

# VALORACIÓN DE EMPRESAS. CASO GRIFOLS.



Proyecto Fin de Máster  
Gestión Financiera y  
Contabilidad Avanzada

**Nuria Alemany Palomo**

**Tutor: Manuel Illueca Muñoz**

02/09/2014

## Resumen

*El objetivo de este trabajo es la estimación del valor intrínseco del holding Grifols, mediante la aplicación de tres modelos de valoración todos ellos basados en el descuento de flujos de caja, con la finalidad de analizar en qué medida el mercado está asignando un “precio justo”.*

*Palabras clave: métodos de valoración, descuento de flujos, prima de riesgo*

## Contenido

1.	Introducción.....	4
2.	Descripción de la empresa.....	5
3.	Evolución histórica de Grifols hasta la actualidad, 2014 .....	11
4.	Motivos para valorar una empresa .....	16
5.	Metodología: pasos a seguir para la valoración de empresas.....	17
5.1	Identificar las características económicas de la empresa .....	18
5.1.1	Análisis de la cadena de valor (análisis interno).....	18
5.1.2	Las 5 fuerzas de Porter (análisis externo) .....	24
5.1.3	La matriz DAFO .....	27
5.2	Identificar las estrategias de la compañía.....	28
5.3	Análisis económico – financiero .....	30
5.3.1	Balance.....	31
5.3.2	Pérdidas y ganancias.....	36
5.3.3	Estado de flujos de tesorería.....	42
5.3.4	Análisis de ratios financieros.....	45
5.4	Elaboración de los Estados Financieros Previsionales .....	55
5.4.1	Proyección de las ventas e ingresos.....	56
5.4.2	Proyección de los gastos .....	57
5.4.3	Proyección de activos.....	62
5.4.4	Proyección del pasivo corriente y no corriente .....	69
5.4.5	Proyección del patrimonio .....	74
5.4.6	Cuadrando el balance .....	76
5.4.7	Proyección del estado de flujos de efectivo.....	81
5.5	Valorar la empresa .....	83
5.5.1	Métodos de valoración .....	83
5.5.2	El modelo CAPM .....	85
5.5.3	Cálculo de la tasa de descuento .....	87
5.5.4	Modelo de valoración por dividendos .....	98
5.5.4	Modelo del valor actual aplicando el modelo del ingreso residual.....	100
5.5.5	Modelo de valoración por comparables (múltiplos): Value to book ratio.....	101
5.5.6	Valoración de las acciones de la clase A .....	103

5.5.7 Valoración de las acciones de la clase B (sin derecho a voto).....	109
5.5.8 Análisis de sensibilidad .....	109
6. Eficiencia del mercado .....	114
7. Conclusiones .....	115
8. Bibliografía.....	116
9. Anexos:.....	119
9.1 Cuentas anuales consolidadas de 2009 a 2013 y primer semestre de 2014 .....	119
9.2 Tipos de interés del mercado de deuda.....	150
9.3 Cotizaciones de las acciones de la clase A y B de Grifols.....	150

## 1. Introducción

La valoración de la empresa es un paso previo imprescindible para la gestión financiera, que se propone maximizar el valor para el accionista. Es un proceso mediante el cual se trata de determinar cuál es el valor intrínseco del negocio, no su precio de mercado. Se busca cuantificar el patrimonio de la empresa, su actividad y su potencial. La valoración de una empresa no es una ciencia exacta, debido a la subjetividad implícita en cualquier valoración, podemos considerarlo como una opinión, una estimación de valor que dependerá de la situación de la empresa, del método utilizado y de los motivos por los que se realiza la valoración. Todas las valoraciones están sesgadas, y lo importante es saber cuánto y en qué dirección.

Valorar una empresa es incluso más relevante cuando se trata de empresas cotizadas que están muy expuestas a los vaivenes de los mercados bursátiles que a veces no tienen nada que ver con la rentabilidad real de la empresa. En este sentido es muy importante para los socios, inversores y acreedores poder conocer el diferencial entre la cotización de los títulos y su valor intrínseco.

Existen varios métodos para la valoración de empresas, si bien dado que el valor de las acciones de una empresa depende de su capacidad de generar dinero, parece que el método más apropiado sea el descuento de flujos, en el que están basados los tres métodos que vamos a aplicar a nuestro caso de estudio: la valoración por dividendos, el método del ingreso residual y la valoración por múltiplos comparables.

Nuestro caso de estudio, es el holding Grifols, y nuestro objetivo es valorar su negocio y ver en qué medida la valoración que está haciendo el mercado es “justa”.

En primer lugar pasamos a describir la compañía, y a hacer un recorrido histórico destacando los grandes hitos que han acontecido desde su inicio hasta su situación actual.

A continuación analizaremos los diferentes motivos por los que valorar una empresa, estableciendo la metodología que vamos a aplicar en nuestra valoración y que nos conducirá a la elaboración de los estados previsionales, a partir de los cuales podremos aplicar los tres métodos de valoración.

Una vez obtenida la valoración de Grifols efectuaremos un análisis de sensibilidad que nos permitirá ver cómo afectan a su valoración los distintos escenarios.

Para finalizar se establecen las conclusiones a las que se ha llegado.

Y en la última parte del documento se detalla la bibliografía utilizada y se adjuntan los anexos.

## **2. Descripción de la empresa**

Grifols es un Holding empresarial, con sede central en Barcelona, especializada en la investigación, fabricación y comercialización de productos derivados del plasma (hemoderivados), sueros, nutrición clínica, sistemas de diagnóstico, aparatos e instrumentación para las pruebas previas a una transfusión, procesos relacionados con la coagulación sanguínea (hemostasia), dispositivos médicos para tratamientos quirúrgicos y logística hospitalaria.

Comprometido desde sus inicios con el desarrollo científico y tecnológico de los hemoderivados ha sabido superar todas las crisis económicas que ha encontrado en su camino llegando a ser actualmente una de las empresas líder en su sector.

Es actualmente la tercera compañía del mundo del sector de derivados del plasma por volumen de ventas, por detrás de sus principales competidores Baxter y CSL, siendo además líder mundial en el suministro a hospitales y la única compañía de la industria farmacéutica verticalmente integrada en medicina transfusional, ámbito de diagnóstico en el que se ha convertido en referente en todo el mundo, con un posicionamiento en inmunología y hemostasia excelente, ofreciendo a los laboratorios de análisis clínicos, bancos de sangre y centros de transfusión, soluciones integrales. Con una cuota de mercado que alcanza la cifra aproximada

del 20%.

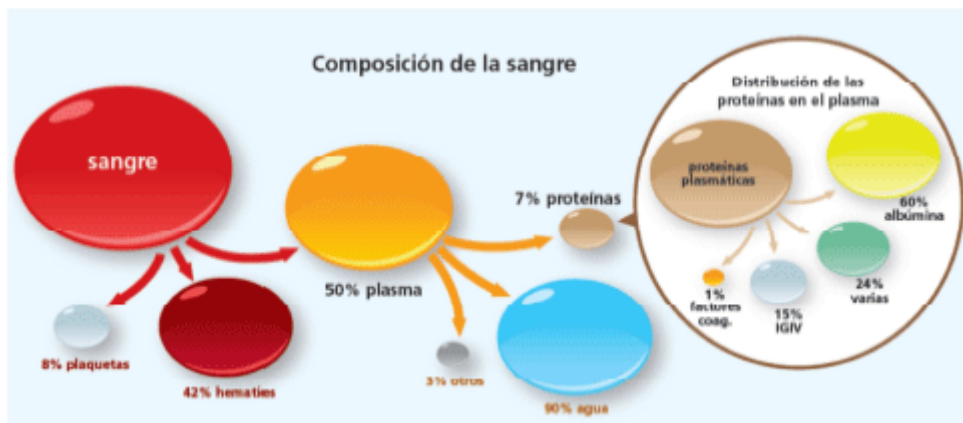
Grifols es una compañía global con amplia presencia internacional, tiene presencia en más de 100 países, y tiene filiales propias en 24 de ellos, siendo la expansión internacional el eje estratégico de la compañía, y su plantilla media de trabajadores alcanza la cifra de 11.779 en 2013.

El grupo Grifols está formado por varias compañías cuyas actividades están centradas en cuatro líneas de negocio: Bioscience, Diagnostic , Hospital, y Raw materials & others estando todas ellas consolidadas.

### DIVISION BIOSCIENCE

Está dedicada al tratamiento de enfermedades a través de los productos hemoterapéuticos obtenidos del plasma. Esta división engloba todas las actividades relacionadas con estos productos, desde la obtención del plasma hasta la comercialización e I+D. Y representa casi el 90% del negocio de Grifols.

El plasma es la parte líquida de la sangre humana. Alrededor del 90% del plasma está compuesto por agua, y aproximadamente un 7% son proteínas plasmáticas y anticuerpos que ayudan al mantenimiento de las funciones vitales de nuestro organismo.



Fuente: <http://www.grifols.com>

El déficit de cualquiera de estas proteínas causa enfermedades que se pueden tratar mediante la administración de hemoderivados.

Los hemoderivados son productos cuyo principio activo proviene del plasma humano obtenidos a través de un proceso de fraccionamiento y purificación, y que no pueden ser obtenidos mediante métodos químicos, sino a través de la única fuente natural que existe: el plasma de donantes humanos sanos.

Para obtener el plasma de una donación el proceso utilizado es la plasmaféresis. Se trata de un método desarrollado por el doctor José Antonio Grifols Lucas en 1951, mediante el cual se extrae completamente la sangre del cuerpo y se procesa de forma que los glóbulos blancos, glóbulos rojos y las plaquetas se separen del plasma; las células de la sangre se devuelven luego al paciente sin el plasma, el cual el organismo sustituye rápidamente.

Una vez recogido el plasma, éste es sometido a un minucioso control que asegura su calidad. Posteriormente se fracciona para obtener las diferentes proteínas, que seguirán un riguroso proceso de inactivación de agentes infecciosos y purificación hasta su dosificación, que se realiza en condiciones de esterilidad.

Los principales productos acabados de la División Bioscience son:

- La inmunoglobulina intravenosa (IVIG)
- El factor VIII
- La albúmina
- La alfa-1-antitripsina (A1-AT)
- Otras inmunoglobulinas hiperinmunes



ENFERMEDADES QUE TRATAN LOS MEDICAMENTOS BIOLÓGICOS DERIVADOS DEL PLASMA	
TRANSTORNOS INMUNOLÓGICOS	<p><b>Inmunodeficiencias primarias</b> Enfermedades hereditarias o causadas por errores en los genes de las células que conforman el sistema inmunológico. Debido a ello, el sistema inmunológico que protege el organismo frente a bacterias o virus no funciona correctamente.</p> <p><b>Trastornos neurológicos</b> La inmunoglobulina intravenosa Gamunex® es la única aprobada por la FDA para el tratamiento de la polineuropatía desmielinizante inflamatoria crónica (PDIC), una enfermedad neurológica rara que causa debilidad muscular progresiva en las extremidades.</p>
TERAPIA DE REEMPLAZO DEL VOLUMEN PLASMÁTICO	La albúmina humana, una de las proteínas que se encuentra en la sangre, se utiliza en cuidados intensivos para restablecer el volumen plasmático en pacientes que han sufrido shock o trauma con pérdida importante de sangre.
TRANSTORNOS DE LA COAGULACIÓN	Elaboración de medicamentos biológicos indicados para el tratamiento de enfermedades que causan sangrado excesivo o coagulación anormal.
DEFICIT DE ALPHA-1 ANTITRIPSINA	También conocido como alfa-1, es un trastorno hereditario que causa una reducción significativa de la proteína de origen natural, alfa-1-proteína y que es la causa más común de enfermedad de hígado en niños. Las personas que padecen este déficit a menudo desarrollan enfermedad pulmonar obstructiva crónica (EPOC) que conduce a la discapacidad y a la muerte prematura.
INFECCIONES MORTALES	Producción de inmunoglobulinas hiperinmunes que proporcionan inmunidad rápida y temporal contra una serie de infecciones potencialmente mortales como la rabia, el tétanos, la hepatitis B y la incompatibilidad Rh.

Fuente: elaboración propia a partir de la información facilitada por <http://www.grifols.com>

Para asegurar el suministro constante y fiable de sangre, Grifols cuenta en la actualidad en Estados Unidos con 150 centros de donación, 2 laboratorios centrales de análisis de plasma y 3 almacenes centrales para el almacenamiento y distribución del plasma a los diferentes centros de producción.

Y para la obtención de los productos derivados del plasma cuenta con dos plantas de producción en Estados Unidos y una en España con una capacidad de fraccionamiento total de 9,4 millones de litros al año.

Grifols también fracciona el plasma excedente de los hospitales españoles desde hace más de 20 años.

	CAPACIDAD FRACCIONAMIENTO LITROS/AÑO
LOS ANGELES, CALIFORNIA	2.200.000
CLAYTON, CAROLINA DEL NORTE	3.000.000
PARETS DEL VALLÈS, BARCELONA (CON NUEVAS INTALACIONES DESDE ABRIL 2014)	4.200.000
TOTAL	9.400.000

Fuente: elaboración propia a partir de la información facilitada por <http://www.grifols.com>

## DIVISION DIAGNOSTIC

La **División Diagnostic** se centra en el diagnóstico in vitro. Fabrica y desarrolla aparatos, instrumentación y reactivos para pruebas hematológicas e inmunológicas en las especialidades de medicina transfusional, hemostasia e

inmunología. En 2013 la facturación de esta división representa el 4,75%.

*Medicina transfusional:* se trata de garantizar la compatibilidad sanguínea entre donante y receptor y la seguridad en las transfusiones.

*Hemostasia:* consiste en estudiar los procesos relacionados con la coagulación sanguínea de los pacientes que tienen que ser intervenidos quirúrgicamente.

*Inmunología:* estudia los mecanismos de defensa de la integridad biológica del medio interno de los organismos vivos frente a la presencia de agentes externos o antígenos, así como los estados patológicos del sistema inmunitario.

Las plantas productivas para el desarrollo y fabricación de productos diagnósticos están ubicadas en Parets del Vallés (Barcelona), Düdingen (Suiza) y Melbourne (Australia).

#### **DIVISION HOSPITAL**

Grifols suministra a los hospitales desde soluciones parenterales estándar para la terapia intravenosa o especialidades para la nutrición clínica, hasta una extensa variedad de productos estériles y dispositivos médicos. Asimismo, atiende la gestión intrahospitalaria mediante plataformas tecnológicas de logística. Esta división representa el 3,54% de la facturación de Grifols en 2013.

Desde 2005 las plantas de producción de esta división situadas en Barcelona (Parets de Vallés) y en Murcia (Las Torres de Cotillas) ofrecen la fabricación a terceros a través de Grifols Partnership.

#### **RAW MATERIALS AND OTHERS**

Incluye los ingresos por royalties, las ventas de productos biológicos intermedios y los trabajos a terceros realizados por Grifols Engineering.

Se adjunta a continuación detalle de las empresas que forman el grupo Grifols, con detalle del porcentaje de participación de la empresa cabecera Grifols, S.A en cada una de las sociedades dependientes a 31 de diciembre de 2013.

## VALORACIÓN DE EMPRESAS. CASO GRIFOLS.

EMPRESA	ACTIVIDAD	% PARTICIPACION EN 2013		
		DIRECTO	INDIRECTO	TOTAL
Diagnostic Grifols, S.A.	Desarrollo y fabricación de aparatos, instrumentación y reactivos para el diagnóstico.	99,998%	0,002%	100%
Instituto Grifols, S.A.	Fraccionamiento de plasma y fabricación de productos hemoderivados con registro farmacéutico.	99,998%	0,002%	100%
Logister, S.A.	Fabricación, compra-venta, comercialización y distribución de toda clase de material y productos informáticos.		100%	100%
Laboratorios Grifols, S.A.	Producción de soluciones parenterales, tanto en envase de vidrio como de plástico, productos de nutrición enteral y parental y bolsas y equipos de extracción de sangre.	99,998%	0,002%	100%
Biomat, S.A.	Analizar y certificar la calidad del plasma utilizado por Instituto Grifols, S.A. Además presta servicios de inactivación vírica del plasma para transfusión (I.P.T.H) a los centros de transfusión hospitalarios	99,900%	0,100%	100%
Grifols Engineering, S.A.	Analizar y certificar la calidad del plasma utilizado por Instituto Grifols, S.A. Además presta servicios de inactivación vírica del plasma para transfusión (I.P.T.H) a los centros de transfusión hospitalarios	99,950%	0,050%	100%
Biomat USA, Inc.	Obtención de plasma humano.		100%	100%
Grifols Biologicals, Inc	Fraccionamiento de plasma y producción de hemoderivados		100%	100%
PlasmaCare, Inc.	Obtención de plasma humano.		100%	100%
Grifols Australia Pty Ltd.	Distribución de productos farmacéuticos y el desarrollo y fabricación de reactivos para el diagnóstico.	100,000%		100%
Medion Grifols Diagnostic AG	Realización de actividades de desarrollo y producción en el área de la biotecnología y el diagnóstico.	80,000%		80,00%
Grifols Therapeutics, Inc.	Fraccionamiento de plasma y producción de hemoderivados.		100%	100%
Talecris Plasma Resources, Inc.	Obtención de plasma humano.		100%	100%
GRI-CEL. S/A Produtos para transfusao	Producción de bolsas para extracción, separación, conservación y transfusión de componentes de la sangre	60,000%		60,00%
Grifols Worldwide Operations Limited	Envasar, etiquetar, almacenar, distribuir, fabricar, desarrollo de productos farmacéuticos y la prestación de servicios financieros a compañías del grupo.	100%		100%
Progenika Biopharma, S.A.	Desarrollo, producción y comercialización de soluciones biotecnológicas	56,150%		56,15%
Proteomika, S.L.U	Desarrollo, producción y comercialización de soluciones biotecnológicas		56,150%	56,15%
Progenika Latina, S.A. de CV	Desarrollo, producción y comercialización de soluciones biotecnológicas		56,150%	56,15%
Progenika Inc.	Desarrollo, producción y comercialización de herramientas genéticas, dispositivos de diagnóstico y sistemas y productos terapéuticos para la medicina personalizada y la mejor atención de la salud en general		56,150%	56,15%
Preventia 2.0 Genetics, S.L.	Investigación, desarrollo y comercialización de productos de diagnóstico y tratamiento de enfermedades así como la prestación de servicios relacionados.		56,150%	56,15%
Braingo Biopharma, S.L.	Desarrollo de productos para el tratamiento y diagnóstico de enfermedades psiquiátricas		28,423%	28,42%
Abyntek Biopharma, S.L.	Investigación, desarrollo, y transferencia de productos y procesos biotecnológicos, así como la comercialización de productos y servicios relacionados con las biociencias.		43,763%	43,76%
Asociación I+D Progenika	Coordinación, representación, gestión y fomento de los intereses comunes de las empresas asociadas, así como la contribución al desarrollo, crecimiento e internacionalización de sus asociados y del sector de las biociencias en la Comunidad Autónoma del País Vasco		56,150%	56,15%
G-C Diagnostics Corp.	Participar en cualquier actividad para que las empresas puedan organizarse bajo la jurisdicción de Delaware.	100%		100%
Grifols Asia Pacific Pte, Ltd	Distribución y venta de productos médicos y farmacéuticos.	100%		100%
Grifols Movaco, S.A.	Distribución y venta de reactivos, productos químicos y demás especialidades farmacéuticas, y de materiales, aparatos e instrumentos médico-quirúrgicos para uso y empleo de laboratorios y centros sanitarios.	99,999%	0,001%	100%
Grifols Portugal Produtos Farmacéuticos e Hospitalares, Lda	Importación, exportación y comercialización de productos y aparatos farmacéuticos y hospitalarios, y, en especial, de los productos de Grifols	0,011%	99,990%	100%
Grifols Chile, S.A.	Desarrollar negocios farmacéuticos, pudiendo al efecto importar, producir, comercializar y exportar productos afines.	99,000%		99,00%
Grifols USA, LLC.	Distribución y marketing de los productos de la compañía.		100%	100%
Grifols Argentina, S.A.	Práctica de investigaciones clínicas y biológicas. Preparación de reactivos y productos terapéuticos y dietéticos. Fabricación de demás especialidades farmacéuticas y su comercialización.	95,010%	4,990%	100%
Grifols s.r.o.	Compra, venta y distribución de productos químico-farmacéuticos, incluyendo plasma humano	100,000%		100%
Grifols (Thailand) Ltd	Importación, exportación y distribución de productos farmacéuticos.		48,000%	48,00%
Grifols Malaysia Sdn Bhd	Distribución y venta de productos farmacéuticos.		30,000%	30,00%
Grifols International, S.A.	Coordinación del marketing, ventas y la logística de todas las filiales que operan en distintos países	99,900%	0,100%	100%
Grifols Italia S.p.A	Compra, venta y distribución de productos químico-farmacéuticos.	100%		100%
Grifols UK Ltd.	Distribución y venta de productos terapéuticos y demás productos farmacéuticos, especialmente hemoderivados.	100%		100%
Grifols Brasil, Ltda	Importación y exportación, preparación, distribución y venta de productos farmacéuticos y químicos para uso de laboratorios, hospitales y aparatos e instrumental médico-quirúrgicos	100%		100%
Grifols France, S.A.R.L.	Comercialización de productos químicos y sanitarios.	99,990%	0,010%	100%
Grifols Polska Sp.z.o.o.	Distribución y venta de productos farmacéuticos, cosméticos y otros	100%		100%
Logística Grifols, S.A. de C.V.	Fabricación y comercialización de productos farmacéuticos, tanto de uso humano como veterinario	99,990%	0,010%	100%
Grifols México, S.A. de C.V.	Producción, fabricación, adaptación, acondicionamiento, compraventa, comisión, representación y consignación de toda clase de productos farmacéuticos. Adquisición de maquinaria, equipo, materia prima, útiles, bienes muebles e inmuebles necesarios para los fines indicados.	99,990%	0,010%	100%
Medion Diagnostics GmbH	Distribución y venta de productos de biotecnología y diagnóstico.		80,000%	80,00%
Grifols Nordic, AB	Investigación y desarrollo, producción y marketing de productos farmacéuticos, dispositivos médicos y cualquier otro activo derivado de actividades relacionadas con las anteriormente citadas.	100%		100%
Grifols Colombia, Ltda	Venta, comercialización y distribución de medicamentos, productos farmacéuticos (incluidos, pero sin limitarse a hemoderivados) y hospitalarios, dispositivos médicos, equipos biomédicos, instrumentos de laboratorio y reactivos para diagnóstico y/o software sanitario.	99,000%	1,000%	100%
Grifols Deutschland GmbH	Obtención de los permisos oficiales y la aprobación necesaria para la producción, la comercialización y la distribución de productos derivados del plasma sanguíneo, así como, la importación, la exportación, la distribución y el comercio de reactivos, productos químicos y farmacéuticos, especialmente para los laboratorios y centros de salud y material médico quirúrgico, aparatos y instrumentación.	100%		100%
Grifols Canada, Ltd.	Proporcionar servicios varios (marketing) a Grifols Therapeutics, Inc.		100%	100%
Grifols Pharmaceutical Consulting (Shangai) Co., Ltd.	Proveer servicios de consultoría farmacéutica (excepto la realización de diagnóstico), consultoría técnica y logística, consultoría de gestión empresarial y consultoría de marketing.	100%		100%
Grifols Switzerland AG	Investigación, desarrollo, importación y exportación y comercialización de productos farmacéuticos, dispositivos e instrumentos de diagnóstico.	100%		100%
Grifols Viajes, S.A.	Su actividad es la de agencia de viajes, con carácter de minorista y solamente para las sociedades del Grupo.	99,900%	0,100%	100%
Squadron Reinsurance Ltd.	Su actividad es el reaseguramiento de las pólizas de seguros de las sociedades del Grupo.		100%	100%
Arrahona Optimus, S.L.	Promoción y contrucción de oficinas y locales de negocio	99,990%	0,010%	100%
Grifols, Inc.	Adquisición, fabricación, preparación y venta de productos terapéuticos, especialmente hemoderivados, extraídos de fraccionamiento de plasma de la sangre que se consigue a través de una red de centros de donación propiedad del Grupo en los Estados Unidos de América.	100%		100%
Gri-Cel, S.A.	Realización de actividades de Investigación y Desarrollo en el área de la medicina regenerativa y la concesión de becas de investigación, la suscripción de convenios de colaboración con entidades y la participación en proyectos de medicina regenerativa.	0,001%	99,990%	99,99%
Araclon Biotech, S.L.	Creación y comercialización de un kit de diagnóstico en sangre para el Alzheimer y en el desarrollo de una inmunoterapia (vacuna) eficaz para esta enfermedad.		61,120%	61,12%
Nanotherapy, S.L.	Desarrollo, validación y producción de la tecnología necesaria para implementar el uso de herramientas de terapia genética y celular dirigidas al tratamiento de patologías humanas y animales		51,000%	51,00%
VCN Bioscience, S.L.	Realización de actividades de Investigación y Desarrollo en el área de aproximaciones terapéuticas para tumores que carecen de tratamiento efectivo.		40,000%	40,00%
Aradigm Corporation	Desarrollo y comercialización de fármacos administrados por inhalación para la prevención y el tratamiento de enfermedades respiratorias graves.	35,000%		35,00%
TiGenix N.V.	Investigación y desarrollo de terapias a partir de células madre procedentes del tejido adiposo.		21,300%	21,30%
Mecwins, S.L.	Investigación y producción de soluciones nanotecnológicas, biotecnológicas y químicas		14,038%	14,04%

