



Facultad de Económicas y Empresariales

VALORACIÓN DE EMPRESAS: ANÁLISIS DEL IMPACTO DEL COVID- 19 EN LA VALORACIÓN DE LA FARMACÉUTICA ESPAÑOLA GRIFOLS

Autor: Cristina Klimowitz Robisco

Director: Borja del Palacio Tornos

ÍNDICE

1	INTRODUCCIÓN	4
1.1	RESUMEN	4
1.2	OBJETIVOS	4
1.3	METODOLOGÍA	5
1.4	ESTADO DE LA CUESTIÓN	5
1.5	ORGANIZACIÓN DE LOS CAPÍTULOS	6
2	VALORACIÓN DE EMPRESAS	8
2.1	INTRODUCCIÓN A LA VALORACIÓN DE EMPRESAS	8
2.2	MÉTODOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS	10
2.2.1	Métodos Estáticos	10
2.2.2	Métodos Mixtos o Compuestos	12
2.2.3	Métodos Comparativos o Múltiplos	12
2.2.4	Métodos Dinámicos	17
3	VALORACIÓN DE GRIFOLS	26
3.1	ANÁLISIS BOTTOM-UP	26
3.2	ANÁLISIS INTERNO	26
3.2.1	Introducción de la Compañía	26
3.2.2	Historia de la Compañía	28
3.2.3	Grifols respecto al COVID-19	29
3.3	ANÁLISIS SECTORIAL	31
3.3.1	Introducción al Sector Farmacéutico	31
3.3.2	Sector Farmacéutico a Nivel Nacional	32
3.3.3	Sector Farmacéutico a Nivel Mundial	33
3.4	ANÁLISIS MACROECONÓMICO	34
3.4.1	Contexto Macroeconómico a Nivel Nacional	34
3.4.2	Contexto Macroeconómico a Nivel Mundial	35
4	RESULTADOS VALORACIÓN	38
5	CONCLUSIONES	55
6	BIBLIOGRAFÍA	57
7	ANEXOS	61

ÍNDICE DE TABLAS

Figura 1: Cálculo Flujo de Caja Libre	19
Figura 2: Evolución anual PIB en España	34
Figura 3: PIB 2020 en el Mundo	36
Figura 4: Evolución PIB Estados Unidos	37
Figura 5: Cuenta de Pérdidas y Ganancias (PyG)	39
Figura 6: Cuenta de Pérdidas y Ganancias - Periodo Histórico – Beneficio Bruto.....	40
Figura 7: Desglose Distribución Importe Neto de la Cifra de Negocios.....	40
Figura 8: Desglose Distribución Geográfica del Importe Neto de la Cifra de Negocios	41
Figura 9: Cuenta de Pérdidas y Ganancias – Periodo Histórico – EBIT.....	41
Figura 10: Desglose Distribución Gastos de Personal	42
Figura 11: Cuenta de Pérdidas y Ganancias – Periodo Histórico – Beneficio Neto	42
Figura 12: Inputs Crecimiento.....	43
Figura 13: Cuenta de Pérdidas y Ganancias – Periodo Proyectado.....	45
Figura 14: Amortización y Depreciación CAPEX – Periodo Histórico.....	46
Figura 15: Amortización y Depreciación CAPEX – Periodo Proyectado.....	46
Figura 16: Fondo de Maniobra – Periodo Histórico.....	47
Figura 17: Fondo de Maniobra – Periodo Proyectado.....	48
Figura 18: Flujo de Caja Libre	49
Figura 19: Cálculo de la Tasa de Descuento o WACC	50
Figura 20: Cálculo de la Tasa de Libre de Riesgo.....	51
Figura 21: Cálculo de la Prima de Riesgo de Mercado	52
Figura 22: Cálculo del Precio de Cotización.....	52
Figura 23: Cálculo de la Deuda Financiera Neta.....	53

1 INTRODUCCIÓN

1.1 RESUMEN

El presente trabajo trata de ofrecer una estimación del valor de la farmacéutica Grifols, mediante la aplicación práctica del método de descuento de flujos de caja. Además, el artículo pretende comprobar si la crisis sanitaria ha repercutido en la compañía. Así pues, con el fin de abordar la valoración, se analizará en profundidad la empresa, así como otras variables que influyen notablemente en el análisis. El trabajo concluye en una recomendación de inversión teniendo en cuenta el valor teórico estimado a través del estudio y el valor actual del mercado.

Palabras clave: Grifols, valoración, empresa, análisis, flujos de caja, COVID-19.

The present paper seeks to estimate the value of the pharmaceutical company Grifols, through the practical application of the discounted cash flow method. In addition, the article aims to verify whether the health crisis has had an impact on the firm. Therefore, in order to approach the valuation, the company will be analyzed in depth, as well as other variables that significantly influence the analysis. The paper concludes in an investment recommendation taking into account the theoretical value estimated through the study and the current market value.

Keywords: Grifols, valuation, company, analysis, cash flows, COVID-19.

1.2 OBJETIVOS

El objetivo principal de este trabajo de investigación es analizar la empresa farmacéutica española Grifols con la intención de proporcionar una recomendación de inversión en base a una comparación entre el precio por acción obtenido en el estudio con el precio de cotización del mercado.

Además, el propósito es que dicha recomendación parta de una serie de hipótesis que concluyan si la empresa en cuestión ha contribuido en la lucha contra el COVID-19 y si la crisis sanitaria ha generado un impacto en la compañía.

Por ello, en el presente artículo se llevará a cabo una valoración lo más detallada y explicada posible de Grifols, que cotiza en el Ibex 35 y que se encuentra en proceso de desarrollo de diversos tratamientos y medidas para frenar y mitigar el COVID-19.

1.3 METODOLOGÍA

En la etapa previa a la elaboración de este trabajo, se recopiló toda la información teórica y cualitativa posible sobre el proceso de valoración de empresas, sus distintos métodos, y se indagó en el contexto histórico y evolución de la empresa a estudiar.

A continuación, se abordó el aspecto más práctico y cuantitativo del trabajo llevando a cabo la valoración de empresas mediante la aplicación del método de descuento de flujos de caja, dado que es uno de los más utilizados y efectivos a la hora de valorar una empresa.

Con el fin de realizar dicha valoración, se recogieron los datos históricos del reporte anual de Grifols correspondiente al ejercicio 2020, y se proyectaron dichos datos a futuro para obtener finalmente un precio de acción. Se han utilizado tablas de la herramienta Excel que permiten aplicar las distintas fórmulas y así obtener los resultados.

Respecto a las fuentes de información utilizadas, en primer lugar, se recogieron datos sobre la valoración de empresas y sobre los métodos de éstas mediante fuentes académicas y libros de texto. Posteriormente, se llevó a cabo un estudio de la empresa Grifols en base a su página web, y un análisis del sector farmacéutico y macroeconómico a través de artículos y noticias.

En segundo lugar, la información financiera tales como las cuentas anuales, ratios y ratings entre otros, se obtuvo mediante la página web de la empresa, así como a través de la plataforma de base de datos Sabi, la cual permite manejar toda clase de información financiera sobre empresas españolas.

1.4 ESTADO DE LA CUESTIÓN

Son muchas las empresas que se han tenido que enfrentar a la pandemia global de este último año. De hecho, no todas han sido capaces de salvar sus negocios. Sin embargo, hay otras compañías, como las del sector farmacéutico y hospitalario, que han

aprovechado la ocasión para fomentar sus actividades apoyando a los pacientes durante la crisis sanitaria, y para incrementar la investigación y desarrollo de nuevos tratamientos que ayuden a combatir el COVID-19.

Por ello, debido a que las empresas de esta industria cobran un papel fundamental en la pandemia global, y en especial Grifols, que es líder mundial en suministros hospitalarios, considero necesario llevar a cabo una valoración de esta farmacéutica nacional, para ver, por un lado, si mediante sus estudios e investigaciones es capaz de lanzar algún tratamiento que mitigue o erradique el virus, y, por otro lado, analizar el impacto que ha tenido el COVID-19 en el negocio y así concluir finalmente con una recomendación de inversión en función del precio estimado en la investigación.

Numerosos estudios y agentes financieros han llevado a cabo en el pasado valoraciones de la empresa Grifols; no obstante, dichas estimaciones difieren de la realizada en este Trabajo de Fin de Grado, pues la situación de la pandemia ha marcado un antes y un después en la compañía.

1.5 ORGANIZACIÓN DE LOS CAPÍTULOS

El trabajo se divide principalmente en cuatro secciones.

La primera sección, constituida por el capítulo 2, explicará y describirá en detalle en qué consiste el término valoración, así como la valoración de empresas, su funcionalidad y los tres tipos de análisis que se pueden aplicar. Además, se expondrán los distintos métodos de la valoración de empresas, entre ellos, el método de descuento de flujos de caja.

Una vez comprendidos los conceptos sobre la valoración de empresas, se abordará en la siguiente sección, un previo estudio sobre el contexto en el que se encuentra actualmente la compañía, así como su evolución histórica. En este capítulo 3, se llevará a cabo un análisis interno de la empresa, un análisis sectorial y un análisis macroeconómico.

Concluida la parte teórica, en la tercera sección integrada por el capítulo 4, se realizará la valoración de la compañía mediante el método de descuento de flujos de caja con el fin de obtener unos resultados que nos permitan llegar a una conclusión final.

Finalmente, la última sección comprendida por el capítulo 5, aportará las conclusiones establecidas en base a los resultados obtenidos y a las investigaciones realizadas a lo largo del trabajo.

2 VALORACIÓN DE EMPRESAS

2.1 INTRODUCCIÓN A LA VALORACIÓN DE EMPRESAS

A propósito de alcanzar el objetivo primordial de este trabajo de investigación, es necesario comprender en qué consiste la valoración de empresas, así como entender sus distintos métodos de cálculo.

La valoración es la ciencia aplicada que tiene como objetivo la determinación del valor de un bien, teniendo en cuenta, los atributos o variables explicativas que lo caracterizan, el entorno económico, social y temporal en el que se encuentra, utilizando un método contratado de cálculo que permita al experto incorporar tanto las variables cuantitativas o componentes objetivos, como las variables cualitativas o componentes subjetivos del valor entre las que se encuentra el conocimiento y la experiencia del valuador (Aznar y Guijarro, 2005).

De esta manera, la valoración de las empresas es un mero proceso que permite la investigación financiera a través de un conjunto de técnicas y variables basadas en determinadas hipótesis con el fin de estimar el valor intrínseco de una compañía. De acuerdo con Raúl Gómez Martínez (2015):

La valoración de empresa se define de forma general como el proceso mediante el cual se busca la cuantificación de los elementos que constituyen el patrimonio de una empresa, su actividad, su potencialidad o cualquier otra característica de la misma susceptible de ser valorada. (p.2)

La valoración de empresas se ha convertido en un trabajo clave en el ámbito financiero, debido a que proporciona una base de análisis financiera que sirve de gran ayuda a los inversores en el proceso de toma de decisiones.

Es habitual caer en el error de considerar que la valoración de empresas es necesaria solamente para comprar una compañía. No obstante, son varias las razones por las que los analistas valoran las empresas. En primer lugar, se encuentra la compraventa de las empresas donde es esencial tanto para el comprador como el vendedor conocer el valor teórico de la compañía. “Dicho valor representa el precio mínimo al que el vendedor está dispuesto a vender y precio máximo al que el comprador debe comprar” (López,

2018). En segundo lugar, los analistas también valoran aspectos del análisis fundamental como son las operaciones bursátiles en las que se analiza el precio al que las acciones de una empresa cotizan en bolsa. Pues bien, las empresas deben establecer un precio a sus acciones cuando salen a bolsa. Este precio será el determinado mediante la valoración de la empresa. Adicionalmente, los analistas deben llevar a cabo una justa valoración de la empresa cuando ésta se encuentre en concurso de acreedores o con dificultades de impago. En último lugar, la estimación del valor de la empresa es fundamental como soporte para el desarrollo de decisiones estratégicas de la compañía (López, 2018).

Basándose en las posibles hipótesis que los analistas proponen para desarrollar distintos escenarios, la valoración de las empresas pasa a categorizarse como una actividad multidisciplinar, debido a que las conclusiones que los analistas obtienen no son exactas ni homogéneas. “Por lo tanto, la valoración de empresas no deja de ser una actividad subjetiva, ya que se fundamenta en hipótesis sobre el comportamiento futuro del negocio, normalmente en un entorno incierto” (Gómez Martínez, 2015, p.2). No obstante, el análisis de los datos debe ser objetivo y riguroso, a pesar de que no sea posible encontrar una única solución válida (Gómez Martínez, 2015).

Comprender la diferencia entre el valor y el precio es un elemento clave para la valoración de una empresa. Por un lado, el **valor** es aquella cantidad resultante de un análisis técnico basado en datos contratables y objetivos, sobre los que los analistas elaboran determinadas hipótesis. Por otro lado, el **precio** es la cantidad que se ha obtenido mediante un proceso de negociación entre el vendedor y comprador (Gómez Martínez, 2015).

Para comenzar el proceso de valoración de la empresa a estudiar en este trabajo, es importante llevar a cabo un análisis previo de la compañía conociendo y estudiando el sector, el entorno económico global y la compañía en sí, desde su evolución historia, sus estrategias y competidores, hasta sus estados financieros. Una buena valoración conlleva realizar estimaciones futuras mediante el uso de determinadas técnicas de valoración para concluir finalmente con una decisión de inversión.

Existen tres tipos de análisis a la hora de valorar una empresa. El primer análisis a explicar, así como el más conocido y utilizado por los analistas es el **análisis**

fundamental. Su propósito consiste en la estimación del valor o valores de una compañía mediante la elaboración de previsiones y el estudio de los estados financieros y estrategias. Este tipo de análisis asume la existencia de un valor intrínseco dependiente de los flujos de caja en las empresas. Además, el análisis fundamental parte de que el mercado es ineficiente a corto plazo, pero eficiente a largo plazo. Analistas sell side y buy-side son aquellos que se encargan de estudiar este tipo de análisis.

Por otro lado, el **análisis técnico** es aquel que a través de patrones del pasado estima el comportamiento futuro del precio de las acciones. En este caso, los analistas asumen que la convergencia entre la oferta y la demanda determina el mercado. Además, valora que la información del pasado sobre los precios y otras variables es realmente útil, ya que acaba repitiéndose en el futuro.

