



ICADE BUSINESS SCHOOL
MÁSTER UNIVERSITARIO EN FINANZAS

Valoración de una empresa farmacéutica por
Descuento de Flujos de Caja y Múltiplos

Autor: José Manuel Ramírez Valle

Director: Pedro Mirete Ferrer

Madrid,
Junio 2018.

José Manuel
Ramírez
Valle

**VALORACIÓN DE UNA EMPRESA FARMACÉUTICA POR DESCUENTO DE
FLUJOS DE CAJA Y MÚLTIPLOS**



Resumen

El objeto principal de este estudio es la aplicación de los conocimientos adquiridos en el Máster de finanzas a través de la puesta en práctica de un análisis de la empresa farmacéutica GRIFOLS S.A. y su posterior valoración. Dicha valoración cubrirá tanto el ámbito estratégico como el negocio en sí mismo, además de un análisis exhaustivo de dicha compañía. Para abordar el análisis, nos apoyaremos en el método de valoración mediante el descuento de flujo de caja y Múltiplos Comparables. El objetivo final será de realizar una propuesta y recomendación de inversión en la empresa en cuestión.

Palabras clave:

Valoración, descuento de flujo de caja, Múltiplos comparables, Grifols S.A.

Abstract.

The main objective of this study is the application of the knowledge acquired in the Master of Finance through the implementation of an analysis and its subsequent evaluation of the pharmaceutical company GRIFOLS S.A. This valuation will cover both the strategic and the business scope as well as a thorough analysis of the company. To address these analyzes, we will rely on the valuation method by discounted cash flows and comparable multiples. The final objective will be to provide an investment recommendation on the company in question.

Key words:

Valuation, Discounted Cash Flows, Comparable Multiples, Grifols S.A.

Contenido

1. Introducción.....	6
1.1 Introducción del estudio	6
1.2 Obtención de la información	6
1.3 Estructura.....	6
1.4 Metodología.....	7
2. Marco Teórico	8
2.1 Introducción al Marco Teórico	8
2.2 Valoración y los métodos empleados	8
2.3 Métodos Objetivos.....	10
2.4 Free Cash Flow	12
Figura 1. BAIT	12
Figura 2. FCF.....	12
2.5 Múltiplos comparables	15
3. Análisis Estratégico y de Negocio.....	18
3.1 Introducción de la compañía.....	18
3.2 Estrategia de la compañía.....	19
3.3 Organización.....	20
3.4 Análisis del Sector (PORTER).....	21
Figura 3: Las 5 Fuerzas de PORTER	21
3.5 Análisis DAFO	22
Figura 4: MATRIZ DAFO	24
3.6 Análisis de los competidores	24
Figura 5 y 6: Ventas y beneficio de los principales competidores	25
4. Análisis Financiero	26
4.1 Balance	26
Figura: 7 Estructura del Capital Suscrito.....	27
4.2 Fondo de maniobra	27
Figura 8. Fondo de Maniobra	28
4.3 Ratios.....	28
Figura 9. Ratios de Solvencia	29
Figura 10. Ratios de Liquidez	29
4.4 Análisis de la compra de HOLOGIC.....	29
5. Valoración de la Compañía	31
5.1 Método de Flujos de caja.....	31

Figura 11. Cálculo de flujo de Caja Libre	31
Figura 12. Tabla de Crecimiento Económico.....	32
Figura 13. Tabla: WACC	33
Figura 14. Tabla: Flujos de Caja Libre.....	36
5.2 Método de Múltiplos Comparables	37
Figura 15: Tabla Resumen de Múltiplos Comparables.	37
Figura 16: Tabla Resumen Valoración por Múltiplos	39
6. Conclusiones.....	40
Figura 17: Tabla Precio Final objetivo.	40
7. Bibliografía.....	42
8. Anexos.....	44

1. Introducción

1.1 Introducción del estudio

El estudio tiene como propósito principal la puesta en práctica de los conocimientos adquiridos a lo largo del año en el máster. Dichos conocimientos, adquiridos en las asignaturas de finanzas corporativas y análisis y gestión financiera, se centran en el análisis y valoración de empresas.

Este estudio tiene como objetivo fundamental la valoración de la empresa farmacéutica Grifols S.A. desde varios puntos de vista. Se analizará la estrategia y el negocio a través de los métodos de valoración de descuento de flujo de caja y de múltiplos comparables, cuantificando los resultados, con el fin de poder elaborar una recomendación de inversión o desinversión en la empresa.

La motivación de la elección de este trabajo se basa principalmente en mi gran interés por las finanzas corporativas y, en concreto, en M&A. Bajo mi punto de vista, esta valoración me proporciona una oportunidad de poner en práctica los conocimientos adquiridos durante este máster y centrarlos en este campo de trabajo. Dicha valoración me brinda la oportunidad de analizar en profundidad una empresa española de tanto prestigio como lo es Grifols S.A. en el ámbito farmacéutico y suministros sanitarios, un sector que considero muy interesante y con gran repercusión.

1.2 Obtención de la información

Para realizar dicho análisis se deberá primero recopilar la información de fuentes fiables y verificadas, con el objetivo de cuantificar y proporcionar unos resultados veraces. Se procederá a obtener la información de fuentes oficiales como es la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) donde se registran todas las cuentas consolidadas de la empresa. Por otro lado, la página corporativa de la empresa, donde se registra la gran mayoría de la información necesaria para el análisis y, por último, la plataforma de Thomson Reuters donde se dispone de una amplia selección de información y de datos comparables para implementar en el estudio.

1.3 Estructura

El estudio tendrá la siguiente estructura, dividida en varios apartados con el objetivo de organizarlo de la mejor manera posible y simplificar la visualización de los resultados obtenidos.

1. Marco Teórico: Esta primera parte comprende el marco teórico del estudio. Dicho marco explicará en profundidad en qué consisten ambos métodos de valoración que se llevarán a cabo.
2. Análisis estratégico y de negocio: En esta segunda parte se abordarán aspectos más estratégicos y de negocio. Dicho apartado tendrá un carácter enfocado al análisis de las fortalezas y debilidades, cinco fuerzas de Porter y la competencia.
3. Valoración: En la tercera parte del estudio se centrará en la valoración financiera de la compañía, mediante los dos métodos mencionados anteriormente, con el objetivo de ofrecer datos suficientes para elaborar una recomendación de inversión o desinversión.

4. Conclusiones: En este último apartado se llevará a cabo el análisis de los datos obtenidos y se proporcionarán conclusiones que tendrán como objetivo final la recomendación.

1.4 Metodología

En cuanto a la metodología aplicada en el estudio se partirá, en primer lugar, de una recopilación y posterior análisis en profundidad de la información recabada, con el objetivo de fundamentar de la mejor manera posible la valoración. Para la valoración también se revisarán las fuentes académicas que se implementan en el desarrollo de éste, para así asegurar el correcto estudio de la empresa.

La obtención de la información, tanto académica como la información corporativa y contable, ha sido obtenida de manera fácil y cómoda ya que se trata de una empresa cotizada que publica información consolidada de forma periódica. Al ser una empresa cotizada, tiene la obligación de presentar de forma transparente todos sus balances y cuentas anuales consolidadas. Actualmente la empresa auditora encargada de consolidar las cuentas de Grifols S.A. es la empresa K.P.M.G Auditores S.L.

Una vez recabada toda la información contable sobre la compañía, procederemos para su valoración, al estudio sobre el mercado y sus principales competidores. Al ser ésta una empresa internacional, se hará una distinción por áreas geográficas y, en cuanto a sus principales competidores, destacan: *CSL Behring*, *Shire* y *Octopharma*. Con esto se quiere dar una visión general y global de la compañía y de su posición en el mercado.

2. Marco Teórico

2.1 Introducción al Marco Teórico

Para llevar a cabo una valoración se ha de abordar una serie de factores clave que ya se han mencionado con anterioridad. La realización de una correcta valoración es un proceso complejo y meticuloso puesto que se trata de elaborar una recomendación en base a los datos obtenidos. Dicha recomendación puede ser tanto de inversión, de desinversión o de mantenimiento en la empresa.

Cada análisis se nutre de la perspectiva individual de cada analista, ya que cada uno dará más importancia a unos u otros elementos, por lo que hay que tener en cuenta la subjetividad de cada uno. Esto se traduce en que no hay una valoración completamente cierta o incierta, sino que, tanto la variedad de las fuentes empleadas como la selección de éstas deben estar siempre justificadas y argumentadas.

En base a fundamentar adecuadamente, debemos empezar por una investigación, tanto de la empresa como del sector en el que opera, centrándonos en los elementos que afectan directa o indirectamente al desarrollo de la empresa. Una vez realizado y definido el estudio, se procede a realizar su valoración.

2.2 Valoración y los métodos empleados

La valoración de una empresa es un proceso complejo e influenciado por diversos factores, tanto internos como externos. Los primeros se originan en el seno de la empresa y suponen una base sólida para la toma de decisiones. Esto facilita el planteamiento estratégico de la compañía, estableciendo una política de dividendos adecuada e identificando las áreas que crean o destruyen valor dentro de la misma.

En cuanto a factores externos, se trata de contrastar ante terceros el valor de la empresa. Esto puede tener diferentes objetivos entre los que destacan los siguientes: En primer lugar, la transmisión de la propiedad a terceros o posibles fusiones con otras entidades. Otra de las opciones se centra en las posibles emisiones de acciones, de deuda o de financiación bancaria y, por último, las expropiaciones o nacionalizaciones e incluso la posible liquidación de ésta.

En términos generales, la valoración de empresas proporciona, bajo mi punto de vista, una fuente de información de vital importancia. En este sentido, proporciona datos a la gestión de la compañía que identifican el grado de utilidad del negocio y el grado de acierto en su gestión. Esto establece las pautas y objetivos a seguir dentro de la planificación estratégica. De ahí la gran variedad de métodos de valoración existentes.

Profundizando en los métodos de valoración, a mi juicio, se deben inicialmente identificar una serie de elementos clave para poder desarrollar una valoración adecuada en torno a ellos. Habría que comenzar por la identificación de las estrategias llevadas a cabo por la empresa, siguiendo por las características económico-financieras de ésta. Una vez identificados los factores internos específicos, se procederá a identificar los factores externos, que abarcan tanto la competencia directa e indirecta, como las características de los países en los que se invierte.

Según PABLO FERNÁNDEZ CARABIAS (2008)¹ en materia de valoración de empresas, “*Los métodos conceptualmente “correctos” para valorar empresas con expectativas de continuidad son principalmente los basados en el descuento de flujos de fondos*”. Haciendo referencia a lo mencionado, el descuento de flujos de fondo será el pilar básico del estudio. Además del descuento de flujos emplearemos el método de Múltiplos comparables para poder contrastar los resultados obtenidos en el descuento de flujos de fondo. Se empleará este método alternativo, ya que PABLO FERNÁNDEZ menciona en el mismo artículo: “*Los múltiplos pueden utilizarse como aproximación (si se requiere una valoración rápida o si los cash flows son muy inciertos) o como contraste del valor obtenido por descuento de flujos*”.

Ambos métodos se explicarán y detallarán en profundidad a continuación.

Gracias a los conocimientos adquiridos a lo largo de este máster, disponemos de la información y las cualidades necesarias para dominar y comprender la metodología seleccionada para valorar la empresa. Primero, se realizará el análisis, según el método de **Descuento de flujos de fondos**, que consideramos el más adecuado a la hora de valorar una empresa. Segundo, para contrastar los resultados obtenidos, se empleará el método de **Múltiplos comparables** para finalizar el estudio.

2.2.1 Método de valoración

En el siguiente apartado se expondrán los principales modelos de valoración presentados por PABLO FERNANDEZ (2008), para tener en cuenta otros métodos alternativos en cuanto a descuento de flujos de caja. A continuación, se presentan los que se consideran más relevantes.

-Métodos basados en la cuenta de resultados. Este método es usualmente conocido como “Método de Múltiplos comparables”. Dicho método tiene como objetivo el análisis de la cuenta de resultados de la empresa. Es un método útil para realizar valoraciones rápidas comparables con otras empresas de tamaño similar y mismo sector. Dentro del método se destaca el ratio PER. El ratio PER² (Price Earning Ratio) es el más empleado en los mercados bursátiles para identificar el múltiplo del beneficio por acción que se paga en bolsa.

-Métodos basados en el balance. Este método tiene como principal objetivo concretar el valor de la empresa mediante la estimación del patrimonio de ésta. Tiene el fundamento de establecer dicho valor mediante lo reflejado en su balance o en sus activos. El método presenta una visión estática de compañía, sin tener en cuenta la posible evolución futura de la empresa. A su vez, el método omite posibles factores elementales que influyen de manera directa en la propia empresa. Dicho elementos pueden ser: situación del sector, problemas en la organización y contratos, entre otros.

