo, se dedican a la misma actividad y tienen una tasa de crecimiento similar, tasa de crecimiento de los beneficios también similar.

¿Cómo se hace?

Eliges de ese rango de empresas comparables (unas 10) las cribas, quitas las menos parecidas. Te tienes que quedar con unas 3-5 empresas. A continuación, calculas o bien el PER (P/E) o el EV/EBITDA de cada una de las empresas comparables.

Con esos cálculos haces un rango teniendo en cuenta el máximo y mínimo.

Una vez esté el rango establecido se multiplica el Net Income de la empresa por ese rango (max y min), una vez tienes ese rango divides entre el número de acciones.

Los más comunes son el EV/EBITDA y el PER. El primero se considera como un múltiplo homogéneo ya que excluye las amortizaciones, consideradas por los expertos una partida controvertida. Solo puede ser empleado como una referencia entre compañía del mismo sector. Aunque puede no ser muy útil, ya que depende de las diversas formas que tienen las empresas de usar sus activos, así como su forma de deuda. En el caso del PER, relaciona el precio con el beneficio neto, no hay que olvidar que dicho beneficio está condicionado por los resultados extraordinarios de distinto signo.

Ventajas y desventajas del modelo

Existen tres desventajas claras para este tipo de valoración. Primero la simplicidad, el denominado múltiplo, es un entresijo de informaciones resumidas en un simple número. Mediante la combinación de muchos factores generadores de valor en una estimación puntual, los múltiplos pueden hacer que sea difícil separar el efecto de diferentes variables, como el crecimiento, en el valor. El peligro es que esto puede causar una interpretación errónea. Representa como está una empresa en un momento determinado del tiempo y es incapaz de capturar el efecto dinámico de la empresa. Por último, como los múltiplos están basados en las partidas contables, puede haber lugar a diferimientos entre ellos, como por ejemplo la estructura de la empresa o simplemente las diferentes políticas contables aplicadas.

Por otro lado, los múltiplos tienen en si bastantes ventajas. Partiendo de la base de que la valoración es elaborar un juicio, gracias a estos múltiplos se obtiene un marco del cual se pueden obtener juicios de valor. Pueden aportar información muy útil sobre el valor relativo de las empresas. Su simplicidad y facilidad de cálculo hace que los múltiplos sean un método atractivo y fácil de usar para la valoración del valor de una empresa. los múltiplos se centran en las estadísticas clave que utilizan otros inversores. Dado que los inversores mueven los mercados los estadísticos y los múltiplos más utilizados tendrán un mayor impacto.

Además, para observar la variación de los elementos analizados se realizará un análisis de sensibilidad del valor a cambios de parámetros fundamentales (WACC y g). Este análisis tiene en cuenta el riesgo de la inversión.

Ya que no hay que pasar por alto que los cambios en el entorno y de los parámetros utilizados no pueden predecir con exactitud cómo va evolucionar la empresa. Es por eso que con el análisis de sensibilidad se podrá apreciar los cambios que sufrirá el precio ante distintos escenarios futuros.

3. ¿Por qué un crecimiento del 3%?

El fondo monetario internacional establece un crecimiento para los próximos años entorno al 3%. Está previsto que las economías avanzadas sigan su recuperación de manera moderada y que las brechas alcanzadas vayan reduciéndose. Para las economías emergentes y en desarrollo se plantea una desaceleración y un reequilibrio de la economía China.

Por qué el crecimiento mundial influye en el crecimiento de la empresa

El crecimiento de una empresa viene impulsado principalmente por las variables del mercado. Es decir, que las perspectivas de crecimiento del mercado influyen de manera tanto positiva como negativa, y son variables muy importantes a tener en cuenta. Estos cambios se reflejan en varias partidas como pueden ser los activos, la producción, ventas, beneficios...

Dicho crecimiento empresarial se interpreta como un signo de fortaleza ya que cuando crecen transmiten la sensación de desarrollo futuro. En las economías desarrolladas, las empresas tienen tendencia a crecer en mayor medida ya que su característica principal es el dinamismo y el entorno competitivo en el que están establecidos. El grupo evoluciona como resultados de cambios en la oferta y de la geografía...

La historia adjudica una relación intrínseca entre el crecimiento de las capacidades productivas y el proceso continuado de desarrollo.

Hay que tener en cuenta que una empresa tiende a crecer cuando la economía “va bien”, por lo tanto, en épocas de prosperidad dicha empresa tenderá a crecer más que en épocas de austeridad.

Es por eso que cuando el BCE anuncia tasas de crecimiento hay que tenerlos en cuenta a la hora de realizar una valoración empresarial y sus proyecciones. Por lo tanto, en este trabajo se ha tratado de generar unas proyecciones ajustadas a la realidad, es decir, utilizando una tasa de promedio de crecimiento del 3% (medida establecida por el BCE a largo plazo).

Fue apropiado adoptar esta tasa, ya que la economía española está involucrada en la economía europea (política monetaria y fiscal). Sin embargo, hay que tener en cuenta los escenarios de adversidad en los que se ha visto envuelto España estos últimos años.

Para el crecimiento de una empresa, no solo hay que tener en cuenta la economía, además, hay que tener en cuenta la situación política y social del país. A pesar del pasado/presente del país, España cuenta con un sistema político estable, así como democrático, y dentro de la incertidumbre futura, está establecido como un sistema que induce a la prosperidad.

Es por eso que de una manera muy superflua se puede establecer que el entorno en que la empresa actúa (país de origen), es un entorno muy adecuado para su desarrollo y proyección de futuro.

Aunque sí que es verdad que España puede estar considerado, más por sus propios ciudadanos que por gente ajena al país, como un país “desequilibrado”, se considera que para unos inversores, una empresa española es signo de buena salud y prosperidad.

4. Perspectivas del crecimiento macroeconómico a nivel mundial

El crecimiento mundial tenderá a crecer en el 2016 un 3,2%, más o menos como el año pasado. Este crecimiento se afianzará en 2017, sobre todo en los países emergentes y en desarrollo, mientras que la situación de los países con dificultades comienza, progresivamente, a normalizarse. Pero la incertidumbre aumenta, y los escenarios de un crecimiento más débil se convierten en algo tangible.

La recuperación de la economía mundial se debilitó aún más en el contexto de la creciente crisis financiera. La actividad se redujo a finales de 2015 en los países desarrollados, y las tensiones aparecidas en varios de los principales países emergentes no dieron señales de disminuir. Esto viene acompañado por el impacto global que tuvieron en el paso los excesos de la economía china (su crecimiento se ha calmado y es más equilibrado, después de una década de fuerte crecimiento del crédito y la inversión) y la caída de los precios de productos base en los grandes países emergentes. Dado el aumento de la aversión al riesgo y la preocupación por la insuficiencia de margen de maniobra, la valoración de los activos de riesgo y los precios del petróleo se redujeron drásticamente a principios del 2016. Sin embargo, el estado “espiritual” del mercado ha comenzado a mejorar a mediados de febrero y finales de marzo, los mercados habían recuperado la mayor parte o la casi totalidad del terreno perdido a principios de año.

El crecimiento en los países emergentes y en desarrollo sigue representando la mayor parte de la previsión de crecimiento global para el 2016. En particular, una serie de grandes países emergentes (Brasil y Rusia) están sumergidos en una profunda recesión. Otros, incluyendo a varios países exportadores de petróleo, también se enfrentan a un entorno macroeconómico difícil, con un deterioro significativo en términos de intercambio y unas condiciones financieras externas más estrictas. En China e India, el crecimiento estuvo parejo con las proyecciones, pero el crecimiento del comercio se redujo significativamente. Esta desaceleración está relacionada con la disminución del crecimiento de la inversión en todos los mercados emergentes, lo que refleja el reequilibrio de la economía china, también por la fuerte caída de la inversión en los países exportadores de materias primas, especialmente aquellos que se encuentran en una difícil situación macroeconómica.

En los países avanzados, se espera que el crecimiento siga siendo modesto, alcanzando un nivel acorde con el de 2015. Las tendencias demográficas desfavorables, el bajo crecimiento de la productividad y el legado de la crisis financiera mundial siguen obstaculizando una recuperación más robusta de la actividad. Si una política monetaria muy acomodaticia y la disminución del precio del petróleo van a sostener la demanda interna, sigue siendo insuficiente para la demanda externa, nuevas apreciaciones de las monedas, sobre todo en los EEUU y un ligero endurecimiento de las condiciones financieras pesarán sobre la recuperación. En la zona del euro, el riesgo de que las expectativas de inflación se queden ancladas es la principal preocupación en un contexto donde el endeudamiento es alto en muchos países.

La aceleración del crecimiento esperado en 2017 (3,5%) y el resto del pronóstico depende en gran medida de la aceleración del crecimiento en las economías emergentes y los países en desarrollo, ya que se espera que el crecimiento en las economías avanzadas sea modesto, en paralelo con la disminución del crecimiento potencial. Este desarrollo se basa en varias hipótesis importantes:

Una normalización gradual de la situación en varios países en dificultades

Un reequilibrio exitoso de la economía china, con tendencias altas de crecimiento, aunque inferiores a las de las dos últimas décadas

Una aceleración de la actividad en los países exportadores de materias primas, aunque con un crecimiento más modesto que en el pasado

Un sólido crecimiento en los otros países emergentes y en desarrollo

En el entorno actual, la probabilidad de que el escenario central se materialice ha caído debido a que los riesgos de una desaceleración han crecido en importancia

En las economías más desarrolladas, la actividad se ha desacelerado en la segunda mitad de 2015, y la disminución de precios de los activos y la ampliación de los diferenciales de crédito han endurecido las condiciones financieras. Si esta tendencia continua, el crecimiento podría ser incluso menor, con el riesgo de un escenario de estancamiento, donde las brechas de salida son siempre negativas y una tasa de inflación demasiado baja.