En último término, el **análisis cuantitativo** tiene como finalidad predecir una variable económica mediante la modelización y uso de técnicas cuantitativas. Los modelos ARIMA y las regresiones simples y múltiples son los principales métodos del análisis cuantitativo.

En este trabajo, la valoración de la empresa Grifols se va a llevar a cabo mediante el análisis fundamental, ya que ha sido el más estudiado a lo largo de la carrera y permite determinar si el valor de la compañía se encuentra infravalorado o sobrevalorado gracias al apoyo de los estados financieros y otras variables micro y macroeconómicas.

2.2 MÉTODOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS

2.2.1 Métodos Estáticos

Este método tradicional de valoración de empresas es uno de los más antiguos y tiene como objetivo calcular el valor de una compañía basándose simplemente en los activos y en la situación patrimonial. Los métodos estáticos reflejan en un momento determinado de tiempo la situación de la empresa sin tener en cuenta futuras previsiones.

Al no considerar la rentabilidad y expectativa futura del negocio, es esencial dar importancia al inventario y a los elementos que constituyen el patrimonio. De esta manera, el método se fundamenta en la tasación de valores y en los principios contables.

A propósito de generar suficiente rentabilidad en la empresa como para recuperar la inversión, es necesario que el valor de inventario sea notablemente inferior al valor de los flujos descontados.

Los métodos estáticos, también denominados analíticos, se aplican primordialmente a aquellas empresas con resultados negativos o en situación de liquidación, así como empresas que poseen activos no corrientes de gran importancia. Del mismo modo, este método es muy utilizado para valorar tanto empresas pequeñas, como aquellas cuyo negocio a largo plazo resulta muy complicado de analizar y planificar (Labatut, 2005).

Dentro de los métodos estáticos podemos enumerar los siguientes:

- Valor contable: o activo neto, consiste en el valor contable del patrimonio neto. En base a una serie de criterios contables, este método trata de valorar cada una de las partidas del balance.
- Valor contable ajustado: es también el valor contable del patrimonio neto, sin embargo, a diferencia del anterior, este valor se encuentra además ajustado a los precios del mercado. El término utilizado para denominar dicho ajuste es valores de reposición. No obstante, existe una inconveniencia a la hora de valorar los activos, ya que no presentan mercado secundario. Para poder valorar el patrimonio neto a precios de reposición, es necesario descontarle activos ficticios, dividendos a cuenta, acciones propias y desembolsos pendientes sobre acciones.
- Valor sustancial: es la inversión que se debe llevar a cabo para crear una empresa con las mismas circunstancias a la que se quiere valorar. Los activos se valoran a precio de mercado, teniendo en cuenta solamente aquellos activos relacionados con la explotación.
- Valor de liquidación: es el valor de una empresa cuando su actividad cesa. Por una parte, mediante la liquidación los activos se deprecian, y por la otra parte, se realiza el pago de los pasivos, los cuales tienden a incrementarse durante la liquidación.

2.2.2 Métodos Mixtos o Compuestos

Mediante criterios de valor tales como el fondo de comercio, los métodos mixtos procuran combinar el presente y el futuro de la empresa. Agregan un elemento dinámico en la valoración. Los métodos mixtos comprenden dos versiones diferentes. Una formulación clásica y otra moderna.

Ambas teorías sostienen que la empresa tiene un valor superior al valor de su balance ajustado a valores de mercado, siempre que su capacidad de generar beneficios futuros fuese superior a los que se obtendrían en una inversión alternativa sin riesgo o al beneficio normal (medio) de una inversión alternativa en el mismo sector. (Labatut, 2005, p.25)

Por lo tanto, se incorpora como componente dinámico el Fondo de Comercio, pudiendo ser este negativo o positivo, dependiendo de la capacidad de la compañía en obtener beneficios superiores a la media del sector.

Valor de la empresa = Valor estático ± Fondo de Comercio (Componente Dinámico)

2.2.3 Métodos Comparativos o Múltiplos

Los métodos comparativos o múltiplos pertenecen al grupo de valoración relativa. Es el método más sencillo, ya que se realiza simplemente una comparación de variables entre empresas del mismo sector y similares características. Ciertamente, es muy complicado encontrar dos empresas idénticas, por ello es importante seleccionar dos compañías que puedan ser perfectamente comparables. En consecuencia, se debe identificar aquellas empresas que pertenezcan al mismo sector, que tengan la misma cuota de mercado, estructura financiera, rentabilidad, tamaño, riesgo y expectativas de venta, entre otros.

De acuerdo con Hernández y Prado (2015):

La Valoración por Múltiplos de Compañías Comparables es un método basado en la aplicación de ratios a ciertas magnitudes de la compañía objeto de valoración, basándonos en los ratios observados a los que las otras empresas comparables cotizan. Es un método utilizado por asesores financieros y analistas bursátiles para estimar el valor teórico de las acciones de la empresa analizada. Por lo que

podemos concluir que es un método de estimación principal y una herramienta de contraste para valoraciones efectuadas por otros métodos. (p.23)

El método por múltiplos tiene la ventaja de que es aplicable también a empresas que no cotizan en bolsa. Su facilidad de cálculo y amplia base de datos hace que el método sea muy simple y fácil de comprender. Asume que el mercado es eficiente, es decir, incorpora toda la información relativa del precio de la acción hasta converger con el precio teórico.

Sin embargo, este método debe ser usado simplemente como referencia debido a las diferencias existentes e inevitables entre las empresas comparables. De este modo, el método de múltiplos debe ir acompañado con otro método de valoración alternativo. Además, no tiene en consideración el comportamiento dinámico de un negocio ni tiene en cuenta el riesgo, generación de flujos de caja o crecimiento, lo cual ocasiona que se realicen estimaciones incorrectas e inconsistentes (Labatut, 2005).

El método comparativo o múltiplo está compuesto por tres sencillas fases.

La primera consiste en la identificación de empresas comparables, basándose en diferentes variables y criterios. Tal y como se mencionaba anteriormente, es fundamental buscar empresas que presenten una similitud sectorial, así como una similitud en sus productos o servicios y tipo de negocio.

La segunda fase viene determinada por el cálculo de ratios o múltiplos. En esta fase se deben realizar una serie de ajustes en los datos de manera que resulten comparables. Para ello, es necesario eliminar aquellas empresas con pérdidas, datos extremos o atípicos que puedan sesgar el estudio, y obtener valores medios mediante el cálculo de promedios, medianas y medias ponderadas.

Finalmente, se lleva a cabo la valoración mediante la obtención del precio teórico de las acciones de la empresa a estudiar a partir de los múltiplos estimados de las empresas comparables. De manera que, al comparar el precio de mercado con el precio teórico de la empresa, se podrá determinar si esta se encuentra infravalorada o sobrevalorada. En el caso de que la empresa esté infravalorada partiendo de la base de que el mercado es eficiente, es conveniente realizar una inversión. De lo contrario, si la empresa aparenta

estar sobrevalorada, la mejor recomendación será vender las acciones (Hernández y Prado, 2015).

“Se denomina múltiplo a la relación entre el Valor comparable (V) dividido por la variable comparable (Y)” (Labatut, 2005, p.28).

PER: El ratio de la valoración por múltiplos más conocido y utilizado que refleja la relación entre el precio y el beneficio. El PER se crea a partir de las empresas cotizadas, ya que es de origen bursátil. “El valor de las acciones de una empresa viene reflejado por la capitalización que hace el mercado de los beneficios de la misma” (Román, 2015, p.28). En otras palabras, representa el número de veces que la capitalización bursátil contiene el beneficio, es decir, número de veces que el mercado está dispuesto a pagar los beneficios de la compañía. También puede interpretarse como el número de años que la empresa tardará en generar los beneficios que hemos pagado por ella. En definitiva, evalúa el precio que pagamos por adquirir una compañía en función de sus beneficios.

Por tanto, la ecuación del múltiplo será:

$$PER = P/BPA$$

Donde:

P: Precio de mercado de una acción (Capitalización Bursátil)

BPA: Beneficio por acción (Beneficio Neto / Número de Acciones)

Por lo general, cuanto más alto sea el PER, más cara será una acción. Es fundamental comparar el PER con el múltiplo medio histórico de la compañía, con la media del mercado y finalmente, con la media del sector o principales competidores. El PER es un múltiplo universal, por lo que es aplicable a todo tipo de compañías. En cambio, el inconveniente de este múltiplo es que aísla el factor riesgo y de crecimiento, por lo que las conclusiones no resultan totalmente consistentes.

PVC: Precio / Valor Contable: Este ratio es la relación entre el precio y el valor contable de la acción. No tiene en cuenta la rentabilidad sobre la inversión. Es empleado principalmente en empresas industriales y financieras como aseguradoras y bancos. Teóricamente, solo es comparable entre sectores con similar estructura de capital y

deuda. El PVC hace referencia al número de veces que el mercado paga por cada euro de la empresa.

La fórmula de este ratio es la siguiente:

$$PVC: P / VCA$$

Donde:

P: Precio por acción o Capitalización bursátil

VCA: Valor Contable por acción o Valor Contable

Cuanto más alto es el P/VC más cara es la compañía. Este múltiplo es consistente tanto en situaciones en las que la empresa se encuentra en crecimiento como cuando presenta beneficios negativos. En efecto, el valor de mercado y el valor contable son dos medidas totalmente comparables y estables. No obstante, el Precio/Valor Contable no es concluyente cuando el valor contable es de signo negativo, es decir, cuando las pérdidas de la empresa son superiores al valor de sus fondos propios.

PSR: Precio / Ventas: El ratio precio ventas es la relación entre el precio de mercado y los ingresos por ventas. La principal característica de este ratio es que siempre va a tener signo positivo. Esto se debe a que la empresa siempre va a facturar algo si se encuentra activa. Por ello, a diferencia del PER, este múltiplo es muy útil para aquellas empresas con beneficios negativos. De igual manera, el ratio precio ventas se puede aplicar a empresas con valor patrimonial negativo, lo cual supone imposible con el ratio PVC.

La ecuación del ratio precio ventas es:

$$PRS: P / VPA$$

Donde:

P: Precio de mercado

VPA: Ventas por acción

Por otro lado, este ratio es menos volátil y sirve para la toma de decisiones estratégicas y la comprobación de políticas de precios. No obstante, debido a la estabilidad de los ingresos, la capacidad de estimar el valor de las empresas es más reducida.

PCF: Precio / Cash Flow: Es la relación entre precio y flujos de caja generados por una compañía. Este múltiplo es muy similar al PER. De hecho, es considerado más objetivo, ya que elimina los posibles efectos de los ajustes contables sobre beneficios. Aísla políticas de amortización y no es comparable entre sectores, ya que no tiene en cuenta las necesidades de CAPEX.

$$PCF: P / CFA$$

Donde:

P: Precio de mercado

CFA: Cash Flow por acción

Cuanto más elevado es el múltiplo, más cara es la empresa. Este ratio por lo general resulta siempre inferior al PER, ya que no considera las amortizaciones. La utilización del múltiplo Precio / Cash Flow en empresas financieras como aseguradoras y bancos no tiene sentido.

RPD: Rentabilidad por dividendo: es la relación entre el dividendo anual por acción y el precio de la acción. De este modo, representa la rentabilidad directa percibida por un accionista en un determinado ejercicio.

$$RPD: D / P$$

Donde:

D: Dividendo por acción o Total Dividendo Repartido

P: Precio por acción o Capitalización bursátil

El accionista se ve mayormente beneficiado cuanto más alto sea el múltiplo de rentabilidad por dividendo. Aquellos sectores que presentan un pay-out más elevado, resultan con una rentabilidad por dividendo más elevada. Las principales empresas que recogen esta característica son las eléctricas, de telecomunicaciones y bancos.

Sin embargo, las compañías en constante crecimiento como las pertenecientes al sector industrial distribuyen menos dividendos, ya que se encuentran en un rápido proceso de expansión en el que las necesidades de reinvertir en el negocio aumentan.

2.2.4 Métodos Dinámicos

Estos métodos pretenden calcular el valor de la empresa a partir de una serie de expectativas futuras de la misma proyectadas en un horizonte temporal. Además, se obtienen mediante el cálculo de unos determinados parámetros que son el valor residual, la tasa de descuento y el horizonte temporal o de inversión. El método dinámico más destacable y empleado es la valoración por descuento de flujos de caja.

Método de valoración por el modelo de descuento de flujos de caja (DFC)

El modelo de descuento de flujos de caja se trata del método de valoración de empresas más estudiado y extendido a la práctica por los inversores. El propósito de dicho método consiste en la determinación del valor de una empresa o activo mediante la estimación de los flujos de caja que se generarán en un futuro, los cuales serán descontados finalmente a una tasa de descuento dependiente del riesgo de dichos flujos. Por lo general, se establecerá un horizonte temporal u horizonte de inversión para proyectar los flujos futuros durante un determinado periodo de tiempo. A continuación, la valoración concluye con el cálculo del valor terminal, siendo éste calculado mediante perpetuidad y descontado también al presente (Blanco Pascual, 2009).

“Dentro de una inversión productiva se entiende como flujo de caja o cash flow todas aquellas entradas y salidas de tesorería que se producen dentro de la empresa en un periodo de tiempo determinado” (Gómez, 2015, p.100).

El cash flow de una empresa depende del beneficio generado por la misma de acuerdo con la relación entre las inversiones, amortizaciones y necesidades de financiación.

Un negocio presenta una importante cantidad de capital cuando el cash flow es de signo negativo y existen beneficios. En caso contrario, la empresa es procíclica cuando tiene pérdidas y un cash flow positivo.

Existen varios conceptos derivados del cash flow:

Cash Flow Neto = Beneficio + Amortización + Depreciación

(Cuánto puede invertir una empresa sin necesidad de recurrir a financiación externa)

Cash Flow Operativo (EBITDA) = Beneficio Operativo + Amortización

(Rentabilidad del negocio antes de realizar inversiones)

Cash Flow Operativo Libre = EBITDA – CAPEX – Incremento del NOF

(Generación de caja de una empresa que invierte en crecer)

Cash Flow contable = Beneficio antes de impuestos + Amortizaciones

Cash Flow Libre = Beneficio Neto + Amortización – CAPEX– Incremento del NOF

Cash Flow Libre Neto = Cash Flow Libre – Intereses – Impuestos

(Caja disponible para retribuir a los accionistas)

El método de descuentos de flujos de caja sigue cinco determinados pasos:

1. Pronosticar los números clave de una empresa y calcular los flujos de caja libre.

El flujo de caja libre refleja el efectivo que genera una empresa en un periodo determinado y es el flujo que se encuentra disponible para retribuir a los accionistas.