-Métodos basados en el Fondo de Comercio. Para explicar este método primero tenemos que determinar qué es el fondo de comercio³. El fondo de comercio es el valor que se le da a una empresa por encima de su valor contable ajustado. Dicho valor refleja el valor de los elementos inmateriales de la empresa como pueden ser el nombre de la marca o la imagen que representa.

¹ PABLO FERNÁNDEZ CARABIAS (2008) “*Métodos de valoración de empresas*”

² PABLO FERNANDEZ (2008) “*Métodos de valoración de Empresas*”, Universidad de Navarra

³ PABLO FERNANDEZ (2008) “*Métodos de valoración de Empresas*”, Universidad de Navarra

Este elemento puede ocasionar dificultades a la hora de valorar la empresa. Esto radica en la dificultad de cuantificar el valor del fondo de comercio ya que no dispone de una medida exacta para medirla. No obstante, para subsanar estas dificultades, se aborda el valor desde un punto de vista mixto. Por una parte, se realiza una valoración estática de los activos de la empresa. Por otra, se aplica un dinamismo a la valoración para poder así cuantificar el valor de la empresa y sus beneficios futuros.

-Métodos basados en el descuento de flujos de fondo (Cash Flow). Se trata del método más empleado y conceptualmente correcto para valorar empresas, como ya hemos mencionado. El método recoge una serie de modelos basados en el descuento de los flujos de fondo o flujos de dinero que generará la empresa en un futuro. Los denominados “Cash Flows”, una vez determinados, se descuentan, a una tasa adecuada los riesgos asumidos de los flujos.

2.3 Métodos Objetivos

Una vez determinados los modelos más comunes para valorar una empresa, se procederá a desarrollar en profundidad los dos métodos seleccionados para elaborar el estudio.

2.3.1 Método de descuento de flujos de fondos

El descuento de flujos de fondo o Cash Flow se basa en la estimación de los flujos que la empresa puede generar en un futuro. Una vez realizada la estimación, se procede a descontar a un momento actual los flujos generados a una tasa asociada al riesgo asumido en la generación de los propios fondos. La propia generación continuada de fondos tiene repercusión directa en las acciones de la empresa.

El método es muy eficiente para empresas con una generación de flujos relativamente estable. Los resultados asociados dependerán de las propias características de la empresa, de la actividad que realiza, de la volatilidad asociada y del riesgo asumido. Cabe destacar que los resultados no tienen en cuenta posibles sucesos futuros de gran impacto en la empresa, como crisis financieras, agotamiento de recursos o caída en la demanda, entre otros. La determinación de la tasa es de gran importancia, varía en función del flujo de fondo utilizado. Cada flujo tendrá asociado un riesgo específico.

En resumen, el descuento de flujos de fondo tiene dos factores fundamentales. Por una parte, la generación de flujos de fondo de la empresa en el futuro. Por otro lado, la necesidad de trasladar los flujos futuros a un mismo horizonte temporal mediante la tasa de descuento.

- **Modelo General de flujo de fondos**

A continuación, se detallará el modelo básico del descuento de flujo de fondos. De este modelo parten las distintas variantes de flujos de fondo que se detallan a posteriori.

$$V = \frac{CF_1}{1 + K} + \frac{CF_2}{(1 + K)^2} + \dots + \frac{CF_n + VR}{(1 + K)^n}$$

CF: Cash Flow generado en el periodo.

K: Tasa de descuento asignada.

n: número de periodos.

VR: Valor residual de la empresa en el periodo n.

Como se observa, se trata de un descuento de flujos generados (CF) a una determinada tasa de descuento (K) asociada al riesgo y durante un número de periodos establecidos (n). No obstante, en el último periodo se incluye el valor residual (VR), que indica el valor que puede tener al finalizar la ventana de periodos seleccionados.

2.3.2 Variantes del descuento de flujo de fondos⁴

- Descuento de flujo de fondo para los accionistas. Método de cash flow para las acciones (**CFac**) y de la rentabilidad exigida de las acciones (Ke). Este método se centra en asignar el valor de las acciones a los cash flows incluyendo el descuento de la rentabilidad exigida (Ke).

$$CFac = FCF - [intereses \times (1 - T)] - \text{pagos del principal} + \text{deuda nueva}$$

- Descuento de flujo de fondo para la deuda. Método de cash flow para la deuda (**FCD**) y la rentabilidad exigida a la deuda (Kd). Tiene como objetivo principal establecer el valor de mercado actual para la deuda existente. Por lo tanto, los cash flows cuantifican la cantidad de dinero destinada a satisfacer la demanda de los acreedores de la empresa.

$$CFd = \text{Inetereses pagados} - \text{incremento de la deuda}$$

- Descuento de flujo de fondo de capital. Método de capital cash flow para la generación total de efectivo (**CCF**). Se trata de la suma total tanto del flujo de fondo del accionista (CFa) como para los acreedores (CFd). Este flujo de caja se descuenta a una tasa WACC (Weighted Average cost of capital) antes de impuestos.

$$CCF = CFa + CFd$$

- Descuento de flujo de fondo Libre u operativo. Método de free cash flow mide la generación de fondos a través de las operaciones (**FCF**) descontado a una tasa de descuento WACC (Weighted Average cost of capital). Se trata del fondo disponible en la empresa tras cubrir todas las necesidades y obligaciones requeridas en la empresa.

$$FCF = FCa + Deuda$$

Para realizar el estudio en el presente trabajo, nos centraremos en el **Free Cash Flow**. El método seleccionado nos aportará un valor objetivo enfocado al valor total que tendrá la empresa y que facilitará el análisis de los resultados y nos permitirá ofrecer una recomendación más exacta.

⁴ PABLO FERNANDEZ (2008) “Métodos de valoración de Empresas”, Universidad de Navarra

2.4 Free Cash Flow

2.4.1 Cálculo del FCF

En el siguiente apartado se procederá a explicar en profundidad el cálculo del **FCF** detallando todos los elementos involucrados en el proceso. Para poder ofrecer una mejor comprensión se separará y analizará cada elemento del cálculo partiendo de la formula base del descuento de flujo de fondos.

$$V = \frac{FCF_1}{1 + WACC} + \frac{FCF_2}{(1 + WACC)^2} + \dots + \frac{FCF_n + VR}{(1 + WACC)^n}$$

En primer lugar, se debe establecer el horizonte temporal que se desee analizar. Una vez establecido el horizonte se procede a estimar la generación de flujos en dicho periodo. Para poder estimar dichos flujos se parte del BAIT (Beneficios antes de intereses e impuestos). El BAIT representa los ingresos de las operaciones menos los gastos pertenecientes a las operaciones y amortizaciones.

Figura 1. BAIT

Ingresos operacionales

-Gastos operacionales

-Amortizaciones

= **BAIT**

Fuente: Elaboración propia

A partir del BAIT se puede proceder a la estimación de los flujos de fondo mediante el siguiente esquema.

Figura 2. FCF

**Beneficio antes de intereses e impuestos
(BAIT)**

-Impuestos

=**Beneficio neto de la empresa sin deuda**

+Amortizaciones

-Incrementos de activos fijos

-Incrementos de NOF

= **Free Cash Flow**

Fuente: Elaboración propia

Como se observa en la **figura 2** al BAIT se le aplican directamente los impuestos pertinentes para obtener así el BAI (Beneficios neto antes de intereses). Al BAI se le vuelven a sumar las amortizaciones previamente restadas al BAIT ya que solamente representan un asiento contable y no un pago. Posteriormente, se deben restar las cantidades destinadas a nuevas inversiones en activos fijos (**CAPEX**) y cubrir las necesidades operativas de fondo (**NOF**).

El CAPEX se refiere al capital expenditure que consta de todas las inversiones realizadas en la compañía para mejorar los activos fijos de la misma, como mejoras en propiedades, terrenos equipamiento etc.

Las necesidades operativas de fondo (NOF) son las necesidades destinadas a las operaciones de las empresas una vez deducida la financiación espontánea consideradas como un activo. Su cálculo es el siguiente:

$$NOF = (Caja + Existencias + Clientes) - Proveedores$$

Una vez realizado estas operaciones se obtiene el Free Cash Flow de la empresa.

2.4.2 Cálculo de la tasa de descuento

Obtenido el FCF, se procede al cálculo de la tasa de descuento. Como ya se ha mencionado la tasa de descuento cobra gran importancia y tiene una repercusión directa en la estimación real del valor de la empresa. Es por ésto, por lo que se debe tener especial atención en su cálculo.

Para ello emplearemos el coste medio ponderado o WACC (Weighted Average Cost of Capital). Según HERRERA GARCIA, el WACC es la tasa que debe utilizarse para descontar el flujo de los fondos libre⁵, siendo éste el promedio ponderado del coste económico para atraer capital al sector y la rentabilidad exigida por los accionistas.

$$WACC = K_e \frac{RP}{PT} + K_d(1 - T) \frac{RA}{PT}$$

Donde:

K_e = Rentabilidad exigida de los accionistas o coste de capital

K_d = Coste de los recursos ajenos o coste de la deuda financiera

RP = Recursos propios

RA = Recursos ajenos

PT = Pasivo Total

T = Tasa impositiva

A continuación, procederemos a calcular el resto de los elementos restantes para el WACC.

- **Coste de la deuda K_d**

El coste de la deuda de la empresa es el coste que soporta la empresa para financiarse a través de deudas con entidades de crédito, emisión de obligaciones y otros valores negociables. Para su obtención existen varias maneras dependiendo del perfil o características de la empresa. Si se trata de una empresa cotizada en el mercado bursátil se obtiene a través del rating de los bonos corporativos de la empresa.

Si el caso no fuera éste, también se puede obtener mediante el “Interest Coverage Ratio”. Este ratio se obtiene mediante dividir el BAIT por gastos financieros de la empresa. Por último, se puede proceder a dividir los gastos totales financieras sobre el total de deuda financiera.

⁵ HERRERA GARCIA B. (2008) pg. 105

- **Coste de capital K_e**

El coste de los recursos propios es el coste que se soporta para financiar las inversiones en el seno de la empresa mediante sus propios recursos justificando la inversión ante sus accionistas. Existen diversos modelos para su cálculo, pero en este caso nos centramos en el modelo de MARKOWITZ (1959)⁶, cuyo modelo es el CAPM (Capital Asset Pricing Model).

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

Dónde:

R_f = Tasa libre de riesgo

β = Beta

R_m = Rendimiento del mercado

La tasa libre de riesgo R_f representa la rentabilidad obtenida tras invertir en un activo sin riesgo alguno. En este caso emplearemos el bono español a 10 años. En cuanto a la R_m representa la rentabilidad esperada del mercado. Para este caso se empleará el IBEX 35 como mercado objetivo.

Continuaremos con la beta β que requiere especial atención. Ésta mide la volatilidad de los títulos emitidos de la empresa con la variabilidad del mercado. Esto quiere decir que unos valores altos, superiores a 1 en la beta, muestran tendencias muy volátiles respecto al mercado y lo contrario si son por debajo de 1. En nuestro caso el mercado que nos atañe es el Ibex 35. Para ganar consistencia emplearemos la β de la empresa a 10 años.

La propia β se ve afectada por diversos factores como el nivel de apalancamiento tanto financiero como operativo de la empresa, además de los efectos del riesgo de ésta. A continuación se detallará, según Markowitz los valores representativos de la β :

- Si $\beta < 1$, entonces los títulos emitidos por la empresa atienden a un menor riesgo que el promedio del mercado en su conjunto. Al ser la empresa menos volátil que el mercado, significa, a ejemplo práctico, que si el mercado sube un 1% el título de la empresa subirá menos de un 1%.
- Si $\beta > 1$, entonces los títulos emitidos por la empresa atienden a un mayor riesgo que el promedio del mercado en su conjunto. Al ser la empresa más volátil que el mercado, significa, a ejemplo práctico, que si el mercado sube un 1% el título de la empresa subirá más de un 1%.
- Si $\beta = 1$, entonces los títulos emitidos por la empresa atenderán al mismo riesgo que el promedio del mercado en su conjunto. Al ser la empresa igual de volátil que el mercado, significa a ejemplo práctico, que tanto el mercado como la empresa subirá o bajará en la exacta medida.

Finalmente se resuelve la formula obteniendo así el valor total de la empresa. Para poder elaborar una recomendación adecuada tanto de inversión como de desinversión, se debe proceder al cálculo final del valor de la acción para poder así comparar la cotización actual con la estimada.

⁶ MARKOWITZ (1959), “Efficient Diversification of Investment”

$$\text{Valor de la acción} = \frac{(\text{Valor de la empresa} - \text{Deuda financiera neta})}{n^{\circ} \text{ de acciones}}$$

Una vez obtenido el valor de la acción se podrá comprobar si queda sobrevalorada o infravalorada.

