



**Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales**

# **Valoración de la deuda financiera de Grifols S.A.**

**Autor: Pablo Martínez Galindo**

**Director: Lourdes Fernández Rodríguez**

**Madrid | Marzo de 2024**

## **Resumen**

Este trabajo de fin de grado (TFG) está centrado en la creación y explicación de un modelo de valoración de deuda corporativa para la empresa Grifols S.A. en base a la información extraída de las cuentas anuales comprendidas entre 2018 y 2022. Se analizará la capacidad de repago de deuda de la empresa, así como diferentes métricas relacionadas con esta para evaluar, en base a resultados y métricas pasadas, estimaciones futuras. El modelo desarrollado estudia también varios ratios relacionando diferentes elementos de las cuentas de la compañía para conocer la viabilidad y rentabilidad de esta en base a estándares utilizados por diferentes economistas. A través de todo ello, se observan conclusiones a partir de la información cuantitativa analizada a lo largo del tiempo. A partir de los resultados obtenidos del análisis realizado, se aportan soluciones de valor añadido para la empresa, medidas de sencilla y compleja implantación a nivel operativo, propuestas en base a conocimientos previos y guías que posteriormente se mencionan, para fomentar el desarrollo de esta y solucionar posibles problemas económico-financieros que pueda tener en el medio y largo plazo. Se proponen cambios que Grifols puede llevar a cabo en diferentes niveles y ámbitos empresariales a través de medidas de diversa naturaleza. El propósito es que dichas acciones se implanten de manera progresiva, para que puedan afectar gradual y positivamente al grupo global.

**Palabras clave:** emisiones de deuda, deuda financiera, bonos corporativos, línea de crédito, intereses, ratios financieros, Grifols.

## **Abstract**

This Final Degree Project is focused on the creation and explanation of a corporate debt valuation model for Grifols based on the information extracted from the annual accounts between 2018 and 2022. The company's debt repayment capacity will be analysed, as well as different metrics related to this in order to evaluate, future estimates based on past results and metrics. The developed model also studies several ratios relating different elements of the company's accounts to know the viability and profitability of the company based on standards used by different economists. Through all this, conclusions are drawn from the quantitative information analysed over time. On the basis of the results obtained from the analysis carried out, value-added solutions are provided for the company, measures which are both simple and complex to implement at an operational level, proposed on the basis of previous knowledge and guidelines which are mentioned below, in order to promote the company's development and solve possible economic and financial problems which it may have in the medium and long term. Changes are proposed

which Grifols can carry out at different levels and in different business areas through a variety of measures. The aim is for these actions to be implemented progressively, so that they can gradually and positively affect the group as a whole.

**Key words:** debt issues, financial debt, corporate bonds, credit facility, interest, financial ratios, Grifols.

1.	Introducción	1
1.1.	Resumen de la empresa	1
1.2.	Objetivo y estructura global del trabajo	2
2.	Análisis financiero cualitativo y cuantitativo	4
2.1.	Resumen del pasivo financiero de la empresa	4
2.1.1.	Bonos corporativos senior	6
2.1.2.	Deudas con entidades de crédito	7
2.1.3.	Otros pasivos financieros	9
2.1.4.	Derivados financieros y pasivos por arrendamientos	10
2.1.5.	Costes de transacción de préstamos	10
2.2.	Elaboración y explicación de un modelo de deuda con los informes financieros de la empresa	11
2.2.1.	Creación y explicación de una cuenta de pérdidas y ganancias simplificada	12
2.2.2.	Creación y explicación del flujo de caja, y creación de un flujo de caja alternativo destinado al repago de la deuda empresarial	16
2.2.3.	Creación y explicación de un balance simplificado que incluya los elementos de deuda financiera a largo plazo de la empresa	20
2.2.4.	Creación y explicación de ratios para estudiar relaciones entre el balance de caja disponible y la deuda pendiente	25
3.	Deducciones en base al previo análisis	29
3.1.	Deducciones sobre la salud financiera actual y futura de Grifols	29
3.1.1.	Elementos de la cuenta de pérdidas y ganancias considerados de especial relevancia por su naturaleza y su evolución a lo largo del tiempo	29
3.1.2.	Elementos relevantes del estado de flujos de caja, considerados de alta importancia también por su naturaleza y su evolución durante el periodo estudiado	30
3.1.3.	Elementos del balance de deuda financiera y su evolución a lo largo del periodo estudiado	31
3.1.4.	Ratios financieros calculados y su evolución a lo largo del periodo estudiado	33
3.2.	Fortalezas financieras de Grifols	35
3.3.	Debilidades financieras de Grifols	37
4.	Conclusiones	39
5.	Recomendaciones	41
6.	Declaración de Uso de Herramienta de Inteligencia Artificial Generativa	44
7.	Referencias bibliográficas	45

## **1. Introducción**

### **1.1. Resumen de la empresa**

Grifols es una empresa multinacional española fundada en Barcelona en 1909, dedicada tanto a la producción como a la comercialización de productos del sector farmacéutico y hospitalario. Se caracteriza por ser un referente en el ámbito de los hemoderivados, y líder mundial en el suministro a hospitales.

Su negocio se divide en cuatro áreas:

- *Diagnostic* – área dedicada a la creación de productos de diagnóstico a lo largo de todo el proceso de atención médica.
- *Biopharma* – área dedicada a la producción de derivados del plasma para tratar todo tipo de enfermedades poco comunes.
- *Bio Supplies* – área dedicada al suministro de material biológico destinado a la investigación, ensayo y fabricación de productos.
- Productos y servicios para hospitales – área dedicada a la producción de productos y servicios especialmente diseñados teniendo como objeto principal la seguridad y la eficiencia.

Todas estas áreas abarcan el proceso de investigación, desarrollo, producción y comercialización de productos y material sanitario, siendo una de las pocas empresas del sector que integran todas las etapas de la cadena de valor.

La compañía, cuenta con una plantilla de más de 24.000 personas, está presente en más de treinta países, y distribuye sus productos y servicios en más de 110 mercados ubicados en Europa (localización clave y lugar de su sede principal, Barcelona), América del norte (especialmente en Estados Unidos, donde la empresa tiene múltiples centros de producción e investigación), América latina (numerosos centros de producción), y Asia (importante área de investigación y comercialización).

Una de las secciones más importantes de la empresa, aplicada a las cuatro áreas mencionadas anteriormente, se centra en el ámbito de investigación, desarrollo e innovación (I+D+i), focalizada en investigar e innovar en el ámbito médico-tecnológico. La empresa muestra desde sus comienzos un férreo compromiso con esta actividad, ya que les ha permitido situarse a la cabeza de la industria desarrollando todo tipo de soluciones aplicadas a diferentes ámbitos en función de la evolución de las necesidades sanitarias de la sociedad a lo largo del tiempo.

La empresa centra sus esfuerzos de innovación en numerosas áreas, dentro de las que se encuentran la inmunología (centrada en el estudio de las inmunodeficiencias y las enfermedades autoinmunes), la hepatología y cuidados intensivos (centrada en el tratamiento de enfermedades hepáticas crónicas buscando soluciones basadas en el plasma), la neumología (centrada en el tratamiento de enfermedades pulmonares), la hematología (centrada en el estudio de trastornos sanguíneos), la neurología (centrada en el desarrollo de soluciones para el alzhéimer y las enfermedades neurodegenerativas) y las enfermedades infecciosas (centrada en el tratamiento de infecciones como la hepatitis B, el ébola o la rabia). A diferencia de otros laboratorios de prestigio internacional, Grifols está en constante búsqueda de tratamientos para todo tipo de enfermedades no comunes: amplía rigurosa y periódicamente sus conocimientos en diferentes áreas para desarrollar nuevos tratamientos y curar dichas enfermedades.

Uno de los negocios más importantes para la empresa catalana es el plasma: enfocan gran parte de su actividad en el estudio del propio plasma y en el desarrollo de terapias derivadas de este. Ahondan en la ciencia a través de una combinación óptima de la inteligencia artificial, el bioanálisis y las plataformas tecnológicas vanguardistas, profundizando en la ciencia del plasma, adquiriendo puntos de vista singulares a través de los cuales desarrollan tratamientos únicos y transformadores (web Grifols, 2023). Gracias al riguroso y constante estudio del plasma, la empresa ha podido destinar parte de su actividad de I+D+i al desarrollo de terapias derivadas del plasma, a través de la creación de productos no plasmáticos utilizando para ello todo tipo de sistemas automatizados y tecnologías incluidas en la sección de robótica de la empresa, Grifols robotics.

## **1.2. Objetivo y estructura global del trabajo**

El objetivo último del trabajo se basa en la utilización de un modelo de valoración de deuda financiera para estudiar dicha parte del pasivo de la empresa, obtener conclusiones que permitan conocer el potencial económico de esta, y aportar soluciones claras que hagan posible un mejor funcionamiento del grupo a futuro. La metodología o razonamiento utilizado es puramente inductivo, ya que se toman medidas en base a acontecimientos y resultados pasados hallados tras el análisis exploratorio realizado con la idea de observar tendencias y patrones de Grifols a lo largo del periodo revisado.

El trabajo tiene dos partes diferenciadas:

1. Estudio de los estados financieros (EE.FF.) de la empresa
2. Conclusiones extraídas de las cuentas anuales, fuentes externas y conocimientos personales aplicados

El estudio de estados financieros incluye un análisis detallado del pasivo financiero de la empresa en el año 2022, donde se explican exhaustivamente los diferentes elementos que lo componen, a nivel cualitativo y cuantitativo, comentando su evolución y razones, utilizando tablas creadas en base a la información de las cuentas anuales en las que se respalda el análisis realizado, una breve descripción del balance, la cuenta de pérdidas y ganancias, y el estado de flujos de caja de la empresa y su evolución a lo largo del periodo 2018-2022. De entre toda la información recogida, el pasivo financiero es el apartado más relevante de todos, ya que incluye todos los elementos de deuda con los que se financia la empresa; además, para la creación del modelo de valoración de deuda financiera, los elementos a tratar son los incluidos en este apartado. El capítulo también incluye la creación y análisis de un modelo de valoración de deuda financiera a nivel cualitativo y otro a nivel cuantitativo, respaldándose el uno en el otro con el objetivo de sacar conclusiones y poder hacer estimaciones a corto y medio plazo. Dicho modelo se encuentra en el anexo del trabajo. En este capítulo se analizan también la cuenta de pérdidas y ganancias, el estado de flujos de caja y el balance simplificados, creados en Excel en base a la información de las cuentas anuales de la empresa de los ejercicios 2018 a 2022 (ambos inclusive) y se hacen predicciones a partir de la información previa.

El último capítulo está compuesto por conclusiones obtenidas en base a todo el análisis previamente realizado en las tres secciones anteriores. Estas conclusiones son fruto de combinar la información extraída de las cuentas anuales de la empresa con datos extraídos de fuentes externas y conocimientos aplicados.

## **2. Análisis financiero cualitativo y cuantitativo**

### **2.1. Resumen del pasivo financiero de la empresa**

El primer elemento a tener en cuenta para realizar el análisis financiero cualitativo y cuantitativo es el pasivo financiero de la empresa. Es necesario tomar todos los elementos que lo componen y analizarlos minuciosamente por separado para observar su cuantía y composición y así poder crear el modelo de valoración de deuda financiera con éxito.

Los términos mencionados están expresados también en inglés, debido a que la gran mayoría de la industria trabaja expresándose en este idioma. Grifols utiliza en sus cuentas anuales muchos de estas palabras clave en inglés, y es por ello por lo que se tratarán en este idioma y utilizando siglas cuando sea posible. Aun así, se explicará su significado y siglas en español.

Para el análisis de los elementos financieros de la empresa se ha utilizado el informe financiero anual de Grifols 2022, el último auditado con información consolidada correspondiente al ejercicio completo de dicho año.

Los estados financieros de Grifols muestran que la empresa tiene en balance capital y deuda, permitiéndole así financiar sus activos corrientes y no corrientes. Este estudio se centra, como se ha mencionado previamente, en la deuda de la empresa, concretamente, en los pasivos financieros de esta.

Como se observa en la Tabla 1, Grifols, a diciembre de 2022, presenta un balance total de deuda financiera de 10.756.248 miles de euros (la propia empresa reporta sus datos financieros en miles de euros con objeto de simplificar cifras), aproximadamente 11 billones de euros divididos en 9.960.562 miles de euros de pasivos financieros no corrientes, y 795.686 miles de euros de pasivos financieros corrientes.



Tabla 1: Pasivos financieros de Grifols en 2021 y 2022

PASIVOS FINANCIEROS	Miles de euros	
	31/12/2022	31/12/2021
Obligaciones no corrientes	4.638.444	2.577.465
Deuda Senior Asegurada	3.419.058	3.296.025
Otros créditos	336.530	480.836
Otros pasivos financieros no corrientes	887.707	838.826
Derivados financieros no corrientes	4.003	--
Pasivos por arrendamientos no corrientes	914.588	825.157
Coste de transacción de préstamos	(239.768)	(249.359)
<b>Total pasivos financieros no corrientes</b>	<b>9.960.562</b>	<b>7.768.950</b>
Obligaciones corrientes	150.512	2.270.474
Deuda Senior Asegurada	8.904	--
Otros créditos	477.065	165.139
Otros pasivos financieros corrientes	113.680	43.234
Derivados financieros corrientes	733	875
Pasivos por arrendamientos corrientes	102.356	48.567
Costes de transacción de préstamos	(57.564)	(89.998)
<b>Total pasivos financieros corrientes</b>	<b>795.686</b>	<b>2.438.291</b>

Fuente: elaboración propia según las cuentas anuales de Grifols 2022

Tras un breve resumen de los elementos que la empresa presenta en el apartado de los pasivos financieros, se procede a explicar en detalle aquellos de mayor importancia, dependiendo esta de su cuantía y evolución a lo largo de los años. Los elementos más relevantes son: los bonos corporativos senior, las deudas con entidades de crédito, otros pasivos financieros, derivados financieros y pasivos por arrendamientos, y los costes de transacción de préstamos. Estos elementos de deuda se denominan de diferentes maneras en función de su naturaleza y características, y se pueden observar expresados, en líneas generales, como:

- Préstamos a plazo “A”: TLA o *term loans A*
- Préstamos a plazo “B”: TLB o *term loans B*
- Líneas de crédito: RCF o *revolving credit facilities*
- Préstamos del Banco Europeo de Inversiones: BEI o *BEI loans*
- Bonos asegurados o bonos corporativos (senior o junior) asegurados: SSN o *senior secured notes*
- Bonos no asegurados o bonos corporativos (senior o junior) no asegurados: SUN o *senior unsecured notes*

A continuación, se procede a explicar cada uno de los términos de manera detallada.

### 2.1.1. Bonos corporativos senior

En las cuentas anuales de 2022 de Grifols, se puede encontrar información detallada sobre los bonos corporativos senior. Este elemento hace referencia a las obligaciones no corrientes y corrientes, deuda emitida por Grifols a cambio de un cupón anual y la devolución del principal a fecha de vencimiento. Estos bonos corporativos suman un total de 4.788.965 miles de euros, y se dividen en obligaciones corrientes y no corrientes en función del plazo restante hasta el repago del principal, suponiendo un total aproximado de 151 millones de euros y 4,6 billones de euros respectivamente. A su vez, estos se dividen en asegurados y no asegurados.

Tabla 2: Bonos corporativos Grifols 2022

BONOS CORPORATIVOS	Fecha emisión	Miles de Euros		Cupón anual	Vencimiento
		Valor nominal	Moneda		
Bonos corporativos senior no asegurados	18/04/2017	1.000.000	Euros	3,2%	2025
	05/10/2021	1.400.000	Euros	3,875%	2028
	05/10/2021	705.000	Dólares EE.UU	4,75%	2028
Bonos corporativos senior asegurados	15/11/2019	770.000	Euros	2,25%	2027
	15/11/2019	905.000	Euros	1,625%	2025

Fuente: elaboración propia según las cuentas anuales de Grifols 2022

Como ya se ha mencionado y se puede observar en la Tabla 2, hay dos tipos de bonos corporativos senior, los no asegurados y los asegurados, en función de la garantía<sup>1</sup> que respalda a cada uno de ellos, de la prioridad de pago, y por tanto de su riesgo y retorno.

La descripción de los bonos corporativos senior incluye aspectos como la fecha de emisión (día en el que se emiten los bonos), la compañía (empresa emisora de los bonos, en este caso Grifols), el valor nominal (cantidad total prestada a Grifols, que tendrá que repagar a vencimiento), la moneda en la que se emiten los bonos, el cupón anual (porcentaje pagado a los tenedores/poseedores de bonos) y el vencimiento (año en el que Grifols, en este caso, tendrá que repagar el nominal de la emisión).