El flujo de caja libre es la diferencia entre el flujo de caja bruto y la inversión bruta.

$$FCL = FCB - IB$$

Se pueden diferenciar dos tipos de flujos de caja libre:

Flujo de Caja Libre Operativo: corresponde a los recursos que las operaciones de la empresa generan. Representa los FCL para los accionistas y acreedores.

Flujo de Caja Libre Financiero: viene definido por los pagos netos de impuestos que se realizan a accionistas y prestamistas.

Una vez definido el Flujo de Caja Libre, se determina cómo resultaría el cálculo del mismo.

Figura 1: Cálculo Flujo de Caja Libre

(+) Ingresos operativos
(-) Costes operativos
Beneficio Antes de Intereses e Impuestos (EBIT)
(-) Impuestos
Beneficio Antes de Intereses y después de Impuestos (EBIAT)
(+) Amortización
(+) Impuestos diferidos
FLUJO DE CAJA BRUTO (FCB)
(+) Inversión Neta en Activo No Corriente
(+) Inversión Neta en Activo Corriente
INVERSIÓN BRUTA (IB)
FCB - IB = FLUJO DE CAJA LIBRE (FCL)

Fuente: Elaboración propia

2. Calcular el WACC, Coste de Capital Medio Ponderado o Tasa de Descuento

El WACC también denominado Coste de Capital Medio Ponderado o Tasa de Descuento: “Mide los costos que incurre una firma o una persona por utilizar o para obtener fondos que destina a sus inversiones” (Vélez, 2002, p.188). La tasa de descuento muestra por lo tanto los flujos de una inversión descontados al presente.

Para calcular el Coste de Capital Medio Ponderado, se debe con anterioridad obtener el coste de las distintas fuentes de financiación.

La ecuación que determina el cálculo del WACC es:

$$\text{WACC} = K_e \frac{E}{V} + K_d \frac{DN}{V}$$

Donde:

K_e: Coste de los Recursos Propios

K_d: Coste de las Deudas

E: Valor de Mercado de los Recursos Propios

DN: Valor de Mercado de las Deudas

V: Valor de Mercado de la Empresa (siendo V= E+ DN)

Si la compañía carece de deuda, la fórmula para calcular la tasa de descuento quedaría de la siguiente manera: $\text{WACC} = K_e$

K_e representa la tasa de descuento mínima exigida por el accionista, es decir, refleja el retorno mínimo que los accionistas requieren por sus inversiones en la empresa. Dicho retorno puede aparecer en forma de apreciación de la acción o en dividendos.

Existen dos métodos para obtener el coste de los recursos propios:

a) Modelo CAPM o Capital Asset Pricing Model

“El modelo CAPM nos indica cómo responde el rendimiento de una acción ante las variaciones sufridas en el rendimiento de mercado de valores” (Gómez et al, 2015, p.77).

El modelo más común y utilizado es el Capital Asset Pricing Model (CAPM). El inversor se preocupa fundamentalmente por el riesgo sistemático, que mide la covarianza del activo con el mercado. Dicha sensibilidad entre el activo y los movimientos del mercado se mide a través del coeficiente de volatilidad o Beta. La capacidad de predicción de beneficios es en realidad lo que determina el riesgo.

El cálculo de dicho coeficiente viene determinado por la comparación entre las volatilidades de los precios de una acción y las volatilidades de los precios de un índice bursátil de referencia. Entonces, cuando:

$\beta = 1$ El activo es neutral, ya que el rendimiento del título es equivalente al del mercado.

$\beta < 1$ El activo es defensivo, ya que las oscilaciones del rendimiento del título son inferiores que las del mercado.

$\beta > 1$ El activo es agresivo, ya que las oscilaciones del rendimiento del título son superiores que las del mercado.

Matemáticamente, se calcula el coeficiente β a través de una regresión lineal simple entre los rendimientos del título y los del índice bursátil.

La beta depende principalmente de tres variables. En primer lugar, depende del tipo de negocio que tenga la empresa, siendo mayor el coeficiente cuanto más sensible sea el negocio al mercado. En segundo lugar, la beta tiene una correlación directa con el apalancamiento operativo, ya que a medida que éste aumenta también incrementa la beta debido a la mayor variabilidad de los beneficios. En último lugar, el coeficiente

beta se ve incrementado cuanto más apalancada a nivel financiero se encuentre una empresa.

En definitiva, la ecuación final que determina el valor de la Beta es:

$$\beta = \beta_u \left(1 + \frac{(1-t)DN}{E} \right)$$

Donde:

β : Coeficiente β de la empresa

β_u : Coeficiente β de la empresa no apalancada

t: Tipo impositivo

DN: Deuda neta emitida por la empresa

E: Recursos propios

Una vez calculado el valor de la beta es necesario comprender los demás elementos que componen la ecuación del coste de los recursos propios.

Tasa libre de riesgo: es el tipo de interés de la deuda pública de 10 años.

Prima de riesgo: es históricamente la rentabilidad adicional que se exige a la bolsa en relación con la inversión sin riesgo. Por lo general, se encuentra comprendida entre el 3% y 6%. La prima de riesgo es la diferencia entre la rentabilidad esperada del mercado y la rentabilidad del activo sin riesgo de referencia.

Por lo tanto, $PR = E_m - R_f$

Tras comprender todos los elementos que constituyen el CAPM, podemos finalmente definir la fórmula del coste de los recursos propios de la siguiente manera:

$$K_e = R_f + \beta (E_m - R_f)$$

Donde:

K_e : Coste de los Recursos Propios

R_f : Rentabilidad del Activo Sin Riesgo de Referencia

β : Coeficiente β de la empresa

E_m : Rentabilidad Esperada del Mercado

Ventajas del Modelo CAPM:

- Incorporación explícita del riesgo
- Aplicable a todo tipo de empresas

Desventajas del Modelo CAPM:

- La Beta es inestable
- Requiere una estimación del retorno del mercado y del coeficiente de riesgo Beta

b) Modelo Crecimiento de Dividendos

Los dividendos son los flujos que el accionista va a percibir. Este modelo liderado por Gordon-Shapiro se fundamenta en que descontando al coste de capital los dividendos futuros de la empresa; dependientes de una tasa de crecimiento constante, se obtiene el precio teórico de una acción.

$$P = D_1 / (K_e - g)$$

Donde:

P: Precio teórico de la acción

D₁: Dividendo del año siguiente

K_e: Tasa de descuento

g: Tasa de crecimiento

Esta ecuación se puede plantear también de distinta manera, asumiendo que el precio teórico y el de mercado coinciden y asumiendo que el mercado es eficiente:

$$K_e = (D_1 / P) + g$$

Donde:

K_e: Tasa de descuento

D₁: Dividendo del año siguiente

P: Precio teórico de la acción

g: Tasa de crecimiento

El dividendo del año próximo se obtiene aumentando mediante la tasa constante de crecimiento el dividendo observado de este año:

$$D_1 = D_0 (1+g)$$

Donde:

D₁: Dividendo del año siguiente

D₀: Dividendo observado este año

g: Tasa de crecimiento

Ventajas del Modelo Crecimiento de Dividendos:

- Es un modelo simple
- La obtención de datos es sencilla

Desventajas del Modelo Crecimiento de Dividendos:

- La predicción del crecimiento de dividendos es difícil
- Asume que la valoración de las acciones es correcta → precio mercado = valor intrínseco
- No incorpora al modelo el riesgo explícitamente

K_d Representa el retorno que los prestamistas exigen a la deuda de la empresa. “El coste de la deuda de la empresa, que viene definido por el tipo de interés que la empresa debe pagar para financiarse en mercados de deuda mediante la emisión de bonos, y por la obtención de créditos por parte de bancos, etc.” (Rivela, 2013).

El coste de la deuda neta de impuestos se calculará:

$$K_d' = K_d (1 - t)$$

Donde:

K_d': Coste de la deuda

K_d: tipo de interés de la emisión

t: tipo impositivo

El coste de la deuda depende de tres principales variables:

- Los tipos de interés, ya que mayor será el coste de la deuda cuanto más suban los tipos de interés.
- El riesgo de insolvencia o financiero, ya que a mayor riesgo mayor coste de deuda.
- Desgravación fiscal de intereses, ya que menor será el coste de las deudas a mayor tasa impositiva y, por lo tanto, mayor desgravación.

El plazo de los tipos de interés y la estructura financiera, por lo general, presentan una relación directa con el coste de la deuda. De este modo, a mayor plazo o mayor apalancamiento, mayor retorno exigido.

La probabilidad de impago conocida como rating refleja la diferencia exigible a la deuda de una empresa frente a las obligaciones estatales a 10 años (Marín, 2020).

El rating es la calificación otorgada por agencias especializadas que determinan la capacidad de pago relativa de las empresas (Marín, 2020).

- Investment grade o Grado de inversión (10 niveles): AAA, AA, A y BBB
- High Yield o Grado especulativo: BB y niveles inferiores

El límite de Investment Grade marca la aceptación de los bonos de las compañías como aptos para la inversión de un buen número de fondos, o para la concesión de créditos (Marín, 2020).

3. Calcular el valor terminal para la empresa al final del periodo del pronóstico

Se conoce al valor terminal como el resultado de descontar los flujos de caja que la empresa genera al final del periodo coyuntural. El valor terminal requiere el cálculo mediante perpetuidad.

El periodo proyectado supone un escenario coyuntural con el cálculo de los flujos de caja individualizados para cada uno de los años de proyección, en un horizonte donde se incorporan años de corta predicción (cinco años) y un periodo a largo plazo, basado ese en que la empresa está en marcha y no se va a liquidar (Parra, 2013, p.14).

Por consiguiente, la ecuación del valor terminal se corresponde a:

$$VT = \frac{FCL * (1 + g)}{K - g}$$

Donde:

FCL: Último Flujo de Caja Libre estimado

K: Tasa de descuento o WACC

g: Tasa media esperada de crecimiento anual

No obstante, este método es criticado y considerado simplista debido a que no todas las empresas crecen a una tasa perpetua. Además, una vez se ha superado el horizonte temporal, el método no considera las condiciones del mercado. A su vez, el riesgo sistemático y no diversificable de los flujos de caja posteriores al horizonte de inversión puede ser distinto a los flujos de caja anteriores (Gómez, 2015).

Por lo tanto, para que el valor terminal sea válido, se deben utilizar flujos de caja realistas, el coste de capital medio ponderado debe ser coherente con la tasa de crecimiento a largo plazo, y los flujos de caja no deben incluir el coste de la deuda, pues se encuentra ya incorporada en la tasa de descuento (Rivela, 2013).

- 4. Descontar los flujos de caja y el valor terminal al presente usando el WACC.**
- 5. Convertir el valor de la empresa (VE) en un precio de acción implícita y sensibilizar para obtener un rango de valores.**

El valor presente de los flujos de caja es el valor de la empresa. Tras haber proyectado los distintos flujos de caja, calculado la tasa de descuento y el valor residual, proseguimos a obtener el valor de la empresa (VE) mediante la siguiente expresión:

$$VE = \sum_{i=1}^n \frac{FCL}{(1+K)^i} + \frac{VR}{(1+K)^n}$$

Donde:

VE: Valor de la Empresa

FCL: Flujo de Caja Libre

K: Tasa de Descuento o WACC

VR: Valor Terminal

3 VALORACIÓN DE GRIFOLS

3.1 ANÁLISIS BOTTOM-UP

La valoración de la empresa de Grifols se llevará a cabo una vez se explique detalladamente en qué consiste la compañía en cuestión y cuál es su historia y evolución. Por consiguiente, se procederá a realizar un análisis bottom-up para efectuar un proceso de toma de decisiones.

A diferencia del análisis top-down, el bottom-up comienza por estudiando la empresa de manera individual y específica, centrándose en su historia, en su situación actual, así como en sus principales características. A continuación, se procederá a realizar un análisis sectorial para comprender mejor la industria en la que se sitúa la empresa y conocer posibles amenazas, competidores y tendencias del sector. Finalmente, el análisis bottom-up concluye con un estudio del entorno macroeconómico. Este último consiste en el estudio del funcionamiento de la economía tanto nacional como internacional, con el objetivo de entender una serie de variables globales que repercuten en la empresa tales como cuota de mercado, barreras de entrada, y rentabilidad de la empresa entre otras. El análisis macroeconómico es fundamental para situar a la empresa en el mercado teniendo en cuenta su situación competitiva (Broseta, 2020).

3.2 ANÁLISIS INTERNO

En lo que se refiere al análisis interno de la compañía, toda la información se ha obtenido basándose en documentación y texto de la página web oficial de Grifols.

3.2.1 Introducción de la Compañía

Grifols es una farmacéutica española de carácter global constituida en 1909 cuyo principal objetivo es mejorar la salud y el bienestar en todo el mundo. Además, es líder en la producción de medicamentos derivados de la medicina transfusional y el plasma. El negocio de Grifols está constituido por cuatro áreas fundamentales que son: bio supplies, bioscience, diagnostic y hospital.

La compañía farmacéutica tiene presencia en 30 países del mundo y comercializa sus servicios y productos en más de 100 países alcanzando los 5100 millones de euros en facturación y 329 millones de euros en inversión de I+D.

En cuanto a la **presencia global**, Grifols es una compañía que se encuentra en constante crecimiento global y que dispone de más de 16 plantas de producción y más de 30 filiales en países de todo el mundo. La plantilla de Grifols se está incrementando cada vez más alcanzando a día de hoy los 24.000 empleados con una presencia del 70% en Estados Unidos, del 27% en Europa y un 3% el resto del mundo, y con el principal objetivo de mejorar el bienestar y salud de las personas.

Grifols tiene como **misión** mejorar el bienestar y salud de todos los pacientes del mundo mediante la producción de medicamentos derivados de plasma, y a través de las mejores atenciones, farmacias, hospitales, y profesionales con el fin de combatir con las distintas enfermedades de los pacientes y mejorar su calidad de vida.

Por otro lado, Grifols espera tener una **visión** responsable y sostenible a largo plazo, con el objetivo de seguir creciendo tanto nacional como internacionalmente, y llegar a ser líder mundial en farmacias y producción de medicamentos, así como en el resto de los mercados en los que opera.