Fuente: Elaboración propia a partir de la información detallada en las cuentas anuales de 2013

### 3. Evolución histórica de Grifols hasta la actualidad, 2014

La historia de Grifols se remonta a 1909, cuando el doctor José Antonio Grifols Roig, recién licenciado en Medicina por la Universidad de Barcelona, abre en Barcelona el Instituto Central de Análisis Clínicos, dedicado a fabricar vacunas orales para la Sociedad General de Farmacia, y realizar análisis clínicos y transfusiones sanguíneas.

Posteriormente José Antonio Grifols amplió su formación en la Universidad de Munich y obtuvo su doctorado en Madrid.

La primera etapa familiar ya estuvo marcada por las innovaciones: en 1928 José Antonio Grifols inventó la flécula transfusora, un instrumento que permitía realizar transfusiones sin necesidad de que donante y receptor estuviesen juntos, era el primer paso para la transfusión indirecta y el almacenamiento de la sangre. En 1929 se patenta la flécula.

En 1940, tras la guerra civil española, José Grifols Roig junto con sus dos hijos, José Antonio y Víctor Grifols, fundó los Laboratorios Grifols S.A., para dar continuidad al Instituto Central. Esta empresa centraba sus actividades en los análisis de sangre y las transfusiones.

En 1943 sus dos hijos se incorporaron a la investigación y empezaron a estudiar el proceso de la Liofilización en la sangre que aplicaron al plasma. La empresa patentó este procedimiento en España abriendo el camino para la creación del primer banco privado de sangre, el Hemobanco, que fue creado en 1945.

A principios de 1950 José Antonio Grifols Lucas desarrolló la técnica de la plasmaféresis basándose en estudios anteriores de los investigadores Abel y Co Tui. José Antonio Grifols presentó las conclusiones de su estudio en el IV Congreso de Médicos Transfusores de Lisboa (1951) y posteriormente se publicaron en 1952 en el British Medical Journal.

La creación del banco de sangre les condujo a la diversificación del negocio ante la necesidad de fabricar soluciones intravenosas, imprescindibles para poder

conservar la sangre donada. Así en 1952 con la creación de la primera solución glucosalina comenzó la producción industrial. Y se empiezan a construir instalaciones para la fabricación industrial de soluciones intravenosas y estabilizadoras para el Hemobanco, así como reactivos para determinar los grupos sanguíneos y diseño y producción de equipos de infusión.

En 1957 se funda la empresa Gri-Cel, dedicada al desarrollo y fabricación de instrumentos científicos. Esta compañía gestiona y coordina la investigación y el desarrollo de productos en terapia génica y celular que llevan a cabo varias compañías actualmente participadas por Grifols.

En 1985, fallece repentinamente el doctor José Antonio Grifols Lucas, y su hermano Víctor pasa a ser el responsable de la dirección técnica de las empresas. Desde el primer momento Víctor Grifols Lucas tuvo claro que el futuro de la empresa pasaba por la internacionalización.

Ya en 1960, el laboratorio gozaba de un gran prestigio como banco de sangre y en el sector de los análisis clínicos. Fue entonces cuando Víctor Grifols Lucas, padre del actual presidente buscó un socio americano llegando a consolidarse la empresa como líder de la inmunohematología en España. En este año se crea la compañía Dade-Grifols (precedente de la compañía Diagnostic Grifols), participada por Dade Reagents Inc. y Laboratorios Grifols, para comercializar la gama de reactivos de esta compañía norteamericana,

En 1968 la American Hospital Supply (AHS) entra como accionariado al 50% en las tres compañías del grupo Grifols.

Poco después, en 1972, debido al gran crecimiento y diversificación experimentados por la compañía, se construyó la fábrica en Parets del Vallés, Barcelona, que hoy en día sigue siendo uno de los puntos neurálgicos de la compañía.

Posteriormente, en 1982 se produce un cambio de accionariado y la compañía norteamericana Alpha Therapeutic Corp (ATC), adquiere las acciones de la

American Hospital Supply.



Victor Grifols Roura

Es en ese momento cuando, Victor Grifols Roura, nieto del fundador, y que se incorporó a la compañía en 1973, deja la dirección comercial y es nombrado Consejero Delegado de la compañía, sustituyendo a su padre Víctor Grifols Lucas.

En 1987 Grifols lleva a cabo una importante reestructuración empresarial convirtiéndose en un holding de empresas. Nace en ese momento el Grupo Grifols formado por las siguiente compañías: **Laboratorios Grifols**, que se centra en la fabricación de productos para fluido terapia y nutrición, **Instituto Grifols**, nueva empresa dedicada exclusivamente al fraccionamiento del plasma y la obtención de hemoderivados, **Diagnostic Grifols**, que se centra en las actividades de diseño y fabricación de instrumentos para hematología y diagnóstico, y la fabricación de reactivos, y **Movaco**, empresa que se dedica a la comercialización en centros hospitalarios de productos fabricados por compañías del grupo o por terceros a través de 6 delegaciones en España.

La expansión internacional comenzó a programarse en 1988. Así pues en este año, Grifols abrió su primera filial internacional en Portugal y desde entonces su avance ha sido imparable. Al éxito de Grifols, basado en la internacionalización y la I+D+i, han contribuido la obtención de 2 licencias de la Food & Drug Administration estadounidense en 1995: la Establishment License para la planta de producción de Parets del Vallés y la licencia de producto (Product License) para

su producto albúmina.

En 1999, ATC vende su participación del 50%, el 34,5% es adquirido por Morgan Grenfell Private Equity (MGPE) y el 15,5% restante por otros accionistas.

En 2001 se incorpora la nueva denominación de la empresa cabecera del grupo: Probitas Pharma S.A. En ese mismo año, el Grupo Santander Central Hispano, a través de la empresa Capital Riesgo Global (CRG) adquiere una participación del 11% mediante una ampliación de capital.

En 2002, Probitas Pharma adquiere la empresa norteamericana SeraCare y la incorpora en su grupo de empresas con la denominación de Biomat S.A.

En 2003 Probitas Pharma compra varios activos a la norteamericana Alpha Therapeutic Corporation, entre los que cabe destacar la planta de hemoderivados en Los Ángeles, California (Grifols Biologicals) y tres filiales comerciales en el sudeste asiático.

En 2005 CRG y MPGE venden su participación accionarial y la adquiere Morgan Stanley (MS) y otros inversores. En ese momento la participación accionarial era 70,9% los socios fundadores, 21% MS y 8,1% otros.

En junio de 2005 la sociedad cambia su denominación social pasando a denominarse Grifols S.A.

El 17 de mayo de 2006 Grifols inicia su cotización en la bolsa española.

El 2 de enero de 2008 Grifols entra a formar parte del IBEX 35.

En 2008 Grifols adquiere el control del grupo australiano-suizo Medion-Lateral para fortalecer la oferta de su División Diagnostic.

En el año 2011 comienza a cotizar en el Nasdaq neoyorquino.

En junio de 2011 Grifols cerró las operaciones relativas a la adquisición de la empresa estadounidense Talecris Bioteherapeutics Holding, cuyas negociaciones se iniciaron en 2010, por un valor aproximado de 2.800 millones de euros. Con esta adquisición consigue reforzar su presencia en el mercado americano.

En la actualidad Grifols cuenta en Estados Unidos con una filial homóloga, que actúa como empresa matriz es ese país. La filial cuenta con una estructura productiva de hemoderivados y una estructura comercial para los productos de Bioscience (hemoderivados) y los de Diagnostic.

La estructura industrial se ha ido completando con sucesivas adquisiciones de centros de recogida de su materia prima, el plasma, con la finalidad de asegurar el suministro de ésta.

La compañía está también presente en Latinoamérica con filiales comerciales en Argentina, Brasil, Chile y México. En Europa cuenta con filiales en Portugal, Francia, Alemania, Reino Unido, Italia, República Checa, República Eslovaca, Polonia y Suiza. En el Sudeste asiático cuenta con filiales en Tailandia, Malasia y Singapur. La compañía también tiene actividad comercial en Japón y Australia.

En el primer trimestre de 2013 adquirió por 37 millones de euros el 60% de Progenika Biopharma, empresa especializada en el desarrollo de tecnología para medicina personalizada y pionera a nivel mundial en el desarrollo de test de biología molecular para la realización de estudios de compatibilidad transfusional.

El 27 de agosto de 2013 Grifols toma participación en Aradigm Corporation, en un 35%, entrando en vigor el contrato de licencia exclusiva de ámbito mundial para el desarrollo y comercialización de Pumalquin.

El 10 de noviembre de 2013 Grifols suscribe un acuerdo definitivo para adquirir el negocio de diagnóstico de la empresa suiza Novartis International AG (“Diagnostic Unit”), relacionado con medicina transfusional e inmunología.

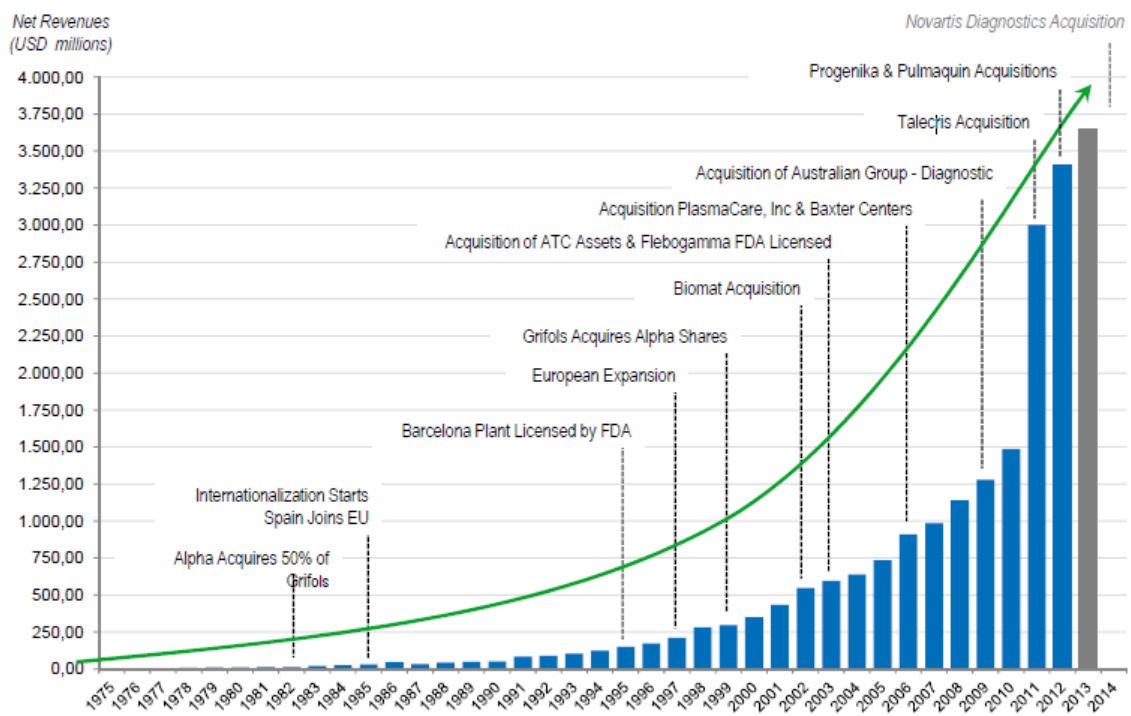
El 19 de noviembre de 2013 Grifols adquiere por un precio de 12 millones de euros el 21,3% de la empresa biotecnológica TiGenix N.V., compañía líder en terapia celular, mediante la suscripción de una ampliación de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente. TiGenix, es una sociedad con sede en Lovaina y centros en Madrid y SiTTard-Geleen (Países Bajos). Dicha inversión ha sido realizada a través de Gri-Cel S.A.

El 9 de enero de 2014 se formaliza la compra de “Diagnostic Unit” por un importe



de 1.240 millones de euros, operación que se lleva a cabo a través de la filial de nueva creación, de la División Diagnostic: Grifols Chiron Diagnostic Corp. (100% de Grifols S.A.). La actividad de diagnóstico que se adquiere a Novartis está centrada en garantizar la seguridad en las donaciones de sangre para transfusiones y para su utilización en la producción de derivados plasmáticos. Operación enmarcada dentro de la estrategia de crecimiento de Grifols, y a través de la cual potencia la dimensión de su División Diagnostic, sobre todo en Estados Unidos. Además, diversificará su negocio impulsando un área complementaria para su División Bioscience (proteínas plasmáticas), ya que esta actividad de diagnóstico que se adquiere a Novartis complementa y amplía la de Grifols, y permite a Grifols convertirse en una compañía verticalmente integrada.

EVOLUCIÓN DE LA FACTURACIÓN



Fuente: Investor day presentation 2014

4. Motivos para valorar una empresa

Las razones que llevan a efectuar una valoración de la empresa pueden ser de

índole interno o externo.

Los motivos internos están dirigidos a la toma de decisiones de los gestores de la empresa:

- Conocer la situación patrimonial.
- Verificar la gestión llevada a cabo por los directivos
- Establecer política de dividendos,
- Desarrollo de políticas de remuneración basadas en la contribución del trabajador a la creación de valor.
- Planeación estratégica
- Identificar las áreas de la empresa que crean o destruyen valor
- Herencias

Los motivos externos, son debidos a la necesidad de comprobar y demostrar el valor de la empresa ante terceros:

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

La valoración de empresas no es una práctica muy arraigada en nuestro país, muchos empresarios sólo acuden a ella cuando llegan a una situación límite. Sin embargo en los últimos años ha habido un creciente interés por esta disciplina.

Lo cierto es que la valoración de empresas además de ser necesaria en procesos de transmisión de la propiedad, fusiones, liquidaciones...etc., facilita información a los empresarios sobre la utilidad de su negocio y del grado de acierto en su gestión. Y con carácter general, una gestión adecuada en el tiempo permite incrementar el valor de una empresa.

## **5. Metodología: pasos a seguir para la valoración de empresas**

La valoración de la empresa es un proceso que consta de las siguientes etapas:

- 1) Determinar las características económicas de la empresa
- 2) Identificar cuáles son las estrategias de la compañía
- 3) Análisis económico-financiero
- 4) Elaboración de los estados previsionales y
- 5) Valorar la empresa.

Es a partir de las valoraciones obtenidas cuando estaremos en disposición de interpretar los resultados y establecer las conclusiones finales.

Pasaremos a continuación a detallar cada uno de estos procesos aplicándolo a nuestro caso de estudio.

## 5.1 Identificar las características económicas de la empresa

Para determinar las características económicas de la empresa es necesario realizar un análisis interno (Cadena de Valor) y un análisis externo (las 5 fuerzas de Porter).

### 5.1.1 Análisis de la cadena de valor (análisis interno)

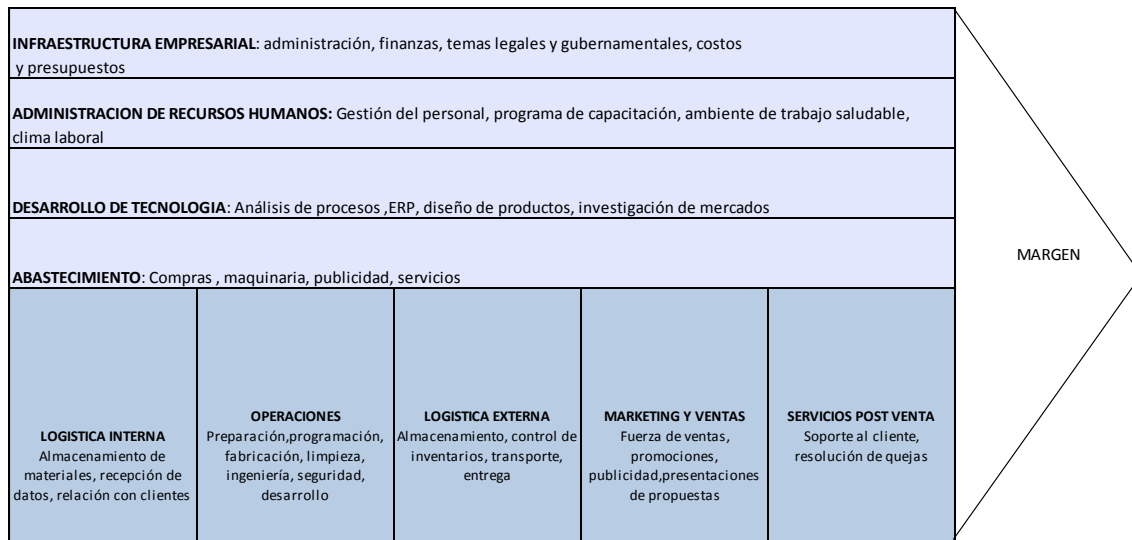
Previamente al inicio de cualquier análisis es necesario identificar aquellas actividades que generan valor en la empresa.

La cadena de valor de Porter es una herramienta de análisis estratégico desarrollada por Michael Porter, y que permite realizar un análisis interno de una empresa, desagregando todas aquellas actividades generadoras de valor.

La denominación cadena de valor, se debe a que considera las principales de una empresa como eslabones de una cadena de actividades que añaden valor al producto a medida que pasa por cada una de estas actividades.

Al desagregar la empresa en sus diferentes actividades, esto nos permite identificar mejor sus fortalezas y debilidades, amenazas y oportunidades.

Esta herramienta clasifica las actividades generadores de valor de una empresa en dos tipos: actividades primarias y actividades de soporte o de apoyo.



Fuente: Porter (1987, pág. 55)

Las actividades primarias son las que están relacionadas directamente con la producción y la comercialización del producto:

- Logística interna: actividades relacionadas con la recepción, almacenaje y distribución necesaria para fabricar el producto. Las excelentes instalaciones de Grifols y su cualificado personal garantizan la correcta obtención de la materia prima y el cumplimiento de todos los controles posteriores necesarios para obtener el producto final con plenas garantías.
- Operaciones: aquellas actividades relacionadas con la transformación de la materia prima para llegar al producto final, actividades que comprenden desde la plasmaféresis hasta la obtención del producto final.
- Logística externa: actividades relacionadas con el almacenamiento del producto terminado y la distribución al consumidor. Grifols comercializa sus productos a nivel mundial a través de la compañía Grifols Internacional.

- Marketing y ventas: actividades relacionadas con la promoción y venta del producto. Grifols promociona sus productos a través del contacto directo con los clientes y no suele hacer uso de medios masivos de comunicación.
- Servicios post venta: actividades relacionadas con la provisión de servicios complementarios al producto, que Grifols realiza a través de los visitantes médicos.

Las actividades de soporte son las que facilitan y dinamizan las actividades primarias pero que no están directamente relacionadas con la producción y comercialización de éste, sino que sirven de apoyo.

- Infraestructura: actividades que prestan apoyo a toda la empresa (finanzas, contabilidad,...). El proceso productivo para la obtención de productos plasmáticos requiere de una avanzada tecnología, por lo que Grifols constantemente incorpora mejoras en sus instalaciones.

La construcción de nuevas plantas de fraccionamiento, purificación y dosificación de proteínas constituye su otra importante línea de actuación. Con fecha 3 abril de 2014 Grifols ha inaugurado su nueva planta de fraccionamiento de plasma en Parets del Vallés (Barcelona) con capacidad para fraccionar 2,1 millones de litros de plasma al año. Estas nuevas instalaciones ocupan una superficie de 4.500 metros cuadrados dispone de 20 reactores de avanzada tecnología y un alto nivel de automatización.