<sup>1</sup> Garantía: medios que aseguran el repago de un crédito otorgado. Dicho requerimiento no conlleva el requerimiento de un procedimiento judicial para el ejercicio del reembolso. Es un colateral, y no la base sobre la que se establece o fundamenta el crédito. (Mavila H, 2004).

Es necesario destacar que los bonos corporativos senior no asegurados ofrecen un cupón o rentabilidad mayor que el de los bonos corporativos senior asegurados, ya que los primeros, por el hecho de no estar asegurados, implican un mayor riesgo para el inversor.

También se debe destacar que cuanto más lejana sea la fecha de vencimiento, mayor será el tipo de interés, ya que cuanto más se tarde en repagar, mayor será el riesgo.

En varios casos se puede observar, comparando el modelo adjunto en el anexo con la Tabla 2, cómo el valor nominal de los bonos corporativos senior no coincide con el saldo vivo final a 31 de diciembre de 2022, que aparece en el apartado de pasivos financieros en el balance global de la empresa, debido a las sucesivas emisiones, cancelaciones y diferencias de cambio que han experimentado estos desde su emisión, disminuyendo y aumentando la cantidad neta a pagar por la empresa emisora a vencimiento, como en el caso de los bonos corporativos senior no asegurados emitidos en dólares el 5 de mayo de 2021, cuyo valor nominal en la Tabla 2 es de 705.000 miles de euros, mientras que su saldo vivo en el modelo a final de 2021 es de 622.462 miles de euros.

#### **2.1.2. Deudas con entidades de crédito**

En las cuentas anuales de 2022 de Grifols, se puede encontrar información detallada sobre las deudas con entidades de crédito. Este elemento hace referencia a la deuda senior asegurada y a otros créditos, corrientes y no corrientes. Esta deuda suma un total de 5.627.618 miles de euros y se dividen en corrientes y no corrientes en función del plazo restante hasta el repago del principal, suponiendo un total aproximado de 481 millones de euros y 5.146 millones de euros respectivamente.

Tabla 3: Deudas con entidades de crédito Grifols 2022

DEUDAS CON ENTIDADES DE CRÉDITO	Moneda	Tipo de interés:	Fecha concesión	Fecha vencimiento	Importe concedido 2022	Importe en libros 2022
<b>Deuda con entidades de crédito no corrientes</b>						
Deuda senior tramo B euros	Euros	E+2,25%	15/11/2019	15/11/2027	1.360.000	1.255.285
Deuda senior tramo B dólar	Dólares EE.UU	L+2,00%	15/11/2019	15/11/2027	2.343.896	2.163.773
BEI Loan 2015	Euros	0,024	20/11/2015	20/11/2025	100.000	21.250
BEI Loan 2017	Euros	0,0202	22/12/2017	22/12/2027	85.000	42.500
BEI Loan 2018	Euros	0,0215	25/09/2018	25/09/2028	85.000	53.125
Revolving Credit	Dólares EE.UU	L+1,5%	15/11/2019	15/11/2025	937.559	0
Otros créditos no corrientes	Euros	1,76%-E+6,70%			235.000	219.655
Costes de transacción de préstamos					-	-163.476
<b>Total no corrientes</b>					<b>5.146.455</b>	<b>3.592.112</b>
<b>Deudas con entidades de crédito corrientes</b>						
Deuda senior tramo B euros	Euros	E+2,25%	15/11/2019	15/11/2027	(*)	3.269
Deuda senior tramo B dólar	Dólares EE.UU	L+2%	15/11/2019	15/11/2027	(*)	5.635
BEI Loan 2015	Euros	2,40%	20/11/2015	20/11/2025	(*)	10.625
BEI Loan 2017	Euros	2,02%	22/12/2017	22/12/2027	(*)	21.250
Otros créditos corrientes	-	0,10%-3,75%	-	-	481.163	445.190
Costes de transacción de préstamos	-	-	-	-	-	-36.559
<b>Total corrientes</b>					<b>481.163</b>	<b>449.410</b>
<b>Deudas con entidades de crédito no corrientes</b>					<b>5.627.618</b>	<b>4.041.522</b>

Fuente: elaboración propia según las cuentas anuales de Grifols 2022

Como se puede observar en la Tabla 3, hay cuatro tipos de deuda con entidades de crédito en el caso de la deuda no corriente, y tres en el caso de la corriente, ordenada en función de su *seniority*<sup>2</sup>, es decir, dependiendo de la preferencia de repago que tienen unos frente a otros, teniendo menos riesgo los situados en la parte superior de la Tabla. Estos son:

- Deuda senior: préstamo dividido en tramos y dependiente de un índice de referencia (euríbor o líbor).
- *BEI Loan*: préstamos concedidos por el Banco Europeo de Inversión.
- *Revolving credit*<sup>3</sup>: línea de crédito dependiente de un índice de referencia (euríbor o líbor).
- Otros créditos: con un tipo de interés fijo.

Se incluyen también los costes de transacción de préstamos.

- Euríbor (E): hace referencia al *European InterBank Offered Rate*. Es el tipo de interés exigido entre los bancos de la zona euro por prestarse dinero entre sí, también denominado tipo europeo de oferta interbancaria (Morales, 2022).

<sup>2</sup> *Seniority*: categoría de la deuda que indica la posición en la cadena de repago.

<sup>3</sup> *Revolving credit*: línea de crédito de la que dispone la empresa durante un tiempo determinado.

- **Líbor (L):** hace referencia al *London InterBank Offered Rate*. Constituye el tipo de referencia diario de los tipos de interés a los que los bancos centrales se prestan dinero entre sí. Aunque tiene su sede en Londres, se considera el tipo de interés más significativo a nivel mundial porque es la principal referencia para los tipos de interés a corto plazo en todo el mundo. Sirve de referencia para muchos instrumentos, entre ellos los más significativos y líquidos del mundo (González Cruz, 2014).

La descripción de la deuda con entidades de crédito incluye aspectos como la moneda (en la que se emite la deuda), el tipo de interés (que el emisor debe pagar al tenedor de la deuda, puede ser simple o estar ligado a un tipo de referencia como el euríbor o el líbor), la fecha de concesión (día en el que se prestó el dinero), la fecha de vencimiento (día en el que se ha de repagar el principal de la deuda), el importe concedido, y el importe en libros.

Se observa también cómo el importe en libros no coincide con el importe concedido, debido también a los sucesivos repagos y correcciones de la deuda, disminuyendo la cantidad neta a pagar por la empresa emisora a vencimiento.

### 2.1.3. Otros pasivos financieros

En las cuentas anuales de 2022 de Grifols, se puede encontrar información detallada sobre otros pasivos financieros. Este elemento hace referencia a otros pasivos financieros corrientes y no corrientes. Estos suman un total de 1.001.387 miles de euros, y se divide en deuda a corto y largo plazo en función del tiempo restante hasta el repago del principal, suponiendo un total aproximado de 114 millones de euros y 888 millones de euros respectivamente.

*Tabla 4: Otros pasivos financieros Grifols 2022*

<b>OTROS PASIVOS FINANCIEROS</b>	<b>Importe total 2022</b>
Deuda no corriente con GIC	833664
Créditos privilegiados no corrientes	4943
Otros pasivos financieros no corrientes	49100
<b>Total no corriente</b>	<b>887707</b>
Deuda corriente con GIC	86284
Créditos privilegiados corrientes	1633
Adquisiciones pendientes de pago	0
Otros pasivos financieros corrientes	25763
<b>Total corriente</b>	<b>113680</b>
<b>Total otros pasivos financieros</b>	<b>1001387</b>

*Fuente: elaboración propia según las cuentas anuales de Grifols 2022*

En la Tabla 4 se pueden observar cuatro elementos de deuda corriente y no corriente:

- Deuda con GIC (*Government of Singapur Investment Corporation*): deuda concedida por un fondo soberano de Singapur, condiciones de repago e intereses especiales (Grifols 2022).
- Créditos privilegiados: elementos de deuda con prioridad sobre otras obligaciones.
- Adquisiciones pendientes de pago: transacciones de compraventa aún no completadas.
- Otros pasivos financieros: pasivos financieros de otra naturaleza diferente a la de los anteriores.

#### **2.1.4. Derivados financieros y pasivos por arrendamientos**

En las cuentas anuales de 2022 de Grifols, se puede encontrar información detallada sobre los derivados financieros y otros pasivos por arrendamientos. Estos instrumentos de deuda de la empresa suman un total de 1.021.689 miles de euros, y se dividen en corrientes y no corrientes en función del plazo restante hasta el repago del principal, suponiendo un total aproximado de 103 millones de euros y 919 millones de euros respectivamente.

Los derivados financieros son instrumentos cuyo valor depende de un activo subyacente previamente establecido. En este caso, su valor supone un total aproximado de 5 millones de euros.

En las cuentas anuales se pueden observar movimientos regulares en el saldo de derivados financieros, debido a los frecuentes reembolsos, aumentos de financiación, devengos de intereses<sup>4</sup>, combinaciones de negocio, diferencias de conversión y otros movimientos varios.

Los pasivos por arrendamientos son obligaciones que surgen de contratos de alquiler o arrendamiento de activos. En este caso, su valor supone un total aproximado de 1 billón de euros.

#### **2.1.5. Costes de transacción de préstamos**

Este elemento hace referencia a los costes asociados con la emisión de un préstamo o financiación. Estos costes aparecen en negativo debido a que la empresa los está amortizando durante la vida del préstamo, y hacen que el valor del préstamo “parezca” menor por el hecho de incluir los gastos.

---

<sup>4</sup> *Devengos de intereses como consecuencia del retraso en un pago, que se convierte en un nuevo pasivo financiero.*

## **2.2. Elaboración y explicación de un modelo de deuda con los informes financieros de la empresa**

Gracias a la información financiera extraída de las cuentas anuales de Grifols de los años 2019, 2020, 2021 y 2022, se ha podido llevar a cabo un análisis cuantitativo de la deuda financiera de la empresa y su capacidad de repago en el corto y medio plazo.

En primer lugar, se ha replicado la información relativa a los pasivos financieros creando tablas visuales explicativas (Tablas 1, 2, 3 y 4 mostradas en páginas anteriores). En el pasivo financiero a largo plazo se pueden observar los bonos corporativos senior asegurados y no asegurados, clasificados en función de su saldo vivo en 2022, su fecha de emisión, la compañía emisora, el valor nominal del bono, la moneda en que se ha emitido, el cupón anual, y el vencimiento; la deuda con entidades de crédito, clasificada en función de su saldo vivo en 2022 y 2021, la moneda en que fue emitida, el tipo de interés, la fecha de concesión, el importe concedido y el importe en libros; los otros pasivos financieros, dentro de los que encontramos la deuda no corriente con GIC (fondo soberano de Singapur), los créditos privilegiados no corrientes, y el resto de pasivos financieros no concretamente clasificados; los derivados financieros y pasivos por arrendamientos, dentro de los que vemos derivados financieros no corrientes y pasivos por arrendamientos no corrientes; y los costes de transacción, que hacen referencia al coste de emisión de préstamos para la empresa, y que reducen la cantidad de dinero neta de la que dispone la compañía, por ello aparece la cifra en negativo.

Por otro lado, en el pasivo financiero a corto plazo se observan los mismos elementos, con el mismo método de clasificación, diferenciados de los anteriores por su vencimiento, en este caso inferior a un año. El único elemento novedoso observado en el pasivo financiero a corto plazo no presente en el largo plazo son las adquisiciones pendientes de pago, incluidas en el apartado de “otros pasivos financieros a corto plazo” (Grifols, 2022).

Agrupando todos los elementos de deuda anteriores, se puede ver que el balance de pasivo financiero que Grifols tiene a 31 de diciembre es de aproximadamente 7.769 millones de euros a largo plazo y 2.438 millones de euros a corto plazo en 2021, y 9.961 millones de euros a largo plazo y 796 millones de euros a corto plazo en 2022.

Tras ver de manera clara todos los elementos de deuda financiera que posee la empresa en balance, habiendo analizado en Excel únicamente los de 2021 y 2022 como años de referencia, se ha realizado el modelo de valoración de deuda (consultar en el anexo), con el fin último de analizar la capacidad de repago de deuda financiera histórica de la empresa, y estimar la capacidad futura. Para ello se ha creado un modelo, adjunto en el anexo del trabajo, compuesto por cuatro apartados:

- Cuenta de pérdidas y ganancias simplificada (*income statement* en inglés)
- Estado de flujos de caja (*cash flow statement* en inglés)
- Balance (*balance sheet* en inglés)
- Ratios financieros (*financial ratios* en inglés)

### 2.2.1. Creación y explicación de una cuenta de pérdidas y ganancias simplificada

La cuenta de pérdidas y ganancias registra el resultado del ejercicio, según el Instituto de Contabilidad y Auditoría de cuentas. Está compuesto por los ingresos y los gastos del ejercicio (Iberley Información Legal, S.L., s.f.).

Según Schmidt (2023), la cuenta de pérdidas y ganancias está compuesta por numerosos elementos entre los que se encuentran:

- Ingresos totales (*total revenue* en inglés)
- Coste de los bienes vendidos (*COGS o Cost Of Goods Sold* en inglés)
- Beneficio bruto (*gross profit* en inglés)
- Gastos de venta, generales y administrativos (*SG&A o Selling, General & Administrative Expenses* en inglés)
- Beneficio antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización (*EBITDA o Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization* en inglés)
- Beneficio antes de intereses e impuestos (*EBIT o Earnings Before Interests and Taxes* en inglés)
- Intereses de la deuda
- Impuestos
- Beneficio neto (*net income* en inglés)

El modelo de valoración de deuda financiera incluye la información relativa a los elementos de la cuenta de pérdidas y ganancias mencionados anteriormente desde el año 2018 hasta 2022, último año con información financiera completa disponible, toda ella extraída de las cuentas anuales de Grifols. Además, se han hecho previsiones para los años 2023, 2024, 2025 y 2026, estimaciones basadas en la información de los años anteriores y métodos de proyección utilizados en diferentes guías que se irán mencionando progresivamente.

También se han incluido las siguientes métricas de crecimiento y relación:



- “% *Growth*”, que indica el crecimiento de una métrica con respecto al año anterior, y se obtiene calculando una tasa de crecimiento simple:

$$\text{Variable } X_n / \text{Variable } X_{n-1} - 1$$

- “% *Margin*”, que indica el porcentaje que representa un elemento con respecto a otro, en este caso, cualquier elemento respecto a los ingresos totales. Se obtiene estableciendo una relación de tanto por ciento entre el elemento concreto y *total revenues*:

$$\text{Variable } X_n / \text{ingresos totales}_n \%$$

Para realizar las estimaciones de los años 2023 a 2026 en el modelo se utiliza una técnica basada en el cálculo de una media aritmética de la información comprendida entre los años 2018 y 2022. En base al número obtenido, se realizarán proyecciones, posiblemente sujetas a valoraciones personales que se explicarán, en caso de que se den, de manera detallada más adelante en cada elemento.

Los componentes de la cuenta de pérdidas y ganancias del modelo son:

- Ingresos totales, referenciando los ingresos generados derivados de la actividad principal de la empresa. Se puede ver como, por lo general, la cifra ha aumentado desde el año 2018 - con alrededor de 4,5 billones de euros - hasta el año 2022 - con alrededor de 6,1 billones de euros - experimentando un crecimiento medio del 8,4%. En todos los años se observan aumentos, excepto en 2021, año de declive para Grifols debido al fuerte impacto del COVID-19, que una disminución en los volúmenes de plasma, y, en consecuencia, la caída de una de las principales fuentes de ingresos (Bolsamanía, 2022).
- Para la estimación futura, se ha utilizado la media aritmética en 2023, pero incluyendo una pequeña reducción progresiva en los años siguientes, ya que, para proyectar los ingresos totales de una empresa, se debe no sólo utilizar la media y estimar en base a esa cifra, sino ir reduciendo el porcentaje de crecimiento en el medio y largo plazo paulatinamente para asegurar el realismo de la proyección (Breaking Into Wall Street, 2023). Gracias a estas estimaciones, Grifols llegaría a alcanzar los 8 billones de euros de ingresos totales en el año 2026.
- Coste de los bienes vendidos (COGS), referenciando el coste directo de las ventas, es decir, los costes asociados con la venta de los diferentes productos y servicios principales de Grifols. En el modelo, se puede ver cómo la cifra aumenta desde 2018, con 2,4 billones de euros, hasta 2022, con 3,8 billones de euros (algo normal, ya que el crecimiento del negocio y de las ventas ha de ir acompañado con un cierto aumento de los costes). El incremento

medio de los COGS ha sido del 12,6%, con fluctuaciones a lo largo de los años, especialmente en 2021, en el que se observa un descenso relativamente acentuado generado por la caída en el volumen de negocio mencionada en el apartado anterior. El aumento del negocio, de los ingresos totales de la empresa, va acompañado de un incremento de los COGS, y viceversa, que se puede ver en los años 2019, 2021, y 2022. Para la estimación futura, se ha utilizado la media aritmética reducida en un 2,6% (260 puntos básicos), disminuyendo 100 puntos básicos de 2023 a 2024, y 200 puntos básicos de 2024 a 2025 y de 2025 a 2026. La reducción de la media para el año 2023, se debe a que en 2022 los COGS experimentaron un crecimiento anómalo no representativo, y para no distorsionar el modelo, se ha estimado una subida conservadora de los COGS del 10% en ese año. La reducción progresiva para los años 2024, 2025 y 2026 se debe a que, a medida que la empresa crezca y se generen más economías de escala, los costes aumentarán cada vez más lentamente (Breaking Into Wall Street, 2023).