Víctor Grifols Deu (2019) afirma que: “En Grifols, pensamos y actuamos con una perspectiva a largo plazo, sostenible y responsable en cada etapa de la cadena de valor. Colocamos a los donantes y pacientes en el centro de nuestras actividades para mejorar el bienestar de las personas”.

En términos de **valores**, en la farmacéutica Grifols destacan la seguridad y calidad. Debido a que los productos de la compañía permiten asegurar la calidad de vida y salud de los pacientes. De hecho, el valor de la seguridad es un concepto fundamental para Grifols, ya que forma parte de su filosofía e integridad en todas las acciones que llevan a cabo.

3.2.2 Historia de la Compañía

En 1909 se funda en Barcelona el primer laboratorio de análisis de Grifols por el médico hematólogo Josep Antoni Grifols i Roig. En 1916, Grifols i Roig desarrolló un nuevo instrumento denominado flébula, que fue patentada y utilizada en España durante la Primera Guerra Mundial para la transfusión sanguínea a distancia.

Tras la guerra, el laboratorio familiar de Grifols marca un antes y un después en la creación y elaboración de plasma y otros medicamentos clínicos. En 1945, gracias a la innovación y técnica de la conservación del plasma por parte del laboratorio Grifols, nace el Hemobanco de los Laboratorios Grifols, siendo el primer banco privado de plasma y sangre de la península ibérica.

A mediados del siglo XX, se funda Gri-Cel una compañía de creación y producción de bancos de sangre e instrumentos científicos, la cual será la base fundamental para el crecimiento futuro de la empresa Grifols. Además, se pone en funcionamiento la primera planta de fraccionamiento de plasma, aumentando notablemente la producción. Grifols comienza a tener socios norteamericanos tales como Dade Reagents para la comercialización de los productos. A partir de 1988, Grifols empieza a expandirse poco a poco internacionalmente abriendo en Portugal su primera filial.

A principios del siglo XIX, Grifols además de adquirir activos norteamericanos como el de Alpha Therapeutic Corporation-Mitsubishi, adquirió una compañía estadounidense actualmente denominada Biomat, integrando sus 43 centros de donación de plasma.

Finalmente, en 2006 Grifols comienza a cotizar en la bolsa española y en 2008 se incorpora al IBEX35.

Gracias a una nueva adquisición en 2011 de la empresa estadounidense Talecris Biotherapeutics, Grifols comienza a cotizar en el NASDAQ; índice bursátil de Estados Unidos, y pasa a ser el tercer fabricante de medicamentos derivados del plasma del mundo.

En 2017, Grifols se convierte en líder de la medicina transfusional a través de la adquisición de una empresa para la investigación, producción y desarrollo de reactivos basados en tecnología de detección de ácidos nucleicos.

Grifols comienza a ampliar su red de centros de donación de plasma, recibiendo la aprobación por la FDA americana de Interstate Blood Bank Inc. (IBBI), y expandiéndose a su vez fuera de los Estados Unidos.

Este último año 2020, Grifols sigue creciendo internacionalmente acordando una alianza estratégica con la empresa china líder en el sector de los hemoderivados, denominada Shanghai RAAS.

El consejero delegado de la compañía, Raimon Grifols (2019) sostiene que: “La historia del crecimiento de Grifols demuestra su capacidad para evolucionar y tener un impacto positivo en la sociedad. Nos enorgullecemos de nuestro posicionamiento ético y trabajamos diligentemente para garantizar la seguridad de nuestros productos”.

3.2.3 Grifols respecto al COVID-19

Teniendo en cuenta que la empresa a estudiar pertenece a la industria farmacéutica y sanitaria y por lo tanto el COVID-19 cobra un papel vital en la compañía, es necesario conocer qué proyectos y estudios tiene pensado llevar a cabo para contribuir en la salud de la sociedad. Además, es conveniente tener conocimiento de dichos planes y ensayos, ya que se podría convertir en una empresa líder en el sector si finalmente logra la elaboración de una vacuna.

Desde el inicio de la pandemia, Grifols ha aportado su experiencia plasmática a la sociedad en su conjunto y a las autoridades sanitarias. El laboratorio farmacéutico ha llevado a cabo una serie de investigaciones y ensayos clínicos sobre el plasma de convalecientes siendo este el plasma de aquellos pacientes que han superado la enfermedad. La finalidad de la investigación consiste en desarrollar un medicamento para la inmunidad y la transfusión directa de dicho plasma. Este medicamento, denominado inmunoglobulina hiperinmune anti-SARS-CoV-2 sirve para combatir al COVID-19 tanto a los pacientes hospitalizados como a los asintomáticos. El tratamiento tuvo comienzo en octubre de 2020, tratándose del primer estudio internacional de inmunoglobulina en 58 hospitales de 18 países.

A 25 de marzo de 2020, en pleno auge de pandemia, gracias a la colaboración con los bancos de sangre de España, así como con otros centros e instituciones médicas de

Estados Unidos, Grifols se encargó de recoger el plasma de los pacientes que ya se encuentran completamente recuperados con el objetivo de poder donarlo.

Adicionalmente, la compañía ha desarrollado una investigación con la finalidad de analizar un posible tratamiento para el COVID-19 y otras nuevas enfermedades contagiosas, una vez que se hubieran procesado las inmunoglobulinas hiperinmunes con el plasma de los donantes.

A fin de encontrar un tratamiento contra el virus, Grifols también ha diseñado varios estudios clínicos para la producción de productos derivados del plasma, tales como alfa-1 anti-tripsina y las inmunoglobulinas intravenosas.

Basándose en la tecnología TMA, la cual consiste en la amplificación mediada por transcripción, Grifols ha elaborado un diagnóstico que logra igualar o incluso superar la capacidad de detectar el virus del método convencional PCR. La disponibilidad de dicha prueba está prevista para dentro de unos meses y gracias a los equipos automáticos tendrá una capacidad de análisis de más de mil muestras al día.

En Barcelona a 8 de junio de 2020, el laboratorio Grifols ha estudiado y evaluado los impactos ocasionados por la crisis sanitaria, reconociendo un importe estimado de 200 millones de euros para el ejercicio de 2020. A su vez, ha establecido un nuevo plan de contención de gastos operativos no estructurales con el propósito de reducir dicho impacto.

A mediados de enero de 2021, Grifols realiza un comunicado de empresa sobre sus nuevos estudios clínicos para la creación de un nuevo medicamento que combata el virus. Dicho medicamento, proporcionará una inmediata inmunidad contra el COVID-19 y comenzará a ser administrado en los centros de atención primarios para no saturar los hospitales.

El medicamento se trata de una nueva inmunoglobulina anti-SARS-CoV-2 que será administrada de manera subcutánea protegiendo instantáneamente a los pacientes una vez hayan estado expuestos al virus. Su función será únicamente complementaria a las primeras fases de la vacunación. No obstante, podrían evitar que se produjeran nuevos brotes en zonas donde aún no se ha completado o incluso comenzado el proceso de vacunación. Sus características son más recomendables para su administración a

personas de la tercera edad, sanitarios y pacientes inmunodeficientes cuya vacunación no es aconsejable. Este fármaco contiene una serie de anticuerpos policlonales anti-SARS-CoV-2, elaborados mediante la donación de plasma de pacientes recuperados del COVID-19 mencionada anteriormente.

Actualmente, con más de 25 proyectos para la investigación de cada fase del COVID-19, desde que el individuo se contagia hasta su hospitalización, Grifols es considerado líder en el desarrollo de terapias con proteínas plasmáticas y en la distribución y producción de inmunoglobulinas.

3.3 ANÁLISIS SECTORIAL

El profundo conocimiento del sector donde opera una compañía es un aspecto fundamental en la valoración de la misma, pues permite elaborar estrategias para lograr los objetivos y mejorar la rentabilidad de la empresa. Asimismo, estudiar la estructura y las tendencias del sector posibilita identificar oportunidades de negocio, así como anticipar posibles amenazas de la competencia.

3.3.1 Introducción al Sector Farmacéutico

La industria farmacéutica se caracteriza primordialmente por el desarrollo, investigación y descubrimiento de diferentes medicamentos y tratamientos clínicos que ayuden a mejorar la salud y bienestar de las personas (FarmaIndustria, 2021). Los grandes avances tecnológicos y científicos han sido realmente beneficiosos para el sector farmacéutico, ya que facilitan y optimizan el proceso de innovación y creación de los fármacos (Quiroa, 2020).

El sector farmacéutico es una industria que requiere de mucho capital. Por un lado, invierte en investigación, para abordar el estudio de ensayos clínicos y el análisis de nuevos tratamientos. Por otro lado, las farmacéuticas necesitan tener instalaciones adecuadas, que cumplan con unos parámetros de seguridad y calidad, y que estén suficientemente condicionadas para la creación de los fármacos. Sin duda, otro de los costes fundamentales es la inversión de capital en equipo humano altamente cualificado y profesional. Por consiguiente, la inversión en todo el material necesario que permite llevar a cabo el proceso de producción de los medicamentos de la manera más

productiva y eficiente es otra de las razones por las que el sector supone un alto coste (Quiroa, 2020).

Son muchos los desafíos que este sector farmacéutico presenta. Las nuevas enfermedades que van apareciendo y en concreto, la pandemia global que se ha generado este último año; ocasiona la necesidad de invertir grandes volúmenes de capital para implementar nueva tecnología en los procesos de desarrollo e investigación, el nacimiento de nuevos competidores, y prolongados periodos de tiempo para la producción de nuevos medicamentos, siendo el ciclo de vida de los productos farmacéuticos notablemente reducido (Quiroa, 2020).

3.3.2 Sector Farmacéutico a Nivel Nacional

La industria farmacéutica es uno de los sectores industriales más influyentes en la economía española, siendo además España el cuarto mercado farmacéutico en ventas, empleo y producción en la Unión Europea. Por otra parte, Alemania, Irlanda e Italia son los principales exportadores de fármacos, y Estados Unidos, Japón, Suiza y China, los extracomunitarios socios comerciales. España cuenta con varias filiales estratégicas de países extranjeros de excelente reputación, tales como Pfizer, Novartis, Roche y Sanofi (Fernández, 2020).

Debido al compromiso constante que tiene España con la investigación e innovación en aspectos farmacéuticos, la economía se ha visto incrementada a causa del gran aumento en inversión de I+D. En concreto, el área de investigación clínica de nuevos medicamentos destaca en los laboratorios farmacéuticos españoles. Actualmente, la venta de productos farmacéuticos tiende al alza en los mercados de oficinas de farmacia. Son más de 320 empresas las dedicadas a este sector y el volumen de ventas es de 14.414 millones de euros (Fernández, 2020).

Cabe destacar que el sector farmacéutico genera más de 40.000 empleos directos en España y un total de 215.000 puestos, teniendo en cuenta también los empleados indirectos e inducidos del sector. Más del 60% de estos empleados directos son profesionales con base universitaria (Río, 2020).

A consecuencia del gasto público en medicamentos y fármacos, la industria farmacéutica lleva manteniéndose al alza y en continuo crecimiento durante 5 años.

Acorde con los datos de CESCE regidos en el informe sectorial farmacéutico, las empresas farmacéuticas logran un récord en el comercio exterior debido al crecimiento del 13% en 2019, alcanzando las 12.100 millones de exportaciones (CESCE, 2019). Tras la pandemia, ya son 15.200 millones de euros el valor que generan los medicamentos producidos en España, suponiendo el 4,2% del total de exportaciones en el país (Río, 2020).

3.3.3 Sector Farmacéutico a Nivel Mundial

Desde el punto de vista global, el mercado farmacéutico se ha visto incrementado a lo largo de los últimos 20 años hasta alcanzar en 2019 la cifra mundial de ingresos farmacéuticos de 1,25 billones de dólares (Mikulic, 2020).

En términos geográficos, el país con mayor repercusión en el sector tras la pandemia ha sido América del Norte representando el 48,89% del mercado con unas ventas que destacan en el área de oncología (Domingo, 2021). Esto es un aspecto relevante a tener en cuenta en la valoración, debido a que Estados Unidos es uno de los principales promotores del negocio de Grifols.

Las principales empresas multinacionales que destacan en el sector son Pfizer, Johnson & Johnson, AbbVie y Merck & Co. Todas estas compañías farmacéuticas provienen de Estados Unidos, siendo este el país con el mercado farmacéutico más grande del mundo. De modo que, Grifols es una compañía que posee alta competencia, lo cual puede afectar negativamente a sus ventas.

Por el contrario, a pesar de que China en las últimas décadas se ha convertido en uno de los líderes de la industria gracias a sus sólidas tasas de crecimiento, América del Norte y Europa siguen manteniendo los primeros puestos en el sector farmacéutico según muestra el volumen de ventas de cada continente. Novartis, Sanofi, Roche y GlaxoSmithKline, son algunas de las farmacéuticas más importantes en Europa (Mikulic, 2020).

La constante aceleración en las demandas de medicamentos y vacunas que permiten combatir el virus ha generado en 2020 un incremento de ingresos que ha supuesto una facturación de 1,31 billones de dólares en el sector farmacéutico (Domingo, 2021). Gran

parte del fortalecimiento financiero de las empresas farmacéuticas se debe a los numerosos procesos de fusiones y adquisiciones llevados a cabo durante la última década. Estas alianzas han supuesto el crecimiento de la competencia en el sector por la elaboración y búsqueda de nuevos medicamentos y tratamientos; especialmente, durante la crisis sanitaria. Sin embargo, no todos los acuerdos han resultado beneficiosos, como en el antiguo caso en 2017 de Johnson & Johnson y Actelion (Domingo, 2021).