- Gestión de recursos humanos: actividades relacionadas con la búsqueda, contratación y formación de los trabajadores. Asegurar los puestos de trabajo y apostar por la excelencia profesional de todos sus trabajadores son dos de los principales ejes de actuación en Recursos Humanos. La formación constituye una de las claves para el buen funcionamiento de la organización, tanto desde el punto de vista de los procesos productivos como del obligatorio cumplimiento de la normativa. Uno de los principales retos de Grifols es que sus trabajadores puedan desarrollarse profesionalmente, adquiriendo conocimientos técnicos, y potenciar sus habilidades y capacidades.



Fuente: <http://www.grifols.com/es/web/international/working-at-grifols/individual-development>

La institución que se dedica a la formación y desarrollo de los empleados es la Academia Grifols.

- Desarrollo de la tecnología: actividades relacionadas con la investigación y desarrollo de la tecnología necesaria para apoyar al resto de actividades. Grifols basa su crecimiento no solo en la internacionalización sino en la I+D+i. La investigación, desarrollo e innovación caracterizan el espíritu de Grifols, a las que otorga un papel prioritario (representan el 4,5% sobre las ventas en 2013). Cuenta con una importante cartera de proyectos de I+D+i y con los recursos necesarios para garantizar la actividad investigadora en el largo plazo.

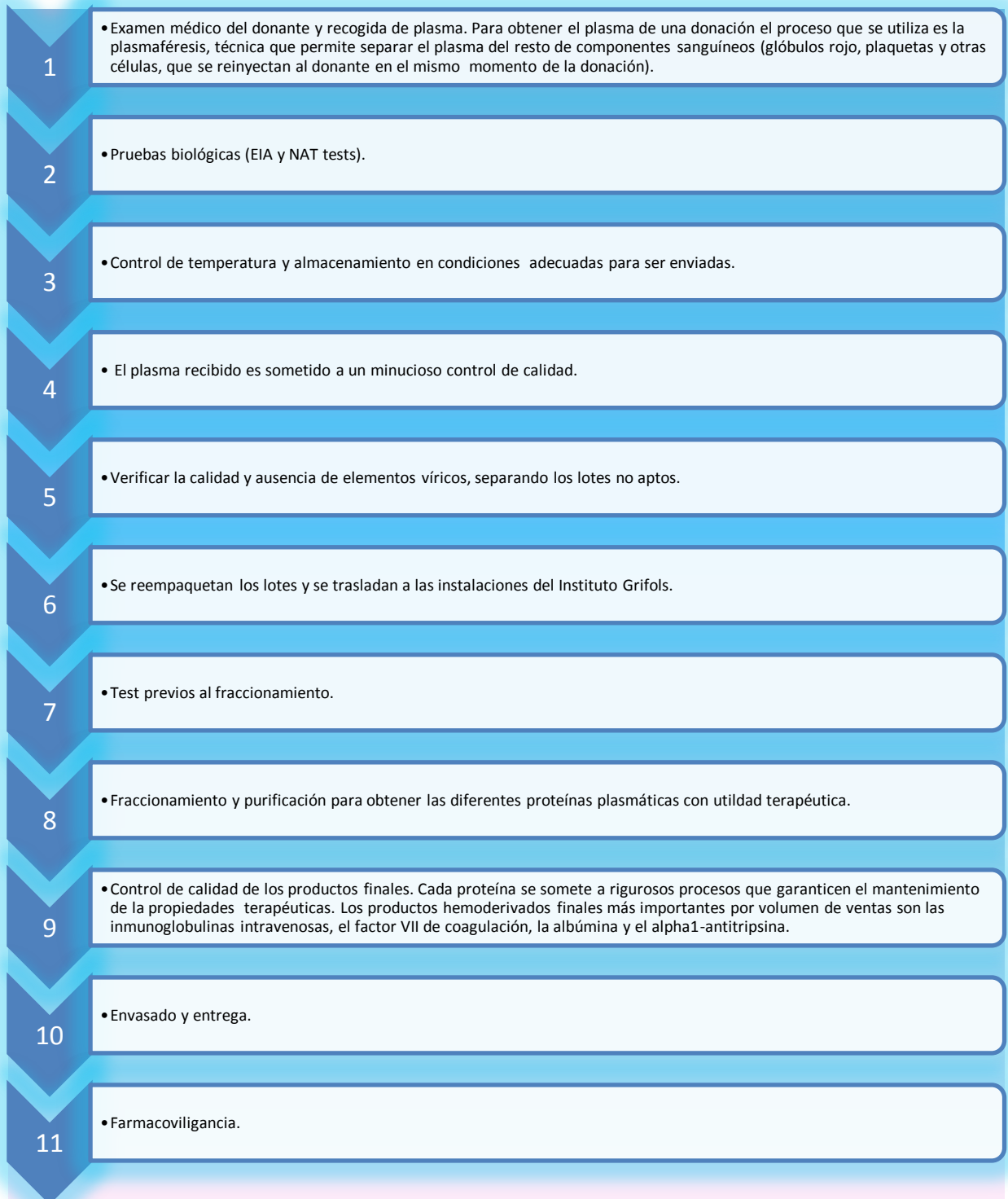
En la actualidad cuenta con aproximadamente 700 patentes.

- Abastecimiento: actividades relacionadas con el proceso de compra. Para poder obtener los productos finales es necesario obtener plasma de calidad. Actualmente Grifols es la primera empresa en suministro de plasma cuya obtención se realiza a través de los 150 centros de donación y 2 laboratorios de análisis de plasma en Estados Unidos y 3 almacenes centrales para el almacenamiento y distribución del plasma a los centros de producción.

Todas estas actividades encadenadas estratégicamente constituyen la Cadena de Valor y entenderlas en su conjunto es fundamental para comprender y gestionar las ventajas competitivas de la empresa. De este modo podemos definir las áreas que mayor valor añadido aportan a la empresa y las que tienen mayor potencial.

En Grifols, la obtención de hemoderivados se efectúa a través de 2 empresas del grupo: Biomat, que realiza todo el proceso de preparación del producto previo al fraccionamiento y el Instituto Grifols que lo procesa. Y posteriormente, es Grifols Internacional quien se encarga de la comercialización y distribución.

La cadena de valor de las actividades primarias de Grifols se detalla en la siguiente representación gráfica:



Fuente: Elaboración propia a partir de la información facilitada por el documento Investor Day Presentation 2013

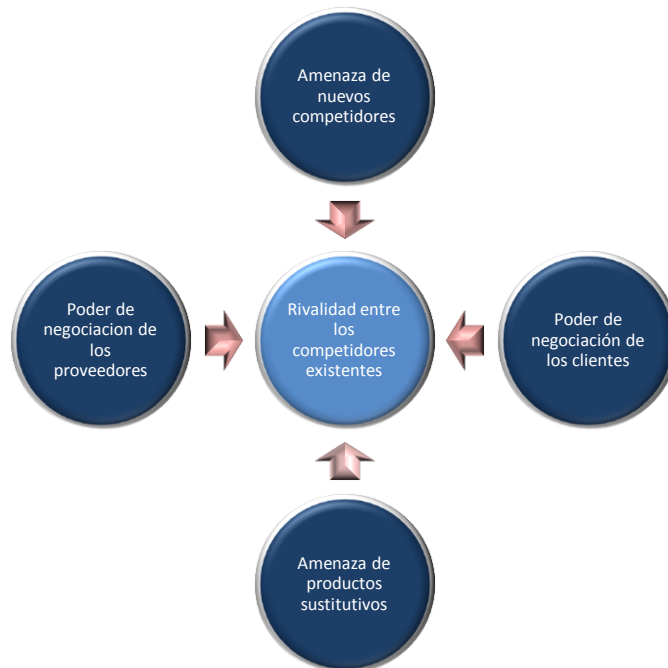


### 5.1.2 Las 5 fuerzas de Porter (análisis externo)

El modelo de las cinco fuerzas de Porter es una herramienta de gestión estratégica que fue desarrollada por Michael Porter, y que permite analizar una industria o sector, a través de la identificación y análisis de cinco fuerzas. Permittiéndonos determinar el grado de competencia que existe en una empresa y así poder detectar oportunidades, fortalezas, debilidades y amenazas que nos servirá como base para establecer las estrategias. Es por tanto una herramienta muy útil para analizar el entorno de la empresa, y que nos servirá para elaborar posteriormente la matriz DAFO.

Las cinco fuerzas que esta herramienta considera que existen en toda empresa son:

- Rivalidad entre los competidores existentes en el mercado
- Amenaza de entrada de nuevos competidores
- Amenaza de entrada de productos sustitutivos
- El poder de negociación de los proveedores.
- El poder de negociación de los consumidores.

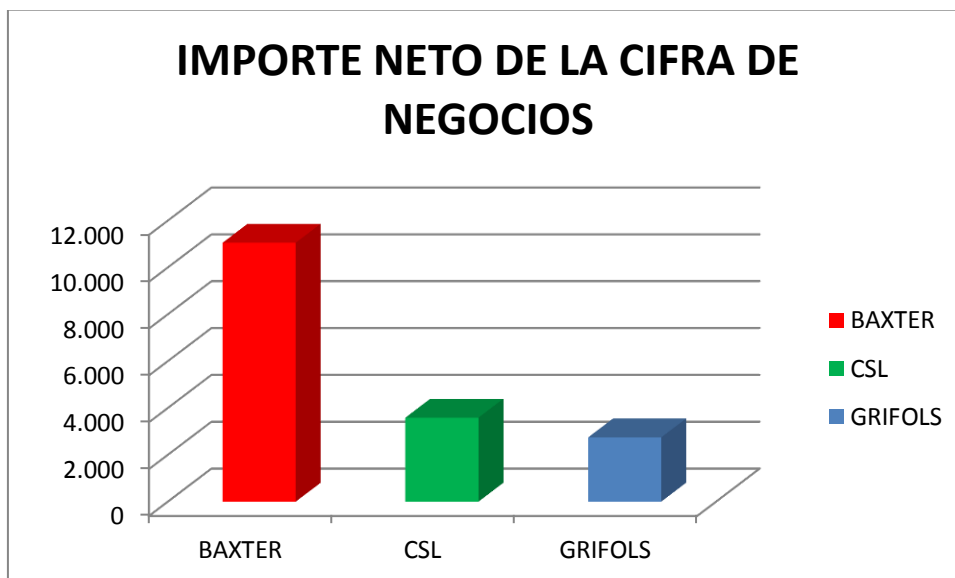


Fuente: Porter (1982, pág. 24).

**Rivalidad entre los competidores existentes en el mercado**

Analizar la rivalidad entre competidores nos permite comparar las ventajas competitivas con las de otras empresas rivales, y así formular estrategias que nos permitan superarlas.

En la actualidad los dos mayores competidores de Grifols son la empresa americana Baxter con una cifra de negocio de aproximadamente 11.064 millones de euros, y la australiana CSL con unas ventas en torno a los 3.590 millones de euros.



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos obtenidos en <http://www.csl.com.au/investors/financial-reports.htm>; [http://www.baxter.com/downloads/investors/reports\\_and\\_financials/annual\\_report/2013/2013\\_baxter\\_form10-K.pdf](http://www.baxter.com/downloads/investors/reports_and_financials/annual_report/2013/2013_baxter_form10-K.pdf); <http://www.grifols.com/es/web/international/investor-relations/public-periodic-information>

En el mercado de hemoderivados existe un pequeño grupo de competidores, con gran fortaleza, por las barreras de entrada existentes. Podríamos decir que Grifols opera en un oligopolio, porque se trata de un sector con pocos competidores muy fuertes, pero aun así con elevada competencia.

El sector de hemoderivados se caracteriza por tener una elevada estructura de costes fijos por la capacidad instalada que requieren para el desarrollo de sus actividades, lo que supone una fuerte barrera de salida y conduce a las empresas que operan en este sector a una lucha continua por mantener su liderazgo.

### **Amenaza de entrada de nuevos competidores**

Grifols opera en un mercado cuyas barreras de entradas son difíciles de atravesar por el esfuerzo tecnológico que se requiere. Con la compra de Talecris en 2011, Grifols pasó de ser la cuarta compañía a nivel mundial a ser la tercera por detrás de sus dos grandes competidores en el mercado de hemoderivados, Baxter y CSL. Barreras de entrada:

- La más importante para la fabricación y comercialización de hemoderivados es la regulación existente en el sector farmacéutico. La comercialización requiere la autorización previa del medicamento (proceso largo).
- Se requiere una elevada capacidad instalada
- Las grandes necesidades de capital para financiar la actividad.
- Elevada inversión en I+D+i para ser competitivo en el mercado
- Necesidad de disponer de perfectos canales de distribución
- Diferenciación de producto: Gracias a la patentes se consigue la exclusividad de ese producto. Aquí juega un papel muy importante la I+D+i.
- La tecnología y el conocimiento especializado que lo otorgan un reconocido prestigio internacional.

### **Amenaza de ingreso de productos sustitutos**

Hace referencia al ingreso potencial de empresas que producen o venden productos alternativos.

Teniendo en cuenta que la materia prima, la sangre humana, es única, y que Grifols consigue la diferenciación de producto a través de las patentes, la amenaza de

productos substitutivos es relativamente baja.

La materia utilizada es el plasma de origen humano, que hace que sean medicamentos especiales por su disponibilidad limitada, ya que no se puede obtener por métodos de síntesis química.

### **Poder de negociación de los clientes**

Hace referencia al poder con que cuentan los consumidores o compradores de la industria para obtener buenas condiciones.

En el caso de Grifols existe gran concentración de clientes, que suelen adquirir importantes volúmenes, por lo que tienen un gran poder negociador.

Anotar que un solo cliente del segmento de Bioscience representa aproximadamente el 11,2% del total de los ingresos del grupo en 2013 (10,3% en 2012).

### **Poder de negociación de los proveedores**

Hace referencia al poder con que cuentan los proveedores para incrementar sus precios y hacer menos concesiones.

Grifols no depende de ningún centro que le suministre el plasma, y al estar verticalmente integrada, no existen proveedores con alto poder de negociación.

### **5.1.3 La matriz DAFO**

Tenemos ya la información necesaria para efectuar el análisis DAFO que sirve de base para plantear las estrategias que permiten aprovechar las oportunidades detectadas y hacer frente a las amenazas siendo conscientes de cuáles son las debilidades y fortalezas de la organización.



Fuente: Elaboración propia

## 5.2 Identificar las estrategias de la compañía.

La filosofía empresarial del grupo Grifols se refleja en lo que la empresa denomina

el “Espíritu Grifols”, base para el desarrollo de las estrategias que le permiten diferenciarse de la competencia.

Aunque es difícil mantener las ventajas competitivas durante un largo periodo de tiempo, Grifols ha sabido aprovecharlas, llegando a ser en 2013 la tercera compañía del mundo en la producción de medicamentos derivados del plasma.

Los objetivos estratégicos de Grifols se han centrado en dos grandes líneas: consolidar las áreas de negocio recurrentes y activar nuevas oportunidades de crecimiento mediante la toma de participaciones en empresas.

Para conseguir sus objetivos estratégicos la compañía ha establecido sus estrategias o líneas de acción encaminadas a conseguir su meta:

- Promover una estrategia comercial de integración que le permita complementar su oferta. Estrategia que culminó en enero de 2014 con la compra de la Diagnostic Unit, centrada en garantizar la seguridad de las donaciones de sangre para transfusiones. Operación que ha permitido a Grifols convertirse en una compañía verticalmente integrada, participando en todas las fases del proceso, y en la distribución de los productos finales.
- Potenciar la presencia de Grifols en Estados Unidos, donde contará con una red comercial sólida y especializada gracias a la adquisición de Novartis. Tras el cierre de esta operación se estima que la División Diagnostic de Grifols representará más del 20% de los ingresos totales del grupo (frente al 4% que supone en la actualidad), con un incremento de la plantilla de aproximadamente 550 personas tras la incorporación de los empleados de Novartis.
- Expansión en Oriente Medio: Grifols ha abierto una oficina de representación en Dubai para alcanzar su objetivo de crecer en mercados emergentes como Turquía, Rusia o India. Con el fin de seguir diversificando geográficamente.
- Diversificación de producto en sus diferentes divisiones.
- Diferenciación de producto que aporte valor añadido. En este sentido la compañía lleva a cabo un ambicioso plan de I+D y ha realizado diversas

adquisiciones.

- Adquirir ventaja competitiva por inimitabilidad de los productos patentados.
- Mejora de la productividad, estrategia que se centra en optimizar la materia prima y en flexibilizar los procesos productivos.
- En cuanto al endeudamiento de la compañía, que se ha visto incrementado considerablemente tras las últimas adquisiciones, las previsiones de la compañía pasan por reducir el ratio de deuda y recuperar los niveles de endeudamiento previos a la compra en 2014.
- Prevé destinar más de 600 millones de euros a CAPEX en el periodo 2014-2016. De los cuales 20 millones han sido invertidos ya en la nueva planta de Parets del Vallés, con la que conseguirá duplicar su capacidad de fraccionamiento de plasma en España hasta un total de 4,2 millones de litro/año y generar cerca de 100 puestos de trabajo directo e indirecto.

### 5.3 Análisis económico - financiero

Con los análisis anteriores hemos conseguido entender los aspectos económicos de la industria de la que forma parte, y las estrategias que la empresa ha establecido para ser competitiva. Es pues el momento de iniciar el análisis económico - financiero, con el que pretendemos ver cómo han evolucionado los estados financieros en el periodo analizado, desde 2009 hasta 2013. Y que nos servirá posteriormente de base para proyectar los estados previsionales.

Para el estudio de la estructura económico-financiera vamos a realizar un análisis vertical que nos permitirá identificar las masas más representativas del activo, pasivo y neto, determinando el peso proporcional de cada partida dentro del estado financiero analizado, y un análisis horizontal que nos permita determinar la variación absoluta y relativa que ha sufrido cada partida de los estados financieros en un periodo respecto a otro.

Este análisis previo nos servirá de base para establecer relaciones entre las







los cuales 1.829 millones de euros son fondo de comercio y el resto otros activos intangibles).

El mayor incremento del inmovilizado intangible se produjo en el año 2011 pasando de 267,7 millones de euros en 2010 a 2.903,4 en 2011, gracias a la compra de Talecris.

Dentro del activo corriente, las dos partidas más importantes son las existencias, y el efectivo, que representan un 16,21% y 12,13% respectivamente.

El patrimonio neto representa en 2013 el 36% del total activo, porcentaje que se ha mantenido relativamente constante en el periodo analizado. Mencionar, la ampliación de capital llevada a cabo en 2011 por 11.350 millones de euros para atender parte de la adquisición de Talecris (emisión de 113.499.346 acciones de la clase B).

A 31 de diciembre de 2013 el capital social de la compañía es de 119.603.705,00 euros y está formado por 343.777.454 acciones, siendo estas acciones de dos tipos:

Acciones Clase A: 213.064.899 acciones ordinarias de 0,5 euros de valor nominal con derecho a voto (213.064.899 votos).

Acciones Clase B: 130.712.555 con un valor unitario de 0,10 euros de valor nominal y sin derecho a voto (carecen de derechos políticos).

Las principales características de las acciones de la Clase B son las siguientes:

- Los titulares de las acciones de la clase B, no son accionistas a todos los efectos, ya que en caso de quiebra de la compañía estarían por delante de los poseedores de acciones ordinarias, pero por detrás de los obligacionistas.
- Por otra parte aunque no tengan derechos políticos en caso de OPA el Opante está obligado a adquirir acciones B en la misma proporción en que adquiere acciones de la clase A.
- Por cada acción de la Clase B su titular tiene derecho a recibir un dividendo

preferente mínimo anual de 0,01 euros con cargo a beneficios distribuibles.

- Y cada acción de la Clase B da derecho a recibir cualquier dividendo al que tenga derecho una acción de la Clase A.

La existencia de estos dos tipos de acciones permite a los fundadores controlar la compañía con menos del 40% del capital. Esto es posible gracias a que el 38,02 % de las acciones no tienen derecho a voto, aunque si cuentan con los mismos derechos económicos que las acciones de la Clase A.

Y lo cierto es que muchos inversores prefieren las acciones de clase B, más baratas, aunque tienen el inconveniente de ser menos líquidas que las acciones de la Clase A.

Desde 2006, las acciones ordinarias de Grifols (Clase A) cotizan en el Mercado Continuo Español y desde 2008 forman parte del Ibex-35 (GRF). A partir de junio de 2011, además, las acciones sin voto de Grifols (Clase B) cotizan en el Mercado Continuo (GRF.P) y también cotizan el mercado de valores de Estados Unidos mediante ADRs (American Depositary Receipts) diseñados para facilitar la compra, tenencia y venta de valores no estadounidenses a los inversores de Estados Unidos.

Los ADRs son certificados que representan la propiedad sobre acciones o bonos de una empresa no estadounidense y son emitidos por bancos norteamericanos, cotizan y se negocian en dólares EEUU y los inversores perciben los dividendos en dólares EEUU. La emisión de los ADRs se hace con el respaldo de acciones que están en custodia en el país donde se encuentra ubicada la empresa emisora de las acciones. Así pues, el mecanismo de ADR permite a una empresa extranjera emitir acciones directamente en la bolsa norteamericana. Las acciones subyacentes al ADR se llaman ADS (*"American Depositary Share"*). Deutsche Bank Trust Company America es el banco depositario para los ADRs de Grifols.

Existen tres tipos de ADRs:

- Nivel I – El nivel con inferior coste y menores requerimientos de información por parte de la Securities and Exchange Commission (SEC). Los

ADRs de nivel I no cotizan en ningún mercado u bolsa oficial estadounidense y las transacciones se realizan en el mercado over-the-counter.

- Nivel II – Los ADRs de nivel 2 tiene que registrarse en la SEC e incurren en mayores requerimientos de información. Al estar registrados pueden cotizar en alguno de los tres mercados oficiales norteamericanos; New York Stock Exchange (NYSE), la American Stock Exchange (AMEX), o la National Association of Securities Dealers Automated Quotation (NASDAQ)
- Nivel III – similar al nivel II en cuanto a registro y requerimientos de información por parte de la SEC, pero el nivel III permite ampliar/obtener capital a través de una oferta pública de ADR's en Estados Unidos.