- Beneficio bruto, obtenido de la diferencia entre ingresos totales y COGS. En el modelo, se puede ver cómo esta cifra fluctúa de 2018 a 2022, pero a final de periodo se mantiene en un nivel similar al del comienzo. Gracias a las estimaciones, el beneficio bruto incrementa entre un 5% y un 8% durante el periodo 2023-2026, arrojando un resultado positivo y creciente. Para el beneficio bruto también se ha calculado el margen, que mide el porcentaje de ingresos totales que representa el beneficio bruto. En la Tabla 5 se puede ver cómo, durante el periodo 2018-2022 se reduce, y durante el periodo 2023-2026 se mantiene relativamente constante.
- Gastos de venta, generales y administrativos (SG&A), referenciando los costes indirectos relacionados con las ventas. Incluye los gastos relacionados de manera indirecta con la venta, los gastos generales, los gastos administrativos y otros gastos operativos (*OpEx u operating expenses* en inglés) entre otros. Para simplificar los cálculos, se ha incluido el “resultado de entidades valoradas por el método de la participación con actividad similar a la del Grupo” en la cifra total. Se ve cómo la cifra de SG&A ha aumentado en el periodo 2018-2022 pero de manera cada vez menos acentuada. Por esta última razón, y por la mencionada en el apartado de los COGS, se han estimado los SG&A del periodo 2023-2026 utilizando una media aritmética que va disminuyendo año tras año de forma progresiva, haciendo que el aumento de SG&A sea cada vez menor. Aunque no sea muy frecuente, se ha calculado el margen que suponen los SG&A en relación con los ingresos totales, para tener una imagen rápida del porcentaje de ingresos que suponen los gastos que no están directamente vinculados con la actividad principal de la empresa. Se mantiene constante durante los periodos real y el estimado.
- Beneficio antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización (EBITDA). El EBITDA es una de las métricas fundamentales utilizadas para medir la eficiencia operativa

de empresas, su capacidad de generar beneficios en base a su actividad fundamental. Esta métrica, junto con *total revenues*, es la más frecuentemente utilizada para el cálculo de ratios (Breaking Into Wall Street, 2023). Se puede observar también, igual que con el beneficio bruto, como el EBITDA fluctúa en el periodo 2018-2022, situándose en un nivel ligeramente superior en 2022. Gracias a las estimaciones realizadas, el EBITDA crece durante el periodo 2023-2026, cada año de manera más acentuada, haciendo que la cifra aumente más de un 40% de 2018 a 2026. Para el EBITDA también se ha calculado el margen, para ver el porcentaje de ingresos totales que representa. Se puede ver como el margen disminuye progresivamente en el periodo 2018-2022, pero se mantiene durante el periodo 2023-2026.

- Gasto de depreciación y amortización (D&A), referenciando el gasto de depreciación y amortización de los activos de la empresa. La depreciación es la pérdida gradual e inevitable de valor de un bien material debido a factores físicos o funcionales (Jiménez, 1970), mientras que la amortización es el proceso de registrar los gastos intangibles (organización, concesiones, patentes, explotación, etc.) durante un periodo determinado (Jiménez, 1970). El gasto en D&A sirve, entre otras cosas, para observar la evolución del gasto en activos fijos (*CapEx o Capital Expenditures* en inglés) de la empresa, que a su vez indica la inversión que esta realiza año tras año para mantener, expandir y/o crecer su negocio. Se puede apreciar cómo el gasto en D&A experimenta un incremento durante el periodo 2020-2022, tras un año 2019 con enorme crecimiento. Para proyectar el gasto en D&A se ha utilizado una media aritmética, tomando el 16% resultante del cálculo en el periodo 2018-2022.
- Beneficio antes de intereses e impuestos (EBIT), obtenido de la diferencia entre EBITDA y D&A, o en este caso, de la diferencia entre *gross profit* y SG&A, ya que la empresa contabiliza el gasto en D&A dentro de SG&A. El EBIT es una medida similar al EBITDA, sirve también para medir la eficiencia a nivel operativo de una empresa, pero teniendo en cuenta el gasto en D&A, es decir, añadiendo a la ecuación el gasto en activos fijos (CapEx), para estudiar cómo la empresa se ha comportado, cómo ha crecido a lo largo del tiempo, y el nivel de beneficios que ha obtenido teniendo en cuenta ese crecimiento. Las estimaciones realizadas han provocado que el EBIT en el periodo 2023-2026 vaya a crecer cada vez más.

No se han incluido el resto de los elementos de la cuenta de pérdidas y ganancias en la explicación ya que los componentes situados por debajo del beneficio antes de intereses e impuestos (EBIT) no son necesarios para la elaboración de este modelo de valoración de deuda financiera.

Como se puede apreciar en la Tabla 5, las estimaciones son relativamente conservadoras, en todas ellas se ha utilizado como base la media aritmética teniendo en cuenta posibles alteraciones que puedan mejorar el modelo y dar una imagen más fiel y real de las predicciones realizadas en este.

Tabla 5: Cuenta de pérdidas y ganancias

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS	2018	2019	2020	2021	2022	average	2023E	2024E	2025E	2026E
<b>Total Revenue</b>	<b>4,486,724</b>	<b>5,098,691</b>	<b>5,340,038</b>	<b>4,933,118</b>	<b>6,063,967</b>	<i>average</i>	<b>6,573,340</b>	<b>7,099,207</b>	<b>7,596,152</b>	<b>8,051,921</b>
% Growth	n.a.	13.6%	4.7%	-7.6%	22.9%	8.4%	8.4%	8.0%	7.0%	6.0%
<b>COGS</b>	<b>(2,437,164)</b>	<b>(2,757,459)</b>	<b>(3,084,873)</b>	<b>(2,970,522)</b>	<b>(3,832,437)</b>		<b>(4,215,681)</b>	<b>(4,595,092)</b>	<b>(4,916,748)</b>	<b>(5,162,586)</b>
% Growth	n.a.	13.1%	11.9%	-3.7%	29.0%	12.6%	10.0%	9.0%	7.0%	5.0%
<b>Gross Margin (Bfco. Bruto)</b>	<b>2,049,560</b>	<b>2,341,232</b>	<b>2,255,165</b>	<b>1,962,596</b>	<b>2,231,530</b>		<b>2,357,660</b>	<b>2,504,115</b>	<b>2,679,404</b>	<b>2,889,335</b>
% Margin	45.7%	45.9%	42.2%	39.8%	36.8%	7.1%	35.9%	35.3%	35.3%	35.9%
% Growth	n.a.	14.2%	-3.7%	-13.0%	13.7%		5.7%	6.2%	7.0%	7.8%
<b>SG&amp;A &amp; other expenses (OpEx)</b>	<b>(1,055,436)</b>	<b>(1,209,867)</b>	<b>(1,259,033)</b>	<b>(1,367,532)</b>	<b>(1,425,850)</b>		<b>(1,538,492)</b>	<b>(1,646,187)</b>	<b>(1,728,496)</b>	<b>(1,780,351)</b>
% Margin	23.5%	23.7%	23.6%	27.7%	23.5%		23.4%	23.2%	22.8%	22.1%
% Growth	n.a.	14.6%	4.1%	8.6%	4.3%	7.9%	7.9%	7.0%	5.0%	3.0%
<b>EBIT</b>	<b>994,124</b>	<b>1,131,365</b>	<b>996,132</b>	<b>595,064</b>	<b>805,680</b>		<b>819,167</b>	<b>857,929</b>	<b>950,908</b>	<b>1,108,984</b>
% Margin	22.2%	22.2%	18.7%	12.1%	13.3%		12.5%	12.1%	12.5%	13.8%
% Growth	n.a.	14%	-12%	-40%	35%		1.7%	4.7%	10.8%	16.6%
<b>D&amp;A</b>	<b>(228,609)</b>	<b>(302,455)</b>	<b>(321,533)</b>	<b>(359,767)</b>	<b>(407,864)</b>		<b>(473,122)</b>	<b>(548,822)</b>	<b>(636,633)</b>	<b>(738,495)</b>
% Growth	n.a.	32.3%	6.3%	11.9%	13.4%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%
<b>EBITDA (Rdo. Explotación)</b>	<b>1,222,733</b>	<b>1,433,820</b>	<b>1,317,665</b>	<b>954,831</b>	<b>1,213,544</b>		<b>1,292,290</b>	<b>1,406,751</b>	<b>1,587,541</b>	<b>1,847,479</b>
% Margin	27%	28%	25%	19%	20%		20%	20%	21%	23%
% Growth	n.a.	17.3%	-8.1%	-27.5%	27.1%		6.5%	8.9%	12.9%	16.4%
<b>Adjustments</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>		<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Adj. EBITDA</b>	<b>1,222,733</b>	<b>1,433,820</b>	<b>1,317,665</b>	<b>954,831</b>	<b>1,213,544</b>		<b>1,292,290</b>	<b>1,406,751</b>	<b>1,587,541</b>	<b>1,847,479</b>
% Margin	27.3%	28.1%	24.7%	19.4%	20.0%		19.7%	19.8%	20.9%	22.9%
% Growth	n.a.	17.3%	-8.1%	-27.5%	27.1%		6.5%	8.9%	12.9%	16.4%

Fuente: elaboración propia según las cuentas anuales de Grifols

### 2.2.2. Creación y explicación del flujo de caja, y creación de un flujo de caja alternativo destinado al repago de la deuda empresarial

El estado de flujos de caja (e efectivo) es uno de los principales estados financieros que muestra información concreta a cerca de los flujos de caja generados por una empresa a lo largo de un periodo de tiempo acotado. Sirve para mostrar la eficacia con la que una empresa gestiona sus posiciones de efectivo y similares. Se divide en tres apartados fundamentales, el flujo operativo, el de inversión, y el de financiación, siendo el agregado de estos el flujo neto (Cornejo Gómez, 2023).

Este estado financiero permite observar de manera clara y directa las salidas y entradas de caja o efectivo de la empresa. Según Breaking Into Wall Street (2023), el estado de flujos de caja se divide normalmente en tres apartados: el flujo de caja operativo (CFO o *cash flow from operations* en inglés), el flujo de caja de inversiones (CFI o *cash flow from investing* en inglés), y el flujo de

caja de financiación (CFF, *cash flow from financing* en inglés). En este caso, la elaboración del modelo consiste en la creación de un estado de flujos de caja diferente, utilizando una serie de elementos necesarios para llegar al flujo de caja disponible para la deuda (CFADS o *Cash Flow Available For Debt Service* en inglés).

El flujo de caja disponible para la deuda, según *Breaking Into Wall Street (2023)*, se obtiene partiendo del flujo de caja operativo, restando los gastos en activos fijos pertinentes y pagos de arrendamientos.

Para el cálculo del flujo de caja operativo se ha realizado la siguiente operación:

EBITDA + Variación en el fondo de maniobra neto – Impuestos sobre el beneficio antes de intereses e impuestos + otros elementos

- EBITDA (definido anteriormente)
- Variación en el fondo de maniobra neto: (*Change in NWC* o *Change in Net Working Capital* en inglés), se obtiene mediante la diferencia entre el activo y pasivo corrientes, esto es, la parte de activo corriente financiada a través del pasivo no corriente o capital de la empresa (Zamora, 2020). Esta variación puede ser positiva o negativa en función de la evolución de los elementos. Para estimar la variación en el NWC, se ha calculado la media del periodo 2018-2022 y se ha utilizado para 2023. Para el resto de los años, se ha ido disminuyendo la cifra para ser más conservador, multiplicando esa media por 0,8, por 0,7, y por 0,6, reduciendo su cuantía.
- Impuestos sobre el beneficio antes de intereses e impuestos: (*taxes on EBIT* o *taxes on Earnings Before Interest and Taxes* en inglés). Para obtener esta cifra, se ha multiplicado el beneficio antes de intereses e impuestos de cada año por 25%. Se ha utilizado una tasa impositiva del 25% ya que es una cifra base utilizada para el modelaje en la mayoría de las industrias.
- Otros elementos: (*other OCF items u other Operating Cash Flow Items* en inglés). Para proyectar estos elementos, se ha utilizado la media aritmética del periodo 2018-2022, estimando así la cifra para los años 2023, 2024, 2025 y 2026.

Se puede observar cómo el flujo de caja operativo se ha mantenido en un rango similar durante el periodo 2018-2021, pero ha caído en 2022 a causa de las circunstancias mencionadas anteriormente. Se puede observar una recuperación del flujo de caja operativo en el año 2023, y un crecimiento considerable desde ese año hasta 2026, alcanzando una cifra de un billón y medio a final del periodo de proyección.

Una vez alcanzado el flujo de caja operativo (OCF), se ha de calcular el flujo de caja disponible para la deuda. Este flujo de caja disponible para la deuda (CFADS), se obtiene de la siguiente manera:

Flujo de caja operativo – gasto de mantenimiento de activos fijos – gasto de crecimiento de  
activos fijos – pago de arrendamientos

- Flujo de caja operativo (definido anteriormente)
- Gasto de mantenimiento de activos fijos: (*Maintenance CapEx* en inglés), hace referencia al gasto al que tiene que hacer la empresa cada año para asegurar el correcto funcionamiento de los activos fijos que tiene en balance. Para estimar el gasto de mantenimiento de activos fijos, se ha tomado el margen del gasto de mantenimiento sobre ventas en el periodo 2018-2022, se ha calculado una media aritmética, y se ha proyectado ese porcentaje (restando un 0,4% para redondear) para todos los años del periodo 2023-2026; y multiplicando ese porcentaje por las ventas de cada año, se ha obtenido la cifra del gasto de mantenimiento de activos fijos.
- Gasto de crecimiento de activos fijos: (*Growth CapEx* en inglés), se refiere al gasto anual de la empresa para hacer crecer sus activos fijos. Al ser una cifra imposible de estimar de manera precisa, debido a que depende directamente de la trayectoria de la empresa y de las decisiones estratégicas, se ha indicado un gasto de 0 euros en todos los años para el periodo comprendido entre los años 2023-2026.
- Pago de arrendamientos: (*lease payments* en inglés), refiriéndose al pago que realiza la empresa cada año para arrendar activos con distintos fines. Al ser una cifra imposible de estimar con certeza, se ha indicado un gasto de 0 euros en todos los años para el periodo 2023-2026.

En la Tabla 6 se puede ver como el flujo de caja disponible para la deuda fluctúa en el periodo 2018-2021, y experimenta una caída pronunciada en 2022, de la que se recupera en 2023 y crece progresivamente hasta 2026.

El flujo de caja disponible para la deuda indica la cantidad de la que dispone la empresa para llevar a cabo el pago de intereses y el repago del principal de la deuda.

Para calcular el flujo de caja disponible para el principal de la deuda (*CFAPR o Cash Flow Available For Principal Repayment* en inglés), utilizamos la siguiente ecuación:

Flujo de caja disponible para la deuda – pago de intereses – otros elementos

- Pago de intereses: (*interest expense* en inglés), hace referencia al pago que debe realizar la empresa de manera periódica por emitir deuda. Se ha indicado un gasto de 350 millones cada año ya que este valor está sujeto a muchas circunstancias.
- Otros elementos: para estimar esta cifra, se ha tomado la cantidad del año 2022, la más reciente, y se ha multiplicado por 80% para calcular la cifra para el periodo 2023-2026, con la idea de reducir ligeramente el pago en el periodo a estimar.

El pago de intereses se realiza antes que el repago del principal, ya que el pago de los primeros es obligatorio, mientras que el repago del principal puede no serlo, dependiendo de las condiciones de financiación y de la estructura de repago de deuda acordada por ambas partes.

La evolución del flujo de caja disponible para el repago del principal fluctúa bastante, pero la cifra es positiva en todo caso en el periodo 2018-2021, mientras que en 2022 es negativa a causa de numerosas circunstancias encadenadas, como el alto pago de intereses de ese mismo año. El flujo de caja se recupera en 2023 y crece hasta alcanzar cifras normales en 2025 y 2026.