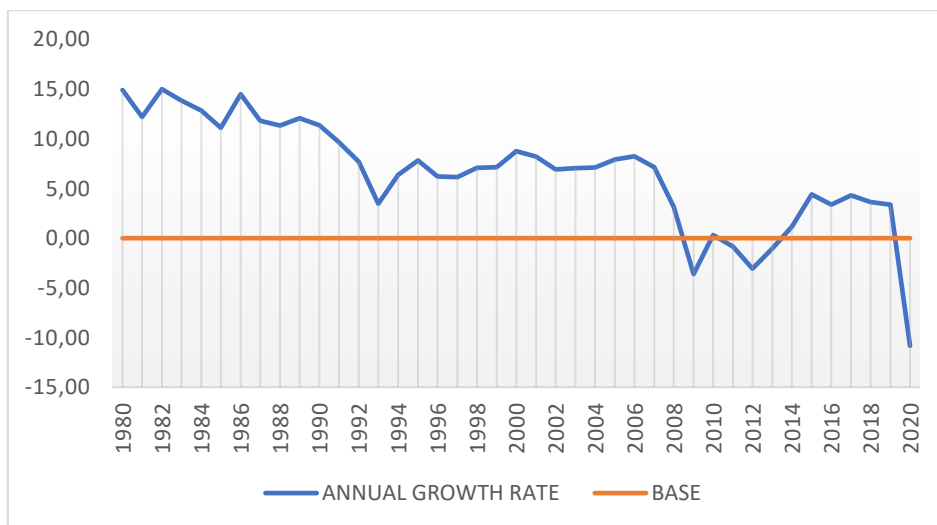
3.4 ANÁLISIS MACROECONÓMICO

El análisis macroeconómico es uno de los análisis fundamentales más importantes en la valoración de una empresa, pues determina la situación económica en la que la compañía desarrolla su negocio. Así pues, la macroeconomía estudia el comportamiento conjunto de la economía y variables como el crecimiento, el desempleo, y el Producto Interior Bruto de un país.

3.4.1 Contexto Macroeconómico a Nivel Nacional

Según los datos analizados por el Instituto Nacional de Estadística (INE), en este último año 2020 la economía española ha sufrido una recesión importante al registrar un descenso del PIB del 10,8%, que ha supuesto la mayor caída histórica desde la Guerra Civil. Respecto al año anterior, el Producto Interior Bruto en España se hundió un 9,9%, -123.074 millones de euros a precios corrientes.

Figura 2: Evolución anual PIB en España



Fuente: Elaboración Propia. Basado en datos de la OECD

Por un lado, esta recesión generó un impacto positivo en el gasto público, ya que registró su mayor incremento desde 2009, siendo este del 3,8%. No obstante, el consumo de hogares, así como las inversiones disminuyeron un 12,4% y un 11,4%, respectivamente, representando ambos el mayor descenso desde hace más de una década (Medinilla, 2021).

En lo que se refiere a los sectores, la agricultura ha sido la única industria que ha generado en 2020 un aumento del 5,3% en su valor añadido bruto. Por el contrario, el sector energético se hundió un 9,6%, la construcción retrocedió un 14,5% y el sector servicio cayó un 11,1% (Medinilla, 2021).

En términos de empleo, el año 2020 fue muy perjudicial para los trabajadores, debido a que en tan solo un año se destruyeron 962.000 empleos. De hecho, las horas y el número de puestos de trabajo sufrieron en el último cuatrimestre de 2020 una caída del 6,1% y 5,2%, respectivamente (Medinilla, 2021).

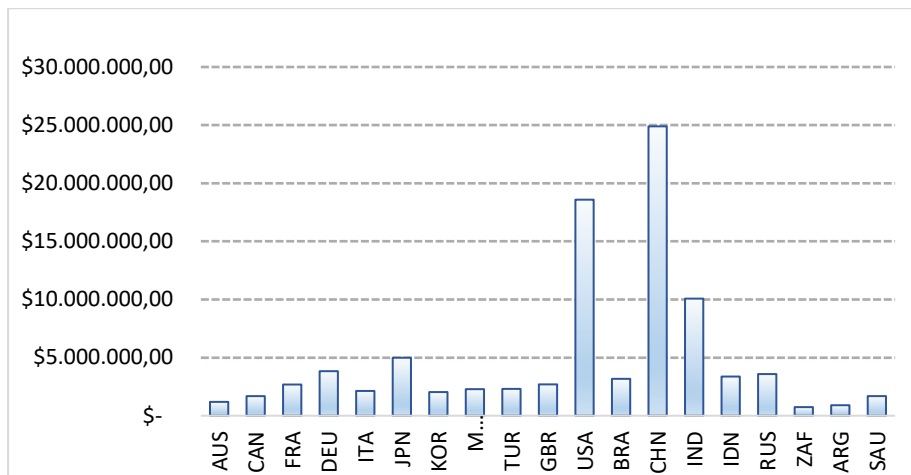
Particularmente, en Grifols, el impacto económico en 2020 fue de 1500 millones de euros. No obstante, la compañía fue capaz de generar en España 16.000 empleos, un 13% más que el año anterior.

3.4.2 Contexto Macroeconómico a Nivel Mundial

Desde el punto de vista global, en 2020 la economía ha sufrido una recesión a nivel mundial a causa del gran impacto originado por la pandemia. La crisis sanitaria ha generado que las actividades económicas de los distintos países se paralicen debido a las numerosas restricciones que se han impuesto a lo largo del año. Según estimaciones realizadas por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), el Producto Interior Bruto de la Eurozona se ha contraído en un 7,5%, mientras que el PIB mundial ha caído un 4,2% (Roa, 2020).

China, ha resultado ser la única potencia económica mundial cuyo PIB se ha incrementado en 2020. Dicho aumento se ha cuantificado en un 2,7%. Además, en base a la opinión de varios expertos, gracias a las fuertes y rápidas medidas de respuesta y recuperación contra el virus por parte de Pekín, la economía china podría repuntar este año 2021 en un 8,4% (Toro, 2021).

Figura 3: PIB 2020 en el Mundo

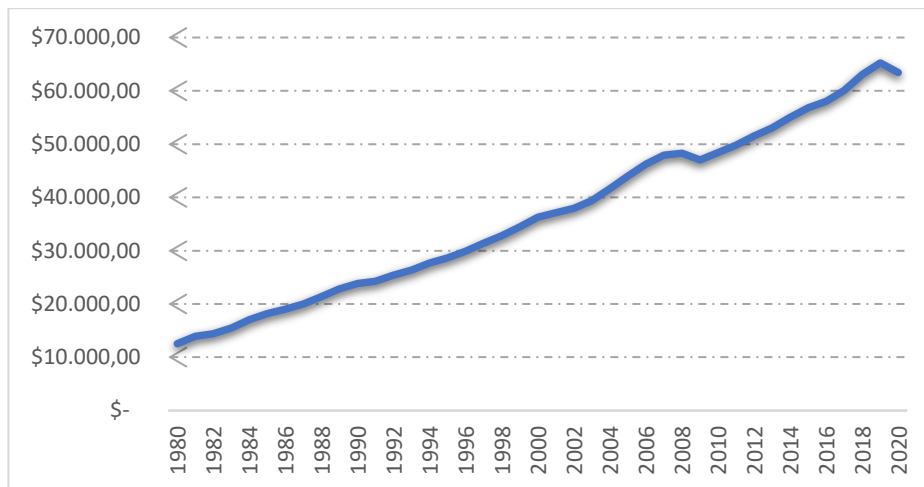


Fuente: Elaboración Propia. Basado en datos de la OECD

La situación de los países o áreas económicas más importantes para la facturación de Grifols, a pesar de la crisis sanitaria, ha resultado ser neutral para la compañía, ya que ha continuado creciendo la venta de plasma a terceros, y consecuentemente, los ingresos se han incrementado en un 4,7%. En gran parte, este aumento se ha generado gracias a la elaboración de nuevos productos para mitigar el virus.

No obstante, en el caso de Estados Unidos, Grifols ha experimentado un impacto económico de 6100 millones de dólares, procediendo el 49% de los centros de plasma. En cambio, se han creado 120.000 nuevos empleos, de modo que Grifols genera 6,1 puestos de trabajo por cada empleo directo que crea en Estados Unidos.

Figura 4: Evolución PIB Estados Unidos



Fuente: Elaboración Propia. Basado en datos de la OECD

Grifols se ve notablemente beneficiado por la evolución y crecimiento de Estados Unidos, pues su economía es de las más influyentes y poderosas del mundo. En efecto, el PIB per cápita en Estados Unidos no para de incrementar, implicando que la actividad económica del país está en constante crecimiento y, por lo tanto, las empresas americanas producen más bienes, aumentando así los ingresos, la tasa de empleo, la inversión y el consumo.

Por ello, la situación macroeconómica que se ha generado a consecuencia de la pandemia no ha impedido el crecimiento económico de Grifols, sino que, del contrario, ha promovido el desarrollo e investigación de nuevos tratamientos y medicamentos, y la participación y liderazgo en numerosos proyectos para combatir la enfermedad.

4 RESULTADOS VALORACIÓN

Una vez explicada la esencia de la organización, el contexto histórico, el sector al que pertenece Grifols, la situación macroeconómica, así como el concepto de valoración de empresas, procederemos a explicar la parte práctica del trabajo.

La valoración de Grifols se ha apoyado principalmente en el informe anual de auditoría y gestión correspondiente al ejercicio 2020; publicado en la página web oficial de la compañía, que refleja la Memoria y los Estados Financieros Consolidados (Balance de Situación, Cuenta de Pérdidas y Ganancias, Estado del Resultado Global, Estado de Flujo de Efectivo y Estados de Cambio en el Patrimonio Neto).

Debido a que las empresas no presentan una actividad ilimitada, se han recogido los datos históricos de los últimos tres años (2018, 2019 y 2020) para poder proyectar las partidas a futuro en un horizonte temporal de inversión definido a 5 años.

El paso previo a calcular los Flujos de Caja Libre debe consistir en la elaboración de una cuenta de pérdidas y ganancias que recoja tanto los datos históricos como sus respectivas proyecciones basadas en los crecimientos futuros estimados para cada partida. Dicha cuenta de pérdidas y ganancias debe entre otros incluir el EBIT, ya que es necesario para el cálculo posterior del Flujo de Caja Libre.

En la cuenta de pérdidas y ganancias se han proyectado las ventas y el coste de ventas para calcular el beneficio bruto. A continuación, se han deducido los gastos operacionales con el objetivo de obtener el EBIT o Beneficio antes de Impuestos e Intereses. Adicionalmente, se calcula el EBITDA agregando la amortización al BAIT. Y en último término, se sustraen los intereses e impuestos para obtener finalmente el beneficio neto.

Figura 5: Cuenta de Pérdidas y Ganancias (PyG)

Cuenta de Pérdidas y Ganancias (P&G)								
€ Miles	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Ventas	4.486.724	5.098.691	5.340.038	5.607.040	5.887.392	6.181.761	6.490.850	6.815.392
% crecimiento		13,6%	4,7%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Coste de las Ventas	(2.437.164)	(2.757.459)	(3.084.873)	(3.239.117)	(3.401.072)	(3.571.126)	(3.749.682)	(3.937.167)
% ventas	54,3%	54,1%	57,8%	57,8%	57,8%	57,8%	57,8%	57,8%
Beneficio Bruto	2.049.560	2.341.232	2.255.165	2.367.923	2.486.319	2.610.635	2.741.167	2.878.226
% crecimiento		14,2%	-3,7%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
% ventas	45,7%	45,9%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%
Gastos operacionales	(1.055.436)	(1.218.839)	(1.279.832)	(1.346.229)	(1.413.541)	(1.484.218)	(1.558.429)	(1.636.350)
% ventas	23,5%	23,9%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%
<i>Gastos generales y administrativos</i>								
	(814.775)	(942.821)	(985.616)	(1.037.302)	(1.089.168)	(1.143.626)	(1.200.807)	(1.260.848)
% ventas	18,2%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%
<i>Gastos I+D</i>								
	(240.661)	(276.018)	(294.216)	(308.927)	(324.373)	(340.592)	(357.621)	(375.502)
% ventas	5,4%	5,4%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
EBIT	994.124	1.122.393	975.333	1.021.694	1.072.779	1.126.418	1.182.739	1.241.876
Amortización	228.609	302.455	321.533	341.158	381.388	423.630	467.984	514.556
EBITDA	1.222.733	1.424.848	1.296.866	1.362.852	1.454.167	1.550.048	1.650.723	1.756.432
% margen	27,3%	27,9%	24,3%	24,3%	24,7%	25,1%	25,4%	25,8%
Gastos Financieros Netos	(293.273)	(342.965)	(249.639)	(249.639)	(249.639)	(249.639)	(249.639)	(249.639)
EBT	700.851	779.428	725.694	772.055	823.140	876.779	933.100	992.237
Gastos por impuestos	(131.436)	(168.459)	(169.639)	(193.014)	(205.785)	(219.195)	(233.275)	(248.059)
% de impuestos	18,8%	21,6%	23,4%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Beneficio Neto	569.415	610.969	556.055	579.041	617.355	657.584	699.825	744.177

Figura 6: Cuenta de Pérdidas y Ganancias - Periodo Histórico – Beneficio Bruto

Cuenta de Pérdidas y Ganancias (P&G)			
€ Miles	2018	2019	2020
Ventas	4.486.724	5.098.691	5.340.038
% crecimiento		13,6%	4,7%
Coste de las Ventas	(2.437.164)	(2.757.459)	(3.084.873)
% ventas	54,3%	54,1%	57,8%
Beneficio Bruto	2.049.560	2.341.232	2.255.165

Fuente: Elaboración Propia. Basada en el Reporte Anual de Grifols.

Respecto a los datos históricos, las ventas totales del grupo aumentaron considerablemente de 2018 a 2019, implicando un crecimiento orgánico del 13,6%. Sin embargo, la facturación en este último año 2020 supuso un incremento de ingresos del 4,7% respecto al año anterior, alcanzando la cifra récord de 5.340 millones de euros.

Por otro lado, los costes de ventas han mantenido una tendencia prácticamente constante, debido a que el crecimiento a lo largo de los tres últimos años ha variado ligeramente.

Figura 7: Desglose Distribución Importe Neto de la Cifra de Negocios

Desglose Distribución Importe Neto de la Cifra de Negocios			
€ Miles	2018	2019	2020
Biociencia	3.516.704	3.993.462	4.242.502
Diagnóstico	702.265	733.604	775.889
Hospital	119.454	134.441	118.675
Bio Supplies	167.004	266.540	224.090
Otros	22.451	22.820	31.989
Intersegmentos	(41.154)	(52.176)	(53.107)
Total	4.486.724	5.098.691	5.340.038

Fuente: Elaboración Propia. Basada en el Reporte Anual de Grifols.

Esta tabla representa el importe de ventas según las distintas áreas que componen el negocio de Grifols. De esta manera, se puede observar que claramente Biociencia, es el departamento más destacable y rentable de la compañía. El crecimiento de esta división se debe primordialmente al lanzamiento de nuevos medicamentos, así como a la demanda tan fuerte de la albúmina y las inmunoglobulinas, proteínas plasmáticas.