Las dificultades de los países emergentes podrían empeorar, debido a su vulnerabilidad interna. Por ejemplo, una nueva ronda de depreciaciones de la moneda podría poner en situaciones críticas los balances de las empresas, y una fuerte caída de la entrada de capitales podría conducir a que la demanda interna se contrajera.

Si los precios del petróleo se mantuviesen bajos durante un periodo de largo plazo, las perspectivas de los países exportadores de petróleo podrían desestabilizarse aún más.

El reequilibrio de la economía china puede ser menos armonioso de lo previsto en el escenario base. Una desaceleración de la economía china más brutal de lo esperado actualmente podría tener considerables repercusiones a nivel internacional a través del comercio, los precios y la confianza, y provocar una desaceleración más generalizada en la economía mundial.

El impacto de carácter no económico, relacionado con el conflicto geopolítico, la lucha política, el terrorismo, los flujos de refugiados o epidemias globales puede amenazar a algunos países y regiones, y la falta de acción podría tener implicaciones significativas sobre la actividad económica mundial.

Desde un punto de vista positivo, el reciente descenso de los precios del petróleo podría estimular la demanda en los países importadores, sobre todo si los consumidores creen que los precios se mantendrán bajos durante más tiempo. La adopción de medidas más agresivas para elevar el potencial de oferta y demanda también podría fomentar el crecimiento más vigoroso, tanto en el largo como en el corto plazo. Esto también podría aumentar la confianza de los mercados financieros y conducir a una recuperación de las acciones de los precios y el final del reciente endurecimiento de las condiciones financieras.

5. Descripción de la actividad

Grifols es un holding empresarial (*“aglomeración de empresas que consiste en que una empresa adquiere todas o gran parte de las acciones de otra empresa”*). A pesar de la crisis económica mundial sufrida desde 2007, esta empresa ha sabido mantenerse al pie del cañón, innovando y desarrollando nuevas técnicas científicas y tecnológicas dentro del mundo de los hemoderivados llegando a ser actualmente una de las empresas líder en el sector.

Con sede en Barcelona es una empresa multinacional española del sector farmacéutico y hospitalario. Constituye la tercera mayor empresa del mundo en el sector de hemoderivados y la primera en Europa. En 2016, sigue posicionada en tercer lugar, detrás de la estadounidense Baxter y la australiana CSL. Aunque, es líder mundial en suministros a hospitales, y es la única empresa farmacéutica que está verticalmente integrada en el sector de la medicina transfusional.

17 de mayo de 2006: cotiza en la Bolsa española (oferta pública de suscripción de 71.000.000 de acciones ordinarias (0'5€ VN) y una prima de emisión de 3'9€)

2 de enero de 2008: cotiza en el IBEX 35

1 de junio de 2011: presente en el Nasdaq

La empresa tiene tres plantas industriales en EEUU, dos en España, una en México, una en Suiza y otra en Australia.

Grifols S.A es la sociedad dominante y sus filiales actúan de manera integrada bajo una dirección común. (grafico de la estructura empresarial)

Actividad principal: obtención, fabricación, preparación y venta de productos terapéuticos, sobretodo hemoderivados.

Información por áreas geográficas

	España		Resto UE	
	2015	2014	2015	2014
Ingresos ordinarios	207.641	214.558	455.276	448.244
Activos	719.557	689.220	2.406.847	1.888.235

	USA + Canadá		Resto del mundo	
	2015	2014	2015	2014
Ingresos ordinarios	2.505.791	2.042.700	651.100	522.830
Activos	6.175.558	5.542.660	298.432	328.840

Grifols cuenta con 4 líneas de negocio: Bioscience, Hospital, Diagnostic y Raw materials & others, todas ellas consolidadas entre sí.

Bioscience

Desde 2002, el grupo ha ido creando su red de centros de donación de plasma en EEUU con más de 140 centros. Siendo actualmente el mayor proveedor de plasma a nivel mundial, el cual destina a la elaboración de productos para la hemoterapia.

Las tres organizaciones que se encargan de la recogida de plasma son TPR Grifols, Biomat USA y Grifols PlasmaCare.

Diagnostic

Estos sistemas se componen de analizadores, instrumentos y reactivos que ayudan y cubren las necesidades de los laboratorios clínicos.

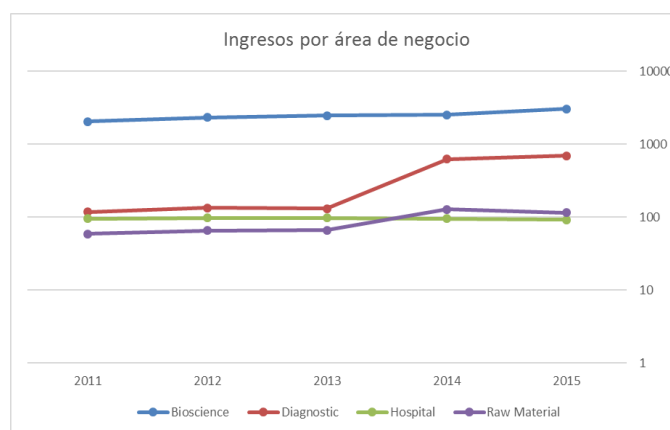
Debido al crecimiento y el potencial de esta área, el grupo ha decidido ampliarla, instalando dos líneas de producción en Australia.

Hospital

Las plantas de producción de esta área están situadas en Murcia y Barcelona y ambas cuentan con la certificación ISO 9001. Además, la de Barcelona ha sido una de las primeras en conseguir el certificado de Liberalización Paramétrica para sus soluciones parenterales de Europa.

Raw material & other

Esta área comprende todas las actividades realizadas por Grifols Engineering, así como los productos biológicos intermedios.



Elaboración propia con datos de las cuentas anuales de 2011-2015 (escala logarítmica)

Queda claro que el área más importante para el Grupo es la de Bioscience, encabezando los ingresos durante el periodo entre 2011-2015, estos suponen más de un 80% de los ingresos totales de Grifols.

En 2014, la Diagnostic Unit se ve impulsada gracias a la compra de la unidad de diagnóstico de Novartis. Actualmente los ingresos recaudados de esta área representan un 17% de los totales, siendo la segunda área más importante de la empresa.

○ *Historia e internacionalización*

Son numerosos los acontecimientos destacados del Grupo, pero solo mencionaremos los más importantes. Todo comienza en 1960, con la creación de la empresa DADE-Grifols (unión con la empresa norteamericana DADE Reagent), cuya actividad era la venta de reactivos en España y precedió a la compañía Diagnostic de Grifols. Además, en 1986 se agrupa con la American Hospital Supply, lo que le permite poner un pie en el país.

En 1982 la empresa Alpha Therapeutic Corporation adquiere participaciones de la empresa American Hospital Supply. Es en 1987 cuando Grifols realiza una reestructuración empresarial para convertirse en lo que es ahora, un Holding de empresas y nace el Grupo Grifols. La cual se constituye por varias empresas.

Laboratorios Grifols: fabricación de productos para terapia y nutrición

Instituto Grifols: fraccionamiento de plasma y obtención de hemoderivados

Diagnostic Grifols: actividades de diseño, fabricación para hematología y diagnóstico y reactivos

Movaco: distribuidora en España

En 2006 Grifols sale a Bolsa en Madrid, dos años más tarde empieza a formar parte del IBEX35 y en el 2009 comienza a cotizar en la Bolsa de Nueva York.

En 2011 la Federal Trade Commission autoriza la compra de Talecris y en enero de 2014 finaliza el proceso de adquisición de la unidad de diagnóstico transfusional de Novartis Internacional AG. En septiembre de ese mismo año adquiere el 50% del capital de la compañía Vasca Kiro Robotics SL (automatización de la maquinaria).

Finalmente, el año pasado, el Grupo consigue que la FDA apruebe la producción de Gamunex en Los Angeles. Además, en ese mismo año adquiere el 45% de la empresa Alkahest, lo cual le permitirá en un futuro desarrollar productos plasmáticos, seguir con su impulso en I+D y ampliar su gama de productos.

En el ámbito de la internacionalización, la empresa sigue una estrategia de inversión directa con sus propias filiales, además de a través de adquisiciones y joint venture. Esta internacionalización comienza realmente a coger forma en la década de los noventa como se explica a continuación.

1988: primera filial internacional en Portugal

1990: primera filial americana en Miami.

1991: filiales en Chile y Argentina

1992: tras la desaparición de la URSS, instaura filiales en la República Checa

1993: filial en Mexico

1997: comienza su expansión en el mercado europeo a través de adquisiciones

2002: adquisición de Alpha Therapeutic

2003: adquisición de Sera Care

2013: adquisición del 50% de la compañía Kiro Robotics.