Por debajo del flujo de caja disponible para el repago del principal, se encuentran una serie de elementos adicionales, como el repago del principal de la deuda (*debt repayed* en inglés), emisión de nueva deuda (*debt issued* en inglés), venta o adquisición de activos no corrientes (*asset sale/acquisition* en inglés), emisión de nuevas acciones o recompra de acciones antiguas (*equity issued/repurchased* en inglés), o dividendos emitidos o recibidos (*dividends issued/received* en inglés).

El hecho de que la empresa destine altas cantidades de dinero a cuestiones como el repago de deuda, la adquisición de activos no corrientes, la recompra de acciones o la emisión de dividendos, es una buena señal, ya que indica que la empresa está generando una buena cantidad de caja, suficiente para llevar a cabo el repago de principal obligatorio y voluntario.

Al restar al flujo de caja disponible para el repago del principal los elementos mencionados en el apartado anterior, se obtiene el flujo de caja total, la cantidad de caja restante generada por la empresa, que pasará a formar parte de la tesorería de esta al año siguiente. Esta caja se ve afectada por las variaciones de los tipos de cambio en el efectivo (Grifols, 2022). Estas variaciones pueden hacer que el valor de la caja de la empresa aumente o disminuya.

Es muy difícil estimar estos últimos elementos a futuro, por razones de inestabilidad, de industria, de empresa y de circunstancias económicas. No se puede predecir un pago de dividendo, la venta de un activo, o el repago de cierta deuda normalmente, y es por ello por lo que no se han hecho predicciones sobre estos elementos, dejando el flujo de caja total con el mismo valor que el flujo

de caja disponible para el repago del principal. Lo mismo ocurre con la figura de variación de los tipos de cambio (FX o *Foreign Exchange* en inglés), difícil de estimar, y por tanto no calculada. La evolución del flujo de caja total fluctúa mucho, con caídas en los años 2019, 2020 y 2022, por escasas emisiones de acciones y poca deuda emitida. La progresión del valor durante el periodo 2023-2026 es la misma que en el flujo de caja disponible para el repago del principal.

Tabla 6: Estado de flujos de caja

ESTADO DE FLUJOS DE CAJA	2018	2019	2020	2021	2022		2023E	2024E	2025E	2026E
EBITDA (Rdo. Explotación)	1,222,733	1,433,820	1,317,665	954,831	1,213,544	AVG	1,292,290	1,406,751	1,587,541	1,847,479
+/- Ch. NWC	-109547	-467666	126883	-133833	-600209	-236874.4	-236874.4	-189499.52	-165812.08	-142124.64
Taxes on EBIT	-111585	-107797	-131510	-30595	-196436		-117291.84	-126982.22	-150226.91	-189746.11
+/- other OCF items	-27933	-34777	-39431	51408	44532	-1240.2	-1240.2	-1240.2	-1240.2	-1240.2
<b>OCF</b>	<b>973,668</b>	<b>823,580</b>	<b>1,273,607</b>	<b>841,811</b>	<b>461,431</b>		<b>936,883</b>	<b>1,089,029</b>	<b>1,270,262</b>	<b>1,514,368</b>
Maintenance CapEx	-307172	-409597	-362288	-292559	-280903		-397382.46	-429173.05	-459215.17	-486768.08
Growth CapEx										
Lease Payments			-79037	-82692	-104287			cannot be predicted		
<b>CFADS</b>	<b>666,496</b>	<b>413,983</b>	<b>832,282</b>	<b>466,560</b>	<b>76,241</b>		<b>539,501</b>	<b>659,856</b>	<b>811,047</b>	<b>1,027,600</b>
Maint. CapEx as a % of Total sales	6.8%	8.0%	6.8%	5.9%	4.6%	6.4%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
Interest expense/income	-218284	-226692	-152015	-154713	-346333		-350000	-350000	-350000	-350000
Other items	54047	-109999	-35191	-116471	-167443		-133954.4	-133954.4	-133954.4	-133954.4
<b>CFA for ppal. Repayment</b>	<b>502,259</b>	<b>77,292</b>	<b>645,076</b>	<b>195,376</b>	<b>(437,535)</b>		<b>55,546</b>	<b>175,901</b>	<b>327,092</b>	<b>543,646</b>
- additional items -										
Debt repayed	-141932	-127594	-272877	-495327	-1207253					
Debt issued	179350	120079	108541	3324399	1134168					
Asset sale/acquisition	-524081	-119745	-468589	-519128	-1533264			cannot be predicted		
Equity issued/repurchased	386207	-18	0	-125703	-3459					
Dividends issued/received	-275783	-234271	-103075	-247498	10125					
<b>Total cash flow</b>	<b>126,020</b>	<b>(284,257)</b>	<b>(90,924)</b>	<b>2,132,119</b>	<b>(2,037,218)</b>		<b>55,546</b>	<b>175,901</b>	<b>327,092</b>	<b>543,646</b>
FX	39027	20402	-60155	55459	35551		0	0	0	0
<b>Total cash flow II</b>	<b>165,047</b>	<b>(263,855)</b>	<b>(151,079)</b>	<b>2,187,578</b>	<b>(2,001,667)</b>		<b>55,546</b>	<b>175,901</b>	<b>327,092</b>	<b>543,646</b>

Fuente: elaboración propia según las cuentas anuales de Grifols

### 2.2.3. Creación y explicación de un balance simplificado que incluya los elementos de deuda financiera a largo plazo de la empresa

En esta parte se tratan los elementos de deuda financiera que Grifols tiene en cartera cada año, desde 2018 hasta 2022 y sus estimaciones.

Los elementos incluidos en el apartado de balance hacen referencia al pasivo financiero no corriente, excluyendo el corriente para simplificar el modelo, ya que su cuantía es baja y los títulos de la deuda son los mismos. Se excluye la parte corriente de la deuda global en el modelo ya que, en el fondo, es la misma deuda y su amortización/repago/refinanciación aparecerá reflejada en el balance de la deuda no corriente (mayor parte de la deuda) al año siguiente.

Se encuentran fundamentalmente dos apartados dentro del balance de deuda financiera: los bonos corporativos emitidos por Grifols, y los diferentes tipos de deuda con entidades de crédito.



- El bono corporativo es un tipo de bono emitido por una empresa. Estos tienen el objetivo de captar fondos para la compañía (financiación). Los tenedores de dichos elementos tienen el derecho de cobro de ciertos intereses periódicos por parte de la empresa emisora (Galán, 2020). Dentro de estos se pueden encontrar diversos criterios de clasificación, pero en este caso, se tiene en cuenta el seguro o garantía del bono: se observan los bonos asegurados o garantizados (*SSN o Senior Secured Notes* en inglés), y los no asegurados o no garantizados (*SUN o Senior Unsecured Notes* en inglés). La diferencia clave entre bonos garantizados y no garantizados radica en que un bono garantizado es un tipo de bono que se avala mediante la prenda de un activo específico como depósito o fianza del emisor del bono, mientras un bono sin garantía es un tipo de bono que no está asegurado contra garantía (Diferencia entre bonos garantizados y no garantizados / inversión, s. f.).

Dentro de la deuda con entidades de crédito también se encuentran diferentes elementos:

- Préstamo a plazo: (TL o *Term Loan* en inglés), es un tipo de préstamo que proporciona a los prestatarios una suma global de efectivo por adelantado a cambio de términos de préstamo específicos (Segal, 2022). El hecho de que el préstamo a plazo se clasifique como “A” (TLA o *Term Loan A* en inglés) o “B” (TLB o *Term Loan B* en inglés), depende de su calificación crediticia, siendo el primero de mayor calidad que el segundo. La calificación depende de diversos factores, dentro de los que se encuentran garantías, como en los bonos, plazo de repago de la deuda, tipo de interés, condiciones de la emisión de deuda, propósito al que se destina el préstamo, etc. Cuanto mayor calidad tenga el elemento de deuda, es decir, cuanta más seguridad se tenga en el repago de esta, mayor calidad tendrá el instrumento. El interés de estos instrumentos de deuda suele ir ligado (y en Grifols, en todo caso) a un índice de referencia como puede ser el euríbor o el líbor, en función de si el bono se emite en euros o dólares. A ese tipo de referencia se le suelen sumar una serie de puntos básicos que aumentan la rentabilidad pagada al tenedor del bono. Todos los préstamos a plazo de Grifols son *quasi-bullet*<sup>5</sup>, y es por ello por lo que la cuantía de cada uno, a medida que pasan los años, va disminuyendo, hasta incluso amortizarse de manera completa y desaparecer del modelo antes de tiempo.
- Línea de crédito *revolving*: (RCF o *Revolving Credit Facility* en inglés), Línea de crédito a partir de la cual se concede un monto máximo previamente determinado del que se puede hacer uso durante un periodo anteriormente establecido. A medida que el tenedor necesita liquidez, el límite máximo va reduciendo. También puede realizar ingresos hasta recuperar los niveles iniciales. También se establece una cuota mensual que el tenedor deberá pagar

---

<sup>5</sup> *Quasi-bullet: característica de un elemento de deuda que permite al tenedor amortizar parte del principal antes del vencimiento dando flexibilidad al inversor.*

por gozar de este derecho, compuesta por una combinación entre el importe utilizado y los intereses que dicho importe ha generado (elEconomista.es, 2024). El interés de estos instrumentos de deuda suele ir ligado (y en Grifols, en todo caso) a un índice de referencia como puede ser el euríbor o el líbor, en función de si la línea de crédito se emite en euros o dólares. A ese tipo de referencia se le suelen sumar una serie de puntos básicos que aumentan la rentabilidad pagada al tenedor del bono.

- BEI: Banco Europeo de Inversiones, organismo emisor de deuda que facilita financiación a empresas de estados miembros de la Unión Europea.

Una vez definidos todos los elementos de deuda presentes en el modelo, es necesario comentar algunos aspectos relevantes con los que se describe dicha deuda, es decir, características de estos pasivos que los distinguen entre ellos, en función de las categorías incluidas en la siguiente tabla explicativa:

<b>Año XX</b>	<b>Moneda</b>	<b>Tipo de préstamo</b>	<b>Tipo de interés</b>	<b>Vencimiento</b>
17	USD	TLA	L+1,75%	2023

- Año ('año XX'): hace referencia al año en el que el instrumento de deuda fue emitido por Grifols. Se pueden observar emisiones desde 2017 hasta 2021. No se ven elementos de deuda anteriores al año 2017 a causa de que han sido repagados completamente. Hay años en los que no se emite ningún elemento de deuda, y años en los que se observan numerosas emisiones, ya que depende en todo caso de la capacidad y necesidad de emitir deuda por parte de la empresa.
- Moneda: para determinar la divisa en la que se emitió la deuda. Una misma empresa puede emitir deuda en diferentes divisas, en función de sus necesidades de financiación, su presencia geográfica, las variaciones de tipos de cambio o muchas otras razones. En el caso de Grifols, por lo menos en el periodo 2018-2022, únicamente se observan dos divisas, el euro (EUR) y el dólar americano (USD, dólar), debido fundamentalmente a que las principales zonas operativas de la empresa son Europa y Estados Unidos.
- Tipo de interés (XX%): hace referencia al coste que el emisor de la deuda debe pagar al tenedor de manera periódica durante un periodo de tiempo fijado previamente. Se ven dos tipos de interés diferentes en el modelo: el tipo de interés fijo, ligado a los préstamos BEI y a los bonos (asegurados y no asegurados), y el tipo de interés variable, ligado a los *term loans* y a las líneas de crédito (RCF). El hecho de que un instrumento tenga un tipo de interés fijo o variable depende en gran medida de su naturaleza y de los términos fijados entre el emisor y el tenedor de la deuda. El tipo de interés fijo, como su propio

nombre indica, no varía, independientemente de las circunstancias de la empresa o del mercado, mientras que el tipo de interés variable va sujeto a un índice de referencia, como el euríbor o el líbor. Estas referencias se utilizan para proteger al tenedor de la deuda, y que, en momentos de incertidumbre o riesgo, reciban un pago mayor por la subida de este índice y uno menor en momentos de estabilidad.

- Año 2 (XXXX): hace referencia al año en el que el préstamo, como tarde, debe ser devuelto por la empresa. Dependiendo de la naturaleza del instrumento de la deuda, el plazo es mayor o menor, siendo de más riesgo aquellos instrumentos que tengan un plazo mayor, ya que, a más plazo, más riesgo. En muchas ocasiones, la empresa repaga el préstamo al completo tiempo antes del año establecido, por excesiva liquidez o simplemente para reducir el nivel de deuda financiera global de la empresa y mejorar sus ratios.

En las columnas de los años se indica el balance del elemento de deuda restante, es decir, la cantidad que debe pagar la empresa a final de cada año en referencia a cada uno de los elementos. En cada caso, el primer año indicado en la tabla es el año en el que se emitió la deuda, por lo que, un elemento de deuda emitido el 2021, no aparecerá indicado en las columnas de 2018, 2019 y 2020. La cuantía del elemento normalmente disminuye año tras año, por sucesivas amortizaciones o repagos de parte del principal de la deuda por parte de la empresa al tenedor correspondiente, pero se puede dar el caso en el que el balance de deuda restante en un año sea superior al balance de ese mismo elemento en el año anterior. Esto se puede deber a diversas causas, siendo la más común la refinanciación de la deuda, es decir, que la propia empresa emita más deuda para repagar deuda de años anteriores. Por otro lado, cuando un elemento de deuda desaparece antes de su fecha final, se debe a que la empresa ha repagado el principal antes de tiempo, como se menciona anteriormente en el epígrafe 2.1.1.

Los elementos de deuda aparecen agrupados en diferentes secciones en función de su *seniority*, es decir, dependiendo de la preferencia de repago que tienen unos frente a otros, siendo el primer grupo el de deuda total de primer gravamen o *total 1L senior debt* en inglés, la que primero se repaga. En el modelo, se puede observar cómo el nivel de deuda senior de primer gravamen aumenta ligeramente en el periodo 2018-2020, pasando de los 5,6 billones de euros a los 6 billones de euros, y se mantiene estable en esa cifra hasta 2022, y por tanto durante el periodo 2023-2026.

El segundo y último grupo creado es el de deuda bruta total, o *total gross debt* en inglés, pagándose esta después que la anterior. Dentro de este grupo se encuentra, tanto el primer grupo (deuda total de primer gravamen), como los bonos no asegurados (SUN). Una vez calculada la deuda bruta total, se resta la caja de la empresa en cada año (es por ello por lo que la cifra de la

caja aparece en signo contrario, en negativo, para facilitar el cálculo del modelo realizando una suma y no una resta) para obtener la deuda neta total de la empresa, muy utilizada para el cálculo de diferentes ratios. Se puede ver como el nivel de deuda bruta total actúa de manera algo diferente a la anterior, ya que, en este caso, el nivel de deuda aumenta desde el año 2018, con 6,6 billones de euros, hasta el año 2022 (y por tanto en el periodo 2023-2026), con 9,1 billones de euros. La deuda neta total se comporta de manera relativamente parecida en el periodo 2018-2022: la caja disminuye de manera progresiva año tras año en el periodo 2018-2020, y se mantiene más o menos estable durante los años 2020, 2021 y 2022, haciendo que el balance de deuda neta total también aumente progresivamente desde 2018 hasta 2022. En este caso, en el periodo 2023-2026 ocurre algo diferente: la caja en este periodo se calcula como la del año anterior más el flujo de caja calculado generado en ese año (*total cash flow II*), por tanto, en la Tabla 6 se puede observar cómo la caja aumenta de manera pronunciada durante este periodo, a causa de una fuerte generación proyectada, haciendo que el balance de deuda neta total en el periodo 2023-2026 disminuya considerablemente, pasando de los 8,5 billones de euros en 2023, a los 7,5 billones de euros en 2026.

En cuanto a las proyecciones de los elementos de deuda, como se ha explicado anteriormente, es complicado estimar con certeza y sin tener información directa de la empresa, si se va a emitir o repagar deuda a lo largo de años futuros, ya que depende de muchas circunstancias como el funcionamiento de la empresa, el nivel de caja de cada uno de los años, el comportamiento del mercado, los competidores, clientes y proveedores de la empresa, etc. Por lo tanto, como se muestra en la Tabla 7, se mantendrá para el periodo 2023-2026 el balance de deuda del año 2022 para cada instrumento que posea la empresa. Aun así, se estudian los ratios del periodo estimado con la deuda proyectada del año 2022, pero con elementos proyectados de manera precisa, como el EBITDA proyectado.