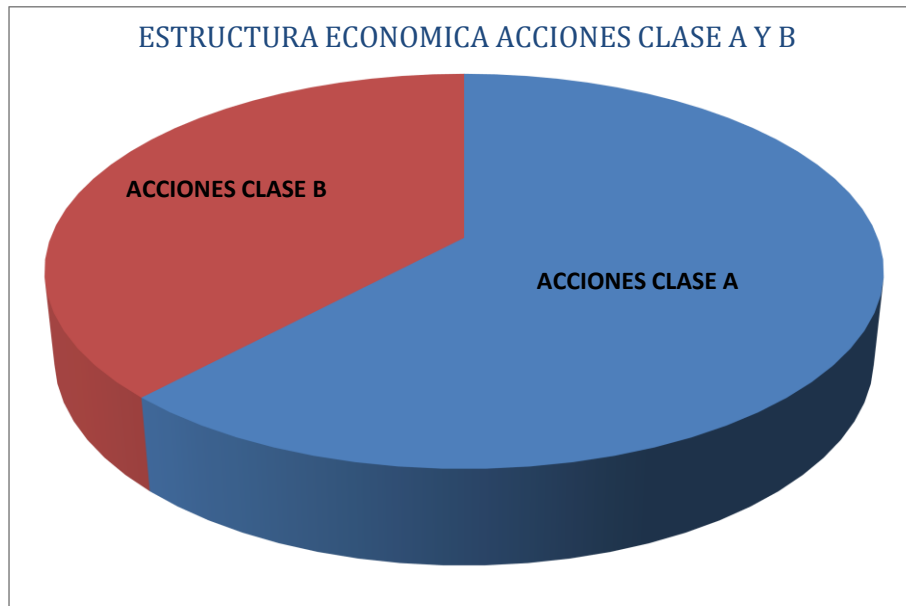
Los ADRs de Grifols son de nivel I y III:

- Nivel I ADR - Acciones Clase A: los ADR de las acciones de clase A de Grifols cotizan en el mercado over-the counter. Pueden consultarse en <http://www.otcmarkets.com/stock/GIKLY/quote> (ticker GIKLY).
- Nivel III ADR - Acciones clase B, sin voto: los ADR de las acciones de clase B, sin voto de Grifols cotizan en Nasdaq. Pueden consultarse en <http://www.nasdaq.com> (ticker GRFS).

La relación entre los ADRs y las acciones de Grifols es la siguiente:

ADR Nivel I - Acciones clase A	1 ORD : 2 ADR
ADR Nivel III - Acciones clase B sin voto	1 clase B : 1 ADR

Por tanto Grifols tiene 4 tipos de títulos cotizando, 2 en España, 2 en Estados Unidos.



Fuente: elaboración propia

Por lo que respecta al pasivo no corriente, éste representa en 2013 el 51,68% del total activo, y dentro de esta masa patrimonial la partida más representativa son las deudas con entidades de crédito con un 41,74% sobre el total activo. Anotar que el endeudamiento bancario en 2010 de 665 millones de euros, se incrementó en 2011 con la compra de Talecris hasta 2.809 millones de euros (pasando de un 35,22% del total activo a un 49,81%) y se ha ido reduciendo hasta alcanzar la cifra de 2.437 euros en 2013.

La cifra total del activo en 2013 asciende a 5.841 millones de euros, frente a los 1.657 millones de euros de 2009, lo que ha supuesto un incremento del total activo en los últimos 4 años del 252% aproximadamente, gracias a la estrategia de expansión e internacionalización llevada a cabo por la compañía.

### 5.3.2 Pérdidas y ganancias

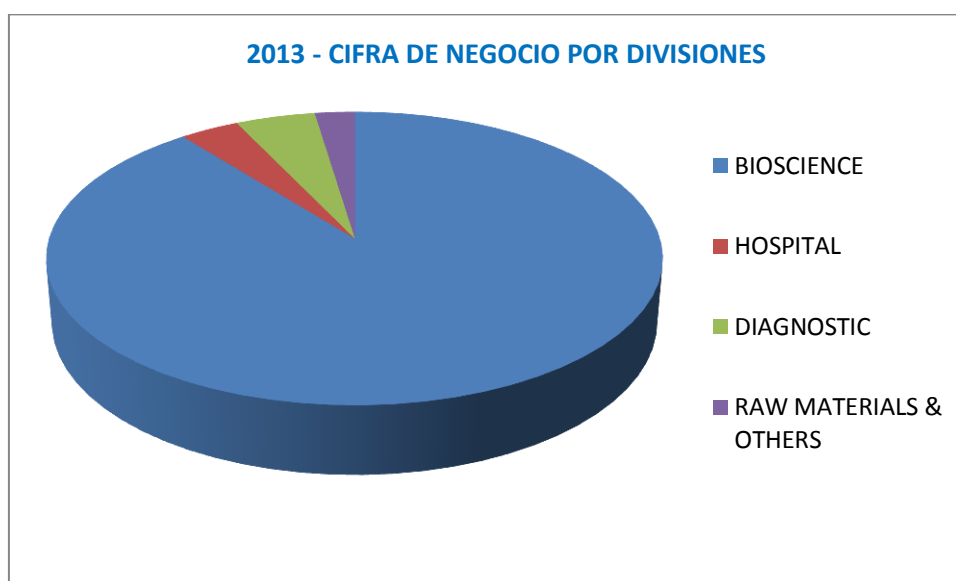


En 2013 el principal crecimiento del holding empresarial ha sido impulsado por la División Bioscience, gracias a la estabilidad de los precios y al aumento de las ventas se han incrementado los ingresos en los diferentes países en los que opera.

El detalle de ventas por divisiones es el siguiente:

	<b>2.013</b>	<b>%</b>	<b>2.012</b>	<b>%</b>	<b>Variacion</b>
<b>BIOSCIENCE</b>	2.448.824	89,32%	2.325.088	88,71%	5,32%
<b>HOSPITAL</b>	97.131	3,54%	95.870	3,66%	1,32%
<b>DIAGNOSTIC</b>	130.339	4,75%	134.342	5,13%	-2,98%
<b>RAW MATERIALS &amp; OTHERS</b>	65.438	2,39%	65.664	2,51%	-0,34%
<b>TOTAL</b>	<b>2.741.732</b>	<b>100%</b>	<b>2.620.964</b>	<b>100%</b>	<b>4,61%</b>

Fuente: elaboración propia a partir de la información facilitada en la pag.3 del Informe de Gestión de 2013



Fuente: elaboración propia

Así pues la división con mayor volumen de ventas es Bioscience, que ha generado el 89,32% de la facturación de Grifols. Y más del 95% de esta facturación procede de mercados internacionales.

Los ingresos de la División Hospital han aumentado en torno a un 1,32% gracias a

la internacionalización.

La facturación de la Division Diagnostic y Raw Materials & others han sufrido un ligero descenso respecto a 2012.

Las ventas de la División Diagnostic se han situado en 130,3 millones de euros en 2013, de las cuales casi el 80% se ha facturado al mercado internacional. Este mercado que actualmente representa el 4,75% de la facturación de Grifols va a experimentar un importante incremento en los próximos años gracias a la compra de la unidad de diagnóstico a Novartis, la adquisición del 60% de Progenika Biopharma y la aprobación de la FDA a los reactivos para tipaje inmunohematológico y a la instrumentación necesaria para su utilización. A partir de 2014, se estima que esta división llegue a generar aproximadamente el 20% del negocio de Grifols.

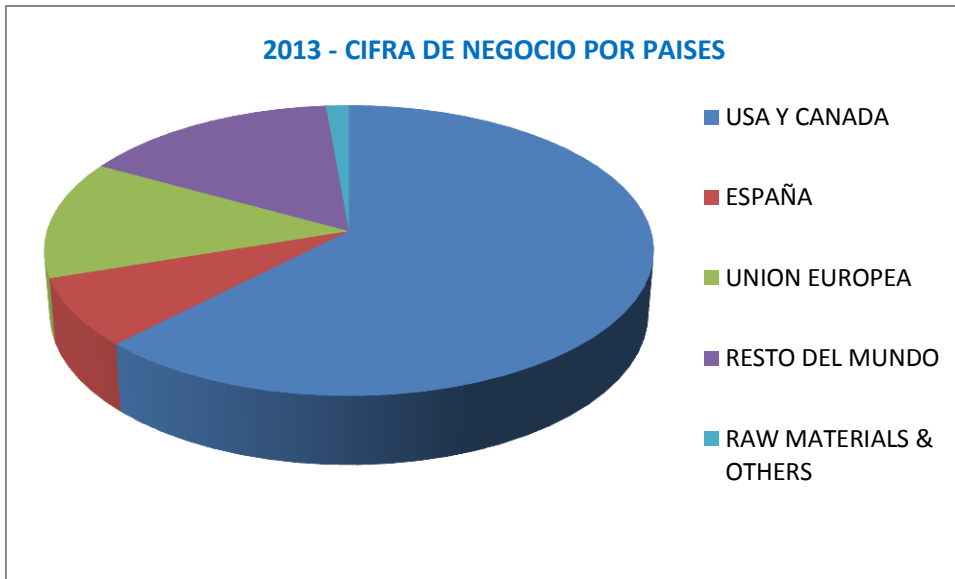
En la actualidad Grifols está comercialmente presente en 25 países a través de filiales propias y vende sus productos en aproximadamente 100 países.

La distribución geográfica del importe neto de la cifra de negocios consolidada es la siguiente:

	<b>2.013</b>	<b>%</b>	<b>2.012</b>	<b>%</b>	<b>Variación</b>
<b>USA Y CANADA</b>	1.707.620	62,28%	1.658.548	63,28%	2,96%
<b>ESPAÑA</b>	207.922	7,58%	212.983	8,13%	-2,38%
<b>UNION EUROPEA</b>	361.905	13,20%	346.345	13,21%	4,49%
<b>RESTO DEL MUNDO</b>	426.257	15,55%	371.618	14,18%	14,70%
<b>SUBTOTAL</b>	<b>2.703.704</b>	<b>98,61%</b>	<b>2.589.494</b>	<b>98,80%</b>	<b>4,41%</b>
<b>RAW MATERIALS &amp; OTHERS</b>	38.028	1,39%	31.450	1,20%	20,92%
<b>TOTAL</b>	<b>2.741.732</b>	<b>100,00%</b>	<b>2.620.944</b>	<b>100,00%</b>	<b>4,61%</b>

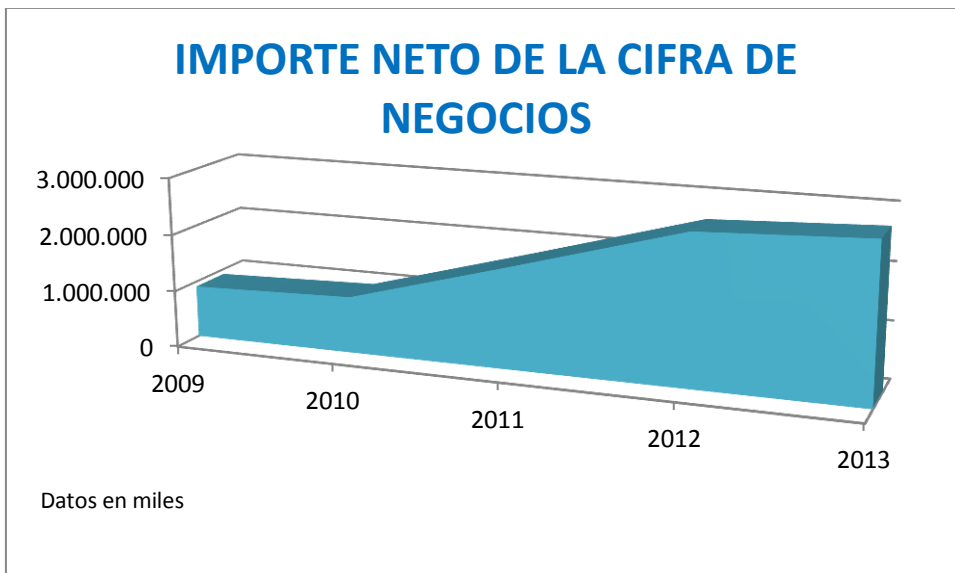
Fuente: elaboración propia a partir de la información facilitada en la pag.69 de la Memoria de las Cuentas Anuales Consolidadas de 2013





Fuente: elaboración propia

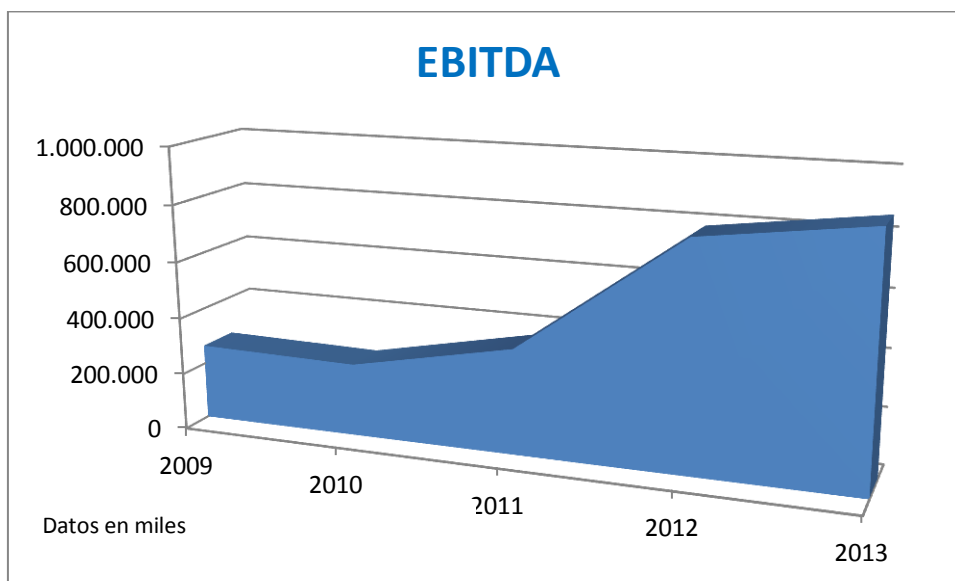
Porcentualmente, los mayores incrementos de la cifra de negocio en 2013 han tenido lugar en el resto del mundo, con un incremento del 14,7% (sin incluir Raw Materials). Estas zonas emergentes (Dubai, China, India, Rusia, Turquía, Brasil...) son las que presentan mayor potencial de crecimiento.



Fuente: elaboración propia

Si comparamos las cifras de negocios de 2013 respecto al 2009, Grifols ha conseguido un incremento del 200% (1.828 millones de euros en valores absolutos).

En cuanto al EBITDA, destacar la mejora en un 9,55% en relación al 2012 (75,3 millones de euros en términos absolutos); y si comparamos el EBITDA del 2009 con el del 2013, el incremento experimentado es del 225% (598 millones de euros en cifras absolutas).



Fuente: elaboración propia

Por otra parte el resultado financiero neto de 2013 ha mejorado un 12,3% (reduciéndose en 33,3 millones de euros) respecto al 2012 gracias a la renegociación de las condiciones financieras en 2012.

Aclarar también que a finales de junio 2012 el Gobierno de España atendió una deuda ya vencida por importe de 157 millones de euros que correspondía a cuentas a cobrar con la Seguridad Social (de los cuales 109 millones de euros eran derechos de crédito previamente vendidos a una entidad financiera) poniendo como condición para el pago que se condonaran los intereses adeudados por la Seguridad Social, lo que supuso reconocer una pérdida de 11,6 millones de euros que se contabilizó en resultados financieros de 2012.

### 5.3.3 Estado de flujos de tesorería

La generación de efectivo es uno de los principales objetivos de cualquier negocio y sus actividades están encaminadas a conseguir un cash flow adecuado que permita a la sociedad atender sus necesidades operativas, financiarse e invertir para sostener el crecimiento y retribuir a sus accionistas con una rentabilidad satisfactoria.

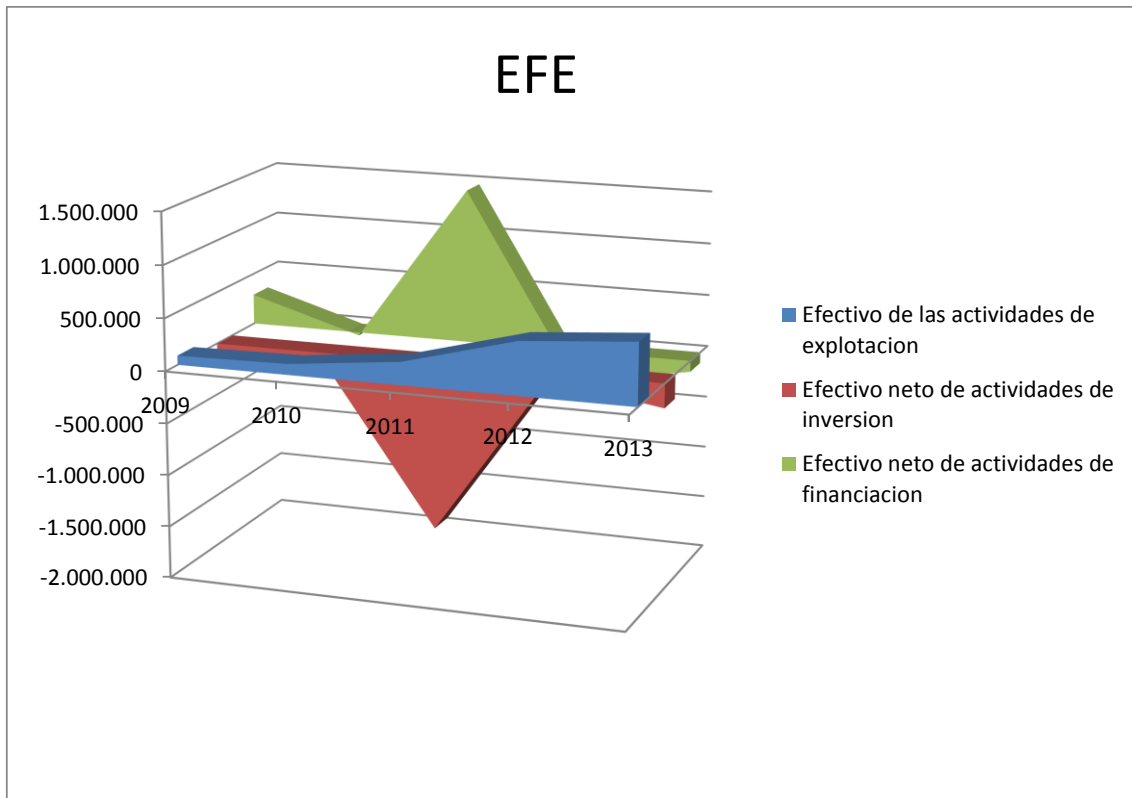
El EFE complementa la información contenida en la cuenta de pérdidas y ganancias y el balance, ya que nos muestra el modo en que los ingresos y los gastos se van convirtiendo en cobros y pagos, así como las variaciones en las inversiones y en las fuentes de financiación que se han producido a lo largo del ejercicio y que han afectado a los niveles de tesorería de la empresa.

Su finalidad es mostrarnos el origen y la utilización del efectivo y otros activos líquidos equivalentes que se han producido durante el ejercicio por las actividades de explotación, inversión y financiación, permitiéndonos determinar con exactitud las razones del exceso o falta de cash flow.

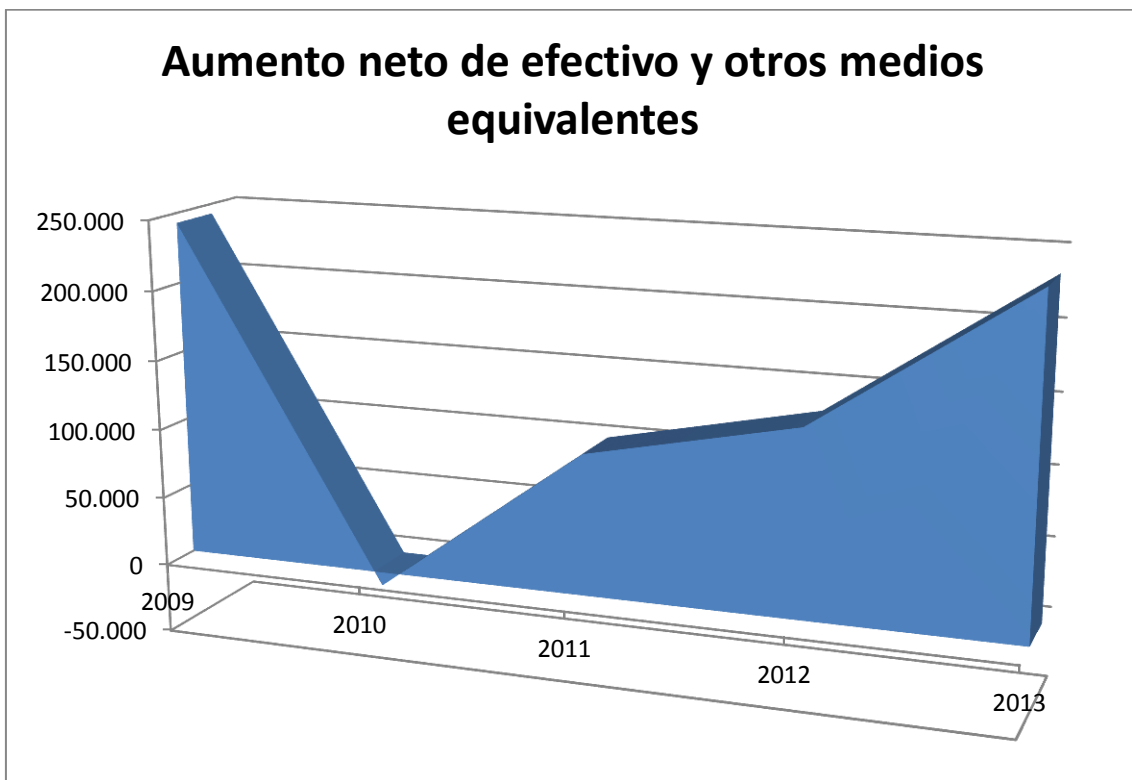
## VALORACIÓN DE EMPRESAS. CASO GRIFOLS.