Figura 8: Desglose Distribución Geográfica del Importe Neto de la Cifra de Negocios

Desglose Distribución Geográfica del Importe Neto de la Cifra de Negocios			
€ Miles	2018	2019	2020
Estados Unidos	2.974.429	3.390.811	3.599.746
España	264.913	268.287	339.169
Unión Europea	535.361	588.375	495.323
Resto del mundo	712.021	851.218	905.800
Total	4.486.724	5.098.691	5.340.038

Fuente: Elaboración Propia. Basada en el Reporte Anual de Grifols.

En esta otra tabla, se puede apreciar el volumen de ventas distribuido por zona geográfica. Estados Unidos es el principal país promotor del negocio de Grifols. No obstante, España es el país que ha supuesto el mayor crecimiento orgánico de las ganancias del grupo entre 2018 y 2020 con un incremento del 22%.

Figura 9: Cuenta de Pérdidas y Ganancias – Periodo Histórico – EBIT

Cuenta de Pérdidas y Ganancias (P&G)			
€ Miles	2018	2019	2020
Beneficio Bruto	2.049.560	2.341.232	2.255.165
% crecimiento		14,2%	-3,7%
% ventas	45,7%	45,9%	42,2%
Gastos operacionales	(1.055.436)	(1.218.839)	(1.279.832)
% ventas	23,5%	23,9%	24,0%
<i>Gastos generales y administrativos</i>	<i>(814.775)</i>	<i>(942.821)</i>	<i>(985.616)</i>
% ventas	18,2%	18,5%	18,5%
<i>Gastos I+D</i>	<i>(240.661)</i>	<i>(276.018)</i>	<i>(294.216)</i>
% ventas	5,4%	5,4%	5,5%
EBIT	994.124	1.122.393	975.333

Fuente: Elaboración Propia. Basada en el Reporte Anual de Grifols.

A continuación, se ha obtenido el beneficio bruto, el cual representó de 2018 a 2019 un aumento cuantificado por el 14,2% y, por el contrario, una disminución de un 3,7% en 2020 respecto al año anterior. A su vez, se ha obtenido el porcentaje de crecimiento del beneficio bruto en función de las ventas, siendo éste notablemente regular en los tres últimos años.

Los gastos operacionales también se han mantenido constantes a lo largo de los años.

Figura 10: Desglose Distribución Gastos de Personal

Desglose Distribución Gastos de Personal			
€ Miles	2018	2019	2020
Sueldos, salarios y asimilados	1.000.682	1.178.527	1.234.761
Aportaciones a planes de pensiones	21.363	29.941	33.226
Otros gastos sociales	29.055	28.785	27.462
Seguridad Social	198.453	240.380	257.216
Total	1.249.553	1.477.633	1.552.665

Fuente: Elaboración Propia. Basada en el Reporte Anual de Grifols.

Este desglose explica con mayor detalle cuales son los gastos de personal que han sido deducidos del beneficio bruto para obtener el EBIT. Sueldos y salarios y asimilados representa el mayor gasto de personal de la compañía.

Figura 11: Cuenta de Pérdidas y Ganancias – Periodo Histórico – Beneficio Neto

Cuenta de Pérdidas y Ganancias (P&G)			
€ Miles	2018	2019	2020
EBIT	994.124	1.122.393	975.333
Amortización	228.609	302.455	321.533
EBITDA	1.222.733	1.424.848	1.296.866
% margen	27,3%	27,9%	24,3%
Gastos Financieros Netos	(293.273)	(342.965)	(249.639)
EBT	700.851	779.428	725.694
Gastos por impuestos	(131.436)	(168.459)	(169.639)
% de impuestos	18,8%	21,6%	23,4%
Beneficio Neto	569.415	610.969	556.055

Fuente: Elaboración Propia. Basada en el Reporte Anual de Grifols.

Una vez calculado el EBIT agregamos la amortización para obtener el EBITDA, y finalmente deducimos los intereses e impuestos concluyendo con el beneficio neto.

El margen de EBITDA indica qué parte se encuentra restante una vez se han percibido los ingresos; por lo tanto, permite conocer cuál es la rentabilidad de Grifols en las operaciones comerciales. El objetivo de una compañía es que los costes operacionales diarios sean bajos respecto al volumen de ventas, por ello la mejor situación sería obtener un margen de EBITDA lo más elevado posible.

Por lo general, las empresas que cotizan en mercados maduros obtienen un EBITDA que oscila entre el 10% y el 25%. No obstante, la industria farmacéutica puede generar un margen de EBITDA superior al 40% (Werner, 2021). Por consiguiente, en comparación con el sector, Grifols aparentemente no presenta un EBITDA atractivo.

Respecto a las proyecciones, se ha elaborado una tabla de inputs que refleja el crecimiento a 5 años de cada uno de los epígrafes de la cuenta de pérdidas y ganancias.

Figura 12: Inputs Crecimiento

INPUTS (2020)	
Crec. Ventas	5%
Coste de los bienes vendidos	58%
Gastos Generales y Administrativos	19%
Gastos I+D	6%
Tasa Impositiva	25%
CAPEX	7%

Fuente: Elaboración Propia.

En esta valoración, se ha obtenido una tasa anual compuesta de crecimiento del 5% en base a una serie de hipótesis.

A consecuencia de los nuevos productos que Grifols está lanzando, los ingresos de las divisiones de Diagnostic y Bioscience van a aumentar. Por un lado, el crecimiento de la línea de negocio de Bioscience se ve impulsado por una alta demanda en los productos plasmáticos, y por el otro lado, el crecimiento de Diagnostic surge mayoritariamente de

las ventas de la prueba molecular que permite detectar el virus SARS-CoV-2. Además, tanto las proteínas plasmáticas como las inmunoglobulinas mantienen un importante potencial de crecimiento y una sólida demanda en el mercado americano y en varios países de la Unión Europea.

Adicionalmente, el crecimiento del 5% se ve impulsado gracias al plan de expansión que presenta Grifols mediante las adquisiciones de numerosos centros para la obtención del plasma, por lo que se espera experimentar una tendencia positiva.

En términos de Coste de los bienes vendidos, los costes especialmente del plasma están previstos que se mantengan similares a los del año 2020, siempre que el inventario de Grifols no aumente de manera exponencial.

Tanto en los gastos generales y administrativos como en los gastos de Investigación y Desarrollo, se ha proyectado el mismo crecimiento que se produjo en 2020, ya que ambas partidas se han mantenido considerablemente constantes a lo largo de los años.

En último término, la proyección del CAPEX se ha establecido en base a un promedio del crecimiento de los últimos tres años, ya que no se prevé que las inversiones de capital varíen mucho respecto a los años anteriores.

Figura 13: Cuenta de Pérdidas y Ganancias – Periodo Proyectado

Cuenta de Pérdidas y Ganancias (P&G)					
€ Miles	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Ventas	5.607.040	5.887.392	6.181.761	6.490.850	6.815.392
% crecimiento	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Coste de las Ventas	(3.239.117)	(3.401.072)	(3.571.126)	(3.749.682)	(3.937.167)
% ventas	57,8%	57,8%	57,8%	57,8%	57,8%
Beneficio Bruto	2.367.923	2.486.319	2.610.635	2.741.167	2.878.226
% crecimiento	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
% ventas	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%
Gastos operacionales	(1.346.229)	(1.413.541)	(1.484.218)	(1.558.429)	(1.636.350)
% ventas	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%
<i>Gastos generales y administrativos</i>	(1.037.302)	(1.089.168)	(1.143.626)	(1.200.807)	(1.260.848)
% ventas	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%
<i>Gastos I+D</i>	(308.927)	(324.373)	(340.592)	(357.621)	(375.502)
% ventas	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
EBIT	1.021.694	1.072.779	1.126.418	1.182.739	1.241.876
Amortización	341.158	381.388	423.630	467.984	514.556
EBITDA	1.362.852	1.454.167	1.550.048	1.650.723	1.756.432
% margen	24,3%	24,7%	25,1%	25,4%	25,8%
Gastos Financieros Netos	(249.639)	(249.639)	(249.639)	(249.639)	(249.639)
EBT	772.055	823.140	876.779	933.100	992.237
Gastos por impuestos	(193.014)	(205.785)	(219.195)	(233.275)	(248.059)
% de impuestos	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Beneficio Neto	579.041	617.355	657.584	699.825	744.177

Fuente: Elaboración Propia. Basada en el Reporte Anual de Grifols

Para poder calcular el Free Cash Flow o Flujo de Caja Libre, se deben obtener previamente la amortización y depreciación, las inversiones (CAPEX) y los cambios en el fondo de maniobra.

Grifols en 2020 ha destinado fundamentalmente sus inversiones de capital a la mejora y ampliación de las distintas instalaciones de cada división de su línea de negocio. Los principales proyectos han consistido en ampliar tanto el centro industrial de Barcelona, como el de Carolina del Norte (EE. UU), con el objetivo de aumentar la planta de producción y de este modo optimizar la capacidad logística y productiva de los complejos industriales. Por otro lado, gran parte de las inversiones de capital se han destinado a la creación de la primera planta de dosificación y purificación de plasma.

Figura 14: Amortización y Depreciación CAPEX – Periodo Histórico

€ Miles	2018	2019	2020
TOTAL CAPEX	307.722	412.305	362.560
% ventas	6,9%	8,1%	6,8%

AyD Activos Fijos Actuales

<i>Activos Fijos Actuales</i>	2.324.107	€ Miles
<i>Amortización</i>	321.533	
<i>Años (Amortización)</i>	7,2	

Fuente: Elaboración Propia.

Figura 15: Amortización y Depreciación CAPEX – Periodo Proyectado

€ Miles	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
TOTAL CAPEX	362.560	392.493	412.117	432.723	454.359	477.077
% ventas	6,8%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
AyD Activos Fijos Actuales	(321.533)	(321.533)	(321.533)	(321.533)	(321.533)	(321.533)
Activos Fijos Actuales	321.533	321.533	321.533	321.533	321.533	321.533

Fuente: Elaboración Propia.

Por ello, en las anteriores tablas se calcula la depreciación y amortización en función del CAPEX, es decir, representan la amortización y depreciación de las inversiones en inmovilizado que realiza la compañía cada año. Por lo tanto, la partida de “Activos Fijos Actuales” refleja un activo actual de la empresa que debe amortizarse a futuro. Teniendo en cuenta que la amortización en 2020 es de 321.533, el activo se depreciará por completo a los 7,2 años. Además, dicha vida útil va acorde con las estimaciones del reporte anual de la compañía, que asume una depreciación anual aproximada del 10% sobre el total del activo. Por otra parte, las proyecciones del CAPEX se han realizado asumiendo una tasa de crecimiento sobre ventas del 7%, basada en el promedio de crecimiento de CAPEX de los últimos tres años.

Figura 16: Fondo de Maniobra – Periodo Histórico

Fondo de Maniobra			
€ Miles	2018	2019	2020
Inventario	1.949.360	2.342.590	2.002.281
Clientes	269.167	369.797	383.233
Proveedores	(561.883)	(581.882)	(601.618)
Fondo de Maniobra	1.656.644	2.130.505	1.783.896
Cambio en FM		(473.861)	346.609

Días inventario	291,94	310,08	236,91
Días cobro	21,90	26,47	26,19
Días pago	84,15	77,02	71,18

Fuente: Elaboración Propia. Basada en el Reporte Anual de Grifols.

El Fondo de Maniobra es otro de los elementos fundamentales para calcular el Flujo de Caja Libre. Se trata de la parte del activo corriente que se encuentra financiada con el pasivo no corriente; en concreto, la deuda a largo plazo. Mide la capacidad de liquidez y solvencia de una empresa. La situación óptima es que el resultado del Fondo de Maniobra sea positivo, ya que implica que la empresa es capaz de hacer frente a las deudas y garantizar el pago a sus proveedores. Sin embargo, no es recomendable que el Fondo de Maniobra sea positivo y excesivo, ya que indicaría que la compañía no está rentabilizando sus recursos para la financiación de nuevas inversiones (Capilla, 2020).

$$\text{Fondo de Maniobra} = \text{Inventario} + \text{Clientes} - \text{Proveedores}$$

No obstante, la tabla del Flujo de Caja Libre requiere la imputación del cambio de Fondo de Maniobra de un periodo a otro. Dicho cambio del Fondo de Maniobra resulta negativo a lo largo de los años, lo cual implica que, al aumentar el número de clientes y a su vez aumentar el inventario, la caja se ha visto reducida. Lo idóneo para minimizar la necesidad de recurrir a financiación adicional sería poder disminuir al máximo el cambio ascendente en el Fondo de Maniobra.

Figura 17: Fondo de Maniobra – Periodo Proyectado

Fondo de Maniobra					
€ Miles	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Inventario	2.102.395	2.207.515	2.317.891	2.433.785	2.555.474
Clientes	402.395	422.514	443.640	465.822	489.113
Proveedores	(631.699)	(663.284)	(696.448)	(731.270)	(767.834)
Fondo de Maniobra	1.873.091	1.966.745	2.065.083	2.168.337	2.276.754
Cambio en FM	(89.195)	(93.655)	(98.337)	(103.254)	(108.417)

Días inventario	236,91	236,91	236,91	236,91	236,91
Días cobro	26,19	26,19	26,19	26,19	26,19
Días pago	71,18	71,18	71,18	71,18	71,18

Fuente: Elaboración Propia.

A continuación, se han calculado los días de inventario, cobro y pago. Tanto los días de inventario como los de pago, se obtienen en función del coste de ventas. Por el contrario, los días de cobro se calculan a partir de las ventas.

Por lo tanto, la fórmula que permite calcular los tres ratios quedaría:

$$\text{Días de inventario} = \frac{\text{Inventario}}{\text{Coste de Ventas}} \times 365$$

$$\text{Días de cobro} = \frac{\text{Clientes}}{\text{Ventas}} \times 365$$

$$\text{Días de pago} = \frac{\text{Proveedores}}{\text{Coste de Ventas}} \times 365$$

Por consiguiente, se han cogido los datos del último año histórico (2020) de los días de inventario, cobro y pago para proyectar el fondo de maniobra a futuro. Por lo general, se suele partir del promedio de dichos ratios; sin embargo, en este caso, nos basamos en el último año para evitar cambios bruscos que puedan sesgar el estudio.