Tabla 7: Balance de deuda financiera

BALANCE: DEUDA FINANCIERA	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
	importe en libros (saldo vivo)								
'17 USD TLA L+1,75% 2023	1,949,782	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
'17 EUR TLA E+1,75% 2023	576,650	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
'17 USD TLB L+2,25% 2025	2,548,035	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
'17 USD RCF L+1,75% 2023	262,009	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
'15 EUR BEI 2,4% 2025	63,750	53,125	42,500	31,875	21,250	21,250	21,250	21,250	21,250
'17 EUR BEI 2,02% 2027	85,000	74,375	63,750	53,125	42,500	42,500	42,500	42,500	42,500
'18 EUR BEI 2,15% 2028	85,000	85,000	74,375	63,750	53,125	53,125	53,125	53,125	53,125
'19 EUR SSN 2,25% 2027		770,000	770,000	770,000	1,577,465				
'19 EUR SSN 1,625% 2025		905,000	905,000	905,000		1,577,465	1,577,465	1,577,465	1,577,465
'19 EUR TLB E+2,25% 2027		1,346,400	1,332,800	1,258,554	1,255,285	1,255,285	1,255,285	1,255,285	1,255,285
'19 USD TLB L+2% 2027		2,204,900	2,002,615	2,037,471	2,163,773	2,163,773	2,163,773	2,163,773	2,163,773
'19 USD RCF L+1,5% 2025		445,434	817,394	882,924	937,559	937,559	937,559	937,559	937,559
<b>Total 1L senior debt</b>	<b>5,570,226</b>	<b>5,884,234</b>	<b>6,008,434</b>	<b>6,002,699</b>	<b>6,050,957</b>	<b>6,050,957</b>	<b>6,050,957</b>	<b>6,050,957</b>	<b>6,050,957</b>
'17 EUR SUN 3,2% 2025	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000
'21 EUR SUN 3,875% 2028				1,400,000	1,400,000	1,400,000	1,400,000	1,400,000	1,400,000
'21 USD SUN 4,75% 2028				622,462	660,979	660,979	660,979	660,979	660,979
<b>Total gross debt</b>	<b>6,570,226</b>	<b>6,884,234</b>	<b>7,008,434</b>	<b>9,025,161</b>	<b>9,111,936</b>	<b>9,111,936</b>	<b>9,111,936</b>	<b>9,111,936</b>	<b>9,111,936</b>
Cash on BS	-1,033,792	-741,982	-579,647	-655,493	-549,979	-605,525	-781,427	-1,108,519	-1,652,164
<b>Net total debt</b>	<b>5,536,434</b>	<b>6,142,252</b>	<b>6,428,787</b>	<b>8,369,668</b>	<b>8,561,957</b>	<b>8,506,411</b>	<b>8,330,509</b>	<b>8,003,417</b>	<b>7,459,772</b>

Fuente: elaboración propia según las cuentas anuales de Grifols

#### 2.2.4. Creación y explicación de ratios para estudiar relaciones entre el balance de caja disponible y la deuda pendiente

Los ratios son herramientas utilizadas para llevar a cabo el análisis de cifras pasadas del estado de flujos de caja y la cuenta de pérdidas y ganancias, cuentas en las que se registran los sucesivos movimientos económico financieros de la empresa en cuestión. Se utilizan para evaluar el desempeño de la empresa en periodos anteriores y su situación actual para identificar diferentes problemas empleando como técnica principal la comparación con años previos, con compañías similares del mismo sector, o con metas establecidas por la propia empresa. Hay cuatro tipos de ratios fundamentales, los de liquidez, que estudian la capacidad de la compañía de hacer frente a sus obligaciones de pago a corto plazo; los de solvencia, cobertura o apalancamiento, que estudian el nivel de cobertura de acreedores o inversores a largo plazo; los de gestión, actividad, rotación o eficiencia, que estudian la forma en la que la empresa utiliza sus activos; y los de rentabilidad, económicos o de productividad, que estudian el éxito o fracaso a nivel operativo y financiero durante un periodo determinado («Ratios financieros», 2008).

Los ratios financieros analizan el grado de apalancamiento financiero de una determinada empresa, y, a través del análisis de los mismos, valoran el riesgo y el retorno que dicha deuda conlleva (Lizarzaburu et al., 2016). Estos elementos se han calculado relacionando diferentes cifras e importes del modelo pertenecientes a la cuenta de pérdidas y ganancias, al estado de flujos de caja, y al balance de la empresa: se relaciona en todo momento un elemento ligado a la deuda o al pago de intereses con diferentes variables. Su resultado se expresa en forma de “veces”, es

decir, una ratio indica la cantidad de “veces” que el numerador está contenido en el denominador, y se expresa con una “x” tras el resultado obtenido del cálculo. Los ratios utilizados son:

- Deuda bruta / EBITDA: (*Gross debt* / EBITDA en inglés) calculado relacionando la deuda bruta total de la empresa con su beneficio antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones. Mide ingresos disponibles para el repago de la deuda antes de la cobertura de costes de intereses, impuestos, depreciación y amortización. En resumen, estudia la capacidad de la empresa de llevar a cabo el repago de la deuda contraída. Un índice alto puede alertar de una sobre ponderación de deuda (X7cu. 2023). Se puede observar en el modelo como la ratio se mantiene en un nivel cercano a las 5 veces (5x) durante el periodo 2018-2020, y como en 2021 aumenta hasta casi llegar a las 9,5 veces, manteniéndose también alto en 2022. Este aumento se debe tanto al incremento en el endeudamiento llevado a cabo por Grifols tras un relativamente malo año 2020, como a la caída de la cifra del EBITDA. Durante el periodo 2023-2026, la cifra va disminuyendo progresivamente hasta alcanzar los niveles de 2018-2020 e incluso más bajo, llegando a las 4,9 veces. Por lo tanto, se puede observar como la ratio aumenta, a medida que incrementa el endeudamiento de la empresa, haciendo más complicado el repago del total de la deuda, y a medida que mejora su actividad operativa, la ratio decrece y la capacidad de repago mejora.
- Deuda total neta / EBITDA: (*Net total debt* / EBITDA en inglés) la deuda neta se calcula mediante la diferencia entre la caja de la empresa y la deuda total. Esta métrica es muy similar a la anterior, y se utiliza para evaluar la capacidad del emisor de obtener más deuda y refinanciar la ya vencida (Estrategias de Inversión, s.f.). Durante el periodo 2018-2020 el ratio se mantiene relativamente estable, alrededor de las 4,5 veces, y crece (menos que en el caso de la deuda bruta) en el año 2021 llegando a las 8,7 veces, manteniéndose alto también durante el 2022, a causa de los factores mencionados en el ratio anterior. Las diferencias observadas respecto al anterior se deben a que en este afecta la caja generada cada año, y es por esto por lo que la cuantía del ratio es menor, pero la tendencia es bastante similar. Durante el periodo 2023-2026, el ratio disminuye también de manera progresiva desde las 6,6 veces hasta las 4 veces, a causa de la mejora en el EBITDA y al aumento en la generación de caja de la empresa.
- Deuda total de primer gravamen neta / EBITDA: (*Net 1L debt* / EBITDA en inglés) lo mismo ocurre con este ratio, debido a su similitud con el anterior, comienza en 3 veces, aumenta en 2021 hasta las 5,6 veces, se mantiene alto en 2022, y en el periodo 2023-2026 disminuye progresivamente hasta llegar a las 2,4 veces. La tendencia es la misma que con los ratios anteriores, pero en este caso la cuantía es incluso menor, debido a que la deuda de primer gravamen (1L o *first lien*) no abarca muchos de los elementos de deuda incluidos

en la deuda total utilizada en los ratios anteriores, sino que únicamente tiene en cuenta la deuda con mayor *seniority*, es decir, aquella con preferencia de repago.

- EBITDA / intereses: ( $EBITDA / Interest\ expense$ ) o, también conocida como razón de cargos de interés fijo o razón de cobertura de interés, evalúa la capacidad de la empresa para cumplir con los intereses contractuales. El valor propuesto es de 3 por lo menos, siendo 5 lo conveniente (Lizarzaburu et al., 2016). Esta ratio mide la cantidad de veces que se podría afrontar el pago de intereses utilizando el EBITDA generado por la empresa durante ese año. Se puede observar también un movimiento parecido en esta ratio, pero de manera invertida a los demás, debido a que, en este caso, el elemento relacionado con la deuda está en el denominador, por lo que una cifra alta es positiva. Durante el periodo 2018-2020 crece, desde las 5,6 veces, hasta las 8,7 veces. Cae en 2021, y se hunde en 2022, llegando a las 3,5 veces. Esta caída pronunciada se debe a un aumento en el pago de intereses de la empresa, derivado de un aumento en los niveles de apalancamiento. La ratio crece en el periodo 2023-2026, llegando a las 5,3 veces, una cifra menor que en años anteriores, debido al alto pago de intereses durante el periodo.
- Flujo de caja disponible para el repago de la deuda e intereses / intereses: ( $CFADS / Interest\ expense$ ) mide la capacidad de la empresa para hacer frente al pago de intereses con el flujo de caja generado destinado a la deuda. En este caso, el número requerido es menor, debido a que esta generación de caja se destina a ello, mientras que el EBITDA se designa a muchas otras cosas. La cifra crece hasta llegar a las 5,5 veces en 2020, y cae de nuevo en 2021, desplomándose en el 2022 con 0,2 veces, por debajo de la barrera límite de 1 (con una ratio inferior a 1, no se tiene capacidad para repagar los intereses exigidos). Esto también se debe a una disminución de la caja generada combinado con un alto pago de intereses. El ratio también mejorará de manera progresiva en el periodo 2023-2026, casi alcanzando las 3 veces.

Una vez estudiados todos los ratios, se puede observar en la Tabla 8 una tendencia relativamente similar en todos ellos: hay crecimiento positivo del negocio en los años 2018, 2019 y 2020, una caída en el 2021, seguida de un mal 2022. El periodo 2023-2026 será de recuperación y crecimiento, debido a una fuerte generación de caja a causa de la mejora del negocio.

Se puede observar cómo, por lo general, Grifols mantiene unos niveles de endeudamiento normales, dentro de los valores sugeridos por el mercado. Hay un crecimiento positivo, un desarrollo adecuado del mercado, aunque una mala y pesimista situación actual derivada de problemas de auditoría y escándalos recientes comentados en el capítulo 4.

*Tabla 8: ratios financieros*

RATIOS	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
Gross Debt / EBITDA	5.37x	4.80x	5.32x	9.45x	7.51x	7.05x	6.48x	5.74x	4.93x
% growth		-11%	11%	78%	-21%	-6%	-8%	-11%	-14%
Net Total Debt / EBITDA	4.53x	4.28x	4.88x	8.77x	7.06x	6.58x	5.92x	5.04x	4.04x
% growth		-5%	14%	80%	-20%	-7%	-10%	-15%	-20%
Net 1L Debt / EBITDA	3.71x	3.59x	4.12x	5.60x	4.53x	4.21x	3.75x	3.11x	2.38x
% growth		-3%	15%	36%	-19%	-7%	-11%	-17%	-24%
EBITDA / Interest expense	5.60x	6.32x	8.67x	6.17x	3.50x	3.69x	4.02x	4.54x	5.28x
% growth		13%	37%	-29%	-43%	5%	9%	13%	16%
CFADS / Interest expense	3.05x	1.83x	5.47x	3.02x	0.22x	1.54x	1.89x	2.32x	2.94x
% growth		-40%	200%	-45%	-93%	600%	22%	23%	27%

*Fuente: elaboración propia según las cuentas anuales de Grifols*



### **3. Deducciones en base al previo análisis**

Las conclusiones que se exponen a continuación son fruto de combinar la información extraída de las cuentas anuales de la empresa con datos obtenidos de fuentes externas y conocimientos aplicados.

El análisis realizado en base al estudio del balance, la cuenta de pérdidas y ganancias, el estado de flujos de caja y los ratios financieros, ha permitido sacar conclusiones sobre la trayectoria presente y futura de Grifols desde el punto de vista financiero, fortalezas y debilidades financieras de Grifols, así como una serie de recomendaciones:

#### **3.1. Deducciones sobre la salud financiera actual y futura de Grifols**

Tras el análisis realizado en el apartado 2.2.1 sobre la creación de una cuenta de pérdidas y ganancias simplificada, se puede ver cómo, en líneas generales, la empresa crece a nivel operacional y financiero.

##### **3.1.1. Elementos de la cuenta de pérdidas y ganancias considerados de especial relevancia por su naturaleza y su evolución a lo largo del tiempo**

Hay un crecimiento progresivo de los ingresos totales (*Total revenue*) de la empresa, excepto en el año 2021 por la resaca de un trágico 2020, que se proyecta hasta alcanzar, de manera estable, los 8 billones de euros, gracias a un aumento del negocio a nivel operativo y geográfico, con el cual la empresa ha logrado crecer en cuota de mercado y abrirse paso en nuevos mercados. El aumento del negocio ha estado motivado por diferentes razones, dentro de las que se observa un incremento en la demanda de productos y servicios de Grifols, causado por el preocupante envejecimiento de la población mundial, especialmente europea, y por la aparición de nuevos trastornos; por la constante introducción de productos novedosos y de alta calidad en el mercado; por las alianzas operativas con empresas del sector, que crean sinergias y aumentan las ventas; y por la constante inversión en tecnología que permite el desarrollo de novedosas soluciones. A principios de 2023 se esperaba un crecimiento durante el periodo 2023-2026 por las razones anteriormente mencionadas, ya que la empresa pretende continuar su expansión a nivel internacional y su consolidación en nuevos y actuales mercados, siendo la demanda a nivel industria muy favorable de cara a estos próximos años, especialmente para una empresa innovadora y fuerte a nivel tecnológico, pero dicho desarrollo se ha visto truncado por los recientes acontecimientos y escándalos que han frenado de manera repentina el desarrollo empresarial.

Los costes de ventas (COGS) han aumentado progresivamente, casi duplicándose de 2018 al 2022, por diferentes razones, dentro de las que se deduce un aumento en el precio de la materia

prima, agravado por la repentina escasez de muchos materiales que se ha vivido en Europa por diversas razones (conflictos bélicos, COVID, etc.); un incremento en los gastos salariales, provocado por las mejoras en las condiciones laborales, especialmente en Europa, y por la reducción de la oferta de trabajo, otorgando más poder a los trabajadores frente a las empresas, y un aumento en los costes logísticos, causa directa derivada de su expansión geográfica. Se prevé un aumento desacelerado para el periodo 2023-2026, que hará que estos costes sigan creciendo, pero en menor medida, y ello se debe a las razones matemáticas explicadas en el apartado 2.2.1, y a cuestiones como la disminución del encarecimiento de materias primas previsto para estos años (provocada por el esperado aumento de abastecimiento) principalmente.

Los gastos generales, de administración y otros (SG&A) han aumentado, pero en menor medida que los costes directos de venta del 2018 al 2022. Estos gastos han incrementado por diversas razones, como la expansión de la que se ha hablado previamente, provocadora de una subida progresiva en los costes de venta y administrativos, que hacen que sea necesario un aumento de la fuerza de ventas, materializada en un crecimiento del gasto salarial. Las razones por las cuales estos gastos generales aumentan en menor medida que los costes de venta pueden ser: un aumento en las economías de escala, provocando que, mientras la producción crece, los costes indirectos caigan más que los directamente vinculados a la producción; un exhaustivo control de gastos en las áreas indirectas, de las cuales se suele poder recortar en mayor medida sin afectar tanto a la empresa a nivel operativo, etc. Al igual que los costes de venta, los gastos generales y de administración crecerán, cada vez a un ritmo más lento, durante el periodo 2023-2026, por razones matemáticas explicadas en el apartado 2.2.1 y por el posible control y reducción de costes indirectos.

El gasto de depreciación y amortización (D&A) aumenta de manera bastante pronunciada durante el periodo 2018-2022 por razones como el aumento de adquisiciones de activos fijos, derivados de la constante expansión e innovación de Grifols, o la constante inversión en tecnología y equipos necesarios para el desarrollo de las actividades de I+D+i. Durante el periodo comprendido entre 2023 y 2026 se espera un crecimiento del gasto estable y constante, ya que la empresa va a seguir expandiéndose y desarrollando nuevas soluciones de todo tipo.

### **3.1.2. Elementos relevantes del estado de flujos de caja, considerados de alta importancia también por su naturaleza y su evolución durante el periodo estudiado**

El flujo de caja operativo (OCF) ha experimentado una fuerte disminución durante el periodo 2018-2022, provocada por numerosas cuestiones: en primer lugar, a nivel financiero, se observa en la Tabla 6 una fuerte fluctuación en la variación del fondo de maniobra neto, que aumenta y disminuye afectando en gran medida a la cifra final, y un importante aumento de los impuestos a

pagar por la empresa, causado por el crecimiento de las ventas y por las condiciones económicas globales (aumento de tipos de interés). En segundo lugar, a nivel operacional, la disminución se debe al impacto de la pandemia, que provocó una caída en los ingresos del negocio durante el año 2021 y parte del 2022, y al aumento de precio de materias primas por el preocupante incremento de la inflación durante 2022, y los conflictos internacionales recientemente desatados, que no se espera que vayan a finalizar en el corto plazo. Es evidente que las razones mencionadas afectan negativamente a los ingresos, pero el foco más importante en el que inciden es en los costes directos o costes de venta, provocando un aumento de los mismos, haciendo que figuras como el EBITDA caigan, o no aumenten tanto como deberían. Durante el periodo 2023-2026 se espera un crecimiento del flujo de caja operativo causado, a nivel financiero por las predicciones realizadas sobre los elementos de la cuenta de pérdidas y ganancias, y a nivel operativo por el progresivo aumento de las ventas a causa de razones como la expansión y crecimiento de la empresa o al entorno favorable en el que prevé expandirse.