Con este método de internacionalización a través de filiales, consigue tener una mayor estabilidad en estos países. Pese a tener presencia en más de 100 países y una matriz homóloga en EEUU, la sede corporativa central se encuentra en Barcelona.

6. Responsabilidad social corporativa

En lo que concierne la política de RSC, cuyo objetivo es establecer los principios de compromisos básicos en relación con la RSC de Grifols y su grupo, estas órdenes generales deben regir la conducta de comportamiento del Grupo así como de sus empleados.

Sus principales objetivos se dividen en cinco secciones. Primero, **integridad y transparencia**, gracias a canales de comunicación que favorezcan el dialogo, y cuya información sea clara, sencilla, honesta y ética.

Además, **cumplir la normativa y prevenir conductas ilegales**, en el grupo constan unos elevados estándares de conducta ética (cumpliendo las leyes, normas y regulaciones de los países en los que está implantada la empresa).

Siendo una empresa involucrada en procesos de tecnología, desarrollo e innovación, Grifols cuenta con un compromiso con el medio ambiente, comprometida con el desarrollo sostenible, optimiza al máximo el uso de recursos naturales, así como mejorar el reciclaje y la valoración de los residuos. El Sistema de Gestión Ambiental (certificación ISO 14.00001), asegura la identificación y cumplimiento de la legislación ambiental. Además, cada empresa cuenta con un comité de medio ambiente, quien se encarga de analizar de manera periódica la gestión ambiental y establecer los puntos de mejora en este campo. Uno de los puntos fuertes de este ámbito es la aplicación de criterios de ecodiseño para sus nuevas instalaciones, además de intentar minimizar y impacto ambiental en las etapas de su ciclo de vida.

Le siguen el **compromiso con la seguridad y la salud**, el grupo consigue que el impacto en sus empleados, pacientes, donantes, clientes, proveedores y la sociedad en conjunto, sea positivo, cumpliendo de manera estricta las leyes, normas y reglamentos de cada país. Es por eso que el Grupo tiene diferentes fundaciones

Victor Grifols i Lucas (1998), la cual promueve la bioética a través de los conocimientos de especialistas en las diferentes áreas.

Fundación Probitas (2008), contribuye a la mejora de los recursos sanitarios, es decir, aporta asistencia en el ámbito de la salud, en aquellas zonas que padecen escasez de medios o conocimientos.

Fundación José Antonio Grifols Lucas (2008 EEUU), se encarga de ofertar ayudas en el campo de la educación y salud a las personas, en aquellas zonas que padecen escasez de medios o conocimiento.

Academia Grifols Barcelona, se encarga de la formación y desarrollo de los empleados, y está organizada en tres áreas: conocimiento científico y técnico, desarrollo de habilidades y cultura corporativa y conocimiento de la compañía

Academia de plasmaféresis de EEUU, la cual ofrece ya formación más avanzada sobre todos los procesos en relación con la plasmaféresis (recogida, análisis y control de plasma). Con esto consigue una unificación de las maneras de trabajar.

7. Panorama de la industria y posicionamiento competitivo

Misión: contribuir a mejorar la salud y el bienestar de las personas, ofreciendo productos innovadores de máxima calidad elaborados con los últimos avances tecnológicos respetando el entorno natural.

Visión: quieren seguir desarrollando y ofreciendo nuevos productos, servicios y soluciones sanitarias que resuelvan los desafíos sanitarios presentes y futuros.

Para analizar mejor el entorno competitivo del Grupo lo mejor es utilizar la herramienta DAFO, la cual se basa en los análisis de PESTEL y PORTER.

Por un lado, con PESTEL se analiza el entorno en el cual actúa la empresa el cual se divide en entorno político, económico, social, tecnológico y legal. Ya que el Grupo centra sus principales actividades en España y EEUU, este análisis se centrará en esos dos países.

Dentro del entorno político, recalcar que tanto EEUU como España tienen unos sistemas políticos estables y exigentes, así como su política fiscal, que es considerada como muy exigente (teniendo en cuenta el periodo de crisis en el que se han visto envueltos). Gracias al comercio exterior de EEUU, la estrategia de internacionalización de Grifols se ve bastante reforzada.

Pasando al entorno económico, una ventaja muy importante es destacar que EEUU se caracteriza por tener el mayor PIB del mundo. Además, la financiación principal de Grifols proviene de instituciones financieras norteamericanas, que manejan tasas de tipos de interés muy bajas. Una desventaja a tener en cuenta es la diferente situación de los ciclos económicos de ambos países.

Ambos países tienen una baja conflictividad laboral, es decir, un personal bien formado y continuamente reciclado. Hay muchos trabajadores cualificados y desempleados a causa de la reciente crisis.

EEUU es uno de los países con un gran desarrollo científico y tecnológico, demostrado en su inversión superior a 300 millones de euros en este país. Aunque hay que tener en cuenta que EEUU tiene leyes industriales y comerciales muy rigurosas.

Las cinco fuerzas de PORTER ayudan a entender y comprender mejor la competencia a la que se enfrenta la empresa.

Rivalidad entre los competidores

El sector farmacéutico no se caracteriza por tener muchos competidores y es casi considerado como un oligopolio. Aun así, es un sector donde la competencia es muy intensa. Además, el ritmo de crecimiento de este sector se espera que sea elevado, sobre todo por las altas expectativas que se han generado alrededor del nivel de crecimiento global.

Para las empresas del sector las barreras de movilidad son prácticamente inexistentes pero las barreras de salida son considerablemente altas.

Poder de negociación de los proveedores y clientes

Grifols no cuenta con muchos proveedores, ya que es una empresa integrada verticalmente. Produce ella misma lo que necesita o bien ha adquirido las empresas que lo hacían. Lo cual le hace enfrentarse a ellos con un gran poder de negociación, ya que son dispensables para el Grupo (ya que los va adquiriendo poco a poco).

Este sector se caracteriza por tener unos clientes concentrados, escasos y a la hora de adquirir productos lo hacen en grandes cantidades. Esto les deja en una posición con un gran poder de negociación.

Amenaza de nuevos competidores

Como ya se ha comentado, entrar en este sector es muy complicado ya que las empresas están bastante asentadas y cada una tiene una reputación ya desarrollada. Además, existen economías de escala que hacen que se sea más competitivo.

Una de las principales barreras es el difícil acceso a la materia prima. Al tratarse del sector farmacéutico (en constante evolución, tanto en tecnología como en innovación) existe una legislación muy exhaustiva en todo el tema de las patentes.

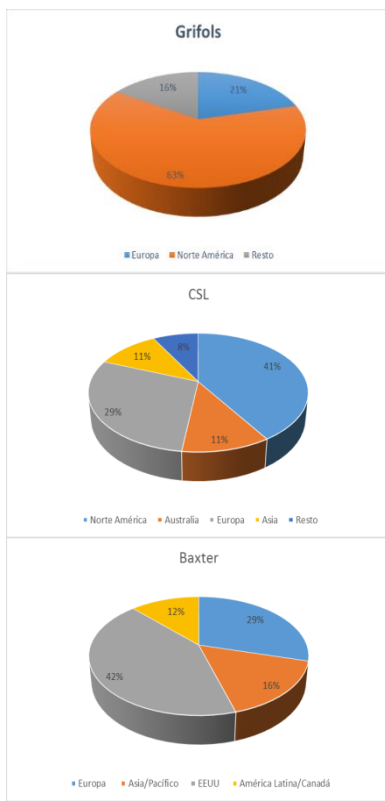
Amenaza de productos sustitutivos

La amenaza de entrada de productos sustitutivos es muy baja y a corto plazo la sangre artificial todavía no supone una amenaza para la sangre natural.

Después de haber analizado el entorno general y el entorno específico, lo lógico sería resumir todo esto en un cuadro. Para ello se mostrará a continuación el DAFO sacado después de este estudio.

Oportunidades	Fortalezas
<p>Situación política estable</p> <p>Mercados nacionales potentes</p> <p>Situación estratégica idónea</p> <p>EEUU es un mercado potente</p> <p>Posibilidad de financiamiento</p> <p>La de desempleo de España</p> <p>Poca conflictividad laboral</p> <p>Preparación de los trabajadores</p> <p>Posibilidad de sinergias</p> <p>Legislación laboral históricamente flexible en EEUU y menos flexible en España</p> <p>Protección de los derechos de patentes rigurosa en EEUU</p> <p>Barreras de entrada</p> <p>Escaso poder de negociación de los proveedores</p> <p>El producto ofrecido no tiene ningún sustitutivo actual</p> <p>Poca competencia de empresas en el sector</p>	<p>Gran capacidad de recoger materia prima necesaria para la producción</p> <p>Gran capacitación de producir bienes hemoderivados</p> <p>Tecnología y patentes propias</p> <p>Grandes recursos financieros para acometer todo tipo de acciones</p> <p>Gran especialización y capacitación de capital humano</p> <p>Reconocimiento de la marca</p> <p>Cartera de clientes amplia e internacional</p> <p>Metodología específica</p>
Amenazas	Debilidades
<p>La política fiscal española</p> <p>Mercado nacional español no está claro si ha dejado atrás la recesión</p> <p>Gran poder de negociación de los clientes</p> <p>Gran competencia</p> <p>Necesidad de innovación constante</p> <p>Barreras de salida</p>	<p>Necesidad de pagar por la sangre</p> <p>La materia prima es perecedera</p>

¿Cómo está repartido el mercado mundial en el sector farmacéutico?