2.5 Múltiplos comparables

El método de múltiplos comparables ofrece un análisis rápido de la empresa con otras empresas cotizadas o no cotizadas similares en cuanto a tamaño, sector, crecimiento, riesgo entre otras. A diferencia del método de descuento de flujo de fondos, éste se centra en la cuenta de resultados de la empresa ofreciendo un análisis más rápido y simplificado. Se trata de cuantificar el valor de la empresa a través de los beneficios, ventas u otro indicador de referencia.

Este método aporta ventajas considerables como ya hemos mencionado, pero también como cualquier método, cuenta con algunas dificultades. Pueden abarcar diversos aspectos de la valoración como disponer de información fiable y transparente fuera del ámbito nacional. Por otra parte, la regulación contable de las empresas comparables puede tener efectos adversos o que la cotización no refleje toda la información disponible.

A continuación, se procede a esclarecer los múltiplos más empleados y su desarrollo. Basándonos en PABLO FERNANDEZ (1999)⁷ sobre los múltiplos más empleados.

- **PER (Price Earnings Ratio)**

El ratio PER es sin duda alguna el más utilizado dentro del método de múltiplos. Tiene como objetivo estimar el valor de las acciones por el beneficio neto anual (BNA) por un coeficiente PER. Dicho resultado se verá condicionado por el nivel de apalancamiento. Se dispone de dos métodos para su cálculo, por el precio de la acción o por la capitalización bursátil.

$$PER = \frac{\text{PRECIO}}{\text{BENEFICIO NETO POR ACCIÓN}} \qquad PER = \frac{\text{CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL}}{\text{BENEFICIO NETO POR ACCIÓN}}$$

El ratio sólo debe incluir los ingresos procedentes de la actividad de la compañía y excluir todo ingreso ajeno a éste. El principal objetivo es establecer si la acción está barata o cara en cuanto a los competidores y la media del sector.

Teniendo en cuenta esto, se debe realizar un análisis de los principales competidores y del sector en el que están inmersos. La media del sector dictaminará si la acción está sobrevalorada o infravalorada. En el caso de que se presente un PER por encima de la media refleja que la acción está cara y por tanto la empresa está sobrevalorada en cuanto a la media o competidor directo. En el caso de que el PER esté por debajo de la media refleja que la acción está barata y por tanto la empresa está infravalorada en cuanto a la media o competidor directo.

- **Múltiplo Precio / Valor Contable (Price to Book Value)**

El ratio de P/VC tiene como objetivo fundamental el comparar el valor bursátil de la compañía con su valor contable o de sus recursos propios. Esto se traduce en la relación directa del precio por acción de la compañía con los recursos propios de la misma.

⁷ PABLO FERNANDEZ (1999), "Introducción a la valoración de empresas por el método de los múltiplos de compañías comparables". Universidad de Navarra.

$$P/VC = \frac{\text{PRECIO DE COTIZACIÓN}}{\text{VALOR CONTABLE DE LA EMPRESA}}$$

Analizando los resultados del ratio de la siguiente manera:

- Si P/VC es igual a 1, la empresa cotiza al mismo valor que sus propios recursos. Se entiende que el valor de la empresa coincide tanto en cotización como contablemente.
- Si P/VC es mayor que 1, la empresa cotiza por encima del valor de sus propios recursos. Al tener un valor superior, la empresa plasma en el mercado una serie de elementos. Estos elementos pueden ser expectativas de crecimiento, aumento de ventas, futuras fusiones y adquisiciones, entre otras.
- Si P/VC es menor que 1, la empresa cotiza por debajo del valor de sus recursos propios. Al tener un valor inferior, la cotización refleja una inseguridad respecto a la empresa, otorgando un valor inferior al contable. Esto puede deberse a la publicación de malos resultados o inferiores a los esperados, entre otros elementos.

- **Múltiplo por Dividendos**

El múltiplo por dividendo refleja la relación de los dividendos repartidos con la rentabilidad mínima exigida por los accionistas o (K_e). Al decir dividendos nos referimos al flujo de dinero que la empresa reparte a sus accionistas en función del número de acciones que éstos posean. Una empresa puede repartir o no dividendos y de forma intermitente o ininterrumpida.

El valor que se otorga a la acción es el valor actual de los dividendos que se espera repartir entre los accionistas.

$$\text{VALOR DE LOS DIVIDENDOS} = \frac{\text{DIVIDENDO POR ACCIÓN}}{K_e}$$

- **Múltiplo Precio / Ventas**

El ratio de precio sobre ventas hace referencia a la relación existente del valor de la acción con la capacidad de generar ventas de la empresa durante un periodo, normalmente de un año.

$$P/V = \frac{\text{PRECIO DE COTIZACIÓN}}{\text{VENTAS EN UN AÑO}}$$

Los resultados se reflejan el número de veces que éstos están cotizados en la capitalización bursátil. Un ratio de los más útil y fiable para comparar empresas con magnitudes similares ya que aborda datos más complicados de manipular.

- **Múltiplo del Precio / Flujo de caja (Cash Flow)**

Este ratio es muy útil para evitar las diferencias entre las distintas políticas llevadas a cabo por las empresas, por ejemplo, las amortizaciones, etc. Se establece la relación del valor de la empresa con la generación de "Cash Flows", es decir, las diferencias de entradas y salidas de flujo en la empresa.

$$P/CF = \frac{\text{PRECIO DE COTIZACIÓN}}{\text{FLUJO DE CAJA LIBRE NETO POR ACCIÓN}}$$

- **Múltiplo EV/EBITDA**

Este múltiplo tiene el objetivo principal de cubrir el valor de la empresa con las necesidades directas para las operaciones sin tener en cuenta la estructura de la empresa, ya que el EBITDA no incluye los intereses de la deuda. Por lo tanto, se obtiene una imagen más clara y aporta una interpretación más precisa de los resultados. Esto se fundamenta en que los resultados no se ven influenciados por la estructura organizativa como ya hemos mencionado, como, por ejemplo, política de amortización, estructura del capital, estructura de la deuda entre otras.

$$EV/EBITDA = \frac{VALOR DE LA EMPRESA}{EBITDA}$$

El ratio depende de la capacidad de generación de flujos de la empresa, con la relación de ser más atractivo mientras menor sea el mismo. Por lo tanto, mientras más flujos genere la empresa, mayor será el EBITDA y por tanto menor será el ratio y más barata será la empresa.

3. Análisis Estratégico y de Negocio

Sección orientada al análisis de carácter más corporativo en cuanto a estructura empresarial. El apartado tendrá como objetivo identificar la estructura organizativa, estrategia, fortalezas y debilidades y su situación con respecto a la competencia directa. Con esto se pretende adquirir una visión más profunda y exacta de la empresa junto al sector y los mercados en los que opera. Esto otorgará una valoración más consolidada. Para ello se obtendrá la información de la web corporativa de la compañía⁸ mientras que la información financiera proviene de la plataforma de Thomson Reuters⁹. Ambas fuentes de información se consideran fiables y proporcionan seguridad y solidez al análisis.

3.1 Introducción de la compañía

Grifols, S.A. es una empresa española con sede en Barcelona, especializada en el sector farmacéutico y hospitalario, fundada por el doctor José Antonio Grifols y sus hijos. Desde sus inicios la empresa mantiene una estrecha relación con los hospitales y sus profesionales de diversas áreas.

Su principal actividad se centra en la investigación, desarrollo, fabricación y comercialización de hemoderivados, sueros, nutrición clínica, sistemas de diagnóstico y material hospitalario. Hoy en día Grifols, S.A. es el uno de los principales suministradores de material hospitalario, además de ser un referente mundial en el sector de hemoderivados, ocupando así la tercera posición a nivel mundial.

3.1.2 Historia de la compañía

Los laboratorios Grifols se fundaron en 1940 en Barcelona de la mano del doctor José Antonio Grifols y sus hijos. Las primeras funciones de la empresa se centraban en los análisis y las transfusiones sanguíneas. Fueron pioneros en España en diversos estudios de investigación en referencia al plasma humano, siendo éste el comienzo de un próspero crecimiento de la empresa.

En la década de los 50s - 60s la empresa consolidó su crecimiento y dio pie al inicio de la diversificación de la actividad industrial. La incorporación del banco de sangre contribuyó al desarrollo de una serie de plantas de fabricación de soluciones intravenosas.

En los años venideros la compañía centró sus esfuerzos en la modernización de sus instalaciones y en el comienzo de una reestructuración empresarial enfocada al inicio de una internacionalización progresiva. La reestructuración convierte a Grifols en un holding de empresas que da comienzo con el salto al mercado americano mediante la asociación con varias empresas del continente. Dicha internacionalización toma su punto álgido en la década de los 90s.

Hoy en día, la compañía completa su estructura industrial con un gran número de adquisiciones de distintos centros y compañías del sector por todo el globo, logrando así una gran presencia internacional.

⁸ Web Corporativa de GRIFOLS. <https://www.grifols.com/>

⁹ Thomson Reuters: <https://www.thomsonreuters.com>

3.2.2 Misión y valores

Grifols está íntegramente orientada hacia el sector salud, con ello aporta la ayuda necesaria a los profesionales a través de productos innovadores y un servicio responsable. Para ello, la compañía tiene una visión de sí misma como dinámica, viva y llena de posibilidades de crecimiento.

Constituyen una organización en base a la calidad, integridad, y seguridad en todas sus actividades. Para poder acometer estos objetivos, la empresa mantiene sólidos canales de comunicación entre todas las áreas de la compañía, asegurándose así, que todos los empleados conocen y comparten los mismos objetivos, innovaciones y resultados de la compañía.

Como una de las principales compañías del sector, Grifols dirige sus esfuerzos a la planificación del futuro. Por ello, introducen las mejoras más avanzadas y las últimas innovaciones en toda su estructura para poder así dar el servicio de calidad con la misión de mejorar la salud y el bienestar de las personas.

Valores:

- ❖ **Orgullo:** Grifols la construyen las personas que trabajan en ella.
- ❖ **Seguridad:** La salud de los pacientes exige calidad y seguridad en todas sus actividades.
- ❖ **Esfuerzo:** El esfuerzo explica sus resultados.
- ❖ **Compromiso:** Los clientes valoran el compromiso porque muestran su confianza.
- ❖ **Superación:** Obtienen el máximo rendimiento de los recursos disponibles.
- ❖ **Trabajo en Equipo:** El trabajo en equipo los hace más competitivos.
- ❖ **Innovación y mejora:** Mejoran e innovan para seguir siendo un referente en la sociedad.

3.2.3 Responsabilidad Social Corporativa (RSC)

La RSC, hoy en día, está presente en casi todas las compañías a nivel mundial. Se trata de un cometido que tiene como objetivo no sólo el desarrollo corporativo, sino que, además, el desarrollo de su actividad tiene un objetivo de carácter social, ya sea orientado hacia la implicación en obras sociales como iniciativas medioambientales o de ambas.

Por ello, Grifols está involucrado en una serie de iniciativas que cubre una variedad de ámbitos como la seguridad y salud laboral. La compañía está volcada en la prevención de riesgos y puestos saludables. Para lo cual la empresa lleva a cabo regularmente una política activa de prevención y seguridad laboral.

En cuanto a materia medioambiental, la compañía cumple con toda la legislación y requerimientos medioambientales. Cada compañía del grupo tiene asignado un comité de Medio Ambiente que analiza periódicamente la gestión medioambiental y el establecimiento de objetivos de mejora.

Por último, Grifols cuenta una serie de fundaciones destinadas a cubrir diferentes áreas sociales como: bioética, ayudas en materia de educación y salud, y la provisión de material sanitario en regiones donde predomina la ausencia de éste.

3.2 Estrategia de la compañía

Para poder explicar este apartado partimos definiendo el concepto de dirección estratégica o dirección de decisiones estratégicas. Atravesamos un periodo en el que las empresas se

desenvuelven en un mundo donde no cabe otra forma de dirigir que no sea de forma estratégica. El origen de esta índole de decisiones es el hecho de que cada vez el entorno es más hostil y cambiante, de modo que la empresa debe adaptarse y responder para sobrevivir o para aumentar su eficacia y eficiencia.

Para este cometido Grifols realiza desde el año 2015 un proceso de expansión que actualmente, continúa siendo su principal objetivo estratégico. Dicho proceso se desarrolla mediante la apertura y la adquisición de nuevos centros de plasma a lo largo del globo. Con ésto pretende dar acceso a su principal materia prima a los centros y así crecer de manera sostenible.

Este esfuerzo, como ya se ha mencionado, tiene como objetivo satisfacer la creciente demanda de plasma y sus derivados. Desde 2015 la compañía ha llevado a cabo una campaña de adquisiciones para cumplir con los objetivos y satisfacer la demanda. La incorporación está en torno a 40 nuevos centros, 19 de ellos en Estados Unidos y un total de 40¹⁰ nuevas adquisiciones desde 2015.

Este inicio de 2018 no ha sido distinto a los anteriores, ya que con la adquisición de *Haema* en Alemania, adquiere otros 35 centros además de 3 en construcción. Esta expansión sitúa a la compañía como líder en el sector en la obtención de plasma con 225 centros: 190 en Estados Unidos y 35 en Europa.