El flujo de caja disponible para la deuda disminuye también de manera preocupante durante el periodo 2018-2022, no por un gasto elevado de mantenimiento de activos fijos, sino por los pagos de arrendamientos crecientes durante los años 2020, 2021 y 2022, derivados de la expansión de la empresa, por la posible renovación de contratos de arrendamiento, o por el simple aumento del precio de los alquileres por condiciones dentro del mercado inmobiliario o por cuestiones de carácter global. Durante el periodo 2023-2026 se prevé un aumento del flujo de caja disponible para la deuda, tanto por el incremento del flujo de caja operativo, como por la ausencia de pagos de arrendamientos estimados para el periodo (como se comenta en el apartado 2.2.1, es imposible conocer con certeza la cifra).

El flujo de caja disponible para el repago del principal experimenta también una caída, encadenada desde el flujo de caja operativo, y agravada por cuestiones como el aumento en el pago de intereses. Es evidente que estos pagos aumentan fundamentalmente a partir de 2021, por el progresivo encarecimiento de la financiación, especialmente bancaria, que hace que la empresa tenga que asumir un pago de intereses mucho mayor al normal. Para el periodo 2023-2026 se prevé también una fuerte recuperación de este flujo de caja, apoyada también por factores como la estabilización del pago de intereses provocada por la reducción de la inflación a nivel mundial.

### **3.1.3. Elementos del balance de deuda financiera y su evolución a lo largo del periodo estudiado**

La deuda total de primer gravamen aumenta muy ligeramente de 2018 a 2022. No se observan grandes cambios en este apartado de deuda debido a que la empresa ha tratado de mantener unos niveles relativamente estables, y a medida que Grifols amortiza ciertos productos de deuda, lleva

a cabo nuevas emisiones de primer gravamen para “cubrir” el pasivo financiero ya amortizado. La empresa realiza esto de manera periódica para evitar el coste de oportunidad de no tener toda la deuda que puede soportar en balance, es decir, la empresa siempre va a tratar de tener la máxima cantidad de deuda posible (entre los rangos que puede soportar), debido a que es una fuente de financiación más barata que el capital por la posibilidad de deducirse del pago de impuestos el total de los intereses generados, dentro de unos límites, y por el hecho de tener menos riesgo que el capital para el inversor (los pagos de intereses son obligatorios, mientras que los dividendos no lo son, y en caso de concurso de acreedores, los poseedores de deuda cobran antes que los de capital), por lo que se paga un retorno menor. Durante 2018 se puede observar en la Tabla 7 que la empresa tiene en cartera 5,5 billones de euros de deuda de primer gravamen compuesta por préstamos a plazo, préstamos del Banco Europeo de Inversiones, y una línea de crédito. El panorama cambia del año 2019 en adelante: Grifols repaga los préstamos a plazo y la línea de crédito (es por ello por lo que aparecen vacíos en el modelo del anexo de 2019 a 2026), y emite en su lugar nuevos préstamos a plazo, una nueva línea de crédito, y nuevos bonos asegurados, sumando un balance de deuda total de 5,8 billones de euros. No se emiten ni se amortizan en su totalidad elementos de deuda durante el periodo 2019-2022, pero las cifras evidentemente varían por las sucesivas amortizaciones parciales y refinanciaciones.

La deuda total bruta aumenta de manera considerable durante el periodo 2018-2022 debido a nuevas emisiones en los años 2021 y 2022. Durante el periodo 2018-2020, la empresa tiene en cartera 1 billón de euros de bonos no asegurados, haciendo que el balance de deuda total bruta no varíe de manera diferente a la deuda total de primer gravamen, pero en 2021 la empresa emite 1,4 millones de euros de nuevos bonos no asegurados, y alrededor de 600 millones de euros de otros no asegurados, haciendo que el balance de la deuda bruta total aumente hasta llegar a los 9,1 billones de euros en 2022.

La deuda neta total se comporta de manera similar, pero de forma más acentuada: al restar la caja a la deuda bruta para obtener la deuda neta se puede observar como la cifra de esta última aumenta aún más, por el crecimiento que llevaba experimentando la deuda bruta, y por la caída de la caja estudiada previamente durante el periodo 2018-2022, provocando que el balance de deuda neta total aumente de los 5,5 billones de euros hasta los 8,6 billones de euros.

No se comenta nada acerca de la evolución de la deuda en el periodo 2023-2026, ya que, como se explica anteriormente, no hay certeza sobre los movimientos en el balance de deuda futura, no se pueden predecir con exactitud.

### 3.1.4. Ratios financieros calculados y su evolución a lo largo del periodo estudiado

Estos ratios se han calculado combinando elementos de la deuda (balances de deuda o intereses) con diferentes componentes de la cuenta de pérdidas y ganancias y del estado de flujos de caja.

Deuda bruta / EBITDA: se puede observar como el ratio se mantiene en un lugar cercano a las 5 veces durante 2018, 2019 y 2020, disparándose un 78% en 2021 hasta las casi 9,5 veces a causa de dos razones fundamentales: una caída del EBITDA por los efectos de un mal año 2020 en el que se reduce significativamente el volumen de negocio y se disparan los costes directos de producción, y un aumento considerable de la deuda por la emisión de más de 3 billones de euros de bonos no asegurados. Este pico se suaviza hasta las 7,5 veces en 2022 a causa de una recuperación de la cifra de ventas por la vuelta a la normalidad, en la que Grifols recupera su EBITDA, pero el ratio se mantiene considerablemente alto por la emisión de bonos el año 2021, con un balance de deuda considerablemente superior a años anteriores. Durante el periodo 2023-2026 se puede ver en la Tabla 8 como la ratio va reduciéndose paulatinamente hasta alcanzar una cifra inferior a las 5 veces, a causa de un predecible crecimiento del EBITDA derivado de su expansión y desarrollo de negocio, que repercutirá directamente en un aumento considerable de su cifra de negocio, y, por tanto, de su EBITDA.

Deuda neta total / EBITDA: la tendencia de esta ratio es similar al del anterior, se observa una cifra ligeramente superior a las 4 veces durante 2018, 2019 y 2020, y un crecimiento sin precedentes en 2021 por las razones anteriormente mencionadas. Es evidente que las cifras son menores a las de la ratio anterior, ya que la cuantía de la deuda neta es inferior a la de la deuda bruta. El crecimiento en este caso en 2021 respecto al año anterior es más acentuado que en la ratio de la deuda bruta sobre el EBITDA, debido a que, como se explica anteriormente, en 2021 aumenta la deuda, y, por tanto, aun habiendo experimentado una caída en el EBITDA, la caja generada es mayor al año anterior, reduciéndose la cuantía de la deuda neta en menor medida de lo que cabría esperar, provocando un crecimiento en la ratio del 80% contra el 78% de la ratio de deuda bruta. Lo mismo ocurre en 2022, la ratio se reduce ligeramente hasta alcanzar las 7 veces por la recuperación del EBITDA. Durante el periodo 2023-2026, se puede observar también una reducción progresiva de la ratio, que acaba alcanzando las 4 veces, experimentando también una caída mayor que la ratio de deuda bruta: la caída por repercusión del EBITDA es la misma, pero en el caso de la neta, se debe incluir ese progresivo aumento de la caja proyectado, que hace que la cuantía disminuya, reduciendo el ratio. Ambas razones derivan del aumento de las ventas esperadas para Grifols durante el periodo estimado.

Deuda neta de primer gravamen / EBITDA: en este caso, el comportamiento de la ratio es similar al de la deuda neta, pero con ciertos matices, debido a que la deuda neta de primer gravamen no

incluye los bonos asegurados. Por ello, Grifols presenta un comportamiento ligeramente similar durante el periodo 2018-2020 (con ciertas diferencias por elementos de deuda de categoría inferior no muy relevantes), con cifras cercanas a las 4 veces, experimentando un pico considerablemente inferior en el año 2021 (año el que Grifols emite los 3 billones de euros de bonos no asegurados). El hecho de que sea deuda neta de primer gravamen provoca que esa emisión de bonos de categoría inferior no afecte de manera directa, pero sí indirectamente, ya que en la caja se observa un aumento derivado de dicha emisión, provocando que la cuantía de la deuda neta de primer gravamen se reduzca, pero en menor medida. Durante el periodo 2023-2026 la tendencia es similar, se observa una caída de la ratio hasta las 2,4 veces el último año. Esta caída está provocada por una cifra de deuda constante (sin repagos ni emisiones claras) y una caja progresivamente creciente derivada del desarrollo de las actividades de la empresa.

EBITDA / intereses: en este caso, se puede observar un crecimiento progresivo del ratio durante los años 2018 y 2019, algo de esperar para una empresa del calibre de Grifols, en la cual el EBITDA crece y los intereses se mantienen. El ratio se dispara un 37% en 2020, a causa de una fuerte caída en el pago de intereses por parte de Grifols derivado de una bajada en los tipos de interés: los bancos centrales reducen los tipos durante los primeros meses de la crisis COVID para evitar la caída de negocios y una crisis a nivel global. El ratio disminuye ligeramente en 2021 a causa de la reducción del EBITDA derivada de la caída del negocio por el impacto de la COVID y otros factores, y se desploma hasta las 3,5 veces en 2022, ya que, aun mejorando la cifra de negocios y creciendo notablemente en términos de EBITDA, el pago de intereses se dispara por la emisión de 3 billones de euros de deuda no asegurada el año anterior. Durante el periodo 2023-2026 se espera un crecimiento de la ratio progresiva provocado por el predecible crecimiento del EBITDA y el mantenimiento de tipos de interés comentado en los apartados anteriores.

Flujo de caja disponible para la deuda / intereses: el comportamiento de este ratio es completamente diferente a lo observado en los anteriores. Grifols comienza situándose en las 3 veces en 2018, y cae por debajo de las 2 veces en el año siguiente, a causa de un descenso en el flujo de caja disponible para la deuda (derivada del fuerte aumento del fondo de maniobra ese año), y un ligero aumento en los tipos de interés. En 2020, la ratio se dispara un 200%, alcanzando las casi 5,5 veces a causa de un fuerte aumento del flujo de caja disponible para la deuda (provocado por una fuerte reducción del fondo de maniobra), y por un desplome en el pago de intereses. En 2021 el ratio cae hasta las 3 veces por una fuerte precipitación en el flujo de caja disponible para la deuda, provocado por el tenaz aumento en el fondo de maniobra, y en 2022 se desploma casi un 100% hasta las 0,22 veces por una impresionante caída en el flujo de caja disponible para la deuda (causada por un fuerte crecimiento del fondo de maniobra), y por un aumento en el pago de intereses derivado de la emisión de bonos no asegurados en el año anterior.

Se espera que durante el periodo 2023-2026 la ratio crezca progresivamente, alcanzando las casi 3 veces el último año, a causa de un progresivo crecimiento estimado del flujo de caja disponible para la deuda. Las fluctuaciones del fondo de maniobra de las que tanto se habla en el apartado son provocadas por numerosas razones, dentro de las que se puede observar una fuerte volatilidad en el precio de las materias primas utilizadas por la empresa, causada por los cambios en las condiciones del suministro y por el impacto de la COVID-19, posibles cambios en los ciclos de efectivo de la empresa, a causa de un cambio en los periodos de cobro y/o pago, o por las emisiones y repagos de deuda, que no afectan de manera directa al fondo de maniobra, pero sí indirectamente a la hora de financiarse a corto plazo con proveedores.

### **3.2. Fortalezas financieras de Grifols**

Desde el punto de vista financiero, hay ciertos elementos dentro de la cuenta de pérdidas y ganancias que influyen clara y positivamente en muchas otras métricas del mismo estado financiero, en el estado de flujos de caja, y por tanto en el balance final de la empresa, y que se deben a cuestiones de índole operativo de las que se beneficia la empresa por su intachable trayectoria.

1. En primer lugar, se pueden observar los ingresos totales, que crecen año tras año una media de 8,4%. El aumento del 25% de los volúmenes de plasma impulsó un crecimiento empresarial cercano al 23% en 2022. Gracias a una fuerte demanda en mercados como Estados Unidos, Canadá y numerosos países de la Unión Europea y Latinoamérica, las ventas dentro del negocio de las inmunoglobulinas, negocio especialmente relevante para la compañía, continúan sólidas. Por otra parte, el aumento de la demanda y los precios, los ingresos provenientes de la proteína alfa-1 han seguido aumentando (Grifols, 2023). Hay muchas razones a nivel operativo que provocan que la empresa tenga unas ventas tan sólidas y crecientes, dentro de las que cabe destacar el claro liderazgo de la empresa en ciertos mercados, específicamente en el de la producción de hemoderivados (derivados del plasma sanguíneo) y en el de suministro de plasma; por su alta cuota en mercados como el europeo o el americano, que hacen de Grifols una de las empresas de referencia con ingresos recurrentes y estables; por la red global que presenta la empresa, que diversifica su estrategia a nivel geográfico, protegiéndose de posibles contingencias en cada zona en la que está presente; por la sostenibilidad de la demanda de productos médicos, derivada de la naturaleza de los mismos para el tratamiento de diferentes trastornos; por su énfasis en la calidad y la seguridad de sus productos y tratamientos, que derivan en un altísimo índice de satisfacción por parte de los clientes; y por la adaptabilidad de la empresa a las condiciones del mercado, respondiendo a las necesidades de pacientes y profesionales. Unos ingresos totales tan estables como estos provocan que, aun teniendo costes elevados,

el margen bruto generado por la empresa sea muy elevado en comparación a competidores de la industria, y derivando en cifras EBITDA bastante atractivas para inversores que luego provocarán un aumento del flujo de caja generado, y por tanto de la caja en el balance al año siguiente.

2. Los gastos generales y de administración (SG&A) son otro de los puntos fuertes de la empresa, ya que logra mantener la cifra en niveles bastante controlados y estables. Estos gastos crecen a niveles inferiores que los ingresos totales, manteniéndose en un margen de entre 23% y 27% en todo momento. Grifols logra tener un control exhaustivo de sus gastos generales por numerosas cuestiones a nivel operativo, dentro de las que cabe destacar la eficiencia de la empresa, con prácticas perfectamente establecidas que le permiten llevar a cabo un control exhaustivo y constante de los gastos, especialmente de los indirectos; los efectos indirectos de las economías de escala de la empresa, reduciendo todo tipo de costes de administración a medida que aumenta el tamaño de la empresa; los contratos estables que tiene la compañía con proveedores y clientes, que permiten a la empresa predecir en todo momento la demanda y oferta disponible para controlar costes; y el desarrollo tecnológico y la automatización de procesos, gracias a los cuales Grifols es capaz de llevar a cabo un riguroso estudio periódico de gastos y eficiencia. Una cifra de gastos generales y de administración tan baja provoca que la figura del EBITDA se vea poco afectada, y, por tanto, el efecto en el flujo de caja, y en el balance en última instancia sea positivo.
  
3. El gasto en depreciación y amortización es el tercer punto fuerte de Grifols a nivel financiero: en un sector tan intensivo en maquinaria costosa necesaria para todas las actividades de investigación y desarrollo normal del negocio, Grifols es sin duda una de las empresas con mayor cantidad de inversión en activos fijos y maquinaria a causa de su tamaño, capacidad de producción, desarrollo tecnológico y esfuerzo en I+D+i. Por todas estas razones se podría esperar un gasto de depreciación y amortización anual con márgenes bastante elevados, pero no es el caso. El margen medio de depreciación y amortización de activos con respecto a los ingresos de la empresa es aproximadamente un 6% de media, una cifra bastante baja teniendo en cuenta lo anteriormente mencionado. La empresa tiene en cartera todo tipo de activos fijos, desde patentes y elementos de propiedad intelectual, hasta activos esenciales para los procesos de producción, almacenamiento y distribución de productos, como los centros de producción, las instalaciones de I+D+i, instalaciones de recolección y almacenamiento de plasma, equipos de laboratorio, de diagnóstico, y demás infraestructura. Aun teniendo tanto activo en cartera, el gasto de amortización de la empresa es relativamente muy bajo por cuestiones como la larga vida útil y la altísima calidad de sus activos, por el alto valor residual de sus activos, también derivado en parte de la calidad



de estos, y por la constante modernización de la empresa, entre otras. El hecho de tener un gasto de depreciación y amortización bastante menor al esperado provoca que Grifols se beneficie de un EBIT superior al esperado, pero de un flujo de caja y una caja en el balance menores (el gasto en depreciación y amortización no es un gasto de caja o de efectivo, por lo tanto, se suma de nuevo en el cálculo del flujo de caja), el efecto final es neto.