Partamos de la base de que Baxter facturó casi 10 millones de dólares en concepto de ventas, CSL 5 millones de dólares.

La principal empresa en este sector es la estadounidense Baxter, con una facturación de aproximadamente 10.000 millones de euros. Su actividad se concentra principalmente en EEUU, ya que el 42% de sus ingresos vienen de ahí. Un dato curioso es que, aun siendo la líder en el sector, Grifols obtiene el 63% de sus ingresos de EEUU.

Por otro lado, tanto Baxter como CSL, tiene una mayor implantación en Europa (29% de sus ingresos provienen del mercado europeo),

Hoy en día una de las tareas más complicadas que pueden tener las empresas es mantener ventajas competitivas a largo plazo. Grifols ha sabido cómo hacerlo, ya que se ha mantenido en el top 3 de su sector desde 2013.

Para ello ha centrado sus objetivos estratégicos en dos pilares fundamentales:

- Consolidarse en las áreas de negocios ya implantadas
- Ampliar su oportunidad de crecimiento adquiriendo participaciones en empresas
- Todo esto ha sido satisfactorio gracias a las diferentes estrategias que ha ido llevando a cabo a largo plazo en los últimos años.
 - Estrategia comercial de integración: dicha estrategia finalizó en enero de 2014 con la compra de Diagnostic Unit (donaciones de sangre para transfusiones). Con esta adquisición, Grifols ha conseguido formar parte de todos los procesos de producción, así como de productos finales (integración vertical).
 - Adquisición de Novartis: esta operación supuso una consolidación en el mercado estadounidenses, donde actualmente cuenta con una red comercial sólida y especializada. Con esta operación se incrementaron los ingresos de la Diagnostic Unit, llegando a suponer alrededor del 20% de los ingresos totales.
 - Expansión en Oriente Medio: continúa su diversificación geográfica e internacionalización
 - Diversificación de sus productos en las diferentes divisiones
 - Adquisiciones de diferentes empresas gracias a su plan de I+D
 - Al tratarse de un sector donde las patentes son la base, Grifols tiene una ventaja competitiva clara.
 - Mejora de la productividad: optimización de la materia prima y flexibilidad de los procesos productivos.

8. Análisis económico-financiero

○ Balance

Dentro del activo, destacable que los activos no corrientes han mantenido su peso estable con respecto del activo total durante los pasados 5 años, el cual representa aproximadamente un 66%. La partida que más peso tiene en este apartado son los activos intangibles (fondo de comercio incluido). No es de extrañar ya que se trata de una empresa del sector farmacéutico, la cual basa su actividad en patentes de productos. Además, vemos como el fondo de comercio se incrementa de 2013 a 2014 debido a la compra de Novartis, dicha partida se incrementó en un 73%. Vemos también que gracias a esta transacción el inmovilizado material se incrementa un 36%.

Destacar que los activos financieros no corrientes han pasado de 9.011 miles de euros a 30.388. este incremento se debe a que la sociedad dependiente Grifols Worldwide Operations Limited, ha suscrito 25 millones de euros correspondientes al 9% de los bonos convertibles emitidos por Tigenix. El grupo tiene en su posesión de manera indirecta el 19,28% del capital de Tigenix, y esta empresa le ha pagado 1.125 miles de euros de los bonos convertibles.

Pasando a comentar el activo corriente, que en 2015 representa un 33% del activo. Vemos que la partida más representativa es la de existencias que representa casi el 50% del activo no corriente. En los cinco años pasados el incremento más considerable a destacar es el de otros activos financieros de 2014 a 2015, dicha partida se incrementa en un 157%. Otro incremento considerable es la caja en 2014, el cual se incrementa en un 52% de 2013 a 2014. El Grupo clasifica los flujos de efectivo correspondientes a los intereses recibidos y pagados como actividades de explotación, y los dividendos recibidos y pagados como actividades de inversión y financiación, respectivamente.

Comentaremos primero las partidas de pasivos corrientes y no corrientes y después nos centraremos en el patrimonio neto.

El pasivo no corriente representa el 54%. Dentro de este bloque la partida con más peso es que engloba los pasivos financieros no corrientes (87% de los pasivos no corrientes)

	Miles de Euros	
Pasivos financieros	31/12/2015	31/12/2014
Obligaciones no corrientes (a)	781.416	679.069
Deuda Senior Asegurada (b)	3.664.252	3.358.341
Otros créditos (b)	120.326	24.888
Pasivos por arrendamientos financieros (c)	5.852	9.275
Derivados Financieros (nota 30)	--	34.486
Otros pasivos financieros no corrientes (e)	25.808	48.571
Total Pasivos financieros no corrientes	4.597.654	4.154.630

Fuente: memoria 2015 Grifols

A mediados del año 2014 el grupo finalizó el proceso de refinanciación de la deuda. Este importe llegó a los 4.075 millones de euros (importe total de deuda de Grifols) incluyendo el préstamo de 1.500 millones de euros para poder adquirir la unidad de diagnóstico de Novartis. Con esta reestructuración, la estructura de la deuda ha acabado siendo un préstamo a largo plazo de 4.500 millones de dólares con inversores institucionales y banco, y una emisión de bonos corporativos senior no asegurados de aproximadamente 1.000 millones de dólares.

En octubre de 2015 el grupo recibió un préstamo del Banco Europeo de Inversión de unos 100 millones de euros (n = 10 años, t/i fijo, y carencia 2). Dicho préstamo va a estar destinado a inversiones de I+D.

El decremento en la partida de provisiones es debido a provisiones de ciertas sociedades dependientes extranjeras en relación con compromisos de carácter laboral con determinados empleados.

El incremento más considerable dentro del pasivo no corriente es en la partida de subvenciones:

	Miles de Euros	
	31/12/2015	31/12/2014
Subvenciones de capital	12.269	5.656
Subvenciones de tipo de interés (créditos privilegiados)	851	1.125
	13.120	6.781

Fuente: memoria 2015 Grifols

Las subvenciones de tipo de interés corresponden al tipo de interés implícito en los créditos concedidos por el Ministerio de Ciencia y Tecnología al no devengar estos intereses. El importe total de subvenciones de la cuenta de PyG de 2015 es de 1.227 miles de euros, de los cuales 849 miles de euros corresponden a 2013 y 1.130 miles de euros corresponden a 2014.

Dentro del pasivo corriente que representa un 12%, la partida con más peso es la de acreedores comerciales y otras cuentas a pagar (la cual representa el 50,5% del pasivo corriente). De esta partida destacar los proveedores.

	Días
Periodo medio de pago a proveedores	72,3
Ratio de las operaciones pagadas	72,2
Ratio de las operaciones pendientes de pago	73,3

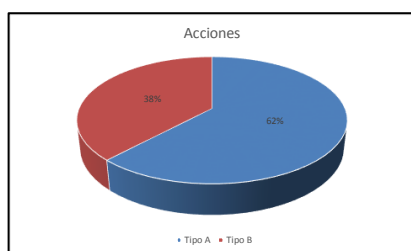
	Miles de Euros
Total pagos realizados	402.113
Pagos pendientes	54.154

Fuente: memoria 2015 Grifols

A 31 de diciembre de 2015 el patrimonio neto representa el 34% del pasivo.

En diciembre de 2012, los accionistas de Grifols aprobaron una ampliación de capital social con cargo a reservas voluntarias de aproximadamente 16 millones de nuevas acciones sin derecho a voto de clase B, fue elevada a público en enero de 2013 y dichas acciones quedaron emitidas a negociación en las cuatro Bolsas Españolas y en el Sistema de Interconexión Bursátil ese mismo mes.

A 31 de diciembre de 2015 el capital social de la sociedad asciende a 119.603.705€ y las acciones se dividen de la manera siguiente:



Acciones de tipo A: 213.064.899 acciones con valor nominal 0,5€ cada una, totalmente suscritas y desembolsadas, pertenecientes a la misma clase y serie (acciones ordinarias)

Acciones de tipo B: 130.712.555 acciones con valor nominal 0,1€ cada una, son acciones sin voto con los derechos preferentes establecidos en los estatutos de la sociedad.

A 31 de diciembre de 2015 y 2014, el número de acciones en circulación es igual al total de acciones de la compañía menos las acciones propias.

El 4 de enero de 2016 comenzó la contratación bursátil de las nuevas acciones de la sociedad resultantes del acuerdo de desdoblamiento de sus acciones. Este desdoblamiento de acciones supone que el valor nominal de las nuevas acciones de Clase A sea de 0,25 euros por acción (anteriormente 0,5€) y el valor nominal de las acciones de Clase B sea de 0,05€ por acción (antes 0,1€).

En cuanto a las reservas, el saldo de esta partida está sujeta a la normativa legal aplicable a cada una de las sociedades que forman el grupo. A 31 de diciembre de 2015, 42.762 miles de euros (= gastos de desarrollo pendientes de amortizar de algunas sociedades españolas) son reservas indisponibles que no podrán ser distribuidas hasta el momento en que dichos gastos de desarrollo hayan sido amortizados.

En mayo de 2014, el Grupo suscribió una ampliación de capital de Araclon Biotech, por importe de 5 millones de euros (incrementación de su participación pasando del 61,12% al 66,15%). Esto hizo que las reservas disminuyesen en 1,7 millones de euros.