EFE	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Flujos de efectivo de las actividades de explotación</b>					
<b>Resultados antes de impuestos</b>	<b>203.994</b>	<b>157.784</b>	<b>80.023</b>	<b>387.948</b>	<b>497.536</b>
<b>Ajustes del resultado</b>	<b>61.800</b>	<b>92.351</b>	<b>313.915</b>	<b>400.950</b>	<b>347.853</b>
Dotaciones amortizaciones inmovilizado	39.554	45.776	90.639	129.126	128.469
Otros ajustes del resultado	<b>22.246</b>	<b>46.575</b>	<b>223.276</b>	<b>271.824</b>	<b>219.384</b>
(Beneficio)/ pérdida de sociedades puestas en equivalencia	-51	879	1.064	1.407	1.165
Diferencias de cambio	1.733	-1.616	3.447	3.409	1.303
Deterioro de activos y dotaciones netas de provisiones	53	913	23.806	8.104	4.611
(Beneficio)/ pérdida en la enajenación de inmovilizado	1.147	-276	19.366	12.542	4.689
Subvenciones imputadas al resultado	-1.188	-728	-1.304	-930	-1.130
Gastos /Ingresos financieros	17.551	47.442	180.567	258.060	228.308
Otros ajustes del resultado	3.001	-39	-3.670	-10.768	-19.562
<b>Cambios en el capital corriente</b>	<b>-104.127</b>	<b>-78.767</b>	<b>-51.279</b>	<b>-43.617</b>	<b>40.332</b>
Variación de existencias	-113.104	-18.306	6.909	14.509	17.277
Variación de deudores y otras cuentas a cobrar	-12.549	-23.546	-54.142	44.258	-35.694
Variación de otros activos financieros corrientes y otros activos corrientes	-1.287	-73.022	9.321	-5.645	-2.612
Variación de acreedores a corto plazo y otras cuentas a pagar	22.813	36.107	-13.367	-96.739	61.361
<b>Otros flujos de las actividades de explotación</b>	<b>-73.487</b>	<b>-67.116</b>	<b>-122.431</b>	<b>-238.163</b>	<b>-293.710</b>
Pagos de intereses	-14.719	-40.129	-139.883	-180.539	-157.880
Cobros de intereses	2.509	5.436	3.582	2.923	5.423
Cobros/pagos por impuesto sobre beneficios	-61.277	-32.423	13.870	-60.547	-141.253
<b>Efectivo de las actividades de explotación</b>	<b>88.180</b>	<b>104.252</b>	<b>220.228</b>	<b>507.118</b>	<b>592.011</b>
<b>Flujos de efectivo de las actividades de inversión</b>					
<b>Pagos por inversiones</b>	<b>-136.626</b>	<b>-108.588</b>	<b>-1.784.464</b>	<b>-177.195</b>	<b>-252.827</b>
Empresas del grupo y unidades de negocio	-15.385	-1.474	-1.624.869	-11.067	-69.172
Inmovilizado material e intangible	-118.770	-103.402	-159.899	-166.128	-172.849
Inmovilizado material	-103.415	-86.800	-137.200	-146.028	-138.460
Inmovilizado inmaterial	-15.355	-16.602	-22.699	-20.100	-34.389
Otros activos financieros	-2.471	-3.712	304	0	-10.806
<b>Cobros por desinversiones</b>	<b>673</b>	<b>4.532</b>	<b>165.738</b>	<b>112.760</b>	<b>16.793</b>
Inmovilizado material	673	3.911	160.266	79.896	16.793
Empresas asociadas	0	621	5.472	1.883	0
Otros activos financieros	0	0	0	30.981	0
<b>Efectivo neto de actividades de inversión</b>	<b>-135.953</b>	<b>-104.056</b>	<b>-1.618.726</b>	<b>-64.435</b>	<b>-236.034</b>
<b>Flujos de efectivo de las actividades de financiación</b>					
<b>Cobros y pagos por instrumentos de patrimonio</b>	<b>26.655</b>	<b>-1.250</b>	<b>-2.830</b>	<b>-9</b>	<b>35.221</b>
Emisión	-76	0	-2.830	0	20.461
Adquisición de acciones propias	-25.186	-1.250	0	-5.194	-120.429
Enajenación de acciones propias	51.917	0	0	5.185	135.189
<b>Cobros y pagos por instrumentos de pasivo financiero</b>	<b>344.413</b>	<b>-1.066</b>	<b>1.762.550</b>	<b>-255.569</b>	<b>-79.413</b>
Emisión	525.078	118.238	2.994.741	25.727	53.507
Devolución y amortización	-180.665	-119.304	-1.232.191	-281.296	-132.920
<b>Pagos por dividendos y remuneraciones de otros instrumentos de patrimonio</b>	<b>-80.913</b>	<b>-27.282</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-69.138</b>
<b>Otros flujos de efectivo de actividades de financiación</b>	<b>741</b>	<b>323</b>	<b>-284.748</b>	<b>-49.752</b>	<b>8.184</b>
Gastos a distribuir de los instrumentos financieros derivados adquisición Talecris	0	0	-285.088	0	0
Otros cobros de actividades de financiación	741	323	340	-6.000	8.184
Costes de financiación incluidos en el coste amortizado de la deuda	0	0	0	-43.752	0
<b>Efectivo neto de actividades de financiación</b>	<b>290.896</b>	<b>-29.275</b>	<b>1.474.972</b>	<b>-305.330</b>	<b>-105.146</b>
<b>Efecto de las variaciones de los tipos de cambio en el efectivo</b>	<b>-119</b>	<b>19.356</b>	<b>24.463</b>	<b>-4.612</b>	<b>-15.381</b>
<b>Aumento neto de efectivo y otros medios equivalentes</b>	<b>243.004</b>	<b>-9.723</b>	<b>100.937</b>	<b>132.741</b>	<b>235.450</b>
<b>Efectivo y otros medios líquidos al inicio del ejercicio</b>	<b>6.368</b>	<b>249.372</b>	<b>239.649</b>	<b>340.586</b>	<b>473.327</b>
<b>Efectivo y otros medios líquidos al cierre del ejercicio</b>	<b>249.372</b>	<b>239.649</b>	<b>340.586</b>	<b>473.327</b>	<b>708.777</b>

Fuente: elaboración propia, a partir de la información facilitada en los informes anuales de las cuentas consolidadas



Fuente: elaboración propia



Fuente: elaboración propia

Del análisis del EFE se desprende que los niveles de incremento del efectivo y otros medios líquidos disponibles en 2013 son similares a los de 2009. En 2010 se reduce el efectivo respecto a 2009 en torno a 9,7 millones de euros debido a que en ese ejercicio el efectivo de las actividades de inversión y financiación tienen saldo negativo y no se llega a compensar con el efectivo obtenido por las actividades de explotación. En 2011, 2012 y 2013 la compañía alcanza incrementos en el efectivo de 109,9, 132,7 y 235,4 millones de euros respectivamente. Se observa que es una empresa en proceso de inversión durante todo este período analizado, siendo la inversión más importante realizada, la compra de Talecris en 2011, que puede verse reflejada en el EFE tanto por los importes de inversión realizados como por la financiación obtenida en ese año.

#### 5.3.4 Análisis de ratios financieros

Un ratio es el cociente entre dos magnitudes que están relacionadas entre sí. Los ratios financieros son aquellos coeficientes que nos aportan unidades financieras de medida y de comparación. Los datos que comparemos deben corresponder a un mismo periodo de tiempo para que la información resultante sea coherente.

Podemos clasificar los ratios financieros en: ratios de liquidez, ratios de rentabilidad y ratios de solvencia. Existen además los ratios de actividad, también llamados de rotación, de gestión o eficiencia.

El análisis de ratios nos permite relacionar diferentes variables y efectuar un análisis a lo largo del tiempo. Así como compararlos con los ratios de la competencia.

##### 5.3.4.1 Ratios de Liquidez

El análisis de liquidez nos servirá para determinar la capacidad de la empresa para hacer frente a sus deudas.

#### Fondo de Maniobra

El fondo de maniobra es la diferencia entre el activo corriente y el pasivo corriente, cuanto mayor sea el fondo de maniobra mayor liquidez tendrá la empresa. Cuando el fondo de maniobra es negativo, ello significa que la empresa no tiene suficientes recursos para atender sus obligaciones inmediatas y puede tener problemas de pago.

No obstante, hay excepciones a la regla general:

- Puede que una empresa con FM negativo no tenga problemas de liquidez, como es el caso de las grandes superficies de distribución, que cobran las ventas al contado mientras que a los proveedores les pagan a un plazo mucho más largo, evitando así las tensiones de liquidez.
- Una empresa puede tener fondo de maniobra positivo y tener problemas de liquidez debido a que el activo corriente incluye las existencias, y puede que la empresa tenga dificultad en hacerlas líquidas llegando a tener problemas para atender sus obligaciones a corto.

En el caso de Grifols el fondo de maniobra se ha ido incrementando progresivamente durante el periodo analizado, pasando de 705,5 millones de euros en 2009 a 1.424,3 millones de euros en 2013, más del doble.

#### Current ratio

El current ratio o ratio de liquidez también mide la capacidad de la empresa para hacer frente a sus obligaciones a corto plazo, se calcula como el cociente entre el activo corriente y el pasivo corriente. En general, cualquier acreedor espera que el current ratio sea superior a la unidad (lo que es equivalente a decir que prefieren un fondo de maniobra mayor que cero). Un incremento de este ratio se asocia a incremento de liquidez, y una disminución a problemas de liquidez. Pero este indicador, al igual que el fondo de maniobra, tiene sus limitaciones:

- Un incremento del current ratio no significa necesariamente que haya incrementado la liquidez de la empresa, sino que este incremento puede ser debido a un incremento en el plazo de almacenamiento de las existencias debido a una caída de la demanda.

- Puede ser manipulado a cierre de ejercicio mediante operaciones de compra de materias primas o mercaderías a crédito.

El ratio de liquidez de Grifols en 2009 es de 3,36 y hasta 2013 ha sufrido ligeras variaciones situándose en niveles cercanos al 3, siendo su valor en 2013 de 2,99.

#### Quick ratio

El quick ratio o ratio de liquidez inmediata, expresa la capacidad inmediata de la empresa para hacer frente a sus deudas. Es una versión del Current ratio más conservadora y se calcula dividiendo la resta del activo corriente y las existencias por el pasivo corriente. De este modo se elimina el efecto de las existencias. No obstante a este ratio le afectan los mismos problemas que al Current ratio.

El quick ratio de Grifols en 2009 es de 1,74 y en 2013 de 1,67, periodo durante el cual el valor mínimo alcanzado de este ratio es de 1,39 en 2011.

#### Ratio Cash Flow explotación

Este ratio que se define como el cociente entre el cash flow de explotación y el pasivo corriente medio, es una medida de la capacidad real de la empresa para generar Cash Flow para atender sus obligaciones financieras a corto plazo.

En términos generales podríamos decir que las empresas sanas presentan valores de este ratio superiores al 0,4.

En Grifols se observa una mejoría de este ratio, que ha pasado de 0,29 en 2010 a 0,91 en 2013.

Se adjunta a continuación tabla con detalle de los ratios de liquidez de Grifols durante el periodo 2009 a 2013.

GRIFOLS	2009	2010	2011	2012	2013
Fondo de Maniobra	705.535	720.956	1.283.138	1.341.699	1.424.364
Current Ratio	3,36	2,70	2,99	3,26	2,99
Quick ratio	1,74	1,46	1,39	1,58	1,67
Ratio Cash flow explotacion		0,29	0,41	0,82	0,91

Fuente: elaboración propia

A modo de resumen podríamos afirmar que todos los indicadores nos muestran que la empresa goza de buena liquidez.



### 5.3.4.2 Ratios de rentabilidad

#### ROA y ROE

El ROA (Return on Assets) o también conocido como ROI (Return on Investment) mide el beneficio obtenido con el activo total de la empresa en un periodo de tiempo determinado. Se utiliza para medir la eficiencia de los activos totales de la empresa, con independencia de las fuentes de financiación utilizadas, dicho de otra forma mide la capacidad de los activos para generar renta. Este ratio depende del margen de ventas, la rotación de activos y de la relación entre ambas (ROA = margen\*rotación).

Por otra parte el ROE (Return on Equity) es la rentabilidad financiera y nos permite medir la rentabilidad de los fondos propios. La diferencia entre ROA y ROE se denomina efecto apalancamiento. De forma que el efecto apalancamiento puede ser:

- Positivo, cuando ROE es superior a ROA. Esto se da cuando el coste medio de la deuda es inferior a ROA.
- Nulo, cuando ambos ratios coinciden. Esto ocurre cuando la totalidad del activo se financia con fondos propios
- Negativo, cuando el ROE es inferior a ROA. En este caso el coste medio de la deuda es superior a ROA.

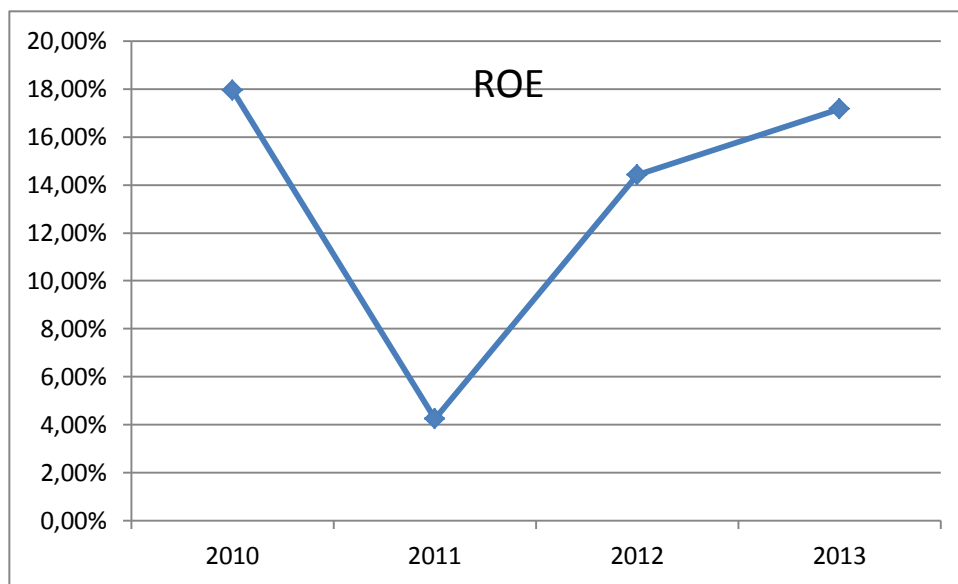
Cuando el efecto apalancamiento es positivo el hecho de incrementar la deuda de la empresa mejora la rentabilidad financiera, es decir, más rentable es el negocio, pero en contrapartida mayor es el riesgo en el que incurren los accionistas, porque a vencimiento de la deuda los prestamistas exigirán su pago, sin tener en cuenta la situación por la que pueda atravesar la empresa. Hablamos del llamado binomio rentabilidad-riesgo, presente en cualquier empresa, y que no debe perderse de vista pues un excesivo apalancamiento puede afectar negativamente a la empresa.

Por el contrario cuando el efecto apalancamiento es negativo cuando más se incrementa la deuda más cae la rentabilidad financiera.

	2010	2011	2012	2013
ROE (Rentabilidad financiera)	17,928%	4,234%	14,405%	17,154%
ROA (Rentabilidad económica)	8,461%	5,064%	8,063%	8,895%
CF	3,076%	5,445%	5,151%	4,491%
Margen de apalancamiento	0,054	-0,004	0,029	0,044
Factor de apalancamiento	1,758	2,174	2,178	1,876
Efecto apalancamiento	0,095	-0,008	0,063	0,083
Margen	0,1400	0,1062	0,1733	0,1860
Rotación	0,6046	0,4770	0,4652	0,4781
Incremento en ROA		-0,0340	0,0300	0,0083
Incremento debido a margen		-0,0204	0,0320	0,0059
Incremento debido a rotación		-0,0179	-0,0012	0,0022
Incremento conjunto		0,0043	-0,0008	0,0002

Fuente: elaboración propia

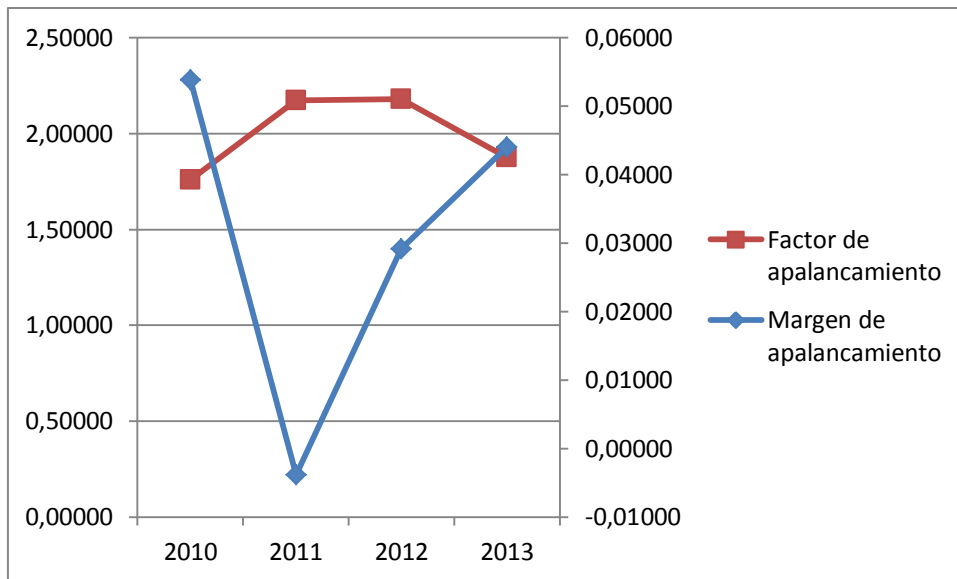
Si analizamos la rentabilidad financiera, ROE, de Grifols vemos que en 2009 era de 17,93% produciéndose una fuerte caída en 2011 pasando ese año a un 4,23% y posteriormente se recupera en 2012, alcanzado en 2013 un ROE del 17,15%.



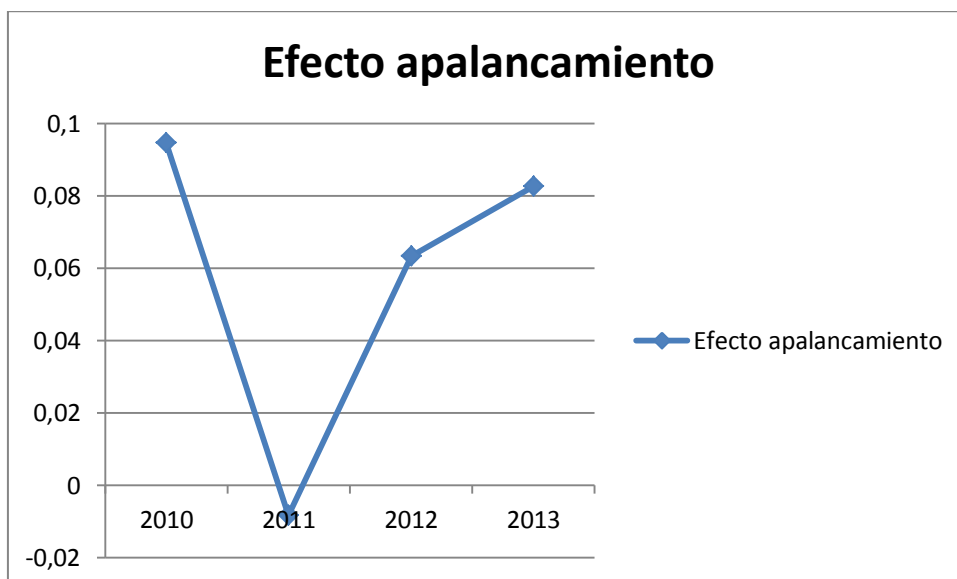
Fuente: elaboración propia

Puesto que ROE depende del efecto apalancamiento y de la rentabilidad económica (ROA), vamos a estudiar ambos elementos para poder determinar cómo la empresa alcanza esos niveles de rentabilidad financiera (ROE).

Efecto de la estructura financiera en ROE:



Fuente: elaboración propia



Fuente: elaboración propia

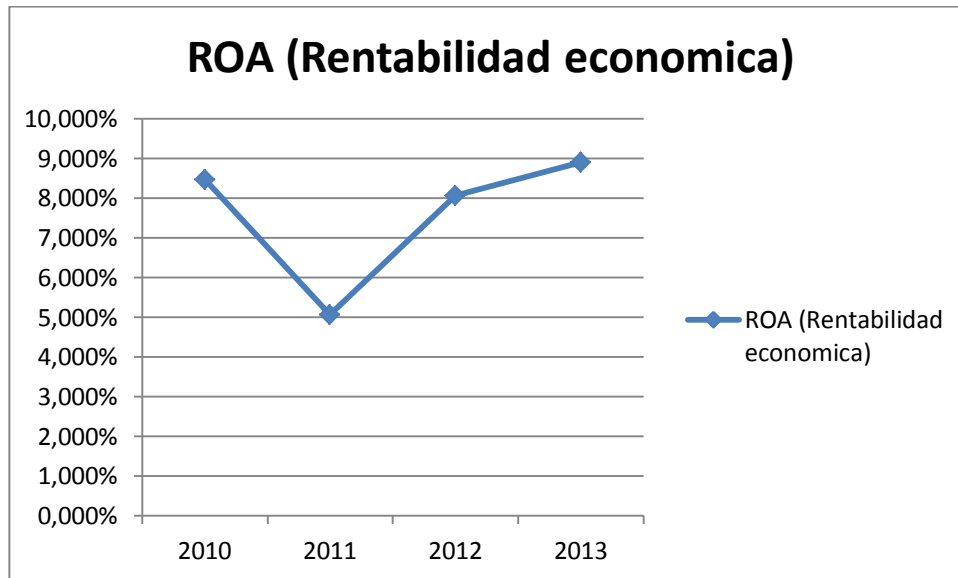
El efecto apalancamiento financiero positivo de 2010 sufre una fuerte caída en 2011 llegando a ser incluso negativo. Esto es debido a la fuerte caída en el margen de apalancamiento que pasa de 0,054 en 2010 a -0,004 en 2011, y ello a pesar de que el factor de apalancamiento en 2011 es superior que en 2010.

Si bien en 2012, el efecto apalancamiento (al incrementarse el margen de apalancamiento y mantenerse relativamente estable el factor de apalancamiento)

vuelve a aumentar, lo que permite incrementar ROE.

La espectacular caída en el ROE en 2011 se debe por tanto, en gran parte, a que el efecto apalancamiento es mucho menor, llegando a ser negativo.

Evolución de ROA:



Fuente: elaboración propia

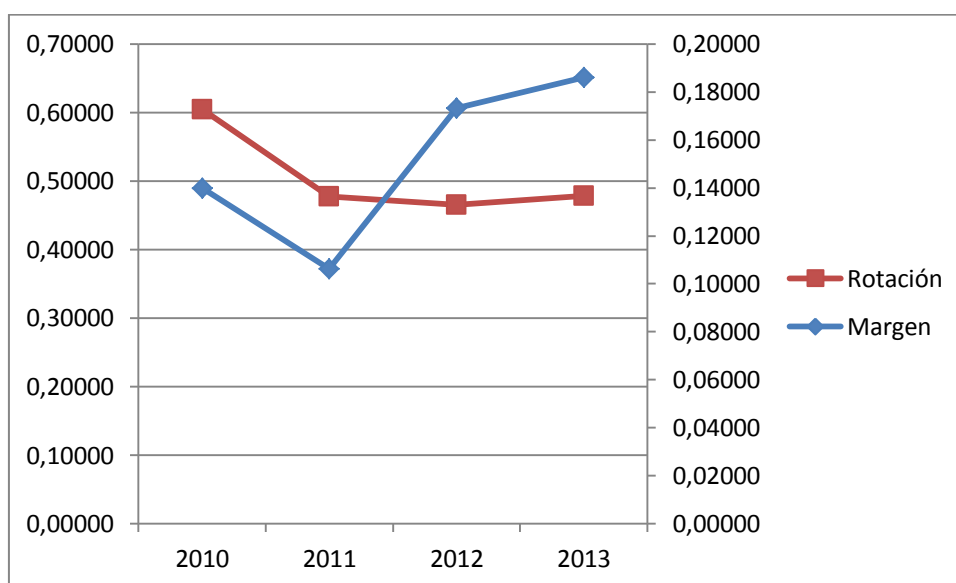
También en 2011 hay una importante caída de ROA que pasa de un 8,461% en 2010 a un 5,064% en 2011, recuperándose en 2012 y alcanzando en 2013 el 8,895%.