3.3 Organización

La compañía se basa en tres pilares principales o líneas de negocio que conjuntamente, aseguran el desarrollo continuado de la empresa. Sin embargo, desde 2017 se introdujo un cuarto pilar. Dicho pilares son los siguientes:

1. **División Bioscience.** Se trata de la división fundamental de la compañía, Bioscience engloba toda la producción y distribución de los productos derivados del plasma humano para uso terapéutico. Dicha división hace a la compañía líder mundial del sector de plasma y derivados.
2. **División Hospital.** La división de hospital es la encargada de proporcionar todo los materiales y suministros hospitalarios del grupo. Dentro de los productos destaca los farmacéuticos no biológicos que se destinan a las farmacias hospitalarias, así como la comercialización de productos no producidos por el grupo como complemento a los suyos.
3. **División Diagnóstico:** La división de diagnóstico está orientada a la fabricación y comercialización de aparatos para pruebas diagnósticas, reactivos y equipos fabricados o no por el grupo.
4. **División Bio Supplies.** Última incorporación a las líneas de negocio de la empresa. Desde enero de 2017, la última incorporación abarca las transacciones relacionadas con los productos biológicos de uso no terapéutico.

El grupo Grifols, por tanto, se apoya en una estructura de integración vertical permitiendo de esta forma el control directo las distintas fases de la cadena de valor. Basándonos en la estructura, el gobierno ejerce un control absoluto controlando las actividades estratégicas y los procesos. Dicha intervención aporta como valor añadido la trazabilidad completa de los productos.

¹⁰ Informe del primer trimestre 2018. <https://www.grifols.com/>

La división de Diagnóstico introduce en la estrategia la diversificación, lo que aporta la incorporación de la comercialización de productos de terceros que cumplimentan la cartera de productos de la división.

La cobertura geográfica abarca todo el globo, pero la compañía mantiene cuatro segmentos diferenciadores que responden a entornos económicos específicos. Teniendo ésto en cuenta, la compañía divide y presenta a su vez, la comercialización y los sistemas de información bajo los mismos segmentos geográficos.

- Áreas Geográficas:
 - Estados Unidos y Canadá
 - España
 - Resto Unión Europea
 - Resto del Mundo

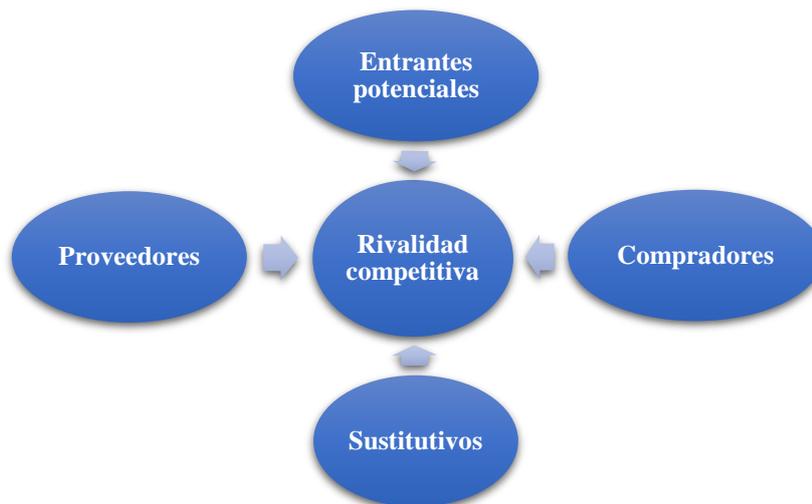
3.4 Análisis del Sector (PORTER)

Para este estudio es esencial definir el entorno competitivo de la empresa. Éste está compuesto por diferentes competidores, proveedores y clientes. Para delimitarla competencia nos apoyaremos en el modelo de PORTER (2003)¹¹ o también denominado las cinco fuerzas de Porter. Este modelo nos permite identificar la incidencia que tiene el entorno competitivo en la compañía, identificando la industria y el sector en el que se encuentra.

PORTER (1980) establece que: *el grado de atractivo de una industria viene determinado por la acción de cinco fuerzas competitivas básicas que, en su conjunto, definen la posibilidad de obtención de rentas mayores*¹².

A consecuencia de esto se distinguen las cinco fuerzas como: Los competidores existentes, la amenaza de productos sustitutivos, la posibilidad de entrada de nuevos competidores y el poder de negociación de proveedores.

Figura 3: Las 5 Fuerzas de PORTER



Fuente: adaptado de Porter, M, E. (1980): Competitive Strategy. Elaboración propia

¹¹ PORTER, MICHEL E. (2003): Ser competitivo: nuevas aportaciones y conclusiones. Editorial Deusto Bilbao.

¹² Porter, M, E. (1980): Competitive Strategy.

Como podemos observar, las cinco fuerzas competitivas están interrelacionadas, es decir, que las presiones en un sentido pueden desencadenar cambios en otro. A continuación, veremos las cinco fuerzas y sus efectos a la entidad objeto de estudio.

El sector del grupo Grifols es el sector sanitario, centrado en la producción y distribución de hemoderivados y suministros hospitalarios. Se trata de una industria que engloba una gran variedad de productos que experimentan un crecimiento de la demanda en los últimos años. Las fuerzas a analizar son:

Rivalidad competitiva:

El sector, actualmente, se encuentra predominado por las tres compañías centradas en el crecimiento y la implementación de nuevas tecnologías. Esto deriva en un aumento significativo de la competencia, debido al reciente aumento de la demanda de hemoderivados, centrandose así el objetivo de aumentar la cuota de mercado.

Amenaza de productos sustitutivos:

Gracias a las políticas llevadas a cabo por la compañía, la amenaza de posibles productos sustitutivos es relativamente baja. Esto se debe a que la producción de hemoderivados proviene del plasma humano. A través de las innovaciones y patentes, la empresa ofrece un producto claramente diferenciado al de la competencia.

Poder de negociación de los proveedores:

Grifols posee la totalidad de casi todos sus centros de producción de plasma lo que hace que no dependa de ningún proveedor en especial, ya que produce y distribuye sus propios productos. Dicho esto, Grifols se apoya en una óptima integración vertical.

Poder de negociación de los clientes:

Con respecto a los clientes, la situación es considerablemente diferente. En este caso, existe una gran concentración de clientes que adquieren grandes volúmenes de productos, aumentando así su poder de negociación. La creciente demanda otorgará una mayor dificultad para hacer frente a la misma en los lugares donde la concentración de demanda sea mayor.

Amenaza de entrada de nuevos competidores:

La industria cuenta actualmente con unas barreras de entrada considerables derivadas del alto nivel de competencia existente. Aunque la creciente demanda pueda ofrecer oportunidades a empresas externas al sector, los altos costes orientados a la tecnología e innovación y la madurez consolidada de los actuales participantes del sector, dificulta la entrada a nuevos competidores.

3.5 Análisis DAFO

Para el análisis de situación de la empresa, nos apoyaremos en la matriz DAFO donde se identifican las debilidades, amenazas, fortalezas y oportunidades que afectan directamente a la compañía. Para el mismo, dividiremos la matriz en dos segmentos. Por una parte, el análisis interno de la empresa que estará comprendido por las fortalezas y debilidades. Por otra, el análisis externo comprendido por las oportunidades y amenazas. Con ésto identificaremos los puntos críticos que afectan a la empresa para proporcionarnos una visión situacional de la compañía.

3.5.1 Análisis interno

En este subapartado nos centramos en las fortalezas y debilidades de la compañía que corresponden a una serie de elementos de la empresa. Dichos elementos abarcan materia de capital, disponibilidad de recursos, mano de obra etc.

❖ Fortalezas:

- Dentro de las fortalezas de la compañía destacamos los canales de **distribución** propios de los que dispone. Grifols, al ser propietario de la mayoría de las plantas de producción se nutre de la creación de sinergias y de la optimización de los recursos.
- **Personal** altamente cualificado. La compañía está orientada a tener un capital humano de la más alta calidad.
- **Patentes**. Grifols dispone de una serie de patentes entre sus productos, lo que le permite ofrecer un producto único y otorga un elemento diferenciador de la competencia.
- La **tecnología** es una piedra angular de Grifols ya que destina una gran parte de su esfuerzo a incorporar la tecnología más avanzada, optimizando así el proceso productivo y aumentando la calidad de sus productos.
- Integración **vertical**, como ya hemos mencionado, este esquema beneficia de forma considerable al desarrollo del proceso.

❖ Debilidades:

- Extrema dependencia de la **materia prima**. La extremada dependencia de la materia prima expone a la compañía a un elevado riesgo.
- **Deuda** elevada. Los niveles de deuda que afronta Grifols debido a la campaña de adquisiciones acometida desde 2015.

3.5.2 Análisis externo

Este subapartado se centrará en el entorno que rodea a la compañía en los ámbitos de oportunidad y posibles amenazas. Dichos elementos se encargan de fijar una imagen de la empresa fuera de la propia organización.

❖ Oportunidades:

- **Sinergias**. Con la campaña de expansión acometida desde 2015, la empresa se nutre de la optimización de las distintas líneas de negocio.
- Escaso poder de **negociación** de proveedores. La propia compañía es el principal proveedor de plasma por lo que no hay proveedores con alto nivel de negociación.
- **Barreras** de entradas. Se trata de un sector con barreras identificables como el alto coste y el posicionamiento de los integrantes del sector lo que beneficia al crecimiento de la compañía.
- **Sociedad** más concienciada hacia la salud y el bienestar lo que proporciona un aumento de la demanda.

❖ Amenazas:

- Alta **dependencia** de la innovación y la tecnología. El entorno competitivo requiere incorporaciones innovadoras que derivan en altos costes.
- **Competencia**. Sus principales competidores también experimentan buenos ratios de crecimiento.
- **Barreras de salida**. La alta inversión acometida por la compañía dificulta la posible salida del negocio.

- **Rendimientos** por debajo de lo esperado. Las grandes inversiones llevadas a cabo generan un gran nivel de apalancamiento que se atenuará con los futuros flujos de caja, que pueden no ser los esperados.

Figura 4: MATRIZ DAFO



Fuente: Elaboración propia

3.6 Análisis de los competidores

Una vez analizado el sector e identificados los principales aspectos de la compañía se procede a realizar un breve análisis sobre sus principales competidores y la posición que ostentan actualmente en el marco mundial. Dicho análisis se centrará en el volumen de ventas y en la cifra neta de negocio que ofrecerá una comparativa simple y directa con nuestra compañía. Principalmente nos centraremos en dos competidores directos; CSL Behring y BAXTER.

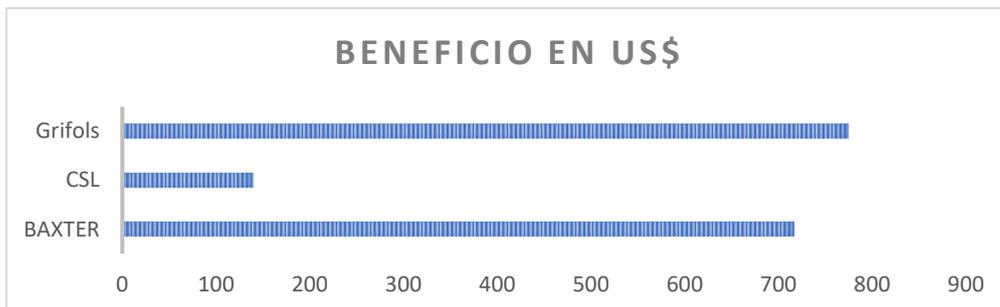
- ❖ **CSL Behring¹³:** Empresa, fundada en Australia en 1916, principalmente orientada al desarrollo y producción de biotecnología y derivados del plasma. Actualmente es el principal competidor del grupo Grifols. Está presente en 60 países con más de 20.000 empleados. Sus ventas en 2017 alcanzaron los 6,7 miles de millones US\$ y una cifra neta de negocio de 1,4 miles de millones US\$.

¹³ Web Corporativa: <https://www.csl.com/investors/financial-results-and-information>

- ❖ **BAXTER¹⁴**: Empresa Americana orientada al desarrollo de hemoderivados, biociencia y productos médicos, fundada en 1931. Principal competidor en Estados Unidos, con unas ventas cercanas a los 10,6 miles de millones US\$, y una cifra neta de negocio de 717 millones US\$.

Analizando los competidores se trata de un sector que como ya se ha mencionado dispone de grandes barreras de entrada, lo que supone una concentración de escasos competidores, pero de presencia y cuota notoria. Como se observa en los siguientes gráficos, Grifols se ve superada en volumen de ventas lo que compensa con un beneficio superior identificando un producto claramente diferenciador.