Figura 18: Flujo de Caja Libre

FLUJO DE CAJA LIBRE

Fecha Valoración: 31/12/2020 WACC 6,40%
 Crecimiento perpetuo 1,50%

€ Miles	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025	Norm.
EBIT	1.021.694	1.072.779	1.126.418	1.182.739	1.241.876	1.241.876
Gastos Impuesto sobre Renta	(255.424)	(268.195)	(281.604)	(295.685)	(310.469)	(310.469)
% de impuestos	25%	25%	25%	25%	25%	
NOPAT	766.271	804.584	844.813	887.054	931.407	931.407
Depreciación y Amortización	341.158	381.388	423.630	467.984	514.556	477.077
Capital Expenditure (CAPEX)	(392.493)	(412.117)	(432.723)	(454.359)	(477.077)	(477.077)
Cambio en Fondo de Maniobra	(89.195)	(93.655)	(98.337)	(103.254)	(108.417)	(108.417)
Flujo de Caja Libre	625.741	680.200	737.383	797.425	860.469	822.990
Valor Terminal	-	-	-	-	-	17.040.071

Fuente: Elaboración Propia.

Tras haber calculado previamente cada una de las partidas que componen el Flujo de Caja Libre, se debe obtener el Flujo de cada año proyectado. Además, los Flujos de Caja Libre se deben normalizar, ya que el último año que se proyecta es esencial y no debe tener errores porque va a ser el año de referencia para proyectar a infinito. Por ejemplo, si el último año presenta un gasto extraordinario, es importante normalizarlo para que dicho gasto no se proyecte a futuro y sesgue la valoración. De este modo, se ha igualado el CAPEX de mantenimiento a la D&A.

Tal y como se explicó anteriormente en la teoría del método de descuento por flujos de caja, una vez calculados todos los Flujos de Caja Libres, se procede a obtener el Valor Terminal. Según indica su fórmula, dicho valor depende del último Flujo de Caja Libre proyectado, así como de la tasa de crecimiento a perpetuidad y la tasa de descuento. Se ha asumido una tasa de crecimiento perpetua del 1,5%, basada en las estimaciones realizadas por los brókeres de Morgan Stanley.

Figura 19: Cálculo de la Tasa de Descuento o WACC

Cálculo del WACC	(Millones €)
Recursos Propios	14.207
Recursos Ajenos	5.714
Ponderación de los Recursos Propios	71,3%
Ponderación de los Recursos Ajenos	28,7%
Coste de la Deuda Antes de Impuestos	4,4%
Tasa Impositiva	25%
Coste de los Recursos Ajenos Después de Impuestos	3,3%
Tasa Libre de Riesgo	1,8%
Beta apalancada	0,8
Prima de Riesgo del Mercado	7,4%
Coste de los Recursos Propios	7,7%
WACC	6,40%

Fuente: Elaboración Propia.

En base a las cuentas anuales consolidadas de la sociedad a fecha de cierre de 2020, el valor de mercado de los fondos propios está valorado en 14.207 millones de euros, mientras que la deuda financiera neta de la empresa asciende a 5.714 millones de euros.

Por un lado, el coste de la deuda es el resultado de la división entre los gastos financieros recogidos de la cuenta de pérdidas y ganancias del ejercicio 2020, y la deuda financiera neta.

Por otro lado, el coste del capital ha sido calculado a partir de la tasa libre de riesgo, la Beta y la prima de riesgo del mercado.

Figura 20: Cálculo de la Tasa de Libre de Riesgo

(31/12/2015 - 31/12/2020)	TLR por país	Presencia	TLR
Estados Unidos	1,99%	75%	1,49%
España y Resto del Mundo	1,05%	25%	0,26%
Total			1,76%

Fuente: Elaboración Propia

La Tasa Libre de Riesgo se ha obtenido teniendo en cuenta principalmente las obligaciones del Estado a 10 años en Estados Unidos. Para ello, se han obtenido los datos históricos de la rentabilidad del bono americano a 5 años, y se ha calculado el promedio de esas rentabilidades. Se ha llevado a cabo el mismo procedimiento con la rentabilidad del bono español y del resto del mundo.

En base a la presencia de Grifols en estas dos regiones, se han multiplicado las diferentes rentabilidades a un porcentaje aproximado. De lo que se concluye que, la suma de las rentabilidades de ambas zonas resulte en una tasa libre de riesgo del 1,8%.

La Beta apalancada utilizada ha resultado ser de menor riesgo sistemático respecto al mercado, por lo que se trata de un activo defensivo. Dicho coeficiente ha sido obtenido en soporte al informe de Damodaran actualizado a fecha de 5 de enero de 2021.

Figura 21: Cálculo de la Prima de Riesgo de Mercado

(31/12/2015 - 31/12/2020)	Rm por país	Presencia	Rm
S&P 500 (Estados Unidos)	11,50%	75%	8,63%
Ibex 35 (España)	-2,60%	5%	-0,13%
Euro Stoxx 50 (Europa)	3,20%	20%	0,64%
Total Rm			9,14%
TLR			1,76%
Prima de riesgo de mercado			7,38%

Fuente: Elaboración Propia

En cambio, la prima de riesgo, basada en varios reportes de brókeres, se obtiene mediante la diferencia de la rentabilidad media esperada del mercado y el activo libre de riesgo. Por ello, con el fin de obtener la media esperada del mercado, se han recogido los datos históricos a 5 años de tres índices bursátiles. Por un lado, el S&P 500, representando fundamentalmente el mercado americano; por otro lado, el Ibex 35 representando el mercado español, y finalmente, el Euro Stoxx 50 en representación de las grandes empresas europeas. Una vez obtenida la rentabilidad anualizada a 5 años de cada índice, se ha procedido a establecer la diferente ponderación por presencia de Grifols en cada región. De este modo, la suma de las rentabilidades resultará en una rentabilidad esperada del mercado de 9,14%, que, si se le sustrae la tasa libre de riesgo del 1,8%, se deducirá una prima de riesgo de mercado del 7,4%.

En resumen, la tasa de descuento ha resultado ser del 6,40%, teniendo en cuenta un valor de los fondos propios de 14.207 millones con un coste de capital del 7,7%, y un valor de la deuda neta de 5.714 millones con un coste de la deuda del 3,3%.

Figura 22: Cálculo del Precio de Cotización

VAN FCL	3.249.398
Valor Terminal	17.040.071
FC Descontado (VE)	20.289.469
Deuda Neta	(5.713.665)
Minoritarios	(1.511.000)
Valor de los Fondos Propios	13.064.804
Número de Acciones	684.500
Precio por acción	19,1

Fuente: Elaboración Propia.

Finalmente, una vez descontados todos los Flujos de Caja Libre al presente, se procede a agregarle el Valor Terminal para obtener el Valor Descontado del Flujo de Caja o Valor de la Compañía. Para llegar al Valor de los Fondos Propios, se debe deducir la deuda neta y los minoritarios del Valor de la Compañía.

Figura 23: Cálculo de la Deuda Financiera Neta

Pasivo Financiero Corriente	424.612 €
Pasivo Financiero No Corriente	6.602.100 €
Efectivo	579.647 €
Otros	733.400 €
Deuda Financiera Neta	5.713.665 €

Fuente: Elaboración Propia

La deuda financiera neta de la compañía, en base al reporte anual de Grifols correspondiente al ejercicio 2020, asciende a 5.714 millones de euros, obtenidos a partir de la suma del pasivo financiero corriente (425 millones de euros) y pasivo financiero no corriente (6.602 millones de euros), y la resta del efectivo (580 millones de euros) y otras líneas de financiación no dispuestas (733 millones de euros). Los minoritarios también recogidos a fecha de 31 de diciembre de 2020 del informe anual de Grifols, representan un total de 1.511 millones de euros.

Grifols cuenta con dos tipos de acciones. Por un lado, se encuentran las de Clase A que son las acciones ordinarias de la sociedad, siendo estas 426.129.798 acciones. Por otro lado, Grifols tiene 258.412.946 acciones de Clase B que son aquellas sin voto con los derechos preferentes establecidos en los estatutos del Grupo. En conjunto, suman un total aproximado de 684.500 miles de acciones. Mediante la división entre el Valor de los Fondos Propios y el número total de acciones que presenta Grifols, se obtendrá un precio de cotización en bolsa de **19,1 €/acción**.

A 31 de diciembre del 2020, Grifols cotizaba a un precio de **23,88 €/acción**. Debido a que el precio estimado en este trabajo es inferior al que cotiza en bolsa, nos encontraríamos ante una acción sobrevalorada. Por lo tanto, se recomendaría vender las

acciones, ya que, según la valoración realizada mediante el descuento de flujos de caja, la compañía está cotizando en un 20 % por encima de nuestro valor teórico. En otras palabras, los inversores estarían pagando un mayor precio por una compañía que realmente vale menos.

5 CONCLUSIONES

Grifols S.A. es una empresa líder mundial en suministros hospitalarios, así como la tercera compañía en hemoderivados del mundo. Además, es considerada una de las acciones de España más destacables del Ibex 35, y una de las compañías del sector farmacéutico y sanitario más exitosas del territorio nacional. A lo largo de la historia, las acciones de Grifols han mantenido una tendencia alcista a largo plazo y un comportamiento excepcional, pues a diferencia de otras empresas españolas que resultaron muy perjudicadas, Grifols ha sido capaz de superar grandes crisis nacionales con importantes subidas en sus precios.

Las conclusiones generales a las que se ha llegado después de haber analizado la información histórica, sectorial y macroeconómica de la compañía, y de haber presentado los resultados en el capítulo anterior son las siguientes.

En primer lugar, es preciso recalcar la importancia del mercado americano en la compañía, pues más del 70% del importe neto de cifra de negocios proviene de Estados Unidos. En cambio, apenas un 20% de las ventas procede de Europa y tan solo un 5% proviene de España. Esto convierte a Grifols en una de las pocas empresas del país cuyo negocio repercute mayoritariamente en el extranjero, y especialmente en Estados Unidos, siendo este uno de los mercados más competentes del mundo.

En lo referente al impacto que ha tenido el COVID-19 en la compañía, cabe destacar que aparentemente la crisis sanitaria ha supuesto nuevas oportunidades para empresas del sector farmacéutico y sanitario. Por ello, a diferencia de otras empresas pertenecientes a otros sectores, Grifols no se ha visto realmente perjudicado por la pandemia, pues sus ventas se han incrementado respecto al año anterior, tal y como se refleja en los resultados del estudio.

Grifols ha tenido que invertir gran cantidad de capital en investigación y desarrollo para la búsqueda y estudio de nuevos tratamientos que ayuden a combatir el COVID-19. Sin embargo, la compañía ha llevado a cabo la implantación de un plan de prevención de gastos operativos, el cual no ha afectado a la innovación ni a los puestos de trabajo. Adicionalmente, el desarrollo de nuevos ensayos y estudios ha permitido que la empresa

se haya expandido más aún gracias a la ampliación de su producción mediante nuevas adquisiciones de empresas y varios centros de plasma.

Por otro lado, a pesar del fracaso del principal ensayo clínico que han estado desarrollando estos últimos meses para remediar la enfermedad, la realización de otras pruebas clínicas como las de la detección del virus SARS-CoV-2 han resultado beneficiosas para las ventas de la división Diagnostic.

Por lo tanto, se puede concluir en que a pesar de que Grifols no ha podido contribuir a la sociedad en la elaboración de una vacuna contra el COVID-19, la crisis sanitaria ha resultado ser en gran parte ventajosa para la compañía, pues le ha impulsado a iniciar, por un lado, numerosas investigaciones y ensayos clínicos para el desarrollo de tratamientos y, por otro lado, a diversificar y expandir su negocio mediante la adquisición de 25 nuevos centros de donación de plasma en Estados Unidos.

No obstante, como se mencionaba anteriormente, pese a que Grifols es una de las grandes empresas del Ibex 35 y ha sido capaz de afrontar con creces la crisis financiera y económica del 2008, considero que el comportamiento pasado de los precios no tiene que repetirse del mismo modo en el futuro. Además, aunque Grifols posee un nicho en el mercado, es una empresa con mucha competencia, y se puede ver perjudicada más aún ahora que la crisis favorece a las grandes compañías farmacéuticas por el fomento de inversión en sanidad. Asimismo, es conveniente recalcar el elevado nivel de deuda que presenta la compañía, ocasionado fundamentalmente por las distintas campañas de adquisiciones. Precisamente, Grifols es considerada la empresa más apalancada de la industria farmacéutica. En consecuencia, resulta preocupante que, el notable aumento de adquisiciones de centros de plasma debido a la necesidad de su captación para contribuir con la pandemia elevará aún más el endeudamiento de la compañía.

En definitiva, la valoración y los resultados de los análisis llevados a cabo en este trabajo nos han llevado a concluir que la empresa se encuentra sobrevalorada, y que por lo tanto actualmente Grifols no es una inversión atractiva. De modo que, la recomendación final de este estudio es **NO COMPRAR** las acciones de Grifols o por el contrario **VENDER** para aquellos inversores que se encuentren en posesión de las mismas.

6 BIBLIOGRAFÍA

Barrios, A. P. (2013). Valoración de empresas: Métodos de valoración. *Contexto*, 2(1), 84-100.

Blanco, L. (2009, abril). *Valoración de empresas por descuento de flujo de caja: Proyección de ratios y estimación del valor terminal por múltiplos*. Revista Universo Contábil, vol 5, núm. 2, pp. 125-141.

Broseta, A. (2020, 25 mayo). *Análisis top-down y bottom-up: metodología y ejemplos*. Rankia. <https://www.rankia.cl/blog/analisis-ipsa/3617599-analisis-top-down-bottom-up-metodologia-ejemplos>

Capilla, R. (2020, 4 febrero). *Fondo de maniobra*. Economipedia.