Si analizamos el ROA y lo descomponemos en sus dos partes básicas: margen y rotación de activos, podemos ver la eficiencia de la compañía para transformar sus activos en ventas.

En Grifols el ROA alcanzado se debe mayoritariamente a la rotación: alcanzando rotaciones en torno al 0,47 (0,60 en 2010). Y situándose el margen entorno al 0,10-0,18.

Del análisis de los estados financieros se desprende que la caída de ROA en 2011 se debe tanto a una caída de la rotación que pasa del 0,604 al 0,476, como del margen, que pasa del 0,139 al 0,106, cifras que mejoran en 2012, permitiendo a la

compañía situarse de nuevo en un ROA superior al 8%.



Fuente: elaboración propia

### Beneficio por acción (EPS, earning per share)

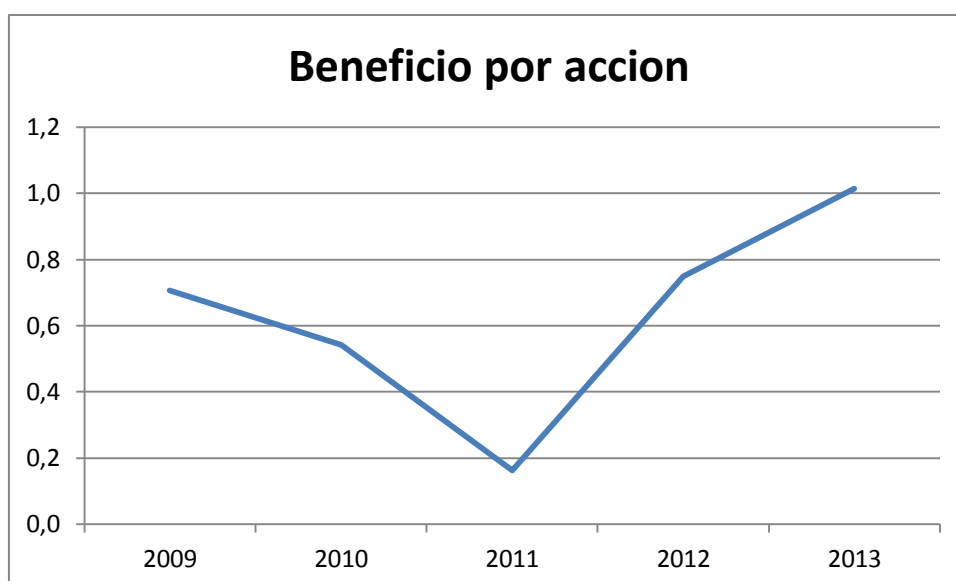
El beneficio por acción es un ratio muy seguido en bolsa y consiste en determinar cuál es el beneficio neto dividido por el número de acciones que tiene la empresa, es decir que importe del resultado obtenido por la empresa correspondería a cada acción.

Se anexa a continuación tabla de los valores de cada una estos ratios de 2009 a 2013.

GRIFOLS	2009	2010	2011	2012	2013
Resultado	147.972.000	115.513.000	50.307.000	256.686.000	345.551.000
Número de acciones	209.451.806	212.909.162	308.036.270	342.701.194	340.505.298
Beneficio por acción	0,7065	0,5425	0,1633	0,7490	1,0148

Fuente: elaboración propia

En euros



Fuente: elaboración propia

#### 5.3.4.3 Ratios de solvencia

Varios son los indicadores que se pueden utilizar para medir la solvencia de una empresa, si bien todos ellos en el fondo nos dan la misma información.

##### Ratio de deuda sobre neto

Es el cociente entre el pasivo total y el neto, y por tanto nos indica la relación existente entre el importe de los fondos propios de una empresa con relación al pasivo total. Este ratio nos indica lo apalancada que está la empresa.

##### Ratio de deuda sobre activos

Es el cociente entre el total pasivo y el activo total y mide el grado de endeudamiento de una empresa en relación a sus activos.

##### Ratio de deuda a largo plazo

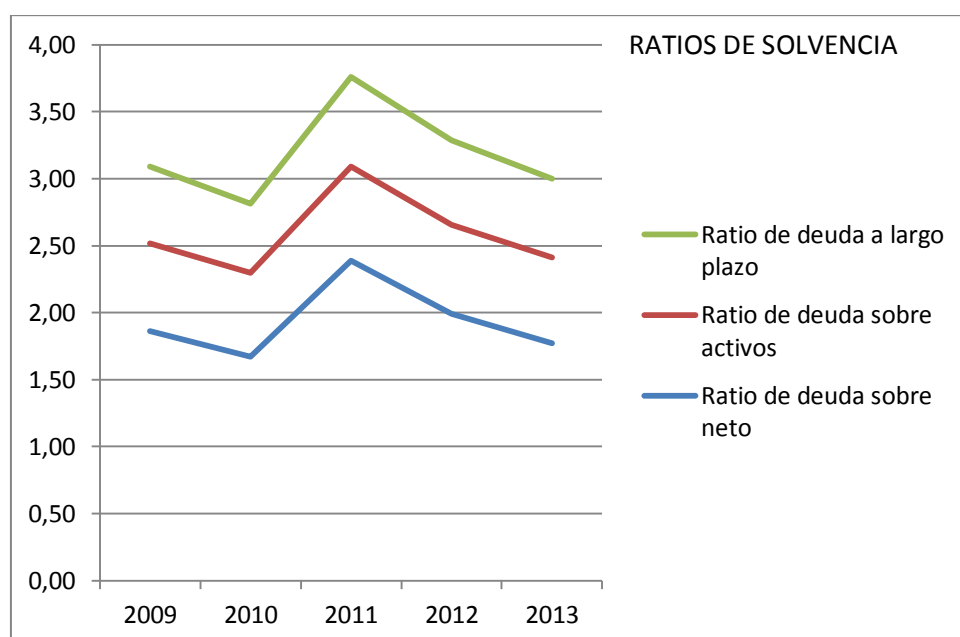
Este ratio se calcula como el cociente entre la deuda a largo plazo y de la suma de la deuda a largo más el neto patrimonial, es decir nos da información del importe que representa la deuda a largo sobre el total de la financiación permanente.

Se muestra a continuación el análisis de cada uno de estos ratios en Grifols para el periodo 2009 a 2013.

GRIFOLS	2009	2010	2011	2012	2013
Ratio de deuda sobre neto	1,86	1,67	2,39	1,99	1,77
Ratio de deuda sobre activos	0,65	0,63	0,70	0,67	0,64
Ratio de deuda a largo plazo	0,57	0,52	0,67	0,63	0,59

Fuente: elaboración propia

Todos los ratios nos vienen a indicar que estamos ante una empresa solvente.



Fuente: elaboración propia

#### 5.3.4.4 Ratios de cobertura

##### Ratio de cobertura de intereses

Se define como el cociente entre el beneficio antes de intereses e impuestos y los intereses de la deuda. En general suele considerarse que una empresa es sana cuando este ratio alcanza al menos niveles de 2.

El problema principal de este ratio es que los intereses no se pagan con beneficios sino con cash flow, y en este sentido es habitual completar el análisis de cobertura

utilizando otros ratios que tienen en cuenta el cash flow y no el beneficio.

#### Ratio de cobertura de pagos por intereses

Este ratio se calcula dividiendo la suma del cash flow de explotación y los pagos por intereses, por los pagos por intereses.

#### Ratios CF explotación sobre deuda

El ratio de cash flow de la explotación sobre deuda nos da información como su propio nombre indica del importe que representa el cash flow de explotación incluyendo el importe de pago por intereses, sobre el total pasivo medio.

Los ratios de cobertura de Grifols en general muestran una buena cobertura de los intereses de la deuda, tal y como se observa en la tabla adjunta.

GRIFOLS	2009	2010	2011	2012	2013
Ratio de cobertura de intereses	15,39	5,23	1,99	3,66	4,66
Ratio de cobertura de pagos por intereses	6,99	3,60	2,57	3,81	4,75
Ratios CF explotación s/deuda		0,13	0,14	0,18	0,20

Fuente: elaboración propia

## 5.4 Elaboración de los Estados Financieros Previsionales

Todas las fases del análisis son importantes, pero el punto más crucial es la elaboración de los estados financieros previsionales, que está basada en las suposiciones que el analista hace acerca del futuro en cada una de las partidas que componen los estados financieros. En nuestras previsiones hemos de responder a cuestiones tales como:

- ¿Cuál será la tasa de crecimiento de los ingresos?
- ¿Cómo variaran los costes?
- ¿Debe incrementar sus activos para poder llevar a cabo sus estrategias?
- ¿Qué necesidades financieras tendrá para poder implementar su estrategia?



- ¿Cambiará el ratio pasivo/neto?, ¿y cómo afectara esto al riesgo de la empresa?, etc.

La respuesta a todas estas preguntas es la base para la elaboración de los estados financieros previsionales, y la posterior valoración de la empresa.

Para establecer todos los supuestos nos hemos basado en el conocimiento que tenemos acerca de la empresa, sus estrategias, y la información contable de los últimos 5 años (2009 a 2013).

#### 5.4.1 Proyección de las ventas e ingresos

##### **Proyección del importe neto de la cifra de negocios:**

Para la proyección de las ventas se ha analizado el incremento experimentado por la compañía en los últimos 5 años y se han tenido en cuenta las estrategias de la compañía, en particular la compra de Talecris en 2011 y la reciente compra estratégica de la Diagnostic Unit a Novartis International AG formalizada el 9 de enero de 2014, operación mediante la cual Grifols estima que su División Diagnostic pasará a representar más del 20% de los ingresos totales del grupo, frente al 4% que supone actualmente. Asimismo se ha considerado la última información financiera disponible: las cuentas consolidadas a 30 de junio de 2014.

Así pues, nuestra previsión por divisiones es la siguiente:

- En la División Diagnostic suponemos para 2014 un crecimiento que permitirá a la compañía alcanzar una cifra de negocio en esta división de aproximadamente 600 millones de euros, gracias a la compra de la unidad de diagnóstico a Novartis, esta cifra es el equivalente a las ventas reales de esta división a 30 de junio de 2014 anualizadas. Y para el resto de años consideramos un crecimiento constante del 3%.
- En la División Bioscience, para 2014, suponemos que se mantiene el nivel de ventas de 2013 vista la última información facilitada y que para el resto

de los años la compañía es capaz de mantener niveles de crecimiento cercanos al 3% (porcentaje que nos parece razonable visto el crecimiento de aproximadamente un 5% en esta división en 2013 y que los crecimientos de 2011 y 2012 no son representativos al incluir el efecto de la compra de Talecris).

- Las otras dos divisiones, hospital y raw materials and others, son las divisiones con menos peso, en las que la compañía espera ir creciendo. Los últimos años, la división hospital se ha visto afectada por los recortes del gasto sanitario. Suponemos menos recortes en los hospitales y progresiva internacionalización. Suponemos que en estas dos divisiones la compañía es capaz de alcanzar crecimientos del 3%.

IMPORTE NETO DE LA CIFRA DE NEGOCIO	2013	2014	2015	2016	2017	2018
BIOSCIENCE	2.448.824	2.448.824	2.522.289	2.597.957	2.675.896	2.756.173
HOSPITAL	97.131	100.045	103.046	106.138	109.322	112.601
DIAGNOSTIC	130.339	606.076	624.259	642.986	662.276	682.144
RAW MATERIALS & OTHERS	65.438	67.401	69.423	71.506	73.651	75.861
<b>TOTAL CIFRA DE NEGOCIO</b>	<b>2.741.732,00</b>	<b>3.222.346</b>	<b>3.319.017</b>	<b>3.418.587</b>	<b>3.521.145</b>	<b>3.626.779</b>
Tasa de crecimiento anual	4,61%	17,53%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%

Fuente: elaboración propia

### Proyección de los ingresos financieros:

Hemos analizado el porcentaje que representan los ingresos obtenidos durante los 5 últimos años respecto al efectivo y las inversiones financieras corrientes y no corrientes. Este porcentaje oscila entre el 0,39% y el 1,82%, siendo el porcentaje de 2013 del 0,78%.

Asumimos que se mantiene el porcentaje de 2013.

INGRESOS FINANCIEROS	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Porcentaje sobre efectivo e inversiones financieras		1,73%	1,82%	0,39%	0,78%	0,78%	0,78%	0,78%	0,78%	0,78%
Ingresos financieros	7.067	4.526	5.761	1.677	4.869	6.010	6.132	6.175	6.215	6.252
Cash + long and short investment	261.703	260.728	370.892	492.879	760.938					

Fuente: elaboración propia

### 5.4.2 Proyección de los gastos

#### Proyección del coste de la venta:

Respecto al coste de la venta se ha calculado el porcentaje que representa el coste de la venta respecto a la cifra de negocio, la tendencia ha sido decreciente (del 53,92% en 2011 al 48,29% en 2013). Asumimos que este porcentaje se sitúa en el 48%.

COSTE DE VENTAS	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Coste de ventas			968.133	1.291.345	1.323.880	1.546.726	1.593.128	1.640.922	1.690.150	1.740.854
Coste de ventas / Cifra de negocio			53,92%	49,27%	48,29%	48,00%	48,00%	48,00%	48,00%	48,00%

Fuente: elaboración propia

### Proyección de los gastos de distribución, generales y administrativos (SGA):

Hemos descompuesto los gastos de distribución, generales y administrativos en una parte variable y una parte fija.

Para calcular la parte variable hemos calculado como varían los SGA cuando varía la cifra de negocio. Vemos que la variación es aproximadamente del 10% en el año 2012 y del 11% en 2013, y visto que con la información disponible a 30 de junio de 2014 este porcentaje se ha incrementado vamos a suponer que el 12% de la cifra de negocio es la parte variable y que el resto es la parte fija. Por otra parte consideraremos que la parte fija se incrementa razón del 2%.

GASTOS DE DISTRIBUCIÓN, GENERALES Y ADMINISTRATIVOS (SGA)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
SGA	558.461	646.320	663.114	680.359	698.068	716.255
SGA/Cifra de negocios	20,37%	20,06%	19,98%	19,90%	19,83%	19,75%
Parte variable	12%	303.913	386.682	398.282	410.230	422.537
Parte fija	254.548	259.639	264.832	270.128	275.531	281.042

Fuente: elaboración propia

### Proyección de los gastos de Investigación y desarrollo:

En este caso el porcentaje que representa la I+D+i en 2013 respecto a la cifra de negocio es del 4,5%, y vistas las manifestaciones de la compañía de seguir manteniendo fuertes inversiones en I+D+i y que en el primer semestre de 2014 se sitúan en torno al 5%, en nuestras proyecciones suponemos que se incrementa a razón del 5% anual.

GASTOS DE INVESTIGACION Y DESARROLLO	2013	2014	2015	2016	2017	2018
I+D+i/Cifra de negocio	4,50%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
I+D+i	123.271	161.117	165.951	170.929	176.057	181.339

Fuente: elaboración propia

### Proyección de la variación de valor razonable en instrumentos financieros, deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros y diferencias de cambio:

Se trata de ingresos o pérdidas que no derivan del propio negocio, y que por tanto son ajenas a éste. Nuestra suposición al respecto es que no se mantienen en el futuro y consideramos que son cero.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
VARIACION VALOR RAZONABLE INSTRUM FINANCIEROS	-1.786	0	0	0	0	0
DETERIORO Y RESULTADO POR ENAJENACIONES INSTRUM. FINANCIEROS	792	0	0	0	0	0
DIFERENCIAS DE CAMBIO	-1.303	0	0	0	0	0

Fuente: elaboración propia

### Proyección del resultado de entidades valoradas por el método de participación:

Hemos calculado el porcentaje que representa el impacto en la cuenta de resultados respecto de las inversiones contabilizadas por el método de participación que ha sido negativo durante el periodo analizado llegando a alcanzarse en 2013 el porcentaje del -6,08%, el más bajo de los últimos cinco años . Asumimos que la empresa está reduciendo las inversiones que le generan pérdidas y suponemos que son cero.

RESULTADO DE ENTIDADES VALORADAS POR EL MÉTODO DE PARTICIPACIÓN	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Resultado de entidades valoradas por el método de participación	51	-879	-1.064	-1.407	-1.165	0	0	0	0	0

Fuente: elaboración propia

### Proyección de los gastos financieros:

Los gastos financieros de 2009 a 2013 oscilan entre el 5,75% y el 10,04% del total de la deuda, siendo en 2013 este porcentaje del 8,42%.

Por otra parte la compañía ha refinanciado su deuda a principios de 2014 consiguiendo según manifiesta una reducción del coste medio de la deuda. Por otra parte teniendo en cuenta la información a 30/06/2014 los gastos financieros son aproximadamente del 7,50%, así que nuestra previsión es que se sitúen en el 7,50%.

GASTOS FINANCIEROS	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Tasa de interés		5,75%	10,04%	9,48%	8,42%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%
Gastos financieros	27.087	49.660	200.562	284.117	239.991	238.240	270.987	262.866	254.447	245.684
Deuda a corto y largo	841.959	885.730	3.108.084	2.886.397	2.811.355					

Fuente: elaboración propia.

### Proyección del gasto por impuesto sobre las ganancias:

Hemos calculado el porcentaje que supone el gasto por impuesto sobre las ganancias de 2013 respecto al resultado antes de impuestos de las actividades ordinarias de ese mismo año (31,25%). Debido a que la empresa está incrementando el peso del beneficio obtenido en distintas áreas geográficas con menos peso impositivo, tal y como declara en el informe del primer trimestre de 2014, y teniendo en cuenta los nuevos incentivos fiscales que ha aprobado el Gobierno para la reducción del impuesto de sociedades, consideramos razonable asumir que la tasa impositiva se va reduciendo progresivamente hasta el 26%.

IMPUESTO SOBRE EL BENECIO	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Tasa efectiva	31,25%	30%	29%	28%	27%	26%

Fuente: elaboración propia

IMPUESTO SOBRE EL BENECIO	2014	2015	2016	2017	2018
	190.786	183.271	187.512	191.332	194.714

Fuente: elaboración propia

### Proyección del resultado atribuible a intereses minoritarios (participaciones no dominantes):

En la NIC 27 podemos encontrar las siguientes definiciones:

- Una dependiente o filial es una entidad controlada por otra (conocida como dominante o matriz).
- Una dominante o matriz es aquella entidad que tiene una o más dependientes.
- Los intereses minoritarios son aquella parte de los resultados y de los activos netos de una dependiente que no corresponden, bien sea directa o indirectamente a través de otras dependientes, a la participación de la dominante del grupo.

Tal y como se indica en la memoria de las cuentas consolidadas de Grifols las participaciones no dominantes se presentan en el patrimonio neto del balance consolidado de forma separada del patrimonio que se atribuye a la sociedad dominante. De la misma forma en la cuenta de pérdidas y ganancias consolidada se presenta separadamente el resultado atribuido a la sociedad dominante y a los intereses minoritarios.

Bajo la hipótesis que la compañía desinvierte en aquellas posiciones que le generan pérdidas, suponemos que este resultado tiende a cero.

RESULTADO ATRIBUIBLE A INTERESES MINORARIOS	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Resultado participaciones no dominantes	-402	-246	-79	-1.309	-3.497	-2.600	-2000	-1400	-700	0

Fuente: elaboración propia

La cuenta de resultados previsional para los años 2014 a 2018 bajo las hipótesis efectuadas es la siguiente:

## VALORACIÓN DE EMPRESAS. CASO GRIFOLS.

PÉRDIDAS Y GANANCIAS						
	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Cifra de negocio	2.741.732	3.222.346	3.319.017	3.418.587	3.521.145	3.626.779
Coste de ventas	1.323.880	1.546.726	1.593.128	1.640.922	1.690.150	1.740.854
<b>Beneficio bruto</b>	<b>1.417.852</b>	<b>1.675.620</b>	<b>1.725.889</b>	<b>1.777.665</b>	<b>1.830.995</b>	<b>1.885.925</b>
<b>Margen bruto</b>	<b>51,7%</b>	<b>52,0%</b>	<b>52,0%</b>	<b>52,0%</b>	<b>52,0%</b>	<b>52,0%</b>
GASTOS DISTRIB., GENERALES Y ADMINISTR.	558.461	646.320	663.114	680.359	698.068	716.255
I+D+i	123.271	161.117	165.951	170.929	176.057	181.339
<b>RESULTADO DE EXPLOTACION</b>	<b>736.120</b>	<b>868.182</b>	<b>896.824</b>	<b>926.377</b>	<b>956.870</b>	<b>988.331</b>
<b>Margen explotación</b>	<b>26,8%</b>	<b>26,9%</b>	<b>27,0%</b>	<b>27,1%</b>	<b>27,2%</b>	<b>27,3%</b>
GASTOS FINANCIEROS	239.991	238.240	270.987	262.866	254.447	245.684
INGRESOS FINANCIEROS	4.869	6.010	6.132	6.175	6.215	6.252
OTROS GTOS/ING	-2.297	0	0	0	0	0
<b>RDO ENTIDADES VALORADAS M.PARTICIPACION</b>	<b>-1.165</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>RDO ANTES DE IMPUESTOS DE LAS ACTIVIDADES CONTINUADAS</b>	<b>497.536</b>	<b>635.953</b>	<b>631.969</b>	<b>669.686</b>	<b>708.637</b>	<b>748.899</b>
GASTO POR IMPUESTO SOBRE LAS GANANCIAS	155.482	190.786	183.271	187.512	191.332	194.714
<b>RDO DESPUES DE IMPUESTOS DE LAS ACTIVIDADES CONTINUADAS</b>	<b>342.054</b>	<b>445.167</b>	<b>448.698</b>	<b>482.174</b>	<b>517.305</b>	<b>554.185</b>
Resultado partic no domin.	-3.497	-2.600	-2.000	-1.400	-700	0
Resultado atrib. Sdad dominante	345.551	447.767	450.698	483.574	518.005	554.185

Fuente: elaboración propia

### 5.4.3 Proyección de activos

#### Proyección del fondo de comercio:

La adquisición de empresas ha sido una de las estrategias clave de Grifols, que le ha permitido incrementar las ventas, la diversificación y la entrada en nuevos mercados.