Figura 5 y 6: Ventas y beneficio de los principales competidores



Fuente: Elaboración propia a partir de las webs corporativas

¹⁴ Web Corporativa: <https://investor.baxter.com/investors/annual-reports-and-proxy/default.aspx>

4. Análisis Financiero

Una vez analizada la estrategia y el negocio además de sus competidores, se procede a realizar un análisis económico financiero de la compañía. Para otorgar solidez a dicho análisis, se analizará la evolución experimentada por la compañía desde el (2013). Con ello se pretende tener una visión más clara de la variación de los efectos por la implantación de la estrategia de expansión iniciada en 2015 hasta su finalización en 2020.

Para la realización del análisis nos valdremos de los estados financieros y las cuentas consolidadas. Dicho análisis tendrá un carácter vertical. En base a esta información, se analizará la estructura del balance aplicado a una serie de ratios, que nos permitirán tener una imagen actual de situación financiera de la compañía.

Este análisis será la base para poder proyectar posteriormente los flujos de caja futuros, objetivo de nuestra valoración.

4.1 Balance

Véase Anexo **8.1**

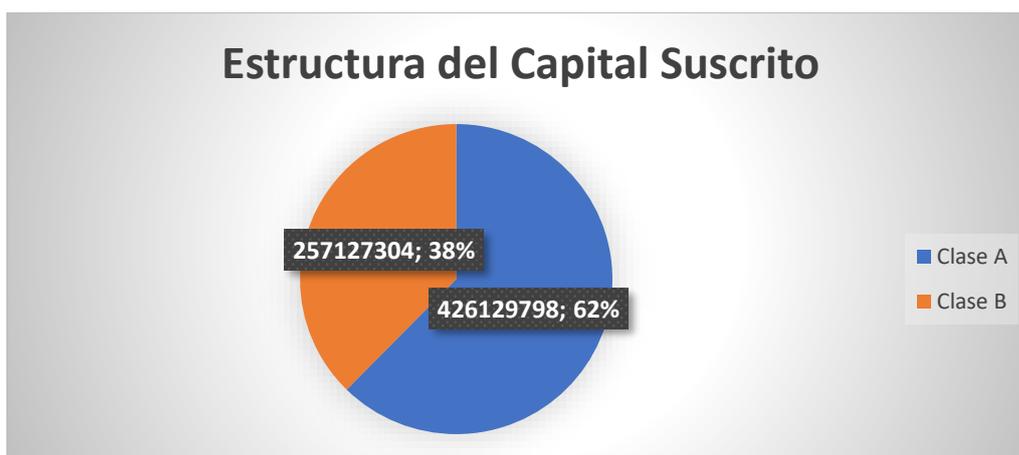
Analizando el balance de la compañía se comprueba el rumbo que ésta ha tenido. Por lo tanto, analizaremos la estructura del balance de la compañía en un horizonte temporal de 6 años.

Como se aprecia, desde el año 2012 hasta el 2017 existe una diferencia notable en cuanto a la estructura de los activos. Entre los periodos 2013-2014 hubo un incremento de cerca del 73% en cuanto a los activos intangibles debido a la compra del negocio de diagnóstico de *Novartis*. Posteriormente y desde 2015, se aprecia el aumento de inmovilizado impulsado por la campaña de expansión en ese mismo año como ya hemos mencionado. Dentro del activo corriente, se aprecia también el aumento de existencias gracias al aumento de la capacidad productiva que proporcionan las nuevas adquisiciones. Actualmente se aprecian los primeros vestigios de la adquisición en el último año de *Hologic* que posteriormente analizaremos más detenidamente en el trabajo.

En cuanto a patrimonio neto, se aprecian de la misma manera los efectos de la campaña con la misma, haciendo hincapié en el aumento de reservas debido al aumento de beneficios no distribuidos. Esto refleja el aumento de flujos que proporcionan las adquisiciones, además de las sinergias generadas por las mismas. Se trata de un aumento cercano al 93% del total de patrimonio neto desde 2012 a 2017.

Actualmente el capital suscrito a la compañía está en 119,603,705 Euros compuesto por acciones clase A y acciones clase B con un total de 683,257,102 acciones. Las acciones de clase A cotizan a 0,25 Euros de valor nominal por acción totalmente suscrita y desembolsada correspondiente a las acciones ordinarias de la propia compañía. En cuanto a las de clase B, éstas cotizan a 0,05 Euros de valor nominal por acción, tratándose de acciones sin derecho a voto, pero sujetos a los derechos preferentes recogidos en los estatutos.

Figura: 7 Estructura del Capital Suscrito



Fuente: Elaboración Propia, datos obtenidos de la memoria consolidada de la compañía

Continuando con el pasivo, se destaca notablemente el efecto negativo que conlleva la estrategia de expansión. Para llevar a cabo la estrategia, la compañía está aumentando considerablemente sus deudas financieras. En total, la deuda financiera, tanto a corto plazo como a largo, asciende a 6.000 millones de Euros. Principalmente el aumento más reciente se debe a la compra de la división de diagnóstico transfusional de Hologic respaldado en un préstamo de 1850 millones de dólares. Esto supone un aumento significativo del riesgo que soporta la empresa.

4.2 Fondo de maniobra

El fondo de maniobra (FM), también conocido como Fondo de Rotación (FR) o Capital Circulante (CC) es la inversión en elementos corrientes que posee una compañía y que está financiado por los recursos permanentes de la misma, es decir, con patrimonio neto y pasivo no corriente. Indica la capacidad de una empresa para hacer frente a sus deudas más inmediatas, por lo que, a través de esta magnitud, se puede conocer si la empresa es solvente o no. Su cálculo es la diferencia entre los activos más líquidos que posee la empresa y las deudas a ejecutar en el ejercicio económico.

Se calcula de la siguiente manera:

$$FM = \text{Activo Corriente} - \text{Pasivo Corriente}$$

Su interpretación es la siguiente:

- Si $FM < 0$: parte del activo de la compañía está financiado con financiación a corto plazo. Se trata de una situación de desequilibrio financiero que puede ocasionar la imposibilidad de la compañía de hacer frente a sus deudas, desembocando, en última consecuencia, en situación de quiebra.
- Si $FM = 0$: se trata de una situación de riesgo, puesto que el activo corriente está totalmente financiado con préstamos a corto plazo y ante algún retraso en el cobro de sus clientes, la empresa encontrará serias dificultades para hacer frente a sus deudas.
- Si $FM > 0$: significa que los activos corrientes están financiados con recursos a largo plazo, por lo que, en términos de liquidez, es la situación ideal de equilibrio financiero, puesto que la empresa tiene la capacidad suficiente para atender a su financiación a corto plazo.

Desde un punto de vista estricto, si el fondo de maniobra es positivo, se considera que la empresa ésta saneada. En otras palabras, mientras mayor sea el ratio, mayor será la capacidad de hacer frente a las necesidades futuras de financiación con los propios recursos de la empresa.

En el caso de Grifols S.A. el fondo de maniobra dispuesto desde el año 2012 es muy favorable y con una evolución creciente a medida que se acerca a la actualidad, con la excepción de la variación entre 2016 a 2017. Esta disminución del 4% se debe principalmente a la reducción en los deudores comerciales y otras cuentas a cobrar, en especial, clientes por ventas y prestación de servicios¹⁵. En 2016 dicha cuenta ascendía a 413.656 miles de Euros y se redujo hasta los 286.198 miles de Euros en 2017.

Figura 8. Fondo de Maniobra

	2017	2016	2015	2014	2013	2012
Total Activo Corriente	2944	3123	3089	2913	2140	1934
Total Pasivo Corriente	978	1072	1052	1086	716	592
FM	1966	2051	2037	1827	1424	1342

Elaboración propia a partir del balance la compañía

4.3 Ratios

Ratios de Rentabilidad

Se considera importante destacar la mejora de los ratios de rentabilidad con respecto a los ejercicios anteriores analizados, debido a los esfuerzos realizados por el grupo en la mejora de los márgenes operativos, superando, en prácticamente todos ellos, a la media de la industria. Este hecho indica el eficiente uso de sus activos que realiza el grupo en relación con la gestión de sus operaciones.

Dentro de los ratios más relevantes a la hora de representar la rentabilidad obtenida de la empresa, se encuentra el ROA (*Return on Assets*), que mide la rentabilidad repercutida por los activos de una empresa. Es decir, cuánto aporta cada unidad de activo a la rentabilidad de la empresa. Por otro lado, el ratio ROE (*Return on Equity*) indica la rentabilidad obtenida por el capital invertido por los accionistas de la compañía en relación al beneficio neto. Es decir, qué porcentaje de rentabilidad se obtiene por cada euro aportado por sus accionistas.

Por otro lado, la habilidad de la compañía para controlar los costes de materias primas, personal, entre otras, viene reflejado en el *Gross Margin Ratio*. Mientras que la habilidad de controlar los costes operativos, financieros y de reestructuración vendrá reflejado en el *Net Profit Margin Ratio*.

Ratios de Solvencia

Considerando los ratios de apalancamiento, se puede observar que Grifols tiene unos niveles excesivos de deuda en comparación con su patrimonio neto. El balance de la compañía acumula 1,38 € de deuda por cada euro de patrimonio. Teniendo en cuenta este ratio, se denota un nivel de riesgo importante en cuanto a solvencia.

En cuanto al ratio de apalancamiento, la compañía dispone de un ratio de 3,01 que refleja la cantidad total de activos soportada por cada euro de patrimonio neto. Cuanto mayor

¹⁵ Balance consolidado de la entidad

sea el ratio de apalancamiento, mayor será el riesgo financiero, ya que ésto indica que una mayor parte de los activos se financia con deuda y otros pasivos ajenos.

Por otro lado, el ratio de cobertura por intereses se sitúa en niveles relativamente bajos, ya que su EBIT solo cubre 3,81 veces el pago de intereses anuales. Ante una posible caída de resultados, se ocasionarían grandes dificultades. En cambio, el ratio de deuda neta sobre EBITDA nos indica que Grifols podría amortizar su deuda en 3,88 años con el nivel actual de EBITDA

Figura 9. Ratios de Solvencia

Ratios de Solvencia		
Apalancamiento	Total Activos/ Patrimonio neto	3,01
D.Neta /PN	deuda neta / patrimonio neto	1,38
D.Neta /EBITDA	Deuda neta / EBITDA	3,88
Cobertura de intereses	EBIT/ Gastos Por intereses	3,81

Elaboración propia a partir del balance de la compañía

Ratios de liquidez

Los ratios de liquidez miden la capacidad que tiene la empresa para hacer frente a sus deudas y obligaciones a corto plazo. Para ello, empleamos el *Current Ratio* que refleja la capacidad que tiene la compañía para afrontar el vencimiento de sus pasivos en el corto plazo empleando sus activos corrientes. Por otro lado, el *Quick Ratio* retira las existencias del activo corriente debido a que, en cierta manera, éstas no son tan líquidas como otros activos corrientes.

Por último, el coeficiente de caja representa la capacidad de la compañía para hacer frente a sus pasivos a corto plazo empleando los fondos de caja, es decir, el efectivo y equivalentes de caja.

Figura 10. Ratios de Liquidez

Ratios de liquidez		
Coeficiente corriente	Act.Corrie/Pasivo Corriente	3,01
Coeficiente de caja	Efectivo/Pasivo Corriente	0,91
Quick Ratio	Act.Corrien-Existencias/Pasicorri	1,35

Elaboración propia a partir del balance de la compañía

4.4 Análisis de la compra de HOLOGIC¹⁶

En el siguiente apartado realizaremos un análisis específico de la adquisición más importante acometida por la compañía en el último año. En el análisis se detallarán las actividades que comprenden las adquisiciones relacionadas con la investigación, desarrollo y producción de reactivos e instrumentación basados en tecnología NAT, que permiten detectar la presencia de agentes infecciosos en las donaciones de sangre y plasma.

El 31 de enero de 2017 se cierra la operación que asciende a 1.865 millones de dólares. La operación se llevó a cabo por una de las empresas del grupo relacionada con este sector, Grifols Diagnostic Solutions Inc. que se trata de una filial en Estados Unidos 100%

¹⁶ <https://www.grifols.com/es/web/international/view-news/-/new/grifols-agrees-to-acquire-hologic-share-of-nat-donor-screening-unit-for-usd-1850-million>

participada por Grifols S.A. El objetivo principal de esta adquisición es la de intensificar la generación de flujos de caja propulsando así los márgenes del grupo.