En el 2015 suscribió otra ampliación de capital por un millón más que la anterior, es decir, su participación paso del 66,15% al 70,83% y la diferencia fue de 1,77 millones de euros entre la ampliación y los intereses minoritarios.

Con respecto a la reserva legal, las sociedades españolas están obligadas a destinar un mínimo del 10% de los beneficios de cada ejercicio a la constitución de un fondo de reserva hasta que este alcance, al menos el 20% del capital social (no distribuible a accionistas, y solo se puede usar para cubrir el saldo deudor de la cuenta de PyG en el caso de no tener reservas disponibles).

A continuación, se mostrará el movimiento de la cuenta de las acciones propias tanto de clase A como de clase B, respectivamente.

	Nº de acciones de Clase A	Miles de Euros
Saldo al 1 de enero de 2015	1.967.265	69.134
Enajenaciones Clase A	(1.967.265)	(69.134)
Saldo al 31 de diciembre de 2015	--	--

	Nº de acciones de Clase B	Miles de Euros
Saldo al 1 de enero de 2015	5.653	118
Adquisiciones Clase B	2.014.285	58.457
Enajenaciones Clase B	(653)	--
Saldo al 31 de diciembre de 2015	2.019.285	58.575

Fuente: memoria 2015 Grifols

A cierre del ejercicio de 2015, la sociedad dominante mantiene acciones propias de clase A y B equivalentes a 0,17% del capital social.

En octubre de 2015, el Consejo de Administración de Grifols aprobó el reparto de un dividendo a cuenta de 0,35€/acc de clase A y B (119.615€).

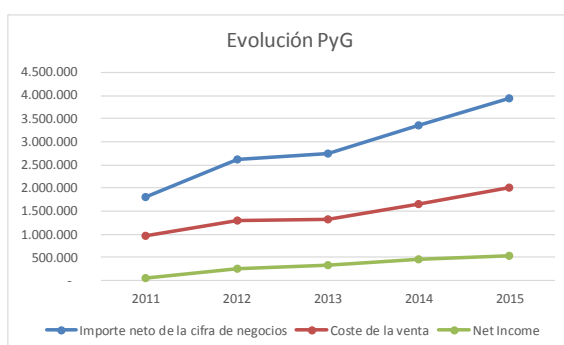
En mayo de 2015 se aprobó en la Junta General de Accionistas una distribución de un dividendo preferente de 0,01€/acc B.

En cuanto a las participaciones no dominantes, a cierre de 2015 está partida se ha registrado:

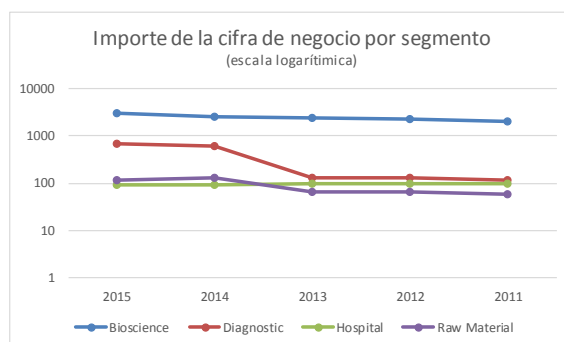
Miles de Euros						
Saldo 31/12/2014	Altas	Combinaciones de negocios / Alta perímetro	Ampliaciones de capital	Diferencias de conversión	Saldo 31/12/2015	
Grifols (Thailand) Pte Ltd	1.956	763	--	--	(55)	2.664
Grifols Malaysia Sdn Bhd	911	234	--	--	(105)	1.040
Araclon Biotech, S.A.	96	(1.679)	--	1.766	--	183
Medion Grifols Diagnostic AG	(521)	169	--	--	(54)	(406)
GRI-CEI S/A Productos para transfusao	1.722	(165)	--	--	(411)	1.146
Progenika Biopharma, S.A.	1.030	74	--	--	(11)	1.093
Brainco Biopharma, S.L.	(344)	(29)	--	--	--	(373)
Abyntek Biopharma, S.L.	(85)	(8)	--	--	--	(93)
VCN Biosciences, S.L.	--	(63)	(4)	--	--	(67)
4.765	(704)	(4)	1.766	(636)	5.187	

Fuente: memoria 2015 Grifols

○ *Cuenta de pérdidas y ganancias*



Fuente: Elaboración propia, datos memoria 2015 Grifols



Fuente: Elaboración propia, datos memoria 2015 Grifols

En 2015 el principal crecimiento de Grifols ha estado impulsado por la División de Bioscience, además de incrementarse los ingresos en todos los países en los que opera, consiguiendo un beneficio de 531.441 miles de euros.

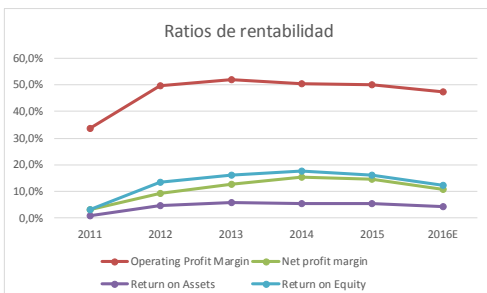
En 2014 con la adquisición del centro de diagnóstico de Novartis, las ventas aumentaron en este segmento un 377%, siendo el aumento más impactante en los últimos 5 años. El año pasado las ventas aumentaron un 20% en la división de Bioscience, y un 11,53% en la de Diagnostic, mientras que cayeron en las otras dos divisiones, un 2% en la de Hospital y casi un 10% en el segmento de materias primas.

Otro comentario importante es que con la adquisición de Novartis, las ventas en el

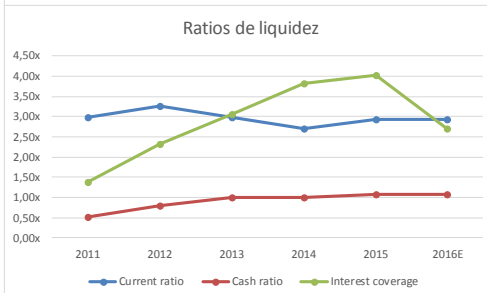
segmento de las materias primas aumentaron un 93%.

Con respecto al tipo de cambio, destacar que las diferencias de cambio han afectado de manera negativa el resultado financiero en 12,1 millones de euros. A tipos de cambio constantes, la compañía ha reducido su resultado financiero un 9,1%.

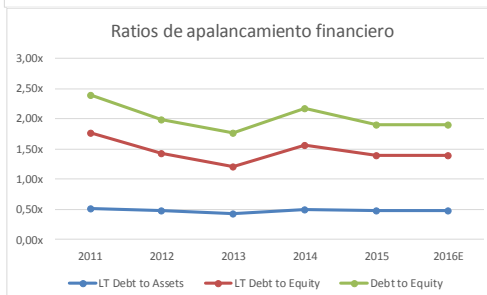
○ *Ratios financieros*



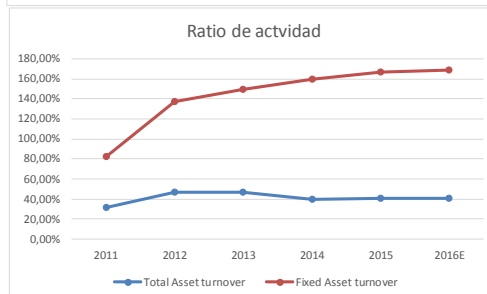
Analizando el “operating profit margin” observamos que menos en 2011, en los cuatro años siguientes se sitúa alrededor del 50%. Esto quiere decir que la empresa está generando suficiente dinero de sus operaciones en curso para pagar sus costes variables, así como sus costes fijos.



El ROA mide el beneficio obtenido con el activo total de la empresa y se utiliza para medir la eficiencia de los activos totales de la empresa con independencia de las fuentes de financiación utilizadas (mide la capacidad de los activos para generar renta), observamos que en los 5 años ha sido de aproximadamente del 5%.



Como se puede ver en el gráfico, el ROE es muy superior al ROA, es decir, el coste medio de la deuda es inferior a la rentabilidad económica. Esto nos indica que la financiación por parte del activo con deuda ha posibilitado el crecimiento de la rentabilidad financiera.



Pasando a los ratios de liquidez, con el “current ratio” podemos ver la capacidad que tiene la empresa de pagar sus deudas a corto plazo con sus activos a corto. En este caso en 2015, la empresa sería capaz de hacer frente 3 veces a sus deudas a corto con los activos corrientes. Tendencia que se ha mantenido lo largo de los últimos 5 años.

Centrándonos en el “cash ratio”, la compañía ha mantenido una tendencia de poder hacer frente a sus deudas a corto plazo solo con la caja. Lo cual es un logro teniendo en cuenta que las deudas a corto plazo son superiores al millón.

El “interest coverage ratio” calcula la capacidad de la compañía para pagar los intereses de la deuda. Como podemos observar este ratio es superior a uno, lo que nos indica que la empresa está generando dinero más que suficiente para pagar sus intereses, y que además, tiene ingresos adicionales para hacer los pagos del principal de la deuda. Es decir, en 2015, la empresa puede hacer 2,7 veces el pago de los intereses actuales.

Con el “total asset turnover ratio”, podemos ver la eficiencia con la que la compañía usa sus activos para generar ventas. En este caso se mantiene alrededor del 42% durante los cinco años, lo cual nos indica que la compañía genera 42 céntimos por cada euro de activos.