En este sentido, la compra de empresas puede seguir formando parte de su estrategia en el futuro, por lo que nuestro supuesto es que el fondo de comercio se incrementará en la misma proporción que se incrementan las ventas. Si bien, solo en el primer trimestre de 2014 debido a la compra efectuada a Novartis, el fondo de comercio se ha incrementado en 930,2 millones de euros. Y por tanto en 2014 vamos a considerar que el fondo de comercio se incrementa en el 3 %, que es el porcentaje de crecimiento de las ventas que hemos previsto para el resto de los años, más 930,2 millones de euros adicionales. Y para el resto de años supondremos que se incrementa en el mismo porcentaje que las ventas.

FONDO DE COMERCIO	2014	2015	2016	2017	2018
Incremento anual	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Incremento adicional	930.200	0	0	0	0
Fondo de comercio	2.814.215	2.898.642	2.985.601	3.075.169	3.167.424

Fuente: elaboración propia

### Proyección de otros activos intangibles:

Para proyectar esta cuenta seguimos los siguientes pasos:

- Calculamos el porcentaje que representa sobre las ventas la inversión en intangibles que nos viene dada en el EFE. Vemos que estos porcentajes oscilan entre el 0,77% y el 1,68%, siendo el porcentaje de 2013 el 1,25%, Visto que la empresa manifiesta seguir manteniendo elevadas inversiones vamos a considerar que el incremento se situará en el 1,50%.
- Calculamos la vida útil dividiendo el valor de los activos intangible (a precio de coste o adquisición sin incluir los intangibles con vida útil indefinida) por la amortización anual, y en base a los datos obtenidos estimamos la vida útil que utilizaremos para elaborar los estados previsionales (24 años)
- Calculamos el porcentaje de las bajas de inmovilizado intangible, excluyendo el inmovilizado intangible de vida útil indefinida que no se amortiza. Con la información obtenida estimamos que para elaborar nuestros estados previsionales el porcentaje de las bajas será del 4%.
- El porcentaje en que están amortizados los activos intangibles cuando se dan de baja, lo calculamos teniendo en cuenta solo el inmovilizado intangible que se amortiza y estimamos el porcentaje para los estados previsionales a partir de esa información. Vamos a considerar el 50% que es aproximadamente la media de los dos años anteriores.
- Estimamos el inmovilizado intangible, y su amortización anual para cada uno de los años proyectados teniendo en cuenta todos los supuestos anteriores, es decir: incrementamos anualmente el inmovilizado intangible en 1,50%, descontamos las bajas anuales que hemos estimado en un 4% y calculamos la amortización anual y la acumulada teniendo en cuenta la vida útil estimada de 24 años, y el porcentaje en que están amortizados los



activos cuando se dan de baja (50%).

Obsérvese la tabla adjunta con el detalle por año:

INMOVILIZADO INTANGIBLE	2009	2010	2011	2012	2013	Forecast
CAPEX	15.355	16.602	22.699	20.100	34.389	
% sobre la cifra de negocio	1,68%	1,68%	1,26%	0,77%	1,25%	1,50%

	2009	2010	2011	2012	2013	Forecast
Immovilizado intangible a coste	130.783	151.861	1.120.584	1.120.389	1.167.673	
De vida útil indefinida	23.379	24.691	25.283	26.254	23.833	
Otro intangible	107.404	127.170	1.095.301	1.094.135	1.143.840	
Bajas de inmovilizado intangible		345	1.146	11.621	7.639	
Bajas de inmovilizado intangible/ otro intangible		0,32%	0,90%	1,06%	0,70%	4,00%

	2009	2010	2011	2012	2013	Forecast
Amortización acumulada	61.383	73.562	112.013	151.185	221.214	
Amortización anual		10.456	34.423	49.503	46.386	
Bajas amortización		20	52	4.946	4.636	
Bajas amortización/bajas de inmovilizado intangible		5,80%	4,54%	42,56%	60,69%	50,00%

	2009	2010	2011	2012	2013	Forecast
Vida útil		11	18	22	24	24

Immovilizado intangible a coste	2013	2014	2015	2016	2017	2018
De vida útil indefinida	23.833	23.833	23.833	23.833	23.833	23.833
	2013	1.143.840	1.098.086	1.054.163	1.011.996	971.517
	2014		48.335	48.335	48.335	48.335
	2015			49.785	49.785	49.785
	2016				51.279	51.279
	2017					52.817
	2018					54.402

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Total (sin incluir el de vida útil indefinida)	1.143.840	1.146.422	1.152.283	1.161.396	1.173.733	1.189.274
Amortización anual	46.386	47.714	47.890	48.202	48.649	49.229
Amortización acumulada	221.214	246.051	271.979	299.097	327.506	357.305

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
INMOVILIZADO INTANGIBLE BRUTO	1.167.673	1.170.255	1.176.116	1.185.229	1.197.566	1.213.107
AMORTIZACION ACUMULADA INTANGIBLE	221.238	246.051	271.979	299.097	327.506	357.305
INMOVILIZADO INTANGIBLE NETO	946.435	924.204	904.137	886.131	870.060	855.802

Fuente: elaboración propia

### Proyección del inmovilizado material:

Para predecir los importes de inmovilizado material seguimos los mismos pasos que en la proyección de otros intangibles.

La particularidad que nos encontramos en este caso es que en la memoria de las cuentas anuales consolidadas la compañía no da información del valor de los terrenos (nos da la información agregada de terrenos y construcciones). Puesto que los terrenos no se amortizan, vamos a suponer que éstos suponen un 20% del total de la cuenta de terrenos y construcciones y vamos a tener en cuenta este dato para efectuar nuestras previsiones.

- Calculamos el porcentaje que representa sobre las ventas la inversión en inmovilizado material que nos viene dada en el EFE. Vemos que estos

porcentajes oscilan entre el 5,05% y el 11,32% siendo el porcentaje de 2013 el 5,05%. En nuestras previsiones vamos a considerar que el CAPEX se incrementa a razón de un 5,5% anual.

- Calculamos la vida útil dividiendo el valor del inmovilizado material (a precio de coste o adquisición y excluyendo los terrenos) por la amortización anual, y en base a los datos obtenidos estimamos la vida útil en 14 años que utilizaremos para elaborar los estados previsionales.
- Calculamos el porcentaje de las bajas de inmovilizado material excluyendo la parte que corresponde a terrenos. Con la información obtenida estimamos que para elaborar nuestros estados previsionales el porcentaje de las bajas será del 7% anual.
- Calculamos el porcentaje en que está amortizado el inmovilizado material cuando se dan de baja, y estimamos el porcentaje para los estados provisionales a partir de esa información (50%).
- Estimamos el inmovilizado material y su amortización anual para cada uno de los años proyectados teniendo en cuenta todos los supuestos anteriores, es decir: incrementamos anualmente el inmovilizado material en 5,5%, descontamos las bajas anuales que hemos estimado en un 7% y calculamos la amortización anual y acumulada teniendo en cuenta la vida útil estimada de 14 años y el porcentaje en que están amortizados los activos cuando se dan de baja (50%).

Si bien en el año 2014 consideramos además excepcionalmente el incremento de aproximadamente 100 millones de euros por los nuevos activos incorporados derivados de la adquisición a Novartis, que incluye entre otros activos la planta de producción de Emeryville (California, Estados Unidos) y las oficinas comerciales en Estados Unidos, Suiza y Hong Kong.

## VALORACIÓN DE EMPRESAS. CASO GRIFOLS.

INMOVILIZADO MATERIAL	2013	2014	2015	2016	2017	2018
CAPEX/Cifra de negocio	5,05%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%

INMOVILIZADO MATERIAL	2009	2010	2011	2012	2013	Forecast
CAPEX	103.415	86.800	137.200	146.028	138.460	
Cifra de negocio	913.186	990.730	1.795.613	2.620.944	2.741.732	
Capex/Cifra de negocio	11,32%	8,76%	7,64%	5,57%	5,05%	5,50%

	2009	2010	2011	2012	2013	Forecast
Inmovilizado material a coste	557.441	656.295	1.051.302	1.143.044	1.240.399	
Terrenos y construcciones	142.600	184.742	156.868	182.210	209.663	
Terrenos	28.520	36.948	31.374	36.442	41.933	
Construcciones	114.080	147.794	125.494	145.768	167.730	
Otro I. Material (I.Material a coste - terrenos)	528.921	619.347	1.019.928	1.106.602	1.198.466	
Bajas I.Material a coste		9.327	279.985	40.765	28.720	
Bajas de terrenos		217	21.806	1.801	185	
Bajas otro I.Material		9.110	258.179	38.964	28.535	
Bajas otro I.Material/otro I.Material		1,72%	41,69%	3,82%	2,58%	7%

	2009	2010	2011	2012	2013	Forecast
Amortización acumulada	185.706	221.512	268.221	327.798	395.614	
Amortización anual		35.320	56.216	79.623	82.083	
Vida útil		16,26	14,58	13,35	14,04	14,00
Bajas amortización		6.016	19.162	12.404	16.089	
Bajas amortización/Bajas otro I.Material		66%	7%	32%	56%	50%

Inmovilizado material a coste		2013	2014	2015	2016	2017	2018
2013 Terrenos		41.933	41.933	41.933	41.933	41.933	41.933
2013 Otros		1.198.466	1.114.574	1.036.554	963.995	896.515	833.759
2014 Otros			277.229	277.229	277.229	277.229	277.229
2015 Otros				182.546	182.546	182.546	182.546
2016 Otros					188.022	188.022	188.022
2017 Otros						193.663	193.663
2018 Otros							199.473

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Inmovilizado material a coste	1.198.466	1.391.803	1.496.329	1.611.792	1.737.975	1.874.692
Amortización anual	82.083	92.510	103.148	111.004	119.635	129.024
Amortización acumulada	395.614	446.177	510.315	585.040	670.934	768.580

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
INMOVILIZADO MATERIAL BRUTO	1.240.399	1.433.735	1.538.261	1.653.725	1.779.908	1.916.625
AMORTIZACION ACUMULADA I.MATERIAL	400.161	446.177	510.315	585.040	670.934	768.580
INMOVILIZADO MATERIAL NETO	840.238	987.558	1.027.946	1.068.685	1.108.974	1.148.045

Fuente: elaboración propia

### Proyección de inversiones contabilizadas por el método de participación y activos financieros no corrientes (long term investments):

Nuestra previsión es que crecen al 3% anual, acorde a la tasa de crecimiento a largo plazo de la economía.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Inv. Método participación	35.765	36.838	37.943	39.081	40.254	41.461

Fuente: elaboración propia

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Activos financieros no corrientes	15.196	15.652	16.121	16.605	17.103	17.616

Fuente: elaboración propia

### Proyección de activos por impuestos diferidos:

Hemos calculado el porcentaje que representan los activos diferidos sobre el total

de activos no corrientes y vistos los porcentajes que representan durante el periodo analizado vemos razonable asumir que se mantienen en los niveles de 2013.

ACTIVO POR IMPUESTO DIFERIDO	2010	2011	2012	2013	Forecast
Total activo no corriente	744.900	3.710.785	3.692.910	3.701.376	
Activo por impuesto diferido, no corriente	34.889	18.106	24.717	34.601	
Activo por impuesto diferido, no corriente/ total activo no corriente	4,68%	0,49%	0,67%	0,93%	0,93%

ACTIVO POR IMPUESTO DIFERIDO	2014	2015	2016	2017	2018
	45.091	46.095	47.145	48.235	49.355

Fuente: elaboración propia

### Proyección de existencias:

Suponemos que se reducen los días de inventario progresivamente hasta 228 vista la tendencia decreciente de los últimos años. Multiplicando las ventas diarias estimadas para cada año por los días de inventario estimados, calculamos el saldo de las existencias.

EXISTENCIAS	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
EXISTENCIAS	1.030.341	998.644	946.913	1.101.778	1.099.913	1.096.945	1.092.809	1.087.438
Días	294	287	268	260	252	244	236	228

Fuente: elaboración propia

### Proyección de clientes por ventas y prestaciones de servicios:

El periodo de cobro se ha ido reduciendo en los últimos años. Suponemos que se mantiene esta tendencia decreciente. Bajo este supuesto y teniendo en cuenta las ventas previstas calculamos el saldo de estas cuentas.

CLIENTES POR VENTAS Y PRESTACIONES DE S	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Cliente por ventas y prestaciones de servicios	207.840	224.355	408.263	366.022	385.537	432.589	436.473	440.202	443.761	447.137
Días		79,61	64,30	53,91	50,03	49	48	47	46	45

Fuente: elaboración propia

### Proyección de otros deudores:

El periodo de cobro durante los años analizados se muestra en la siguiente tabla, y suponemos que se mantiene en 10 días.

OTROS DEUDORES	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Otros deudores	39.540	44.032	108.616	43.833	36.511	88.283	90.932	93.660	96.470	99.364
Collection days		15	16	11	5	10	10	10	10	10

Fuente: elaboración propia

### Proyección de activos por impuesto corriente:

Hemos calculado el porcentaje que representan sobre el total de activos corrientes y vistos los porcentajes que representan durante el periodo analizado vemos razonable asumir que se mantienen en el 1,75%.

ACTIVO POR IMPUESTO CORRIENTE	2010	2011	2012	2013	Forecast
Total activo corriente	1.144.082	1.929.215	1.934.564	2.139.660	
Activo por impuesto corriente	14.607	15.110	37.318	43.533	
Activo por impuesto corriente/total activo corriente	1,28%	0,78%	1,93%	2,03%	1,75%

ACTIVO POR IMPUESTO CORRIENTE	2014	2015	2016	2017	2018
Activo por impuesto corriente	42.339	42.506	42.645	42.756	42.835

Fuente: elaboración propia

### Proyección de otros activos financieros corrientes:

La partida otros activos financieros corrientes está formada por depósitos y fianzas, créditos con empresas asociadas y créditos a terceros corrientes.

Para predecir esta partida hemos tenido en cuenta los días de venta que se mantienen en esta cuenta.

OTROS ACTIVOS FINANCIEROS CORRIENTES	2009	2010	2011	2012	2013	Forecast
Otros activos financieros corrientes	8.217	12.946	16.904	460	1.200	
Cifra de negocio	913.186	990.730	1.795.613	2.620.944	2.741.732	
Días		3,90	3,03	1,21	0,11	0,2

OTROS ACTIVOS FINANCIEROS CORRIENTES	2014	2015	2016	2017	2018
Otros activos financieros corrientes	1.440	1.728	2.074	2.488	2.986

Fuente: elaboración propia

### Proyección de otros activos corrientes:

Esta cuenta engloba los gastos anticipados de servicios profesionales, de seguros, de arrendamientos y otros gastos anticipados, que en ausencia de más información suponemos que incrementan en la misma proporción que lo hacen las ventas.

OTROS ACTIVOS CORRIENTE	2014	2015	2016	2017	2018
Incremento anual	17,53%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Otros activos corriente	20.202	20.808	21.432	22.075	22.738

Fuente: elaboración propia

### Proyección de efectivo y otros medios líquidos equivalentes:

Hemos calculado los días de venta que se mantiene en efectivo durante el periodo analizado (entre 56 y 90 días).

Se trata de una empresa que mantiene niveles altos de tesorería y que suponemos los va a seguir manteniendo en valores absolutos. Además si analizamos los datos a 30/06/2014 vemos que la empresa tiene a esa fecha una tesorería de 736 millones de euros. Por lo que es nuestra previsión suponemos que la tesorería se mantiene en niveles similares los años siguientes. Suponemos por tanto que los días de venta que mantiene en la cuenta de tesorería se van reduciendo progresivamente de 83 días en 2014 a 75 en 2018.

TESORERIA	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Tesorería	249.372	239.649	340.586	473.327	708.777	732.753	736.549	739.913	742.817	745.229
Días		90,08139	58,973113	56,67390166	78,6852909	83	81	79	77	75

Fuente: elaboración propia

### 5.4.4 Proyección del pasivo corriente y no corriente

#### Proyección de subvenciones:

La cuenta de subvenciones incluye las subvenciones de capital y las subvenciones de tipos de interés (créditos privilegiados).

Las subvenciones oficiales de capital no reintegrables figuran en el pasivo del

balance consolidado por el importe original concedido y se imputan a la cuenta de resultados consolidada a medida que se amortizan los correspondientes activos financieros.

Las subvenciones de tipo de interés corresponden al tipo de interés implícito en los créditos concedidos por el Ministerio de Ciencia y Tecnología al no devengar intereses.

Esta cuenta en 2012 representaba el 0,10% del total activo, y en 2012 el 0,12%.

Suponemos que se mantiene en el porcentaje del 0,12% del total activo.

SUBVENCIONES	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Subvenciones	2.311	2.088	1.366	5.855	7.034	8.722	8.863	9.008	9.156	9.306
% sobre total activo	0,14%	0,11%	0,02%	0,10%	0,12%	0,12%	0,12%	0,12%	0,12%	0,12%

Fuente: elaboración propia

### Proyección de provisiones no corrientes y corrientes:

Las provisiones no corrientes representan un 0,07% del total activo, y las provisiones corrientes el 0,88% en 2013.

Nuestro supuesto es que se mantienen estos porcentajes sobre el activo total para el período proyectado.

% PROVISIONES SOBRE ACTIVO	2009	2010	2011	2012	2013
Provisiones no corrientes / total activo	0,07%	0,07%	0,20%	0,06%	0,07%
Provisiones corrientes / total activo	0,28%	0,23%	1,44%	0,98%	0,88%

PROVISIONES NO CORRIENTES	2014	2015	2016	2017	2018
% Total activos	0,07%	0,07%	0,07%	0,07%	0,07%
Provisiones no corrientes	5.211	5.295	5.381	5.470	5.559

PROVISIONES CORRIENTES	2014	2015	2016	2017	2018
% Total activos	0,88%	0,88%	0,88%	0,88%	0,88%
Provisiones corrientes	63.810	64.839	65.899	66.981	68.078

Fuente: elaboración propia

### Proyección de deudas con entidades de crédito y obligaciones u otros valores negociables no corrientes:

En el primer trimestre la compañía ha formalizado un préstamo de 1.200 millones de euros aproximadamente para la compra efectuada a Novartis, y a su vez ha refinanciado toda su deuda. Circunstancias que incorporamos en nuestras previsiones.

A su vez la compañía manifiesta como una prioridad la reducción de su endeudamiento los próximos años.

La amortización de deuda en 2013 representa aproximadamente un 2,28% del total activo. Suponemos en nuestras previsiones que del 2015 en adelante la compañía reduce el porcentaje que representa esta deuda respecto al activo en un 2,25%.

DEUDAS CON ENTIDADES DE CREDITO Y OBLIGACIONES U OTROS VALORES NEGOCIABLES NO CORRIENTES	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Deudas ent.credito y oblig. / total activo	42,43%	35,22%	49,81%	45,95%	41,74%	48%	45,75%	43,50%	41,25%	39%
Deudas ent.credito y oblig. no corriente			2.809.225	2.585.988	2.437.976	3.476.612	3.367.106	3.253.852	3.136.225	3.013.698

Fuente: elaboración propia

### Proyección de otros pasivos financieros:

En la memoria de las cuentas anuales consolidadas se detallan las rúbricas que forman esta partida. Para el año 2013 otros pasivos financieros no corrientes está formada por 68,033 millones de euros de derivados financieros y 47,202 millones de euros de otros pasivos. En nuestra previsión vamos a suponer que esta cuenta se mantiene constante.

OTROS PASIVOS FINANCIEROS	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Otros pasivos financieros no corrientes	115.235	115.235	115.235	115.235	115.235	115.235
Otros pasivos financieros corrientes			9.438	9.438	9.438	9.438
Incremento anual		0,00%	0%	0%	0%	0%

Fuente: elaboración propia

### Proyección de pasivos por impuesto diferido y pasivo por impuesto corriente:



## VALORACIÓN DE EMPRESAS. CASO GRIFOLS.

Para predecir esta cuenta se ha considerado el porcentaje que ha representado esta cuenta respecto al total activos. Para el impuesto diferido no corriente suponemos que se mantiene en porcentajes del 7% sobre el activo, y para el impuesto corriente suponemos que se mantiene en porcentajes del 0,06% sobre el activo de cada uno de los años proyectados.

PASIVOS POR IMPUESTO DIFERIDO/CORRIENTE	2011		2012		2013		Forecast
	Amount	% assets	Amount	% assets	Importe	% activo	% activo
Pasivos por impuesto diferido , no corriente	370.723	6,57%	453.846	8,06%	454.089	7,77%	7,00%
Pasivo por impuesto corriente	4.691	0,08%	5.679	0,10%	2.934	0,05%	0,06%

	2014	2015	2016	2017	2018
Pasivo por impuesto diferido	485.875	519.886	556.279	595.218	636.883
Pasivo por impuesto corriente	4.346	4.416	4.488	4.562	4.636

Fuente: elaboración propia

### Proyección de deudas con entidades de crédito y obligaciones u otros valores negociables corrientes:

Para predecir esta cuenta se ha tenido en cuenta que la empresa ha refinanciado su deuda en 2014, de forma que en el primer semestre de 2014 se sitúa en importes próximos a los que mantenía en 2011 en esta cuenta (2,62% del total activo).

Suponemos que se mantiene en esos porcentajes.

DEUDAS CON ENTIDADES DE CREDITO Y OBLIGACIONES U OTROS VALORES NEGOCIABLES CORRIENTES	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Deudas ent.credito y oblig. / total activo	6,88%	10,14%	2,62%	3,36%	4,26%	2,62%	2,62%	2,62%	2,62%	2,62%
Total assets	1.657.177	1.888.982	5.640.000	5.627.474	5.841.036	7.242.942	7.359.794	7.480.120	7.602.970	7.727.430
Deudas ent.credito y oblig. corriente						189.765	192.827	195.979	199.198	202.459

Fuente: elaboración propia

### Proyección de deudas con empresas asociadas (corrientes):

Los últimos tres años apenas hay variación. Suponemos que se mantienen.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
DEUDAS CON EMPRESAS ASOCIADAS	2.435	2.668	2.683	2.683	2.683	2.683	2.683	2.683

Fuente: elaboración propia

**Proyección de proveedores:**

Hemos calculado el periodo medio de pago y hemos supuesto que se mantiene el mismo que en 2013. Con este período de pago y teniendo en cuenta el coste de ventas y la variación de existencias, hemos calculado los importes previsionales de las cuentas a pagar.