Detalle del desembolso

	<u>Miles de Euros</u>	<u>Miles de Dólares</u>
Contraprestación entregada		
Pago en efectivo	1.734.077	1.865.000
Resultado de la cancelación del contrato de comercialización	<u>41.894</u>	<u>45.057</u>
Total coste de la combinación	1.775.971	1.910.057
Valor razonable de los activos netos adquiridos	<u>309.551</u>	<u>332.923</u>
Fondo de comercio (exceso del coste de la combinación sobre el valor razonable de los activos netos adquiridos)	<u>1.466.420</u>	<u>1.577.134</u>

Fuente: Memoria de las cuentas consolidadas de 2017

Al poco de llevarse a cabo la operación, Grifols decide refinanciar su deuda que asciende a 6.300 millones de dólares, incluyendo el préstamos de 1.816 millones de dólares para la compra de Hologic. Como consecuencia de la refinanciación, la estructura queda de la siguiente manera: 6.000 millones a largo plazo con entidades de crédito dividida en dos tramos A y B y una línea de crédito revolving no dispuesta de 300 millones de dólares.

La unidad de diagnóstico transfusional “screening” por tecnología NAT proporciona un EBITDA que se sitúa en torno a 160 millones de dólares. El margen EBITDA de la División Diagnostic de Grifols aumenta hasta el 40% gracias a la integración vertical. Dentro de la operación se incluyen una serie de activos, entre los que destaca una planta de producción en San Diego, California junto a los derechos de desarrollo, licencias sobre patentes, entre otras.

La operación se fundamenta en la campaña de expansión llevada a cabo por el grupo permitiendo así potenciar el crecimiento de la división de diagnóstico con el objetivo de consolidar así su posición en la medicina transfusional.

5. Valoración de la Compañía

Realizados los análisis previos sobre la compañía, se procederá a la valoración de ésta según los dos métodos previamente establecidos al inicio del trabajo. Para aportar mayor solidez a los cálculos se expondrán en detalle las consideraciones asumidas a la hora de realizar las previsiones futuras. Se responderá a cuestiones como:

- Tasa de crecimiento
- Variación de costes
- Finalización de la campaña estratégica de expansión en el 2020
- Crecimiento de los distintos negocios

5.1 Método de Flujos de caja

5.1.1 Tasa de descuento

Antes de comenzar la valoración procederemos elaborar los estados financieros futuros o previsionales. El horizonte temporal marcado para la proyección será de cinco años, tomando el año 2017 como referencia y finalizando en el año 2022. Dentro del horizonte temporal se tendrá en cuenta la finalización de la campaña estratégica y las posibles sinergias desarrolladas.

Para ello, introduciremos los datos previamente calculados en el presente trabajo para hallar los flujos de caja operativos. Los cálculos de dichos flujos se proyectarán a lo largo de los próximos cinco años. El cálculo comenzará por restar a los ingresos de explotación, los gastos de explotación y la amortización técnica que hemos determinado con anterioridad, siguiendo el siguiente esquema. Una vez obtenido el EBIT, finalmente se procede a restar el tipo impositivo, seguido de la suma de amortización y las variaciones pertinentes de las necesidades operativas de financiación y el CAPEX. Una vez realizado dichos cálculos, dispondremos de los flujos de caja libre proyectados hasta 2022.

Figura 11. Cálculo de flujo de Caja Libre

Ventas
Coste de Ventas
Beneficio Bruto
I + D
G. Distribución, Generales, Y Admón.
Gastos Operacionales
Resultado de explotación
Otros gastos e ingresos
EBITDA
Amortización
EBIT
$\text{NOPAT} = \text{EBIT} * (1-t)$
Amortización
Variaciones en NOF
CAPEX
Flujo de Caja Libre

Siguiendo el esquema anterior solo faltaría el cálculo del valor residual en el último año que se sumaría al flujo de ese mismo año. Para el cálculo de éste seguimos el siguiente planteamiento.

$$VR = \text{Flujo de caja último año} * \frac{1 + g}{WACC - g}$$

Donde:

g = Tasa de crecimiento.

La tasa de crecimiento está estimada a partir del estudio de las previsiones repartidas por zonas geográficas por el banco mundial¹⁷. Observando la siguiente tabla, podemos calcular el crecimiento medio de un 2,883%. Observando el entorno macroeconómico actual, se trata de una tasa ligeramente optimista, debido a que nos encontramos en un momento en el que crecimiento comenzará a desacelerar después de un 2017 más que satisfactorio al igual que el inicio de este 2018.

Figura 12. Tabla de Crecimiento Económico.

PIB real (%) ¹	2015	2016	2017e	2018f	2019f	2020f
Mundo	2,8	2,4	3,1	3,1	3,0	2,9
Economías avanzadas	2,3	1,7	2,3	2,2	2,0	1,7
Estados Unidos	2,9	1,5	2,3	2,7	2,5	2,0
Zona Euro	2,1	1,8	2,4	2,1	1,7	1,5
Japón	1,4	1,0	1,7	1,0	0,8	0,5
Economías emergentes y en desarrollo	3,7	3,7	4,3	4,5	4,7	4,7
Asia oriental y el Pacífico (EAP)	6,5	6,3	6,6	6,3	6,1	6,0
Europa y Asia central (ECA)	1,1	1,7	4,0	3,2	3,1	3,0
América Latina y el Caribe (LAC)	-0,4	-1,5	0,8	1,7	2,3	2,5
Oriente Medio y Norte de África (MNA)	2,8	5,0	1,6	3,0	3,3	3,2
Asia meridional (SAR)	7,1	7,5	6,6	6,9	7,1	7,2
África al sur del Sahara (SSA)	3,1	1,5	2,6	3,1	3,5	3,7

Fuente: Banco Mundial/ Global Economic Prospect.

Según las previsiones para finales de 2018, tanto la FED como el BCE comenzarán a retirar los estímulos económicos de manera gradual para poder ejercer un mayor control sobre la inflación cumpliendo sus objetivos. Es por esto por lo que, bajo mi punto de vista la tasa de crecimiento será inferior a la media estipulada y adoptando una posición de mayor cautela optamos por la siguiente tasa de crecimiento.

g	2,00%
----------	--------------

Dispuesta la tasa de crecimiento, se procederá a desarrollar el cálculo de la tasa de descuento que aplicaremos a los flujos de caja, una vez proyectados éstos. Para ello, expondremos en una tabla los datos necesarios para su desarrollo.

¹⁷ <http://www.bancomundial.org/es/publication/global-economic-prospects>

Figura 13. Tabla: WACC

WACC	
<i>Kd Coste de deuda</i>	5,25%
<i>Ke Coste de los recursos propios</i>	5,89%
<i>Rf+beta*(Rf-Rm)</i>	
<i>Rf Bono alemán</i>	0,531%
<i>BETA de Grifols</i>	0,67
<i>Prima de mercado</i>	8%
<i>Ponderación RRPP</i>	33%
<i>Patrimonio neto</i>	3633965
<i>total</i>	10920264
<i>Ponderación RRAA</i>	67%
<i>Recursos ajenos</i>	7286299
<i>total</i>	10920264
<i>Tasa impositiva</i>	25%

Fuente: Elaboración Propia, a partir del FMI y la web corporativa de la compañía

Kd Coste de los recursos ajenos = Coste financiero / Deuda Financiera Neta = 5,25%

Ke Coste de los recursos propios = $R_f + \beta * (\text{Premium de mercado}) = 5,89\%$

Ponderación de los recursos ajenos = Recursos ajenos / Patrimonio total = 67%

Ponderación de los recursos propios = Recurso Propios / Patrimonio total = 33%

$$WACC = 5,89\% \times 33\% + 5,25\% \times (1-0,25) \times 67\% = 4,6\%$$

Una vez obtenida la tasa de descuento, procederemos a la elaboración de los flujos de caja que serán presentados en la siguiente tabla. Las proyecciones estarán sujetas a las hipótesis planteadas a continuación. En primer lugar, los primeros tres años (2018-2020) estarán a un crecimiento del 10,50% en ventas a consecuencia de la campaña de expansión que se lleva a cabo desde el 2015 como ya hemos mencionado con anterioridad. Los años restantes estarán sometidos a una desaceleración tras la finalización de la campaña estratégica en torno a un 6,00% y un 5,20% respectivamente.

En referencia al coste de venta, se desenvuelve de forma parecida, sujeta a un crecimiento del 10,43%. De la misma manera, las ventas se verán sujetas a un menor crecimiento en los dos últimos años, a consecuencia de las sinergias generadas por la campaña.

Una vez obtenidos los flujos de caja se descontarán a la tasa WACC dispuesta incluyendo el valor residual en el último flujo de caja. Finalmente, con el objetivo fundamental de obtener un precio objetivo, se resta al valor actual neto, la deuda financiera neta y se divide por el número total de acciones de la compañía. Con el precio objetivo se brindará una recomendación de inversión.

A continuación, se presenta la tabla de los flujos de caja descontado junto con el precio objetivo obtenido.

5.1.2 Proyección de la Cifra de Negocio.

Para poder proyectar los flujos de caja, primero analizaremos el crecimiento experimentado por la compañía en los últimos años y la estrategia llevada a cabo basada en la expansión. Dicha expansión se fundamenta en el crecimiento inorgánico o externo, basándose en una serie de adquisiciones llevadas a cabo. Estas adquisiciones permiten a Grifols adoptar la tracción de los nuevos mercados e industrias beneficiándose así de la generación de sinergias.

Grifols cierra el ejercicio 2017 con un aumento significativo en todas sus divisiones:

	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015
Bioscience	3.429.785	3.195.424	3.032.111
Diagnóstico	732.369	691.701	716.838
Hospital	105.649	102.251	96.245
Bio Supplies	66.791	57.239	24.466
Otros	18.263	34.601	90.289
Intersementos	-34.784	-31.386	-25.386
Total	4.318.073	4.049.830	3.934.563

Elaboración propia a partir de las cuentas consolidadas.

Tal y como se observa, el crecimiento es más que notable en los últimos años, debido a las continuas anexiones a la empresa, principalmente orientadas hacia el mercado americano, adquiriendo un gran número de plantas de producción de hemoderivados en Estados Unidos. Como principal pilar se posiciona la división de Bioscience que experimenta un crecimiento del 7,9% con respecto a 2016; esto se debe a diversos elementos. En primer lugar y como principal factor, consideramos el aumento sólido en la demanda de las principales proteínas plasmáticas, que ha experimentado una ligera subida en el precio. Por otro lado, la compañía mantiene el liderazgo mundial gracias a su inmunoglobulina, que mantiene un 23% de cuota de mercado. Gracias a lo mencionado, junto a la creciente demanda del mercado americano y de los principales mercados europeos, el desarrollo exponencial de la compañía aumenta significativamente.

En la siguiente tabla se podrá observar con detenimiento cómo se distribuye dicho crecimiento por zonas geográficas:

	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015
USA y Canadá	2.896.505	2.707.579	2.604.315
España	242.894	225.273	216.548
Unión Europea	444.089	426.223	456.919
Resto del Mundo	734.585	690.755	656.781
Total	4.318.073	4.049.830	3.934.563

Elaboración propia a partir de las cuentas consolidadas.

Como se observa en la tabla, el incremento más notorio se centra en el continente americano, potenciado principalmente por una serie de operaciones acometidas durante el año. El flujo destinado a las actividades de inversión en 2017 ascendió a 2.185,9 millones de euros con el principal objetivo de potenciar la división de diagnóstico mediante adquisiciones estratégicas. Entre éstas se destaca la adquisición del negocio NAT de Hologic por un precio de compra final de 1.865 millones de euros que se llevó a cabo mediante un préstamo de 1.816 millones de euros.

El resto de las inversiones llevadas a cabo por la entidad se centran en una serie de adquisiciones de centros de producción de plasma y en participaciones de empresas en el sector. Por otro lado, la inversión en CAPEX asciende a 271 millones, principalmente destinados a la apertura de nuevos centros de donación de plasma y a la ampliación, renovación y reubicación de plantas de las tres divisiones.

El principal foco de atención, según mi criterio, es el alto nivel de endeudamiento al que está sujeta la compañía. La deuda neta de la entidad asciende a 5.170,4 millones de euros a 31 de diciembre de 2017. Deuda que se ha refinanciado a lo largo del año por un importe total aproximado de 7.300 millones de dólares. Bien es cierto que tras la gran operación de Hologic, el rating crediticio¹⁸ de la entidad se mantuvo estable.

Para sopesar dicho riesgo, aunque aparentemente estable, nos centramos en la solidez de resultados y en la positiva evolución de flujos de efectivo que han contribuido en consolidar el balance propiciado por la incorporación del negocio NAT. Por otro lado, la optimización de la gestión del capital circulante, llevada a cabo por Grifols, ha sido un elemento diferenciador para mejorar la solidez financiera de la compañía. Los niveles de existencias se mantienen estables en 1.629,3 millones de euros mientras que ha mejorado sustancialmente sus periodos medios de cobro que se sitúa en 24 días (37 días en 2016) mientras que el periodo medio de pago ha disminuido hasta los 53 días (61 días en 2017).

Teniendo en cuenta esto, la principal palanca, en mi opinión, es la fuerte generación de caja neta que ofrece la entidad. En este 2017 la generación operativa asciende a 841,7 millones de euros, un 52,1% más que en 2016. Sin embargo, sin tener en cuenta los intereses de deuda, la generación de caja operativa asciende a 1039,3 millones. En este sentido, la empresa muestra signos suficientes para poder hacer frente las inversiones previstas, además de cumplir con los intereses de deuda.