Por último, tenemos los ratios de apalancamiento financiero. El “debt ratio” es de aproximadamente 0,5, lo que nos indica que la compañía tiene aproximadamente el doble de activos que de deuda. Esto significa que la empresa puede pagar sin problemas su deuda.

Observando los dos ratios restantes vemos que tienen la misma tendencia. Lo que nos indica una estabilidad financiera, con menos riesgo.

En general con este análisis podemos establecer la buena salud financiera de la que goza la empresa. Así como una rentabilidad bastante buena. Esto es una buena información para los inversores, ya que la empresa es considerada de poco riesgo y tiene unas proyecciones de futuro bastante satisfactorias.

9. Estados financieros proyectados

Lo datos utilizados para proyectar las partidas de balance y de la cuenta de pérdidas y ganancias han sido los establecidos en la Memoria anual de 2015, los Informes y estados financieros del periodo de 2011-2015. Las hipótesis realizadas han intentado ser lo más coherentes y reales posibles, gracias a esta información y la información sobre la economía a nivel mundial.

o Cuenta de pérdidas y ganancias

La cuenta de pérdidas y ganancias sería la siguiente:

	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Importe neto de la cifra de negocios	4.013.254	4.093.519	4.175.390	4.258.898	4.344.075
Coste de la venta	2.020.704	2.061.118	2.102.341	2.144.387	2.187.275
Gross Profit	1.992.550	2.032.401	2.073.049	2.114.510	2.156.800
Investigación y desarrollo	199.484	204.676	208.769	212.945	217.204
Gastos de distribución, generales y administrativos	844.006	860.887	878.104	895.666	913.580
Gastos operacionales	1.043.490	1.065.563	1.086.874	1.108.611	1.130.784
EBIT	949.060	966.839	986.175	1.005.899	1.026.017
Ingresos financieros	5.217	5.190	5.528	5.809	6.482
Gastos financieros	345.151	349.287	354.043	361.202	357.505
Variación de valor razonable en instrumentos financieros	-	-	-	-	-
Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros	-	-	-	-	-
Diferencias de cambio	-	-	-	-	-
EBT	609.126	622.742	637.660	650.506	674.994
Resultado de entidades valoradas por el método de la participación	-	-	-	-	-
Gasto por impuesto sobre las ganancias	176.971	174.368	172.168	169.131	168.748
Net Income	432.155	448.374	465.492	481.374	506.245

Fuente: Elaboración propia

Para conseguir esta información se han utilizado las hipótesis siguientes

Importe neto de la cifra de negocios

Para poder proyectar las ventas del grupo, se ha tenido en consideración la evolución de la economía a nivel mundial. Se espera una tasa de crecimiento del 2%, incremento utilizado para las ventas de la empresa.

Ingresos financieros

Se asume que el porcentaje de lo que esta partida representa en el primer trimestre del 2016 respecto al efectivo y las inversiones financieras corrientes y no corrientes se mantiene. Es decir, un 0,67%.

Costes de venta

Calculamos primero lo que el coste de ventas representa con respecto a la cifra de negocio y que se asumirá que permanece constante (50,35%).

Gastos de distribución, generales y administrativos

Primero vemos durante los 5 años lo que representa con respecto a la cifra de negocios y se utilizar el promedio (21,03%).

Gastos en I+D

En vista de las grandes inversiones en esta área y que en el primer semestre del 2016 el porcentaje con respecto a la cifra de negocios se sitúa en un 4,97%, supondremos que se mantendrá en un 5%.

Variación del valor razonable en instrumentos financieros y deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros y diferencias de cambio.

Este tipo de variación no derivan de la propia actividad de la empresa, es decir, son ajenas a la explotación, por tanto, asumiré que no se mantienen en el futuro (= 0).

Resultado de entidades valoradas por el método de participación

Se considerará que la empresa está reduciendo las inversiones que le generan pérdidas.

Gastos financieros

Los gastos financieros están expresados en función de la deuda. Utilizaremos un promedio del porcentaje que ha representado durante los últimos años, que se sitúa en aproximadamente 6,6%.

El efecto que esto tendría en los gastos financieros sería el siguiente. En relación con la deuda

	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Deuda a L/P	4.561.732,29	4.544.605,42	4.529.989,15	4.546.440,30	4.409.809,56
Deuda a C/P	301.692,19	302.268,48	307.582,18	314.537,19	317.586,10
Porcentaje	6,9903%	6,9903%	6,9903%	6,9903%	6,9903%
Gastos financieros	339.967,96	338.811,03	338.160,75	339.796,91	330.459,14

Como se puede observar sigue una variación en consonancia con la deuda que mantiene la empresa.

Gasto por impuesto sobre las ganancias

Primero se calcula el porcentaje que representa el gasto por impuesto sobre las ganancias de los cinco años tomados de base respecto al resultado antes de impuestos de las actividades ordinarias. Sabemos que la empresa está aumentando el peso del beneficio obtenido en distintos países con un tipo impositivo menor, se puede considerar que la tasa efectiva va a ir reduciéndose hasta el 25% en 2020.

o *Balance*

En el caso del balance, la imagen proyectada para el activo sería la siguiente:

	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Fondo de comercio	3.603.006	3.675.066	3.748.568	3.823.539	3.900.010
Otros activos intangibles	1.389.087	1.389.408	1.456.280	1.609.340	1.570.948
Inmovilizado material	1.786.594	1.796.532	1.890.412	1.945.689	2.029.381
Inversiones contabilizadas por el método de la par	78.263	79.481	79.753	80.289	80.515
Activos financieros no corrientes	30.996	31.479	31.586	31.798	31.888
Activos por impuestos diferidos	45.333	42.567	43.977	44.752	44.236
Total activo no corriente	6.933.278	7.014.533	7.250.576	7.535.407	7.656.978
Existencias	1.428.204	1.457.966	1.429.928	1.400.185	1.368.681
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	470.501	453.768	436.867	434.816	417.180
<i>Cientes por ventas y prestaciones de servicios</i>	<i>329.857</i>	<i>336.454</i>	<i>320.304</i>	<i>315.042</i>	<i>297.539</i>
<i>Otros deudores</i>	<i>93.479</i>	<i>67.291</i>	<i>68.637</i>	<i>70.009</i>	<i>71.409</i>
Activos por impuestos corrientes	47.165	50.024	47.927	49.765	48.231
Otros activos financieros corrientes	1.682	984	1.003	1.098	785
Otros activos corrientes	31.713	32.207	32.317	32.534	32.626
Efectivo y otros medios líquidos equivalentes	745.931	742.135	792.443	834.009	934.689
Total activo corriente	2.678.031	2.687.060	2.692.558	2.702.643	2.753.961
Total activo	9.611.309	9.701.593	9.943.134	10.238.050	10.410.938

Fuente: Elaboración propia

Para esto se han realizado las siguientes hipótesis:

Fondo de comercio

Esta partida suponemos que se mantendrá constante

Otros activos intangibles

Calculamos el promedio de los 5 años, y suponemos que se mantiene más o menos en los mismos niveles para la proyección.

Inmovilizado material

Calculamos el promedio de los 5 años, y suponemos que se mantiene más o menos en los mismos niveles para la proyección.

Long term investments

Tomaremos como hipótesis que crecen en base a la tasa de crecimiento a largo plazo de la economía (3%)

Activos por impuestos diferidos

Calculamos el promedio de los 5 años, y suponemos que se mantiene más o menos en los mismos niveles para la proyección.

Existencias

Calculamos el promedio de días en base a los 5 años analizados y supondremos que se reducen los días de inventario progresivamente. Multiplicando las ventas diarias estimadas por los días estimados llegamos al número de existencias.

	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
	PROMEDIO				
Rotación inventario	2,56	2,81	2,92	3,04	3,17
Días	147	130	125	120	115

Cientes por ventas y prestaciones de servicios

Calculamos el promedio de días en base a los 5 años analizados y supondremos que se reduce el periodo medio de cobro progresivamente.

	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
PMC	PROMEDIO				
	0,15	0,082	0,077	0,074	0,068
Días	55	30	28	27	25

Otros deudores

El PMC se muestra a continuación, supondremos que esta tendencia se mantiene constante en 6 días.

	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
PMC	PROMEDIO				
	0,02	0,016	0,016	0,016	0,016
Días	9	6	6	6	6

Activos por impuestos corrientes

Calculamos el promedio de los 5 años, y suponemos que se mantiene más o menos en los mismos niveles para la proyección.

Activos financieros corrientes

Calculamos el promedio de los 5 años, y suponemos que se mantiene más o menos en los mismos niveles para la proyección.

Otros activos corrientes

Supondremos que se incrementarán en el mismo porcentaje que lo hacen las ventas.