Estos tres principales puntos fuertes son herramientas muy útiles que tiene la empresa, potenciales “palancas de las que tirar” para aumentar ingresos y disminuir costes, para beneficiarse en cuanto a políticas contables, y para optimizar ratios y métricas como las mencionadas anteriormente para mejorar su valoración e imagen frente a inversores. Estas fortalezas derivan de razones puramente operativas que Grifols ha logrado gracias a una larga historia de calidad, innovación y vanguardia tecnológica.

### **3.3. Debilidades financieras de Grifols**

Por otro lado, es necesario destacar aquellos elementos de la cuenta de pérdidas y ganancias que no han tenido un rendimiento óptimo a lo largo del periodo estudiado, ya que influyen negativamente en las diferentes métricas de dicha cuenta, y en las del estado de flujos de caja.

De la cuenta de pérdidas y ganancias, el único elemento observado como negativo, o con alto margen de mejora, es el de los costes directos o coste de ventas, los llamados COGS. Estos costes crecen a un ritmo cercano al 13% año tras año, es decir, una tendencia de crecimiento más de 400 puntos básicos superior a los ingresos totales. El margen de costes directos sobre ingresos de ventas es en todo momento superior al 50%, llegando a alcanzar el 63% en el año 2022. Estos costes son especialmente elevados por numerosas razones, dentro de las que cabe destacar la complejidad y el elevado coste derivado de la fabricación de los productos de Grifols, que provocan un aumento directo de los COGS; la alta calidad de los productos de la empresa, que hace necesario el uso de materia prima de las mejores cualidades; el cumplimiento regulatorio y normativo exhaustivo en el negocio de la salud, especialmente en la biotecnología; la complejidad de la producción de estos productos, que requiere todo tipo de procesos de elevado coste; y la limitación de las economías de escala en ciertos negocios como el de los hemoderivados debido a su complejidad y coste de producción (Sarode, 2023).

Las razones por las cuales estos costes de venta son tan elevados son evidentes y lógicas, pero está claro que hay margen de mejora. Grifols intenta en todo momento reducir costes, en general, y lo consiguen claramente en el caso de los indirectos. El caso de los costes directos es bastante más complejo, por la naturaleza de la industria y por el espíritu tecnológico y de alta calidad de la empresa. Hay ciertas cuestiones que Grifols puede llevar a cabo para mejorar la eficiencia de

sus procesos y reducir los costes de ventas o directos, se tratarán en la siguiente sección de recomendaciones.

#### 4. Conclusiones

Tras los resultados obtenidos, se observa claramente como las perspectivas a futuro de Grifols son optimistas, se espera un crecimiento progresivo logrado gracias a años de inversión, esfuerzo económico y desarrollo a nivel operativo por parte de la farmacéutica. Gracias al modelo creado se puede analizar de manera clara el pasivo de la empresa, como se ha hecho en el capítulo 2 del trabajo, estudiando detenidamente cada uno de los elementos que lo componen para poder realizar las predicciones en la cuenta de pérdidas y ganancias, estado de flujos de caja, balance y ratios financieros de la compañía. Como se argumenta en los objetivos de la introducción, se ha tomado cada componente de deuda de la empresa y estudiado sus diferentes características desde su emisión hasta su posible repago o refinanciación, teniendo en cuenta cada detalle con la idea de hacer predicciones claras, objetivas y representativas, que luego derivan en estimaciones correctas en los demás estados contables, concluyendo con que Grifols es una empresa sana a nivel financiero: tiene unos niveles de deuda situados dentro de los baremos recomendados en la mayoría de casos, y métricas y márgenes correctos para la industria en la que desarrolla su actividad. Gracias a la salud mostrada a nivel financiero, las predicciones realizadas en los diferentes estados (balance, cuenta de pérdidas y ganancias y estado de flujos de caja) refuerzan la idea de que la farmacéutica catalana va a crecer durante los próximos años.

Durante principios de 2024 las circunstancias han cambiado radicalmente debido a cuestiones de actualidad que han provocado la desconfianza y el pesimismo de inversores a nivel mundial. Los problemas comenzaron en enero de ese mismo año, cuando Gotham City Research (fondo de inversión estadounidense) acusó a la empresa española de haber manipulado sus cuentas con el objetivo de ocultar el nivel de deuda de la empresa mediante informes financieros no auditados correctamente. Grifols desmintió desde el primer momento las acusaciones, pero el valor de la empresa en bolsa ha caído alrededor de un 40%, golpe del que la empresa ha ido recuperándose, volviendo a caer en sucesivas ocasiones por los sucesivos informes que Gotham City Research ha vuelto a publicar. Ambas empresas se encuentran actualmente envueltas en disputas legales con la intención de resolver la situación denunciada. El problema mencionado no se ha tenido en cuenta durante la realización del modelo, debido a la novedad de dicho evento y a la dificultad de realizar previsiones a nivel financiero en base a un acontecimiento tan espontáneo y atípico. Muchos inversores prevén la recuperación de la farmacéutica a corto plazo, provocando una leve repercusión en los estados financieros de la empresa.

Dejando a un lado escándalos y litigios, y analizando la compañía desde un punto de vista puramente financiero e inductivo, como se indica en los objetivos del trabajo, se reitera la idea de que Grifols es una empresa sana a nivel financiero, con un nivel de deuda positivo que permitirá

un crecimiento progresivo del negocio y la implantación de las recomendaciones propuestas en el siguiente capítulo para el desarrollo empresarial a nivel operativo además de financiero.

## **5. Recomendaciones**

Con el objetivo de ayudar a Grifols a reducir los costes de venta sería recomendable tomar ciertas medidas a nivel operacional y estratégico que fortalezcan la salud financiera de la empresa, ayudándola a mejorar sus márgenes y fomenten la calidad de los procesos y productos finales.

Hay dos tipos de medidas no excluyentes: las medidas sencillas, de fácil implementación, que se pueden implantar en el corto plazo y ayudarán a la empresa de manera directa; y de compleja implantación, medidas que se deben implantar en el medio plazo y ayudarán a la empresa de manera directa e indirecta: tardarán más en implantarse, pero los efectos serán más beneficiosos para la empresa.

### **Medidas de sencilla implantación**

- Optimización de procesos productivos: con la idea de identificar cualquier tipo de ineficiencia y solventarla para reducir costes de manera clara y rápida. Para llevar a cabo esta medida, sería necesario analizar de manera completa todos los procesos de producción de la empresa, ordenarlos en función de su eficiencia o su complejidad, e ir solventándolas progresivamente para reducir los costes de la empresa, utilizando metodologías de optimización de procesos como Six Sigma, TQM, Lean Management o Kaizen, entre otras.
- Alianzas con proveedores: crear alianzas estratégicas con los proveedores actuales de la empresa o con nuevos distribuidores que ofrezcan mejores condiciones, con la idea de firmar acuerdos con condiciones más favorables, a largo plazo, más eficientes... Una derivada de esta medida sería ejercer presión sobre los abastecedores actuales, llevando a cabo negociaciones “personalizadas” con la idea de forzar de cierta manera a cada uno de los proveedores de la empresa consiguiendo así mejores condiciones y reduciendo sus costes directos de producción. Otra alternativa, compatible con la anterior, sería diversificar proveedores, para reducir el poder negociador de estos, reduciendo así los costes directos de la empresa.
- Gestión más eficiente del inventario: que permitiría una gestión adecuada de las mercancías, consiguiendo evitar pérdidas por daños, reducir los costes de almacenamiento y optimizar los ciclos de compra y la planificación de los flujos de caja. Una gestión más eficiente de inventario puede incluso ayudar a identificar nuevas oportunidades de negocio. Esta optimización de la eficiencia del inventario se podría conseguir mediante el uso de sistemas y técnicas de control de inventarios, tanto del periódico como del perpetuo. También sería positivo verificar si los sistemas de etiquetado de productos (códigos de barras, RFID y unidades de mantenimiento de existencias (SKU) son adecuados a estos efectos. Sería conveniente asimismo analizar la posibilidad de utilizar tecnologías como el

Internet of Things (IoT) o el internet de las cosas, basado en la incorporación de sensores a diferentes activos o inventario en los procesos productivos de la empresa, conociendo en todo momento la afluencia, volumen y demanda de materiales y productos, asegurando una rotación óptima de los productos reduciendo así los costes directos de producción.

- Formación de personal: llevar a cabo una capacitación de los trabajadores ya presentes en la empresa en nuevas tecnologías y procesos productivos eficientes, o realizar contrataciones de empleados cualificados en la industria, con la idea de requerir menos mano de obra o materias primas, reduciendo ineficiencias, logrando así disminuir los costes directos de producción. La formación del personal debería estar encaminada también a conseguir la polivalencia de los empleados, lo que permitiría optimizar recursos al posibilitar que se comparta personal entre áreas con necesidades de recursos en distintos momentos temporales, y reubicar a los empleados de áreas con periodos ociosos en otras áreas de la empresa que precisen ayuda.
- Eficiencia energética: tomar medidas de ahorro con la idea de reducir cualquier tipo de gasto de energía excesivo en todos los ámbitos de producción directa de la empresa, para reducir así los costes directos. También la puesta en marcha de proyectos de utilización de energías renovables puede ser una buena alternativa, más aun teniendo en cuenta las numerosas ayudas y subvenciones que existen en la actualidad para el cambio a energías sostenibles, provenientes tanto de la Unión Europea, como de los estados, las comunidades autónomas o los ayuntamientos.

### **Medidas de compleja implantación**

- Reciclaje de materiales: analizar más a fondo cada uno de los procesos de elaboración teniendo en cuenta todo tipo de insumos que puedan generarse a lo largo de la cadena de producción y tratar de reciclarlos en algún otro proceso. Esta medida sería más compleja de implantar por el nivel de detalle y análisis necesario de cada uno de los procesos, y por tratarse de una industria en la que los estándares de limpieza y esterilidad de instrumentos es tan relevante. La implementación de esta medida podría suponer una clara reducción de los costes directos de producción.
- Creación de modelos de producción flexibles: establecer procesos que tengan la capacidad de adaptarse a la demanda del mercado, y variar de manera dinámica en función de la misma. Esta medida sería compleja de implantar por la tecnología necesaria para llevarla a cabo y por la alta inversión inicial requerida, pero su ejecución podría derivar en una reducción de costes directos de producción que facilitarían la rápida recuperación de la inversión inicial.

- Externalización de procesos: crear nuevas relaciones con productores de la cadena de valor y encargárselos a ellos la elaboración de ciertos materiales necesarios para la producción final de Grifols. Se tendrían que analizar métodos de fabricación para ver cuáles son los menos eficientes y encargárselos a productores externos. Es una medida compleja por numerosas razones, como por la posible pérdida de calidad de la empresa, ya que Grifols tiene unos estándares muy altos, o por la dificultad de encontrar un productor de bajo coste, ya que Grifols tiene procesos bastante eficientes. Esta medida permitiría a la empresa reducir sus costes directos de producción en un plazo de tiempo muy reducido.
- Innovación del empaquetado: uno de los costes de producción más elevados de la empresa es el empaquetado de sus productos, ya que los estándares de seguridad exigidos son muy elevados en comparación con otras industrias, y ello encarece enormemente la producción. La medida a implantar sería crear un proyecto de investigación externalizado o dentro de la sección de I+D+i de la empresa con la idea de desarrollar un método de empaquetado más barato, que permita a la empresa continuar cumpliendo los estándares de seguridad, fomentando la calidad del producto y el embalaje y/o empaquetado, y reduciendo los costes directos de producción de la empresa. Hay que tener en cuenta también, y analizar, por tanto, las numerosas ayudas, subvenciones y exenciones existentes para I+D+i.

Es evidente que la implantación de las ideas presentadas es compleja, ya que se trata de una empresa con procesos de producción estudiados y establecidos, con muy poco margen de mejora en cuanto a eficiencia.

En conclusión, la reducción de los costes directos o coste de ventas de Grifols es algo complejo, y requiere el uso de un enfoque estratégico y analítico que tenga en cuenta todos los aspectos del proceso de producción y de la cadena de valor. La implantación de alguna de estas medidas de calidad no sólo beneficiaría a Grifols en el corto y medio plazo, sino que todas ellas serían de gran ayuda para la empresa en el largo plazo, de manera sostenida, ya que todas mejorarían su imagen de cara al público, fomentando, entre otras cosas, una valoración superior de la misma. Es esencial que una empresa del tamaño y prestigio de Grifols esté en constante evolución y reciclaje, analizando de manera continua todos sus procesos, e incentivando, aunque sea costoso y lento, un pensamiento innovativo y flexible de todos los empleados de la empresa. Implantar estas medidas ayudaría directamente a la empresa a reducir costes directos y ser más eficiente, e indirectamente a fortalecer la posición de la empresa en el sector y ganar cuota de mercado.

## 6. Declaración de Uso de Herramienta de Inteligencia Artificial Generativa

Por la presente, yo, Pablo Martínez Galindo, estudiante de Administración y Dirección de Empresas y Business Analytics de la Universidad Pontificia Comillas al presentar mi Trabajo Fin de Grado titulado "Valoración de la deuda financiera de Grifols S.A.", declaro que he utilizado la herramienta de Inteligencia Artificial Generativa ChatGPT u otras similares de IAG de código sólo en el contexto de las actividades descritas a continuación:

1. **Brainstorming de ideas de investigación:** Utilizado para idear y esbozar posibles áreas de investigación.
2. **Traductor:** Para traducir textos de un lenguaje a otro.

Afirmo que toda la información y contenido presentados en este trabajo son producto de mi investigación y esfuerzo individual, excepto donde se ha indicado lo contrario y se han dado los créditos correspondientes (he incluido las referencias adecuadas en el TFG y he explicitado para que se ha usado ChatGPT u otras herramientas similares). Soy consciente de las implicaciones académicas y éticas de presentar un trabajo no original y acepto las consecuencias de cualquier violación a esta declaración.

Fecha: 19 de marzo de 2024

Firma: Pablo Martínez Galindo



## 7. Referencias bibliográficas

Bolsamanía. (2022, febrero 28). El beneficio neto de Grifols cae un 70% en 2021 por el impacto del Covid. *Bolsamania.com*. <https://www.bolsamania.com/noticias/resultados-anuncios/el-beneficio-neto-de-grifols-cae-un-70-en-2021-por-el-impacto-del-covid--9300646.html>

Breaking Into Wall Street. (2015). Investment Banking interview Guide: #1 Interview Prep guide. <https://breakingintowallstreet.com/investment-banking-interview-guide/>

Consejo Económico y Social de las Naciones Unidas, Comisión económica para América Latina, Comité de cooperación económica del istmo centroamericano, Subcomité centroamericano de electrificación y recursos hidráulicos, Grupo regional sobre tarifas eléctricas, & Jiménez, E. (1970). La depreciación y amortización de los activos fijos de la industria eléctrica de los países del istmo centroamericano. En Repositorio Cepal. <https://repositorio.cepal.org/server/api/core/bitstreams/8feb5c66-7e30-465a-8405-a5539fb497f3/content>

Cornejo Gómez, I. I. (2023). El estado de flujos de efectivo y su influencia en la toma de decisiones en la Empresa Asociación Educativa Benavides en el año 2021 [Tesis de Contadora Pública]. Universidad Ricardo Palma, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Escuela Profesional de Contabilidad y Finanzas, Lima, Perú.