Por lo tanto, para llevar a cabo la proyección de la cifra de negocio, mantendremos una evolución basada en la experimentada en estos años, comenzando con un 9,5% inicial y una disminución gradual. Mantendremos la evolución positiva que disfruta la empresa ya que suponemos que, debido a la continuidad de la campaña expansiva hasta 2020, seguirá nutriéndose del crecimiento inorgánico o externo que lleva a cabo. Fundamentando este proceso en la facilidad con la que se han acometido las inversiones previstas en 2017 entre las que destacan el aumento de 580 millones destinados a inversiones, los 271 millones en inversión de capital y los cerca de 310,8 millones de euros en inversiones directas e indirectas en I+D+I.

Una vez obtenidos los flujos de caja, se descontarán a la tasa WACC dispuesta incluyendo el valor residual en el último flujo de caja. Finalmente, con el objetivo fundamental de obtener un precio objetivo, se resta al valor actual neto la deuda financiera neta y se divide por el número total de acciones de la compañía. Con el precio objetivo se brindará una recomendación de inversión.

A continuación, se presenta la tabla de los flujos de caja descontado junto con el precio objetivo obtenido.

¹⁸ Memoria consolidada de la entidad.

Figura 14. Tabla: Flujos de Caja Libre.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Ventas	4.049.830	4.318.073	4.719.654	5.059.469	5.206.193	5.362.154	5.480.121
Coste de Ventas	2.137.539	2.166.062	2.306.856	2.479.870	2.531.948	2.582.586	2.639.403
Beneficio Bruto	1.912.291	2.152.011	2.412.798	2.579.599	2.674.246	2.779.567	2.840.718
I + D	197.617	288.320	311.386	336.296	363.200	392.256	423.637
G. Distribución, Generales, Y Admón.	775.266	860.348	942.580	1.032.672	1.065.717	1.099.820	1.135.014
Gastos Operacionales	972.883	1.148.668	1.253.966	1.368.968	1.428.917	1.492.076	1.558.651
Resultado de explotación	939.408	1.003.343	1.158.832	1.210.631	1.245.329	1.287.491	1.282.067
Otros gastos e ingresos	-226.656	-307.621	-315.255	-323.078	-331.096	-339.313	-347.733
EBITDA	712.752	695.722	843.577	887.552	914.233	948.178	934.334
Amortización	201.869	215.490	238.732	264.480	293.005	324.607	359.617
EBIT	510.883	480.232	604.846	623.072	621.227	623.572	574.717
NOPAT= EBIT*(1-t)	383.162	360.174	453.634	467.304	465.921	467.679	431.037
Amortización	201.869	215.490	238.732	264.480	293.005	324.607	359.617
Variaciones en NOF	65.050	128.985	-86.286	-131.044	-146.792	-172.471	-110.885
CAPEX	-268.300	-271.100	-277.857	-284.782	-291.879	-299.154	-306.610
Flujo de Caja Libre	892.664	913.781	933.069	939.031	941.482	944.232	947.876

Descuento de flujos de caja	FCL	Descontado
2018	933.069	892.141
2019	939.031	858.459
2020	941.482	822.947
2021	944.232	789.148
2022	38.133.801	30.472.613
		33.835.308 NPV

Deuda neta	5.170.400.000
Nº Acciones	684.197.276
NPV	33.835.308.485
Total	28.664.908.485
Price per-share	41,8

5.2 Método de Múltiplos Comparables

En el siguiente apartado se procederá a realizar la valoración según el método de múltiplos comparables previamente explicado. Este análisis nos ofrece una mejor visión de la situación de la compañía frente a su competencia directa.

Para el posterior análisis comparativo entre la compañía Grifols S.A. y sus principales competidores, se han elegido los siguientes múltiplos, bien por su facilidad de comprensión como por su relevancia aportando un análisis simple pero fundamentado.

Figura 15: Tabla Resumen de Múltiplos Comparables.

	Grifols	Baxter	CLS Behring	BIOGEN	MEDIA
PER	27,42	21,21	36,2	26,7	28,04
EV/EBITDA	16,74	14,8	26,7	8,78	16,76
EV/Ventas	5,12	3,48	9,14	4,88	5,83

En la tabla superior podemos comparar los ratios previamente calculados con sus principales competidores en la industria. Como se refleja, Grifols disfruta de unos valores sólidos con respecto a sus competidores, solamente superado por el gigante australiano CLS. Aparentemente los resultados pueden reflejar que la compañía actualmente está sobrevalorada en el mercado, pero teniendo en cuenta la tendencia de los últimos años, los valores pueden reflejar también unas altas expectativas de crecimiento. En mi opinión, la compañía seguirá reportando unos valores de crecimientos que, sin lugar a dudas, recompensará a los inversores que aprovechen la oportunidad de invertir en ella a día de hoy. A continuación, procederemos a calcular el valor de la empresa según los tres múltiplos establecidos.

Valoración según PER

El primer múltiplo que se ha manejado para la comparación de las compañías es el *Price to Earning Ratio* (PER). En un gran número de ocasiones se utiliza este múltiplo como método de comprobación de los resultados obtenidos mediante el descuento de flujos de caja y por lo tanto, nos valdrá para realizar dicha comprobación en este trabajo.

El Beneficio Neto por Acción (BPA) nos aporta el valor que le corresponde a cada acción de la compañía. Se trata de un indicador de rentabilidad, que nos permite una comparación rápida y directa con sus competidores directos, y nos facilita el cálculo del precio de la acción de la empresa.

Beneficio por acción	
Ganancia por acción atribuible a tenedores de instrumentos de patrimonio neto	662.700.000
Promedio ponderado de las acciones ordinarias en circulación	684.197.276
BPA	0,97
Media	28,04

$$\text{Precio por acción} = 28,03 \times 0,97 = 27,19 \text{ €/acc.}$$

Como observamos, el precio objetivo se sitúa en 27,19 euros por acción, por encima de los 26,06 euros por acción. Esto nos indica que actualmente la acción de la compañía está infravalorada lo que supondría una oportunidad clara de inversión. Teniendo en cuenta que el PER actual de la compañía se sitúa en 27,42, los ratios por encima de +25 nos indican que los precios están sobrevalorados, en la mayoría de los casos reflejan las altas expectativas que tienen los inversores en el crecimiento de los beneficios futuros. Este PER tan elevado plasma el resultado que ésta teniendo la campaña de expansión. El continuo crecimiento en la generación de flujos de efectivo ésta teniendo un impacto más que positivo bajo mi punto de vista, haciendo de esta empresa un objetivo atractivo de inversión.

EV/EBITDA

El múltiplo EV/EBITDA indica el número de veces que el valor de la empresa se encuentra representado sobre su EBITDA.

EV/EBITDA	
EBITDA	1.320.910.000
Promedio ponderado de las acciones ordinarias en circulación	684.197.276
Media	16,76

$$\text{Precio por acción} = \frac{1.320.910.000 \times 16,76}{684.197.276} = 32,34 \text{ euros por acción}$$

Como observamos, la compañía tiene un valor teórico de 32,34 euros por acción en función de su EBITDA lo que nos indica que la empresa se encuentra actualmente infravalorada en el mercado, ya que cotiza a 26,06 euros por acción. Por lo tanto, el mercado no está reflejando las expectativas de crecimiento que se espera en ella.

EV/Ventas

Por último, el EV / Ventas nos indica el valor que reside en cada euro obtenido en los beneficios de las ventas. Se trata de un ratio especialmente útil para comparar compañías bajo distintos regímenes contables.

EV/Ventas	
Ventas	4.318.073.000
Promedio ponderado de las acciones ordinarias en circulación	684.197.276
Media	5,83

$$\text{Precio por acción} = \frac{4.318.073.000 \times 5,83}{684.197.276} = 36,84 \text{ euros por acción}$$

Grifols presenta un valor de 36,84 euros por acción, lo que nos indica que el valor de la empresa. Considerando la cotización actual, disponemos de una empresa de gran interés teniendo en cuenta las grandes expectativas de crecimiento que se esperar en el corto y medio plazo.

Figura 16: Tabla Resumen Valoración por Múltiplos

Tabla Resumen	
Precio según PER	27,19
Precio según EV/EBITDA	32,35
Precio según EV/Ventas	36,81
Media	32,12

Teniendo en cuenta los datos de la tabla superior finalmente obtenemos un precio medio por acción de 32,12 euros. Dicho precio resulta más pesimista que el obtenido mediante el descuento de flujos de caja ya que no cuenta con la proyección de flujos de caja. No obstante, este precio nos sirve de referencia de cara a nuestra recomendación final.

6. Conclusiones

La valoración se está transformando en una de las principales herramientas de una empresa. Dicha valoración aporta aspectos básicos y fundamentales para la gestión y planificación de ésta, más allá de las fusiones y adquisiciones.

Una vez finalizado los análisis, tanto el estratégico como de negocio y su posterior valoración, procedemos a identificar una serie de conclusiones con el principal objetivo de proporcionar una recomendación de inversión o desinversión, si se diese el caso. Para aportar peso y profundidad al análisis, se ha procedido a la realización de un estudio de la compañía. Con ellos se pretende aportar una visión global de ésta, sus principales negocios, competidores, mercados en los que opera, entre otros.

Inicialmente se han identificados las principales fuentes de ingresos de la compañía y la operación estratégica que está llevando a cabo actualmente, orientada a la expansión internacional. El principal objetivo de esta campaña se basa en la integración vertical de nuevas plantas de producción de plasma para potenciar así sus ventas de hemoderivados en el extranjero. Esto provee a la compañía de sinergias obtenidas por el aumento de producción para así hacer frente a la creciente demandas de estos productos. La campaña está proporcionando ventajas que permiten recortar distancias con su principal competidor CLS Behring, ofreciendo un volumen de ventas en aumento y un producto diferenciador, siendo éste, uno de sus puntos fuertes, fundamentado así las inversiones en I+D.

Centrándonos en el aspecto económico financiero, nos encontramos con una empresa con un nivel de deuda aparentemente preocupante. De esta forma, la compañía pretende paliar la situación con el aumento de flujos de caja que las incorporaciones provean. Profundizando en nuestros resultados, tras realizar un análisis detallado de los principales aspectos de la compañía, nos centramos, en primer lugar, en el descuento de flujos de caja.

Una vez realizados todos los cálculos necesarios para la valoración, procedemos a ofrecer una recomendación en base a los datos obtenidos. En primer lugar, teniendo en cuenta el descuento de flujos de caja. Observando los datos obtenidos, alcanzamos un precio objetivo de **41,8** euros por acción en un horizonte temporal de cinco años según el método de **descuento de flujos de caja**. Teniendo en cuenta la evolución que experimenta Grifols desde 2012, donde el precio se situaba en 6,71 euros por acción, están fundamentadas y son acertadas nuestras aproximaciones, ya que se mantiene el patrón de crecimiento experimentado por la compañía. Por otro lado, el precio medio objetivo según múltiplos comparables se sitúa en **32,12** euros por acción, un precio más optimista que el descuento de flujos, pero que nos permitirá obtener un precio medio entre ambos como se presenta a continuación.

Figura 17: Tabla Precio Final objetivo.

Precio Objetivo Final	
Cotización Actual	26,06
DFC	41,8
Múltiplos	32,12
Precio Medio Objetivo	36,96

En base a esto, nuestra recomendación, es la de **INVERTIR** en la compañía, tratándose de una oportunidad de inversión para nuevos inversores, así como la de **MANTENER** la posición para los ya poseedores de acciones. Con un precio medio objetivo de **36,96** euros por acción claramente presenta una oportunidad de inversión. La cotización actual de la compañía se sitúa en 26,06 euros por acción, lo que significa que la empresa esta infravalorada y esta cotizando por debajo de nuestro valor teórico, lo que reafirma nuestra recomendación de inversión.

7. Bibliografía

Libros

- BLANCO PASCUAL, L. et al. (2007). *Valoración de empresas por Descuento de Flujos de Caja: Proyección de ratios y estimación del valor terminal por múltiplos*.
- DAMODARAN, A. (1994). “*Damodaran on Valuation*”, 2º edición, John Wiley & Sons, Nueva York, 2006.
- FERNÁNDEZ, P. (1999). *Introducción a la Valoración de Empresas por el Método de los múltiplos de compañías comparables*. Universidad de Navarra.
- FERNÁNDEZ, P. Y CARABIAS, J.M. (2006). *Market Risk Premium*. Ed. IESE Business School.
- FERNÁNDEZ, P. (2008). *Métodos de Valoración de empresas*. Universidad de Navarra.
- PORTER, M (2003): *Ser competitivo: nuevas aportaciones y conclusiones*. Editorial Deusto Bilbao.
- PALOMO, R.J. Y MATEU, J.L. (2004). *Productos Financieros Y Operaciones De Inversión* Ed. I.S.T.P.
- SUÁREZ, A.S. (2008): *Decisiones óptimas de Inversión y financiación en la empresa* (Ed. 21) Ed. Pirámide.