Efectivo y otros medios líquidos equivalentes

Con la información de los informes anuales establecemos que es una empresa que mantiene niveles altos de caja. Calculamos el promedio de los 5 años, y suponemos que se mantiene más o menos en los mismos niveles para la proyección. Sabiendo que a partir de 2018 va a pagar más deuda.

o *Pasivo*

Para las cuentas de pasivo, el balance quedaría así:

	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Subvenciones	10.496	8.397	6.717	5.374	4.299
Provisiones	4.871	4.384	3.945	3.551	3.196
Pasivos financieros no corrientes	4.633.618	4.689.931	4.750.331	4.843.413	4.785.060
Pasivos por impuestos diferidos	519.572	623.486	748.183	897.820	1.077.383
Total pasivos no corrientes	5.168.556	5.326.197	5.509.177	5.750.158	5.869.938
Provisiones	86.408	95.049	104.554	115.009	126.510
Pasivos financieros corrientes	303.926	306.781	314.419	323.745	329.212
Deudas con empresas asociadas	421	400	380	361	343
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	510.449	513.585	533.736	543.448	552.547
Proveedores	374.511	375.700	394.781	402.903	411.192
Otros acreedores	108.294	109.981	110.357	111.098	111.411
Pasivos por impuestos corriente	27.644	27.903	28.598	29.446	29.944
Otros pasivos corrientes	134.664	134.664	134.664	134.664	134.664
Total pasivo corriente	1.035.868	1.050.478	1.087.753	1.117.226	1.143.276

Fuente: Elaboración propia

Y las suposiciones serían las siguientes

Subvenciones

Partimos de la base para el 2016 de un promedio de la partida durante los últimos 5 años. Este dato se va reduciendo un 20%, tendencia demostrada en los años anteriores.

Provisiones no corrientes y corrientes

Partimos de la base para el 2016 de un promedio de los últimos 5 años. Suponemos que esta partida se va reduciendo un 10%. En cuanto a las provisiones corrientes, suponemos que aumentan un 10% con respecto al año anterior.

Deudas con entidades de crédito y obligaciones u otros valores negociables no corrientes

Hay que tener en cuenta que al manipular esta partida tiene ciertas interferencias con la cuenta de pérdidas y ganancias, ya que afecta también a los gastos financieros, los cuales se calculan en función de las necesidades de financiación de la empresa.

La deuda para los años siguientes tendría la siguiente variación:

	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Variación de la deuda	- 396.569	- 3.796	50.308	41.566	100.680

Como se puede observar, durante los próximos 3 años la empresa dejaría de pagar la deuda en esas cantidades, haciendo un pago de 58.353 miles de euros en 2020.

Otros pasivos financieros

Supondremos que esta partida permanece constante.

Impuesto diferido y pasivo por impuesto corriente

Partimos de la base de un promedio de los años anteriores y suponemos que va aumentando un 20%.

Deudas con empresas asociadas

En los últimos años no ha habido casi variación. Por lo tanto, supondremos que se mantiene.

Proveedores

Con la información de la memoria de 2015 nos indica que el PMP es de 72,3, y suponemos que se mantiene constante.

Otros acreedores

Es razonable hacer como suposición que esta partida se incrementa al ritmo que se incrementan las ventas.

Otros pasivos corrientes

Supondremos que son constantes

o *Patrimonio neto*

Las proyecciones del patrimonio neto serían las siguientes:

	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Beneficios retenidos					
Capital suscrito	119.604	119.604	119.604	119.604	119.604
Prima de emisión	910.728	910.728	910.728	910.728	910.728
Reservas	1.398.482	1.420.263	1.425.121	1.434.690	1.438.734
Acciones propias	-	-	-	-	-
Dividend a cuenta		119.615	119.615	119.615	119.615
Resultado del ejercicio atribuido a la sociedad do	432.155	448.374	465.492	481.374	506.245
Total Fondos Propios	2.860.969	2.779.354	2.801.330	2.826.781	2.855.696
Cobertura de flujos de efectivo	3.329	3.329	3.329	3.329	3.329
Otro resultado global	3.096	3.144	3.155	3.176	3.185
Diferencias de conversión	534.491	534.491	534.491	534.491	534.491
Otro resultado global	540.916	540.964	540.975	540.996	541.005
Patrimonio atribuido a la sociedad dominante	3.401.884	3.320.318	3.342.305	3.367.777	3.396.701
Participaciones no dominantes	5.000	4.600	3.900	2.889	1.023
Total patrimonio neto	3.406.884	3.324.918	3.346.205	3.370.666	3.397.724

Fuente: elaboración propia

Capital

Ya que no hay indicios de que la compañía vaya a hacer ampliaciones de capital, lo mantendremos constante.

Beneficios retenidos

La empresa ha declarado se seguir manteniendo la política de dividendos del 40%, por lo tanto, lo acompañaremos con los beneficios que se van a generar cada año.

Acciones propias

En 2015 la sociedad dominante mantiene acciones propias equivalentes a 0,17% del capital. Suponemos que el resto de los años es igual a 0.

Otro resultado global

Como es una partida que no depende de la actividad de la propia empresa, supondremos que no hay variación.

Participaciones no dominantes

A 31 de diciembre de 2015 las participaciones no dominantes son:

Grifols Thailand	2.664
Grifols Malaysia	1.040
Araclon Biotech	183
Medion Frigols Dlagositc	-406
GRI-CEI S/A Producto para transfusao	1.146
Progenika Biopharma	1.093
Brainco Biopharma	-373
Abyntek Biopharma	-93
VCN Bioscience	-67
TOTAL	5.187

Suponiendo que Grifols se deshace de las posiciones que le generan pérdidas, suponemos que se va reduciendo, tendiendo a cero.

10. Valoración

A día de hoy, y durante todo el año 2015, las acciones de tipo A cotizaron muy por encima del IBEX, como se muestra a continuación en el gráfico:



Para la valoración de la empresa he utilizado los dos métodos más comunes. El método del DCF (Discounted cash flow method) y la valoración por múltiplos. En este último los comparables que he utilizado son el PER (Price to Earning ratio) y el EV/EBITDA.

Primero analizaremos los resultados obtenidos del modelo DCF. Los resultados obtenidos han surgido de las hipótesis expuestas anteriormente.

EV	13.018.674.120,82 €
Equity	9.640.174.120,82 €
Deuda	3.378.500.000,00 €
Total acciones	426.129.798
Precio por acción	22,62 €

Gracias al modelo DCF la valoración que sale es de 22,61€, siendo sus adquisiciones conductoras fundamentales de la creación de valor que ofrece la empresa. Para obtener ese precio se han introducido varios parámetros para crear un pronóstico tanto macro como microeconómico. Se pudo llegar a un modelo de pronóstico que ha dado lugar a una visión fiel de las predicciones que se esperan en los próximos años.

Para el cálculo del terminal value, se ha utilizado una tasa de crecimiento utilizando las expectativas del BCE que sugiere un crecimiento anual del 2%.

En cuanto al WACC, que en este caso es de un 7,716%, hemos usado un coste de deuda igual a 7% y un cost of equity de 10,74%. Para el cost of equity hemos usado el modelo **CAPM: $(E(R_i) = R_f + \beta * (E(R_m) - R_f)$** .

Hemos supuesto que la risk-free rate es igual a 1,22%, dato sacado del economista y representa el bono a 10 años. La tasa libre de riesgo está asociada a la rentabilidad de un bono emitido por un BC.

En este caso tenemos una beta igual a 1,02 lo que nos indica que las acciones imitan los movimientos del mercado. Se podría calcular, pero he preferido utilizar la beta de Grifols sacada de Damodaran debido a su reputación y exactitud con la que están calculadas.

España es un país donde una prima de 6,5-7% es normal, ya que se trata de un país que tiene que responder con mayores intereses a sus necesidades de financiación.

He elegido una prima de mercado del 8,5%. Este dato se justifica teniendo en cuenta la situación actual de incertidumbre que se está viviendo entorno al proyecto europeo debido a la salida del Reino Unido y la incertidumbre política que rodea a España por la posibilidad de que se realicen unas terceras elecciones.

Hay que tener en cuenta que las condiciones políticas influyen de manera muy acusada en los mercados financieros. La decisión que se tomó la semana pasada en Inglaterra hizo que los mercados se temblasen, y a día de hoy siguen sin ser muy “seguros”.

Es por eso que una prima del 8,5% me parece un dato correcto para la valoración, teniendo en cuenta la situación actual.

	GRIFOLS	CLS	BAXTER	SECTOR
PER	20,51	19,35	22,32	20,25

Fuente: Elaboración propia

En este caso el PER que vamos a analizar es el de la empresa y el del sector, estos datos los he recogido de la plataforma del Banco Inversis, ya que nos da una idea aproximada de la situación actual de la empresa. Este ratio nos indica el tiempo que tardaría la empresa en producir los beneficios necesarios para equilibrar el dinero invertido en la adquisición de sus acciones.

Del precio por acción sale un trailing PER en 2015 de 22,3 y un PER en 2016=18,1, PER implícitos. Del PER podemos calcular el PER relativo, el cual se halla dividiendo el PER de la empresa entre el PER del sector. Nos puede dar una idea de donde está situado el precio de las acciones de la empresa. En este caso si dividimos 20,51 entre 20,25 nos da un $PER_{rel} = 1,01$; una interpretación para este número puede ser que, en principio, las acciones de Grifols están a la par que las del propio sector.

Podemos observar que la empresa Baxter (líder mundial en el sector) tiene un PER mayor, pero la segunda empresa lidera, la Australiana Celestica tiene un PER menor que el de Grifols. Esto puede ser debido a la estructura de la empresa

Otro de los ratios importantes es el EV/EBITDA que relaciona el valor de la compañía (añadida la deuda financiera) con el cash flow de explotación (incluidos los gastos financieros). En este caso obtenemos un ratio de 17,15x. Con este ratio se puede determinar si una empresa tiene un valor mayor que el que está directamente relacionado con los recursos generados. Es decir que, de manera matemática, si el ratio es menor, esto significa que los resultados están por encima de los del sector, lo que podría suponer un punto atractivo para los inversores.