<https://economipedia.com/definiciones/fondo-de-maniobra.html>

Cuentas anuales auditadas. (2020). Recuperado 25 de octubre de 2020, de Información financiera de <https://www.grifols.com/es/annual-accounts>

Domingo, I. J. (2021, 17 febrero). *La carrera por frenar el Covid-19 eleva el valor de las farmacéuticas hasta los 1,31 billones de dólares*. Estrategias de Inversión. <https://www.estrategiasdeinversion.com/actualidad/noticias/bolsa-espana/la-carrera-por-frenar-el-covid-19-eleva-el-valor-n-467765>

El sector farmacéutico sigue al alza tras 5 años consecutivos de crecimiento, según el Informe sectorial de la economía española 2019 de CESCE. (2019, 9 octubre). CESCE España. <https://www.cesce.es/es/-/comunicacion/sala-de-prensa/sector-farmaceutico-sigue-al-alza-tras-5-anos-consecutivos-crecimiento-segun-informe-sectorial-la-economia-espanola-2019-cesce>

Fernández, L. (2020, 25 septiembre). *La industria farmacéutica en España - Datos estadísticos*. Statista. https://es.statista.com/temas/5603/la-industria-farmaceutica-en-espana/#dossierSummary_chapter1

Fernández, P. (2016). Métodos de valoración de empresas (Company Valuation Methods). Available at SSRN 1267987.

- Gómez Martínez, R. (2015). *Métodos Aplicados de Valoración y Adquisición de Empresas*. Delta Publicaciones.
- Historia. (2020). Recuperado 27 de octubre de 2020, de La Compañía de <https://www.grifols.com/es/history>
- Labatut, S. (2005, junio). *El valor de las empresas: Métodos de valoración tradicionales y comparativos (múltiplos)*. Departamento de Contabilidad. Universidad de Valencia.
- La industria farmacéutica, un «Fórmula 1» para la economía y el empleo*. (2018, 20 julio). FarmaIndustria. <https://www.farmaindustria.es/web/reportaje/la-industria-farmacautica-un-formula-1-para-la-economia-y-el-empleo/>
- López, J. F. (2018, 27 mayo). *Métodos de valoración de empresas*. Economipedia. <https://economipedia.com/definiciones/metodos-de-valoracion-de-empresas.html>
- M. (2016, 26 junio). *El proceso de toma decisiones: top-down y bottom-up*. Megabolsa.com. <https://www.megabolsa.com/2015/08/30/el-proceso-de-toma-decisiones-top-down-y-bottom-up/>
- Marín, O. (2020). *Capítulo 3: Análisis Financiero*. Apuntes de Análisis de Valores. Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Departamento de Gestión Financiera, Universidad Pontificia Comillas, ICADE.
- Martín Barnés, N. (2020, marzo). *Información privilegiada*. <https://www.grifols.com/documents/51507592/1023139312/inside-information-20200325-covid-19-es.pdf/834c14e6-34c0-4afb-b117-c3098b3d77be>
- Martín Barnés, N. (2020, marzo). *Información privilegiada*. <https://www.grifols.com/documents/51507592/1023139312/hr-20200327-es.pdf/4cbcd839-8cee-45a9-b93a-e495d7622689>

- Martín Barnés, N. (2020, junio). *Información privilegiada*. <https://www.grifols.com/documents/51507592/1023801829/np-20200608-es.pdf/571fed02-0982-4f7b-a928-5b86e9704d6d>
- Medinilla, M. (2021, marzo 26). *El PIB se contrajo un 10,8% en 2020, la mayor caída registrada desde la Guerra Civil*. [elEconomista.es. https://www.economista.es/economia/noticias/11126451/03/21/El-PIB-registro-un-descenso-historico-del-108-en-2020-y-mejora-en-dos-decimas-la-prevision-.html](https://www.economista.es/economia/noticias/11126451/03/21/El-PIB-registro-un-descenso-historico-del-108-en-2020-y-mejora-en-dos-decimas-la-prevision-.html)
- Mikulic, M. (2020, 5 noviembre). *Global pharmaceutical industry - statistics & facts*. Statista. <https://www.statista.com/topics/1764/global-pharmaceutical-industry/>
- Mikulic, M. (2020, 18 junio). *Top pharmaceutical products by sales worldwide 2019*. Statista. <https://www.statista.com/statistics/258022/top-10-pharmaceutical-products-by-global-sales-2011/>
- Parra, A. (2013, agosto). *Valoración de empresas: Métodos de valoración*. Contexto, Vol. (2), 87-100. Recuperado de: <file:///C:/Users/X411/Downloads/44-678-1-PB.pdf>
- Quiroa, M. (2020, 9 diciembre). *Industria farmacéutica*. Economipedia. <https://economipedia.com/definiciones/industria-farmacautica.html>
- Renta fija y ratings. (2020). Recuperado 27 de octubre de 2020, de Información financiera de <https://www.grifols.com/es/fixed-income-and-credit-ratings>
- Rich, G. (2015). Grifols en Estados Unidos. *Revista Tribuna Norteamericana*, (17), 5-9.
- Río, R. G. (2020, 29 junio). *La industria farmacéutica sigue liderando la I+D española: invierte uno de cada cinco euros que dedica toda la industria*. FarmaIndustria. <https://www.farmaindustria.es/web/prensa/notas-de-prensa/2020/06/29/la-industria-farmacautica-sigue-liderando-la-id-espanola-invierte-uno-de-cada-cinco-euros-que-dedica-toda-la-industria/>

- Rivela, A. (2013, 6 septiembre). *Valoración de empresas: método de descuento de flujos de caja*. Finance Weblog.
<https://finance.blogs.ie.edu/archives/2013/09/valoracion-de-empresas-metodo-de-descuento-de-flujos-de-caja.php>
- Roa, M. M. (2020, 2 diciembre). *El impacto de la pandemia en la economía mundial*. Statista Infografías. <https://es.statista.com/grafico/23672/variacion-interanual-del-pib-real-en-paises-seleccionados-en-2020/>
- Sección prensa / Contabilidad Nacional (PIB)*. (2021). Instituto Nacional de Estadística. Recuperado de: https://www.ine.es/prensa/pib_prensa.htm
- Toro, J. (2021, 29 enero). *PIB 2020 de la economía mundial reporta números rojos y proyecciones muy limitadas*. La República. Recuperado de: <https://www.larepublica.co/globoeconomia/pib-2020-de-economias-del-mundo-reportan-numeros-en-rojo-y-proyecciones-limitadas-3117943>
- Trindade, D. (2020). Grifols compensa el impacto del Covid-19 y gana 486 millones, un 14,7% más. Recuperado de: <https://www.expansion.com/catalunya/2020/11/05/5fa3b223e5fdeae568b45b8.html>
- Werner, S. (2021, 11 enero). Rating Methodology: *Pharmaceuticals*. Scope. Recuperado de: <https://www.scoperatings.com/ScopeRatingsApi/api/>

7 ANEXOS

BALANCE CONSOLIDADO DE GRIFOLS, S.A.

ACTIVO (€ Miles)	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018
Fondo de comercio	5.332.271,00 €	5.507.063,00 €	5.209.230,00 €
Otros activos intangibles	1.557.650,00 €	1.433.534,00 €	1.385.537,00 €
Derechos de uso	678.696,00 €	703.858,00 €	- €
Inmovilizado material	2.324.107,00 €	2.159.545,00 €	1.951.983,00 €
Inversiones contabilizadas por el método de la participación	1.869.020,00 €	114.473,00 €	226.905,00 €
Activos financieros no corrientes			
Activos financieros valorados a valor razonable	3.008,00 €	7,00 €	7,00 €
Activos financieros a coste amortizado	195.149,00 €	138.923,00 €	107.594,00 €
Total activos financieros no corrientes	198.157,00 €	138.930,00 €	107.601,00 €
Activos por impuestos diferidos	149.921,00 €	123.024,00 €	112.539,00 €
Total activos no corrientes	12.109.822,00 €	10.180.427,00 €	8.993.795,00 €

BALANCE CONSOLIDADO DE GRIFOLS, S.A.

ACTIVO (€ Miles)	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018
Existencias	2.002.281,00 €	2.342.590,00 €	1.949.360,00 €
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar			
Clientes por ventas y prestaciones de servicios	383.233,00 €	369.797,00 €	269.167,00 €
Otros deudores	72.360,00 €	82.509,00 €	92.418,00 €
Activos por impuesto corrientes	64.565,00 €	38.269,00 €	42.205,00 €
Total deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	520.158,00 €	490.575,00 €	403.790,00 €
Otros activos financieros corrientes			
Activos financieros valorados a valor razonable	- €	1.716.738,00 €	19.934,00 €
Activos financieros a coste amortizado	11.118,00 €	12.188,00 €	34.031,00 €
Total activos financieros corrientes	11.118,00 €	1.728.926,00 €	53.965,00 €
Otros activos corrientes	51.750,00 €	58.111,00 €	42.344,00 €
Efectivo y otros medios líquidos equivalentes	579.647,00 €	741.982,00 €	1.033.792,00 €
Total activos corrientes	3.164.954,00 €	5.362.184,00 €	3.483.251,00 €
TOTAL ACTIVO	15.274.776,00 €	15.542.611,00 €	12.477.046,00 €

BALANCE CONSOLIDADO DE GRIFOLS, S.A.

PATRIMONIO NETO (€ Miles)	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018
Capital suscrito	119.604,00 €	119.604,00 €	119.604,00 €
Prima de emisión	910.728,00 €	910.728,00 €	910.728,00 €
Reservas	3.776.932,00 €	3.009.599,00 €	2.441.931,00 €
Acciones Propias	- 43.734,00 €	- 49.584,00 €	- 55.441,00 €
Dividendo a cuenta	- €	- 136.828,00 €	- 136.747,00 €
Resultado del ejercicio atribuido a la sociedad dominante	618.546,00 €	625.146,00 €	596.642,00 €
Total Fondos propios	5.382.076,00 €	4.478.665,00 €	3.876.717,00 €
Otro resultado global	- 1.155,00 €	- 903,00 €	- 554,00 €
Diferencias de conversión	- 272.529,00 €	344.357,00 €	349.391,00 €
Otro resultado global	- 273.684,00 €	343.454,00 €	348.837,00 €
Patrimonio atribuido a la sociedad dominante	5.108.392,00 €	4.822.119,00 €	4.225.554,00 €
Participaciones no dominantes	1.611.663,00 €	2.023.649,00 €	471.050,00 €
Total Patrimonio Neto	6.720.055,00 €	6.845.768,00 €	4.696.604,00 €

BALANCE CONSOLIDADO DE GRIFOLS, S.A.

PASIVO (€ Miles)	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018
Subvenciones	17.008,00 €	11.377,00 €	11.845,00 €
Provisiones	27.271,00 €	8.030,00 €	6.114,00 €
Pasivos financieros no corrientes	6.602.100,00 €	6.846.068,00 €	6.099.463,00 €
Otros pasivos no corrientes	16.391,00 €	983,00 €	1.301,00 €
Pasivos por impuestos diferidos	556.813,00 €	463.827,00 €	404.398,00 €
Total pasivos no corrientes	7.219.583,00 €	7.330.285,00 €	6.523.121,00 €
Provisiones	11.175,00 €	53.109,00 €	80.055,00 €
Pasivos financieros corrientes	424.612,00 €	361.312,00 €	277.382,00 €
Deudas con empresas asociadas a corto plazo	- €	1.258,00 €	7.079,00 €
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar			
Proveedores	601.618,00 €	581.882,00 €	561.883,00 €
Otros acreedores	141.089,00 €	165.632,00 €	159.816,00 €
Pasivos por impuesto corriente	3.482,00 €	5.966,00 €	1.917,00 €
Total acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	746.189,00 €	753.480,00 €	723.616,00 €
Otros pasivos corrientes	153.162,00 €	197.399,00 €	169.189,00 €
Total pasivos corrientes	1.335.138,00 €	1.366.558,00 €	1.257.321,00 €
TOTAL PASIVO	8.554.721,00 €	8.696.843,00 €	7.780.442,00 €
TOTAL PN Y PASIVO	15.274.776,00 €	15.542.611,00 €	12.477.046,00 €

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS DE GRIFOLS, S.A.

	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018
Importe neto de la cifra de negocios	5.340.038,00 €	5.098.691,00 €	4.486.724,00 €
Coste de la venta	- 3.084.873,00 €	- 2.757.459,00 €	- 2.437.164,00 €
Beneficio Bruto	2.255.165,00 €	2.341.232,00 €	2.049.560,00 €
Investigación y Desarrollo	- 294.216,00 €	- 276.018,00 €	- 240.661,00 €
Gastos de distribución, generales y administrativos	- 985.616,00 €	- 942.821,00 €	- 814.775,00 €
Gastos Operacionales	- 1.279.832,00 €	- 1.218.839,00 €	- 1.055.436,00 €
Resultado de entidades valoradas por el método de la participación con actividad similar a la del Grupo	20.799,00 €	8.972,00 €	- €
Resultado de Explotación	996.132,00 €	1.131.365,00 €	994.124,00 €
Ingresos financieros	8.021,00 €	114.197,00 €	13.995,00 €
Gastos financieros	- 249.639,00 €	- 342.965,00 €	- 293.273,00 €
Variación de valor razonable en instrumentos financieros	55.703,00 €	1.326,00 €	- €
Deterioro de activos financieros a coste amortizado	- €	- 37.666,00 €	30.280,00 €
Diferencias de cambio	8.246,00 €	- 9.616,00 €	- 8.246,00 €
Resultado financiero	- 177.669,00 €	- 274.724,00 €	- 257.244,00 €
Resultado de entidades valoradas por el método de la participación	60.166,00 €	- 39.538,00 €	- 11.038,00 €
Resultado antes de impuestos de las actividades continuadas	878.629,00 €	817.103,00 €	725.842,00 €
Gasto por impuesto sobre las ganancias	- 169.639,00 €	- 168.459,00 €	- 131.436,00 €
Resultado después de impuestos de las actividades continuadas	708.990,00 €	648.644,00 €	594.406,00 €
Resultado consolidado del ejercicio	708.990,00 €	648.644,00 €	594.406,00 €
Resultado atribuible a la sociedad dominante	618.546,00 €	625.146,00 €	596.642,00 €
Resultado atribuible a participaciones no dominantes	90.444,00 €	23.498,00 €	- 2.236,00 €

Otros elementos necesarios para las proyecciones (€ Miles)

	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018
Amortización	321.533,00 €	302.455,00 €	228.609,00 €
CAPEX	362.560,00 €	412.305,00 €	307.722,00 €
Inventario	2.002.281,00 €	2.342.590,00 €	1.949.360,00 €
Clientes	383.233,00 €	369.797,00 €	269.167,00 €
Proveedores	601.618,00 €	581.882,00 €	561.883,00 €