Trabajos de Investigación

- ANDREW JOHNSON, C., (2000), *Métodos de Evaluación del Riesgo para Portafolios de Inversión*, Banco Central de Chile
- CASTAÑÓN, N., PIDAL, M., y GARCÍA, M., (2007). *Estudio de demanda potencial, especialización en informática educativa*. Anales de la Universidad Metropolitana

Revistas

- HERRERA GARCIA, B. (2008). *Acerca de la Tasa de Descuento en Proyectos*. QUIPUKAMAYOC (Vol. 15) Ed. 29

Páginas Web:

- www.cnmv.es
- www.grifols.com
- <https://www.grifols.com/es/web/international/investor-relations/2018-first-quarter-report>
- <https://www.grifols.com/documents/10192/39987690/2017-grifols-consolidated-annual-financial-statements-es/ba3d5197-ab23-49e3-ae32-8ff99a2e35a2>
- <https://investor.baxter.com/investors/investor-overview/default.aspx>
- <https://www.csl.com/search?q=annual+report>
- <http://www.bancomundial.org/es/publication/global-economic-prospects>
- www.thomsonem.com

8. Anexos

8.1 Balance. Thomson Reuters

	2017	2016	2015	2014	2013	2012
	31-Dic-2017	31-Dic-2016	31-Dic-2015	31-Dic-2014	31-Dic-2013	31-Dic-2012
Activo						
Activo No Corriente						
Fondo de comercio	4.591	3.644	3.532	3.175	1.829	1.870
Otros Activos Intangibles	1.270	1.195	1.162	1.068	946	969
Inmovilizado Material	1.760	1.810	1.644	1.148	840	810
Inv. Contabilizadas Participación	219	201	77	54	36	2
Activos Financieros no corrientes	70	90	30	9	15	17
Activos por impuesto diferido	66	67	67	82	35	25
Total Activo No Corrientes	7.976	7.007	6.512	5.536	3.701	3.693
Activo Corriente						
Existencias	1.629	1.643	1.431	1.194	947	999
Clientes	386	534	483	615	466	447
Otros Activos Financieros corrientes	10	3	1	1	1	0
Otros Activos Corrientes	32	48	31	24	17	14
Efectivo	887	895	1143	1079	709	474
Total Activo Corriente	2.944	3.123	3.089	2.913	2.140	1.934
Total Activo	10.920	10.130	9.601	8.449	5.841	5.627

	2017	2016	2015	2014	2013	2012
	31-Dic-2017	31-Dic-2016	31-Dic-2015	31-Dic-2014	31-Dic-2013	31-Dic-2012
Pasivo						
Patrimonio Neto						
Capital Suscrito	120	120	120	120	120	118
Prima de emisión	911	911	911	911	911	890
Reservas	2.506	2.048	1.724	1.408	1.160	874
Act. Disponibles para la venta	4	(5)	--	--	--	--
otro resultado global	89	648	541	224	(89)	(5)
Patrimonio Atribuido S.D	4	6	5	4	5	4
Total Patrimonio Neto	3.634	3.728	3.301	2.663	2.107	1.881
Pasivo No Corriente						
Subvenciones	12	12	13	41	7	6
Provisiones	6	5	5		4	3
Pasivos Financieros no corrientes	5.901	4.712	4.598	4.120	2.553	2.691

Pasivos por impuestos diferidos	389	601	632	539	454	454
Total Pasivo No Corriente	6.308	5.330	5.248	4.700	3.018	3.154
Pasivo Corriente						
Provisiones	107	90	123	115	51	55
Pasivos financieros corrientes	155	230	262	197	261	196
Acreedores	572	612	532	626	320	262
Otros pasivos corrientes	144	140	135	148	84	79
Total Pasivo Corriente	978	1.072	1.052	1.086	716	592
Total PN y Pasivo	10.920	10.130	9.601	8.449	5.841	5.627

Variaciones en Nof	2.016	2.017	2018	2019	2020	2021	2022
Nof=							
+ Existencias	1.642.931	1.629.293	1.721.451	1.861.456	1.895.171	1.912.625	1.943.125
+ Clientes	533.668	386.410	402.512	315.612	402.152	512.876	478.195
+ Cash	895.009	886.521	876.125	914.037	905.125	901.145	1.052.125
- Proveedores	611.924	571.525	583.103	543.076	464.071	415.798	451.712
	2.459.684	2.330.699	2.416.985	2.548.029	2.738.377	2.910.848	3.021.733
Necesidades en noff	65.050	128.985	-86.286	-131.044	-190.348	-172.471	-110.885

Indicativo del CAPEX e inversión I+D

2017

2018

CAPEX	271,1	268,3	1,0%
INVERSIÓN NETA I+D	266,3	220,0	21,0%

Informe de gestión consolidado

obtenida en mayo de 2017. También se está desarrollando una salina fisiológica en envase fleboflex sin aguja destinado al mercado estadounidense y al europeo.

En el ámbito de la fabricación para terceros ha finalizado el desarrollo, en colaboración con la compañía Cerus, del set de inactivación de hematíes y se han iniciado los trámites para la consecución de la marca CE y el desarrollo para ensayos clínicos en Estados Unidos.

Por su parte, dentro de Pharmatech, se sigue avanzando en un nuevo prototipo del sistema Grifill[®], para la preparación de mezclas intravenosas.

INVERSIONES DE CAPITAL (CAPEX)

En 2017, Grifols ha invertido 271,1 millones de euros en seguir ampliando y mejorando las capacidades productivas de cada una de sus tres divisiones. Este importe está incluido dentro del Plan de Inversiones de Capital para el periodo 2016-2020 que, dotado con 1.200 millones de euros, garantiza el crecimiento sostenido del grupo a largo plazo.

Balance Consolidado de la Compañía 2017

GRIFOLS, S.A. Y SOCIEDADES DEPENDIENTES

Balances Consolidados a 31 de diciembre de 2017 y 2016 (Expresados en miles de Euros)

Activo	31/12/17	31/12/16
Fondo de comercio (nota 7)	4.590.498	3.643.995
Otros activos intangibles (nota 8)	1.269.342	1.195.302
Inmovilizado material (nota 9)	1.760.053	1.809.852
Inversiones contabilizadas por el método de la participación (nota 10)	219.009	201.345
Activos financieros no corrientes		
Activos financieros valorados a valor razonable	47.046	58.864
Activos financieros no valorados a valor razonable	22.843	30.681
Total activos financieros no corrientes (nota 11)	69.889	89.545
Activos por impuestos diferidos (nota 27)	66.157	67.219
Total activos no corrientes	7.974.948	7.007.258
Existencias (nota 12)	1.629.293	1.642.931
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar		
Clientes por ventas y prestaciones de servicios	286.198	413.656
Otros deudores	40.681	42.299
Activos por impuesto corrientes	59.531	77.713
Total deudores comerciales y otras cuentas a cobrar (nota 13)	386.410	533.668
Otros activos financieros corrientes (nota 11)	10.738	2.582
Otros activos corrientes	32.354	48.324
Efectivo y otros medios líquidos equivalentes (nota 14)	886.521	895.009
Total activos corrientes	2.945.316	3.122.514
Total activo	10.920.264	10.129.772
Patrimonio neto y Pasivo	31/12/17	31/12/16
Capital suscrito	119.604	119.604
Prima de emisión	910.728	910.728
Reservas	2.027.648	1.694.245
Acciones Propias	(62.422)	(68.710)
Dividendo a cuenta	(122.986)	(122.908)
Resultado del ejercicio atribuido a la sociedad dominante	662.700	545.456
Total Fondos propios	3.535.272	3.078.415
Activos financieros disponibles para la venta	4.926	(5.219)
Otro resultado global	(656)	(642)
Diferencias de conversión	89.537	648.927
Otro resultado global	93.807	643.066
Patrimonio atribuido a la sociedad dominante (nota 15)	3.629.079	3.721.481
Participaciones no dominantes (nota 17)	4.886	6.497
Total patrimonio neto	3.633.965	3.727.978

Pasivo		
Subvenciones (nota 18)	11.822	12.196
Provisiones (nota 19)	5.763	5.118
Pasivos financieros no corrientes (nota 20)	5.901.815	4.712.071
Pasivos por impuestos diferidos (nota 27)	388.912	600.646
Total pasivos no corrientes	6.308.312	5.330.031
Provisiones (nota 19)	106.995	89.588
Pasivos financieros corrientes (nota 20)	155.070	230.065
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar		
Proveedores	423.096	461.073
Otros acreedores	141.720	142.894
Pasivos por impuesto corriente	6.709	7.957
Total acreedores comerciales y otras cuentas a pagar (nota 21)	571.525	611.924
Otros pasivos corrientes (nota 22)	144.397	140.186
Total pasivos corrientes	977.987	1.071.763
Total pasivo	7.286.299	6.401.794
Total patrimonio neto y pasivo	10.920.264	10.129.772

Deuda Neta Financiera

- **Recursos de capital y calificaciones crediticias**

La deuda financiera neta de Grifols se situó en 5.170,4 millones de euros a diciembre de 2017, incluyendo 886,5 millones de euros en caja. La compañía dispone de líneas de financiación no dispuestas por importe de cerca de 400 millones de euros que elevan su posición de liquidez a 1.250 millones de euros.

Detalle de las Amortizaciones

(v) *Vida Útil y Amortizaciones*

El Grupo evalúa para cada activo intangible adquirido si la vida útil es finita o indefinida. A estos efectos se entiende que un activo intangible tiene vida útil indefinida cuando no existe un límite previsible al periodo durante el cual va a generar entrada de flujos netos de efectivo.

La amortización de los activos intangibles con vidas útiles finitas se realiza distribuyendo el importe amortizable de forma sistemática a lo largo de su vida útil mediante la aplicación de los siguientes criterios:

	<u>Método de Amortización</u>	<u>Coefficientes</u>
Gastos de desarrollo	Lineal	10%
Concesiones, patentes, licencias, marcas y similares	Lineal	7% - 20%
Aplicaciones informáticas	Lineal	33%
Cartera de productos adquirida	Lineal	3% - 10%

Detalle de Ventas por Negocio

El detalle de ventas por agrupaciones de productos de los ejercicios 2017, 2016 y 2015 es el siguiente:

	Miles de Euros		
	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015
Biociencia			
Hemoderivados	3.429.785	3.228.275	3.032.111
Diagnóstico			
Medicina transfusional	679.692	640.443	667.886
Otro diagnóstico	23.377	23.540	23.566
Hospital			
Fluidoterapia y nutrición	47.699	46.210	45.621
Suministros hospitalarios	52.466	52.373	50.624
Bio Supplies	66.791	24.387	24.466
Otros	18.263	34.602	90.289
Total	4.318.073	4.049.830	3.934.563

Información Geográfica

(b) Información geográfica

La información geográfica se agrupa en cuatro zonas:

- Estados Unidos de América y Canadá
- España
- Resto Unión Europea
- Resto del mundo

La definición de estos cuatro segmentos se debe principalmente al nivel geográfico que la dirección de la Sociedad determina para gestionar sus ingresos debido a que responden a entornos económicos específicos. La estructura organizativa de la Sociedad, incluyendo la supervisión de sus operaciones comerciales, así como sus sistemas de información, responden a la mencionada agrupación de segmentos geográficos.

La información financiera que se presenta por zonas geográficas se basa en las ventas a terceros realizadas en dichos mercados, así como en la ubicación de los activos.

Detalle Resultado Consolidado del ejercicio

	31/12/17	31/12/16	31/12/15
Resultado Consolidado del ejercicio	661.314	544.543	531.441
Partidas que van a ser reclasificadas a resultados			
Diferencias de conversión	(532.389)	103.833	290.635
Diferencias de conversión / Cobertura de flujos de efectivo	--	(6.809)	--
Activos financieros disponibles para la venta	10.145	(5.219)	--
Participación en otro resultado global de las inversiones contabilizadas por el método de la participación (nota 10) / Diferencias de conversión	(27.134)	10.671	2.673
Coberturas de flujos de efectivo- parte efectiva de los cambios en el valor razonable	--	14.501	55.305
Coberturas de flujos de efectivo- transferencias a resultados	--	(7.426)	(25.206)
Otro Resultado Global	(14)	(4.810)	4.575
Efecto impositivo	--	(2.462)	(12.093)
Otro resultado global del ejercicio, neto de impuestos	(549.392)	102.279	315.889
Resultado Global Total del ejercicio	111.922	646.822	847.330
Resultado global total atribuible a la sociedad dominante	113.441	647.667	848.603
Resultado global total atribuible a participaciones no dominantes	(1.519)	(845)	(1.273)