	GRIFOLS	CLS	BAXTER	MERCADO
EV/EBITDA	17,15x	29,67x	26,90x	18,03x

Fuente: Elaboración propia con datos de la plataforma Inversis

Aquí podemos observar que el ratio más grande lo tiene la empresa CLS, muy por encima del ratio del sector, mientras que Grifols se queda muy atrás. Esto puede suponer que la empresa tiene expectativas favorables que incitan a comprar.

11. Análisis de sensibilidad

Análisis de sensibilidad		WACCC			
		5%	7%	8%	9%
Growth rate	0%	38,92 €	28,07 €	24,66 €	21,99 €
	1%	46,62 €	31,47 €	27,11 €	23,83 €
	2%	59,45 €	36,23 €	30,39 €	26,20 €
	3%	85,11 €	43,37 €	34,97 €	29,36 €

Tras haber realizado el análisis de sensibilidad observamos que el precio de la acción puede oscilar entre los 21 y los 85 euros. El rango obtenido refuerza la opción de compra establecida por el modelo. Si bien en el primer caso, estaríamos suponiendo que la empresa tendría un crecimiento del 0%, es decir nulo. En vista de las perspectivas, ya no hipotéticas sino tangibles ya que hay que tener en cuenta que es una empresa que está en plena expansión, este crecimiento nulo es muy poco probable.

En el extremo opuesto tenemos un precio de 85€ el cual sería el que tendrían las acciones con un crecimiento del 3% y un WACC del 5%. Igual considerar que ahora mismo la empresa tiene perspectivas de crecimiento de un 3% anual constante, es algo ambicioso, pero no tan descabellado viendo las hipótesis lanzadas por el BCE y las perspectivas de crecimiento de la empresa.

Además, no se trata de una empresa lo suficientemente establecida en el mercado como para poder mantener estos niveles. Una tasa del 5% de WACC es demasiado baja, teniendo en cuenta que es lo que la empresa paga de interés y de coste de capital por cada euro que financia.

Gracias a este análisis podemos ver los cambios que sufrirían las acciones ante diferentes escenarios. Lo recomendable, ante altos crecimientos de la empresa sería una tasa mayor, ya que sería algo que la empresa podría soportar.

Sí que es verdad que no podemos predecir exactamente como la empresa va a crecer y teniendo en cuenta el panorama actual, tiene un gran potencial de crecimiento a largo plazo.

12. Riesgos de la empresa

- *Riesgo de crédito*

Riesgo al que se enfrenta el grupo si un cliente o contraparte de un instrumento financiero no cumple con sus obligaciones contractuales.

Deudores comerciales

Debido a la actual situación económica, el grupo no prevé riesgos de insolvencia significativos. El riesgo principal en estos países reside en la demora, el cual se puede mitigar con la reclamación a percibir los intereses legales establecidos. Por otra parte, en los mercados donde vende a organismos privados, el grupo no ha detectado problemas significativos de insolvencia o mora.

Para representar mejor la estimación de las pérdidas incurridas con estos deudores, el grupo realiza correcciones valorativas por deterioro de valor; basadas en pérdidas específicas relacionadas con riesgos identificados de manera individual.

- *Riesgo de liquidez*

Riesgo que puede tener la empresa al no cumplir con sus obligaciones financieras a medida que se van acercando los vencimientos de esas. Para no entrar en esa dinámica, el grupo gestiona este riesgo apoyándose en líneas de crédito a largo plazo comprometidas y no utilizadas (fuentes de financiación estables y aseguradas).

En 2014 el Grupo finalizó el proceso de refinanciación de su deuda (importe total: 4.075 millones de euros), lo cual representa el importe total de la deuda del Grupo. En este importe se incluye el préstamo puente que la empresa obtuvo para la adquisición de la unidad de diagnóstico transfusional de Novartis. Por lo tanto, al final la estructura de la deuda del Grupo es la siguiente: un préstamo a largo plazo de 4.500 millones de dólares (inversores institucionales y bancos) y una emisión de bonos corporativos senior no asegurados por valor de 1.000 millones de dólares.

Además, al tratarse de una compañía farmacéutica mucha de su deuda es principalmente para financiar I+D, de hecho, en octubre de 2015 el Banco Europeo de Inversión destinó un préstamo de 100 millones de euros para dicha financiación.

- *Riesgo de mercado*

El riesgo de que cambios en los precios de mercado afectan a los ingresos del Grupo o al valor de los instrumentos financieros que mantiene. Poder llegar a gestionar de manera adecuada este riesgo es fundamental para administrar y controlar las exposiciones del Grupo a este riesgo, optimizando la rentabilidad.

Hay diversos factores que afectan de manera directa a estos cambios:

Riesgo del tipo de cambio: al operar en un ámbito internacional, el Grupo está expuesto a este riesgo debido a las operaciones con divisas, sobre todo el dólar. Además, tiene en su posesión diversas inversiones en negocios en el extranjero, es decir, que estos activos netos están expuestos al tipo de cambio.

Riesgo de tipo de interés: este riesgo nace de los recursos ajenos corrientes y no corrientes. Dependiendo del tipo de interés el Grupo estará expuesto a diferentes factores, es decir, el riesgo de los recursos emitidos a tipo fijo influye en el valor razonable y el riesgo de los recursos emitidos a tipo variable influye en los flujos de efectivo.

El objetivo principal de la gestión de este riesgo es conseguir equilibrio en la estructura de la deuda, consiguiendo que una parte de los recursos ajenos estén emitidos a tipo fijo y cubrir la parte de tipo variable con coberturas (contratación de instrumentos financieros derivados, SWAPs). Mensualmente se calcula el valor razonable de estas coberturas para reducir el impacto de una evolución al alza de los tipos de interés variables.

- *Gestión de capital*

Teniendo en cuenta el contrato de deuda senior asegurada (31/12/2015), el nivel de deuda financiera neta debe ser inferior a 5x EBITDA ajustado.

13. Conclusiones

Después de haber realizado un análisis de la empresa, así como de su entorno competitivo. Consideramos que la empresa está en pleno crecimiento desde hace un par de años. Esto es algo que se puede establecer a largo plazo y ha conseguido ser la tercera empresa líder en su sector en muy poco tiempo.

Además, factores favorables como pueden ser la innovación y las inversiones en desarrollo pueden ayudar a Grifols a continuar una trayectoria muy satisfactoria.

La empresa tiene una salud inmejorable, demostrado en el análisis de sus cuentas anuales y apoyado en los ratios financieros principales. Tiene una relación con la deuda muy buena, ya que podría hacer frente a sus deudas *ipso facto*, esto es algo que da seguridad a la hora de invertir en la empresa.

Desde un punto de vista a futuro, la empresa tendrá tendencia a crecer. Tiene todo a favor, las perspectivas de crecimiento de la economía y la visión con la que cuenta la empresa pueden hacer que este proceso sea mucho mayor.

Gracias a la valoración realizada se ha establecido un precio de cotización del 22,61€, y actualmente cotiza a 20,26€. Por lo que es recomendable comprar. Las predicciones realizadas aseguran este precio, dichas predicciones han sido halladas gracias a la combinación de factores macroeconómico así como siguiendo un poco la línea de crecimiento actual de la empresa. el "terminal value" ha sido calculado con una tasa de crecimiento estimada del 2%, lo que consideramos plausible gracias a la salud financiera de la empresa.

14. Referencias

Damodaram A. (1999): "Estimating Risk Parameters", Finance Working Paper, Stern School of Business.

Fernández López, P. (2004): "Market Risk Premium: Required, Historical and Expected", IESE Business School-Universidad de Navarra. Working Paper Nº 574.

Fernández López, P. (2007): "Company Valuation Methods. The Most Common Errors in Valuations". IESE Business School-Universidad de Navarra. Working Paper Nº 449.

Fernández López, P. (2008): "Valoración de Empresas por Descuento de Flujos: diez Métodos y siete Teorías" IESE Business School-Universidad de Navarra. Documento de Investigación 766.

Fernández López, P. (2008): "Métodos de Valoración de Empresas" IESE Business School-Universidad de Navarra. Documento de Investigación 771.

Grifols 2011, Grifols SA cuentas anuales consolidada. Available from: www.grifols.com

Grifols 2012, Grifols SA cuentas anuales consolidada. Available from: www.grifols.com

Grifols 2013, Grifols SA cuentas anuales consolidada. Available from: www.grifols.com

Grifols 2014, Grifols SA cuentas anuales consolidada. Available from: www.grifols.com

Grifols 2015, Grifols SA cuentas anuales consolidada. Available from: www.grifols.com

Grifols 2016, Grifols SA informe primer trimestre 2016. Available from: www.grifols.com

Fondo Monetario Internacional 2016, Persepectivas de la economía mundial: crecimiento demasiado lento por demasiado tiempo

Página web de la empresa Grifols: www.grifols.com

Página web de la empresa Baxter: <http://www.baxter.es/>

Página web de la empresa CLS: <http://www.csl.com.au/>

Dirección General de Política de la Pequeña y Mediana Empresa, Informe sobre el crecimiento empresarial, noviembre 2011.