Diferencia entre bonos garantizados y no garantizados. (s. f.). *Differkinome*. <https://es.differkinome.com/articles/investment-finance-business/difference-between-secured-and-unsecured-bond.html>

elEconomista.es. (s.f.). *Crédito revolving: Qué es - Diccionario de Economía*. <https://www.eleconomista.es/diccionario-de-economia/credito-revolving>

González Cruz, A. (2014). *La manipulación del Líbor y el Euríbor* [Trabajo de fin de grado, Universidad de La Laguna]. <https://riull.ull.es/xmlui/bitstream/handle/915/318/Manipulacion%20del%20Liber%20y%20Euribor.pdf?sequence=1&isAllowed=y>

Grifols. (2018). *Cuentas anuales auditadas. Grifols página oficial*. <https://www.grifols.com/documents/3625622/368sp.pdf/c6b88aaa-bf33-42c2-a45b-37b4f164608f?t=1551346443012>

- Grifols. (2019). *Cuentas anuales auditadas. Grifols página oficial*.  
[grifols.com/documents/3625622/3683804/CCAA+-+CONS+2019.pdf/87bef05d-4785-4b2d-abe3-a7cd1d6f50a8?t=1582793421862](https://grifols.com/documents/3625622/3683804/CCAA+-+CONS+2019.pdf/87bef05d-4785-4b2d-abe3-a7cd1d6f50a8?t=1582793421862)
- Grifols. (2020). *Cuentas anuales auditadas. Grifols página oficial*.  
[grifols.com/documents/3625622/3684471/Cuentas+Anuales+Consolidadas+2020.pdf/79d7e693-e49a-4702-b3ab-e46f18911eb2?t=1614326757488](https://grifols.com/documents/3625622/3684471/Cuentas+Anuales+Consolidadas+2020.pdf/79d7e693-e49a-4702-b3ab-e46f18911eb2?t=1614326757488)
- Grifols. (2021). *Cuentas anuales auditadas. Grifols página oficial*.  
[grifols.com/documents/3625622/3947114/003-CONS-JGA-es.pdf/d3e29a84-6934-7a51-9c7c-fd117c431f08?t=1652108077001](https://grifols.com/documents/3625622/3947114/003-CONS-JGA-es.pdf/d3e29a84-6934-7a51-9c7c-fd117c431f08?t=1652108077001)
- Grifols. (2022). *Cuentas anuales auditadas. Grifols página oficial*.  
[grifols.com/documents/3625622/5135801/CCAACC-2022-es.pdf/94b600a5-9e2f-7365-87a9-39ccb24aa2bc?t=1677743950091](https://grifols.com/documents/3625622/5135801/CCAACC-2022-es.pdf/94b600a5-9e2f-7365-87a9-39ccb24aa2bc?t=1677743950091)
- Lizarbúru, E., Gómez, G., & López, R. B. (2016). Ratios Financieros, guía de uso. En ResearchGate (N.o 978-607-97272-0-8). [https://www.researchgate.net/profile/Gerardo-Gomez-4/publication/307930856\\_RATIOS\\_FINANCIEROS\\_GUIA\\_DE\\_USO/links/6008a655a6fdcccb86baabb/RATIOS-FINANCIEROS-GUIA-DE-USO.pdf](https://www.researchgate.net/profile/Gerardo-Gomez-4/publication/307930856_RATIOS_FINANCIEROS_GUIA_DE_USO/links/6008a655a6fdcccb86baabb/RATIOS-FINANCIEROS-GUIA-DE-USO.pdf)
- Mavila H, D. (2004). Garantías crediticias. *Industrial Data*, 7(1), 61-64.
- Norma 7a Cuenta de Pérdidas y Ganancias (NECA 7a). (2017, 17 enero). Iberley.  
<https://www.iberley.es/temas/norma-8-estado-cambios-patrimonio-neto-neca-8-59375>
- Página oficial de Grifols S.A. (2023). *Grifols S.A.* <https://www.grifols.com/es/home>
- ¿Qué es el IoT? (s. f.). Oracle.com. <https://www.oracle.com/es/internet-of-things/what-is-iot/>
- Ratio de deuda/EBITDA o DFN/EBITDA. (s. f.). Estrategias de Inversión.  
<https://www.estrategiasdeinversion.com/herramientas/diccionario/analisis-fundamental/ratio-de-deuda-ebitda-o-dfn-ebitda-t-1134>
- Relación deuda / EBITDA (relación deuda / EBITDA). (2021, 29 julio). Traders.Studio.  
[https://traders.studio/relacion-deuda-ebitda-relacion-deuda-ebitda/?utm\\_content=cmp-true](https://traders.studio/relacion-deuda-ebitda-relacion-deuda-ebitda/?utm_content=cmp-true)
- Sánchez Galán, J. (2020, 1 mayo). Bono corporativo. *Economipedia*.  
<https://economipedia.com/definiciones/bono-corporativo.html>

Sarode, R. (2022, febrero). Hemoderivados. Manual MSD.

<https://www.msmanuals.com/es/professional/hematolog%C3%ADa-y-oncolog%C3%ADa/medicina-transfusional/hemoderivados>

Schmidt, J. (s. f.). Three Financial Statements. En Corporate Finance Institute.

<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/accounting/three-financial-statements/>

Segal, T. (2022). Term Loan Definition, Types, and Common Attributes. En Investopedia.

<https://www.investopedia.com/terms/t/termloan.asp>

Velayos Morales, V. (2020, 1 marzo). Euríbor. Economipedia.

<https://economipedia.com/definiciones/euribor.html>

Zamora, E. (2020, 19 junio). Todo sobre el Fondo de Maniobra (con Ejemplos). Contabilidae.

<https://www.contabilidae.com/fondo-de-maniobra/>

## Anexo

### GRIFOLS

(miles de euros)

1	CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS	2018	2019	2020	2021	2022	Forecast				
							2023E	2024E	2025E	2026E	
	<b>Total Revenue</b>	<b>4,486,724</b>	<b>5,098,691</b>	<b>5,340,038</b>	<b>4,933,118</b>	<b>6,063,967</b>	<i>average</i>	<b>6,573,340</b>	<b>7,099,207</b>	<b>7,596,152</b>	<b>8,051,921</b>
	% Growth	n.a.	13.6%	4.7%	-7.6%	22.9%	8.4%	8.4%	8.0%	7.0%	6.0%
	<b>COGS</b>	<b>(2,437,164)</b>	<b>(2,757,459)</b>	<b>(3,084,873)</b>	<b>(2,970,522)</b>	<b>(3,832,437)</b>		<b>(4,215,681)</b>	<b>(4,595,092)</b>	<b>(4,916,748)</b>	<b>(5,162,586)</b>
	% Growth	n.a.	13.1%	11.9%	-3.7%	29.0%	12.6%	10.0%	9.0%	7.0%	5.0%
	<b>Gross Margin (Bfco. Bruto)</b>	<b>2,049,560</b>	<b>2,341,232</b>	<b>2,255,165</b>	<b>1,962,596</b>	<b>2,231,530</b>		<b>2,357,660</b>	<b>2,504,115</b>	<b>2,679,404</b>	<b>2,889,335</b>
	% Margin	45.7%	45.9%	42.2%	39.8%	36.8%		35.9%	35.3%	35.3%	35.9%
	% Growth	n.a.	14.2%	-3.7%	-13.0%	13.7%		5.7%	6.2%	7.0%	7.8%
	<b>SG&amp;A &amp; other expenses (OpEx)</b>	<b>(1,055,436)</b>	<b>(1,209,867)</b>	<b>(1,259,033)</b>	<b>(1,367,532)</b>	<b>(1,425,850)</b>		<b>(1,538,492)</b>	<b>(1,646,187)</b>	<b>(1,728,496)</b>	<b>(1,780,351)</b>
	% Margin	23.5%	23.7%	23.6%	27.7%	23.5%		23.4%	23.2%	22.8%	22.1%
	% Growth	n.a.	14.6%	4.1%	8.6%	4.3%	7.9%	7.9%	7.0%	5.0%	3.0%
	<b>EBIT</b>	<b>994,124</b>	<b>1,131,365</b>	<b>996,132</b>	<b>595,064</b>	<b>805,680</b>		<b>819,167</b>	<b>857,929</b>	<b>950,908</b>	<b>1,108,984</b>
	% Margin	22.2%	22.2%	18.7%	12.1%	13.3%		12.5%	12.1%	12.5%	13.8%
	% Growth	n.a.	14%	-12%	-40%	35%		1.7%	4.7%	10.8%	16.6%
	<b>D&amp;A</b>	<b>(228,609)</b>	<b>(302,455)</b>	<b>(321,533)</b>	<b>(359,767)</b>	<b>(407,864)</b>		<b>(473,122)</b>	<b>(548,822)</b>	<b>(636,633)</b>	<b>(738,495)</b>
	% Growth	n.a.	32.3%	6.3%	11.9%	13.4%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%
	<b>EBITDA (Rdo. Explotación)</b>	<b>1,222,733</b>	<b>1,433,820</b>	<b>1,317,665</b>	<b>954,831</b>	<b>1,213,544</b>		<b>1,292,290</b>	<b>1,406,751</b>	<b>1,587,541</b>	<b>1,847,479</b>
	% Margin	27%	28%	25%	19%	20%		20%	20%	21%	23%
	% Growth	n.a.	17.3%	-8.1%	-27.5%	27.1%		6.5%	8.9%	12.9%	16.4%
	<b>Adjustments</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>		<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
	<b>Adj. EBITDA</b>	<b>1,222,733</b>	<b>1,433,820</b>	<b>1,317,665</b>	<b>954,831</b>	<b>1,213,544</b>		<b>1,292,290</b>	<b>1,406,751</b>	<b>1,587,541</b>	<b>1,847,479</b>
	% Margin	27.3%	28.1%	24.7%	19.4%	20.0%		19.7%	19.8%	20.9%	22.9%
	% Growth	n.a.	17.3%	-8.1%	-27.5%	27.1%		6.5%	8.9%	12.9%	16.4%

Respecto a IFRS16: "Las actividades del Grupo como arrendador no son materiales y, por lo tanto, la aplicación de la IFRS 16 en el Grupo no tuvo un impacto significativo en las cuentas anuales consolidadas."

2	ESTADO DE FLUJOS DE CAJA	2018	2019	2020	2021	2022		2023E	2024E	2025E	2026E
	<b>EBITDA (Rdo. Explotación)</b>	<b>1,222,733</b>	<b>1,433,820</b>	<b>1,317,665</b>	<b>954,831</b>	<b>1,213,544</b>	<b>AVG</b>	<b>1,292,290</b>	<b>1,406,751</b>	<b>1,587,541</b>	<b>1,847,479</b>
	+/- Ch. NWC	-109547	-467666	126883	-133833	-600209	-236874.4	-236874.4	-189499.52	-165812.08	-142124.64
	Taxes on EBIT	-111585	-107797	-131510	-30595	-196436		-117291.84	-126982.22	-150226.91	-189746.11
	+/- other OCF items	-27933	-34777	-39431	51408	44532	-1240.2	-1240.2	-1240.2	-1240.2	-1240.2
	<b>OCF</b>	<b>973,668</b>	<b>823,580</b>	<b>1,273,607</b>	<b>841,811</b>	<b>461,431</b>		<b>936,883</b>	<b>1,089,029</b>	<b>1,270,262</b>	<b>1,514,368</b>
	<b>Maintenance CapEx</b>	<b>-307172</b>	<b>-409597</b>	<b>-362288</b>	<b>-292559</b>	<b>-280903</b>		<b>-397382.46</b>	<b>-429173.05</b>	<b>-459215.17</b>	<b>-486768.08</b>
	Growth CapEx										
	Lease Payments			-79037	-82692	-104287			cannot be predicted		
	<b>CFADS</b>	<b>666,496</b>	<b>413,983</b>	<b>832,282</b>	<b>466,560</b>	<b>76,241</b>		<b>539,501</b>	<b>659,856</b>	<b>811,047</b>	<b>1,027,600</b>
	Maint. CapEx as a % of Total sales	6.8%	8.0%	6.8%	5.9%	4.6%	6.4%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
	Interest expense/income	-218284	-226692	-152015	-154713	-346333		-350000	-350000	-350000	-350000
	Other items	54047	-109999	-35191	-116471	-167443		-133954.4	-133954.4	-133954.4	-133954.4
	<b>CFA for ppal. Repayment</b>	<b>502,259</b>	<b>77,292</b>	<b>645,076</b>	<b>195,376</b>	<b>(437,535)</b>		<b>55,546</b>	<b>175,901</b>	<b>327,092</b>	<b>543,646</b>
	- additional itelms -										
	Debt repayed	-141932	-127594	-272877	-495327	-1207253					
	Debt issued	179350	120079	108541	3324399	1134168					
	Asset sale/acquisition	-524081	-119745	-468589	-519128	-1533264			cannot be predicted		
	Equity issued/repurchased	386207	-18	0	-125703	-3459					
	Dividends issued/received	-275783	-234271	-103075	-247498	10125					
	<b>Total cash flow</b>	<b>126,020</b>	<b>(284,257)</b>	<b>(90,924)</b>	<b>2,132,119</b>	<b>(2,037,218)</b>		<b>55,546</b>	<b>175,901</b>	<b>327,092</b>	<b>543,646</b>
	FX	39027	20402	-60155	55459	35551		0	0	0	0
	<b>Total cash flow II</b>	<b>165,047</b>	<b>(263,855)</b>	<b>(151,079)</b>	<b>2,187,578</b>	<b>(2,001,667)</b>		<b>55,546</b>	<b>175,901</b>	<b>327,092</b>	<b>543,646</b>

3	BALANCE: DEUDA FINANCIERA	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	
		importe en libros (saldo vivo)									
CCAAAs											
18	'17 USD TLA L+1,75% 2023	1,949,782	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
18	'17 EUR TLA E+1,75% 2023	576,650	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
18	'17 USD TLB L+2,25% 2025	2,548,035	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
18	'17 USD RCF L+1,75% 2023	262,009	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
18	'15 EUR BEI 2,4% 2025	63,750	53,125	42,500	31,875	21,250	21,250	21,250	21,250	21,250	
18	'17 EUR BEI 2,02% 2027	85,000	74,375	63,750	53,125	42,500	42,500	42,500	42,500	42,500	
18	'18 EUR BEI 2,15% 2028	85,000	85,000	74,375	63,750	53,125	53,125	53,125	53,125	53,125	
19	'19 EUR SSN 2,25% 2027		770,000	770,000	770,000						
19	'19 EUR SSN 1,625% 2025		905,000	905,000	905,000	1,577,465					
19	'19 EUR TLB E+2,25% 2027		1,346,400	1,332,800	1,258,554	1,255,285	1,255,285	1,255,285	1,255,285	1,255,285	
19	'19 USD TLB L+2% 2027		2,204,900	2,002,615	2,037,471	2,163,773	2,163,773	2,163,773	2,163,773	2,163,773	
19	'19 USD RCF L+1,5% 2025		445,434	817,394	882,924	937,559	937,559	937,559	937,559	937,559	
	<b>Total 1L senior debt</b>	<b>5,570,226</b>	<b>5,884,234</b>	<b>6,008,434</b>	<b>6,002,699</b>	<b>6,050,957</b>	<b>6,050,957</b>	<b>6,050,957</b>	<b>6,050,957</b>	<b>6,050,957</b>	
18	'17 EUR SUN 3,2% 2025	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	
21	'21 EUR SUN 3,875% 2028				1,400,000	1,400,000	1,400,000	1,400,000	1,400,000	1,400,000	
21	'21 USD SUN 4,75% 2028				622,462	660,979	660,979	660,979	660,979	660,979	
	<b>Total gross debt</b>	<b>6,570,226</b>	<b>6,884,234</b>	<b>7,008,434</b>	<b>9,025,161</b>	<b>9,111,936</b>	<b>9,111,936</b>	<b>9,111,936</b>	<b>9,111,936</b>	<b>9,111,936</b>	
	Cash on BS	-1,033,792	-741,982	-579,647	-655,493	-549,979	-605,525	-781,427	-1,108,519	-1,652,164	
	<b>Net total debt</b>	<b>5,536,434</b>	<b>6,142,252</b>	<b>6,428,787</b>	<b>8,369,668</b>	<b>8,561,957</b>	<b>8,506,411</b>	<b>8,330,509</b>	<b>8,003,417</b>	<b>7,459,772</b>	

4	RATIOS	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
	Gross Debt / EBITDA	5.37x	4.80x	5.32x	9.45x	7.51x	7.05x	6.48x	5.74x	4.93x
	% growth		-11%	11%	78%	-21%	-6%	-8%	-11%	-14%
	Net Total Debt / EBITDA	4.53x	4.28x	4.88x	8.77x	7.06x	6.58x	5.92x	5.04x	4.04x
	% growth		-5%	14%	80%	-20%	-7%	-10%	-15%	-20%
	Net 1L Debt / EBITDA	3.71x	3.59x	4.12x	5.60x	4.53x	4.21x	3.75x	3.11x	2.38x
	% growth		-3%	15%	36%	-19%	-7%	-11%	-17%	-24%
	EBITDA / Interest expense	5.60x	6.32x	8.67x	6.17x	3.50x	3.69x	4.02x	4.54x	5.28x
	% growth		13%	37%	-29%	-43%	5%	9%	13%	16%
	CFADS / Interest expense	3.05x	1.83x	5.47x	3.02x	0.22x	1.54x	1.89x	2.32x	2.94x
	% growth		-40%	200%	-45%	-93%	600%	22%	23%	27%

(Capturas de pantalla del modelo de valoración de deuda de Grifols construido en Excel a partir de las cuentas anuales de la empresa)