PROVEEDORES	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Periodo de pago	54,8	73,8	72,0	72,0	72,0	72,0	72,0	72,0
Proveedores	280.722	228.405	273.621	335.748	313.979	323.191	332.674	342.435

Fuente: elaboración propia

**Proyección de otros acreedores:**

Esta cuenta incluye las deudas con Hacienda Pública acreedora por IVA, y por retenciones, Seguridad Social y otras entidades públicas.

Nos parece razonable asumir que esta cuenta se incremente en el mismo porcentaje en que se incrementan las ventas.

OTROS ACREEDORES	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Porcentaje de incremento						17,53%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Otros acreedores (Hda, S.S)	17.832	11.928	27.335	27.357	42.388	49.818	51.313	52.852	54.438	56.071
Porcentaje S/total activo	1,953%	1,204%	1,522%	1,044%	1,546%	1,546%	1,546%	1,546%	1,546%	1,546%

Fuente: elaboración propia

**Proyección de remuneraciones pendientes de pago:**

Para la proyección de las remuneraciones pendientes de pago, vamos a suponer que se incrementan en función del incremento anual estimado en CAPEX para cada uno de los años proyectados.

## VALORACIÓN DE EMPRESAS. CASO GRIFOLS.

REMUNERACIONES PENDIENTES DE PAGO	2013	2014	2015	2016	2017	2018
CAPEX - I.Material	138.460	277.229	182.546	188.022	193.663	199.473
CAPEX - Intangibles	34.389	48.335	49.785	51.279	52.817	54.402
CAPEX - TOTAL	172.849	325.564	232.331	239.301	246.480	253.875
Incremento anual en CAPEX		88,35%	-28,64%	3,00%	3,00%	3,00%
Remuneraciones pendientes de pago	75.421	142.057	101.375	104.417	107.549	110.776

Fuente: elaboración propia

### Proyección de otros pasivos corrientes:

Suponemos que se mantienen constantes.

OTROS PASIVOS CORRIENTES	2013	2014	2015	2016	2017	2018
% Incremento	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Otros pasivos financieros	8.646	8.646	8.646	8.646	8.646	8.646

Fuente: elaboración propia

### 5.4.5 Proyección del patrimonio

#### Proyección del capital:

Vista la evolución del capital en los últimos años, y visto que la compañía no pone de manifiesto su intención de efectuar futuras ampliaciones de capital vamos a suponer que el capital se mantiene constante.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
% Incremento Capital sobre total activo	6,43%	5,64%	2,09%	2,09%	2,05%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
CAPITAL	106.532	106.532	117.882	117.882	119.604	119.604	119.604	119.604	119.604	119.604

Fuente: elaboración propia

#### Proyección de beneficios retenidos:

Para el cálculo de los beneficios retenidos vamos a tener en cuenta el beneficio que se va a generar cada uno de los años según nuestra cuenta de resultados previsional y la política de dividendos que la empresa declara seguir manteniendo en el 40%.

## VALORACIÓN DE EMPRESAS. CASO GRIFOLS.

BENEFICIOS RETENIDOS	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Principio año	1.767.185	2.070.939	2.380.485	2.652.077	2.955.371	3.279.947
Resultado del ejercicio	345.551	447.767	450.698	483.574	518.005	554.185
Menos dividendos para los accionistas	138.818	138.220	179.107	180.279	193.429	207.202
Less disposals of retained earnings						
Final de año	2.070.939	2.380.485	2.652.077	2.955.371	3.279.947	3.626.930

Fuente: elaboración propia

### Proyección de acciones propias:

En 2013 no mantiene acciones propias. Consideramos razonable suponer que sigue sin tener autocartera.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
ACCIONES PROPIAS	0	0	0	0	0	0

Fuente: elaboración propia

### Proyección de otro resultado global:

Incluye el resultado derivado de las coberturas de flujos de efectivo (contratos de derivados sobre tipos de interés) y de las diferencias de conversión a miles de euros de negocios en el extranjero.

En la medida en que esta partida no depende de la propia actividad de la empresa, nuestro supuesto es que no hay variación respecto a 2013.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
OTRO RESULTADO GLOBAL	-92.201	-52.484	37.616	-5.239	-89.281	-89.281	-89.281	-89.281	-89.281	-89.281

Fuente: elaboración propia

### Proyección de intereses minoritarios (participaciones no dominantes)

A 31 de diciembre de 2013 las participaciones no dominantes son:

Grifols (Thailand) Pte Ltd	1.554
Grifols Malaysia Sdn Bhd	701
Araclon Biotech, S.A.	812
Medion Grifols Diagnostic AG	(282)
GRI-CEL S/A	1.721

Progenika Biopharma, S.A.	1.115
Brainco Biopharma, S.L	381
Abyntek Biopharma, S.L.	(60)
<b>TOTAL</b>	<b>5.942</b>

Fuente: elaboración propia

Bajo la hipótesis de que la compañía deshace las posiciones que le generan pérdidas suponemos que estas participaciones se van reduciendo.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Participaciones no dominantes	12.157	14.350	2.487	3.973	5.942	4.700	3.500	2.300	1.100	0

Fuente: elaboración propia

#### 5.4.6 Cuadrando el balance

Una vez proyectadas todas y cada una de las partidas, el balance no cuadra porque cada una de las partidas se ha calculado individualmente.

Nos podemos encontrar con dos situaciones:

- Activo – ( Pasivo + Neto ) < 0
- Activo – ( Pasivo + Neto ) > 0

En el primer caso para cuadrar el balance la compañía puede pagar más deuda, entregar más dividendos, recomprar más acciones o incrementar las inversiones en activos financieros. En el segundo caso para cuadrar el balance podría realizar las acciones contrarias.

Balance antes del cuadro:

## VALORACIÓN DE EMPRESAS. CASO GRIFOLS.

	BALANCE					
	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Inmovilizado material bruto	1.240.399	1.433.735	1.538.261	1.653.725	1.779.908	1.916.625
Amortización acumulada	400.161	446.177	510.315	585.040	670.934	768.580
Inmovilizado material neto	840.238	987.558	1.027.946	1.068.685	1.108.974	1.148.045
Inmovilizado intangible bruto	1.167.673	1.170.255	1.176.116	1.185.229	1.197.566	1.213.107
Amortización acumulada	221.238	246.051	271.979	299.097	327.506	357.305
Inmovilizado intangible neto	<b>946.435</b>	<b>924.204</b>	<b>904.137</b>	<b>886.131</b>	<b>870.060</b>	<b>855.802</b>
Fondo de comercio	1.829.141	2.814.215	2.898.642	2.985.601	3.075.169	3.167.424
Inversiones contabilizadas por el método de participacion	35.765	36.838	37.943	39.081	40.254	41.461
Activos financieros no corrientes	15.196	15.652	16.121	16.605	17.103	17.616
Activo por impuesto diferido	34.601	45.091	46.095	47.145	48.235	49.355
<b>Total activo no corriente</b>	<b>3.701.376</b>	<b>4.823.558</b>	<b>4.930.885</b>	<b>5.043.249</b>	<b>5.159.794</b>	<b>5.279.704</b>
Tesorería	708.777	732.753	736.549	739.913	742.817	745.229
Cientes por ventas y prestaciones de servicios	385.537	432.589	436.473	440.202	443.761	447.137
Otros deudores	36.511	88.283	90.932	93.660	96.470	99.364
Existencia	946.913	1.101.778	1.099.913	1.096.945	1.092.809	1.087.438
Otros activos financieros corrientes	1.200	1.440	1.728	2.074	2.488	2.986
Otros activos corrientes	17.189	20.202	20.808	21.432	22.075	22.738
Activo por impuesto corriente	43.533	42.339	42.506	42.645	42.756	42.835
<b>Total activo corriente</b>	<b>2.139.660</b>	<b>2.419.384</b>	<b>2.428.910</b>	<b>2.436.871</b>	<b>2.443.176</b>	<b>2.447.726</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>5.841.036</b>	<b>7.242.942</b>	<b>7.359.794</b>	<b>7.480.120</b>	<b>7.602.970</b>	<b>7.727.430</b>
Capital	119.604	119.604	119.604	119.604	119.604	119.604
Acciones propias	0	0	0	0	0	0
Beneficios retenidos	2.070.939	2.380.485	2.652.077	2.955.371	3.279.947	3.626.930
Otro resultado global	-89.281	-89.281	-89.281	-89.281	-89.281	-89.281
Participaciones no dominantes	5.942	4.700	3.500	2.300	1.100	0
<b>Fondos propios</b>	<b>2.107.204</b>	<b>2.415.508</b>	<b>2.685.900</b>	<b>2.987.994</b>	<b>3.311.370</b>	<b>3.657.253</b>
Subvenciones	7.034	8.722	8.863	9.008	9.156	9.306
Deudas con entidades de crédito y obligaciones u otros valores negociables	2.437.976	3.476.612	3.367.106	3.253.852	3.136.225	3.013.698
Provisiones no corrientes	4.202	5.211	5.295	5.381	5.470	5.559
Otros pasivos financieros	115.235	115.235	115.235	115.235	115.235	115.235
Pasivo por impuesto diferido	454.089	485.875	519.886	556.279	595.218	636.883
<b>Pasivo no corriente</b>	<b>3.018.536</b>	<b>4.091.655</b>	<b>4.016.385</b>	<b>3.939.755</b>	<b>3.861.303</b>	<b>3.780.681</b>
Provisiones	51.459	63.810	64.839	65.899	66.981	68.078
Deudas con entidades de crédito y obligaciones u otros valores negociables	248.706	189.765	192.827	195.979	199.198	202.459
Otros pasivos financieros	9.438	9.438	9.438	9.438	9.438	9.438
Deudas con empresas asociadas	2.683	2.683	2.683	2.683	2.683	2.683
Proveedores	273.621	335.748	313.979	323.191	332.674	342.435
Pasivo por impuesto corriente	2.934	4.346	4.416	4.488	4.562	4.636
Otros acreedores (Hd PCA Y S.S)	42.388	49.818	51.313	52.852	54.438	56.071
Remuneraciones pendientes de pago	75.421	142.057	101.375	104.417	107.549	110.776
Otros pasivos corrientes	8.646	8.646	8.646	8.646	8.646	8.646
<b>Pasivo corriente</b>	<b>715.296</b>	<b>806.311</b>	<b>749.516</b>	<b>767.594</b>	<b>786.170</b>	<b>805.222</b>
<b>TOTAL PASIVO Y FONDOS PROPIOS</b>	<b>5.841.036</b>	<b>7.313.474</b>	<b>7.451.801</b>	<b>7.695.343</b>	<b>7.958.843</b>	<b>8.243.156</b>
Diferencia (= A-(P+N))	0	-70.532	-92.007	-215.223	-355.873	-515.726
Variacion		-70.532	-21.474	-123.216	-140.650	-159.853
Porcentaje variación		-0,97%	-0,29%	-1,65%	-1,85%	-2,07%

Fuente: elaboración propia

En nuestro caso en concreto, nos encontramos en el primer caso. Los importes detallados en “diferencia” indican el importe del descuadre.

Hemos optado por cuadrar el balance de dos formas: 1) Incrementando el pago de dividendos, y 2) Pagando más deuda.

1) Cuadre del balance incrementando el pago de dividendos:

## VALORACIÓN DE EMPRESAS. CASO GRIFOLS.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
TOTAL ACTIVO	5.841.036	7.242.942	7.359.794	7.480.120	7.602.970	7.727.430
TOTAL PASIVO Y FONDOS PROPIOS	5.841.036	7.313.474	7.451.801	7.695.343	7.958.843	8.243.156
Diferencia (A-(p+N))	0	-70.532	-92.007	-215.223	-355.873	-515.726
Variación		-70.532	-21.474	-123.216	-140.650	-159.853

Principio año	1.767.185	2.070.939	2.309.953	2.560.070	2.740.148	2.924.074
Resultado del ejercicio	345.551	447.767	450.698	483.574	518.005	554.185
Menos dividendos para los accionistas	138.818	138.220	179.107	180.279	193.429	207.202
Menos disposicion adicional	0	70.532	21.474	123.216	140.650	159.853
Final año	2.070.939	2.309.953	2.560.070	2.740.148	2.924.074	3.111.204

Fuente: elaboración propia

Si incorporamos a nuestro balance el importe aquí calculado para los beneficios retenidos a final de año, ya tenemos cuadrado el balance. Véase a continuación:

BALANCE						
	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Inmovilizado material bruto	1.240.399	1.433.735	1.538.261	1.653.725	1.779.908	1.916.625
Amortización acumulada	400.161	446.177	510.315	585.040	670.934	768.580
Inmovilizado material neto	840.238	987.558	1.027.946	1.068.685	1.108.974	1.148.045
Inmovilizado intangible bruto	1.167.673	1.170.255	1.176.116	1.185.229	1.197.566	1.213.107
Amortización acumulada	221.238	246.051	271.979	299.097	327.506	357.305
Inmovilizado intangible neto	946.435	924.204	904.137	886.131	870.060	855.802
Fondo de comercio	1.829.141	2.814.215	2.898.642	2.985.601	3.075.169	3.167.424
Inversiones contabilizadas por el método de participacion	35.765	36.838	37.943	39.081	40.254	41.461
Activos financieros no corrientes	15.196	15.652	16.121	16.605	17.103	17.616
Activo por impuesto diferido	34.601	45.091	46.095	47.145	48.235	49.355
<b>Total activo no corriente</b>	<b>3.701.376</b>	<b>4.823.558</b>	<b>4.930.885</b>	<b>5.043.249</b>	<b>5.159.794</b>	<b>5.279.704</b>
Tesorería	708.777	732.753	736.549	739.913	742.817	745.229
Clientes por ventas y prestaciones de servicios	385.537	432.589	436.473	440.202	443.761	447.137
Otros deudores	36.511	88.283	90.932	93.660	96.470	99.364
Existencia	946.913	1.101.778	1.099.913	1.096.945	1.092.809	1.087.438
Otros activos financieros corrientes	1.200	1.440	1.728	2.074	2.488	2.986
Otros activos corrientes	17.189	20.202	20.808	21.432	22.075	22.738
Activo por impuesto corriente	43.533	42.339	42.506	42.645	42.756	42.835
<b>Total activo corriente</b>	<b>2.139.660</b>	<b>2.419.384</b>	<b>2.428.910</b>	<b>2.436.871</b>	<b>2.443.176</b>	<b>2.447.726</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>5.841.036</b>	<b>7.242.942</b>	<b>7.359.794</b>	<b>7.480.120</b>	<b>7.602.970</b>	<b>7.727.430</b>
Capital	119.604	119.604	119.604	119.604	119.604	119.604
Acciones propias	0	0	0	0	0	0
Beneficios retenidos	2.070.939	2.309.953	2.560.070	2.740.148	2.924.074	3.111.204
Otro resultado global	-89.281	-89.281	-89.281	-89.281	-89.281	-89.281
Participaciones no dominantes	5.942	4.700	3.500	2.300	1.100	0
<b>Fondos propios</b>	<b>2.107.204</b>	<b>2.344.976</b>	<b>2.593.893</b>	<b>2.772.771</b>	<b>2.955.497</b>	<b>3.141.527</b>
Subvenciones	7.034	8.722	8.863	9.008	9.156	9.306
Deudas con entidades de crédito y obligaciones u otros valores negociables	2.437.976	3.476.612	3.367.106	3.253.852	3.136.225	3.013.698
Provisiones no corrientes	4.202	5.211	5.295	5.381	5.470	5.559
Otros pasivos financieros	115.235	115.235	115.235	115.235	115.235	115.235
Pasivo por impuesto diferido	454.089	485.875	519.886	556.279	595.218	636.883
<b>Pasivo no corriente</b>	<b>3.018.536</b>	<b>4.091.655</b>	<b>4.016.385</b>	<b>3.939.755</b>	<b>3.861.303</b>	<b>3.780.681</b>
Provisiones	51.459	63.810	64.839	65.899	66.981	68.078
Deudas con entidades de crédito y obligaciones u otros valores negociables	248.706	189.765	192.827	195.979	199.198	202.459
Otros pasivos financieros	9.438	9.438	9.438	9.438	9.438	9.438
Deudas con empresas asociadas	2.683	2.683	2.683	2.683	2.683	2.683
Proveedores	273.621	335.748	313.979	323.191	332.674	342.435
Pasivo por impuesto corriente	2.934	4.346	4.416	4.488	4.562	4.636
Otros acreedores (Hd PCA Y S.S)	42.388	49.818	51.313	52.852	54.438	56.071
Remuneraciones pendientes de pago	75.421	142.057	101.375	104.417	107.549	110.776
Otros pasivos corrientes	8.646	8.646	8.646	8.646	8.646	8.646
<b>Pasivo corriente</b>	<b>715.296</b>	<b>806.311</b>	<b>749.516</b>	<b>767.594</b>	<b>786.170</b>	<b>805.222</b>
<b>TOTAL PASIVO Y FONDOS PROPIOS</b>	<b>5.841.036</b>	<b>7.242.942</b>	<b>7.359.794</b>	<b>7.480.120</b>	<b>7.602.970</b>	<b>7.727.430</b>
Diferencia	0	0	0	0	0	0

Fuente: elaboración propia

2) Cuadre del balance pagando más deuda

Aquí se trata de cuadrar el balance modificando la deuda bancaria, lo que también modifica la cuenta de resultados al variar el importe de los gastos financieros.

A continuación se adjunta la tabla con los cálculos efectuados para el cuadro:

	2.013	2014	2015	2016	2017	2018
VARIABLES CONOCIDAS						
Variables conocidas		3.502.203	3.373.747	3.139.374	2.877.576	2.586.033
Total deuda bancaria		3.596.614	3.466.030	3.226.489	2.958.566	2.659.844
Deuda bancaria a corto plazo		332.938	320.850	298.676	273.874	246.222
Deuda bancaria a largo plazo		3.263.676	3.145.179	2.927.814	2.684.692	2.413.622
Gastos financieros		235.624	264.849	250.969	231.940	210.690
EBT (Rdo explotación + ing.financ - gastos financ)		638.569	638.107	681.582	731.145	783.893
Impuestos (tasa presupuestada * EBT)		191.571	185.051	190.843	197.409	203.812
NI (EBT -Impuestos)		446.998	453.056	490.739	533.736	580.081
Beneficios retenidos	2.070.939	2.379.717	2.653.973	2.963.490	3.300.930	3.667.517

Fuente: elaboración propia

A partir de las variables conocidas del balance, calculamos el importe de la deuda bancaria que cuadraría el balance, teniendo en cuenta que esto afecta a los gastos financieros, los impuestos y el resultado.

La deuda bancaria a corto hemos supuesto que es el 9,26% del total de la deuda bancaria (porcentaje de 2013, y que mantenemos en la previsión).

Así pues, aplicando esta modalidad de cuadro obtenemos las cuentas de pérdidas y ganancias y el balance siguientes:





Fuente: elaboración propia

Para efectuar los cálculos posteriores vamos a utilizar los estados financieros obtenidos mediante la primera modalidad de cuadro (ajuste del pago de dividendos).

### 5.4.7 Proyección del estado de flujos de efectivo

El EFE provisional lo obtenemos a partir del balance y la cuenta de resultados previsionales.

EFE					
	2014	2015	2016	2017	2018
Resultado después de impuestos	447.767	450.698	483.574	518.005	554.185
Amortización	140.223	151.037	159.206	168.283	178.253
Variación subvenciones	1.688	141	145	148	150
Variación existencias	-154.865	1.865	2.968	4.136	5.371
Variación clientes	-47.052	-3.884	-3.728	-3.559	-3.376
Variación Otros deudores	-51.772	-2.649	-2.728	-2.810	-2.894
Variación Otros activos corrientes	-3.013	-606	-624	-643	-662
Variación activo por imp.diferido y corriente	-9.297	-1.170	-1.190	-1.200	-1.201
Variación en proveedores	62.127	-21.769	9.213	9.483	9.761
Variación provisiones	12.351	1.029	1.060	1.082	1.096
Variación pasivo por impuesto diferido y corriente	33.198	34.081	36.464	39.013	41.740
Variación otros acreedores (H.Pca/ S.Social)	7.430	1.495	1.539	1.586	1.633
Variación remuneraciones pendientes de pago	66.636	-40.681	3.041	3.133	3.226
Variación provisiones no corrientes	1.009	84	87	88	90
<b>Efectivo de las actividades de explotación</b>	<b>506.430</b>	<b>569.671</b>	<b>689.027</b>	<b>736.746</b>	<b>787.373</b>
Variación I.Material	-239.830	-143.536	-151.743	-159.923	-168.095
Variación I.Intangible	-25.482	-27.824	-30.196	-32.577	-34.971
Variación Fondo de Comercio	-985.074	-84.426	-86.959	-89.568	-92.255
Variación inversiones a corto	-240	-288	-346	-415	-498
Variación inversiones a largo	-1.073	-1.105	-1.138	-1.172	-1.208
Variación Activos financ no corrientes	-456	-470	-484	-498	-513
<b>Efectivo neto de actividades de inversion</b>	<b>-1.252.155</b>	<b>-257.649</b>	<b>-270.865</b>	<b>-284.154</b>	<b>-297.540</b>
Variación deudas a corto	-58.941	3.062	3.153	3.219	3.261
Variación deudas a largo	1.038.636	-109.506	-113.254	-117.627	-122.527
Variación acciones propias	0	0	0	0	0
Variación intereses minoritarios	-1.242	-1.200	-1.200	-1.200	-1.100
Variación capital	0	0	0	0	0
Variación dividendos	-208.753	-200.581	-303.496	-334.080	-367.055
<b>Efectivo neto de actividades de financiación</b>	<b>769.701</b>	<b>-308.226</b>	<b>-414.797</b>	<b>-449.688</b>	<b>-487.422</b>
<b>Aumento neto de efectivo y otros medios equivalentes</b>	<b>23.976</b>	<b>3.796</b>	<b>3.364</b>	<b>2.903</b>	<b>2.412</b>
<b>EFFECTIVO FINAL DE AÑO</b>	<b>732.753</b>	<b>736.549</b>	<b>739.913</b>	<b>742.817</b>	<b>745.229</b>
<b>EFFECTIVO PRINCIPIO DE AÑO</b>	<b>708.777</b>	<b>732.753</b>	<b>736.549</b>	<b>739.913</b>	<b>742.817</b>
<b>Diferencia</b>	<b>23.976</b>	<b>3.796</b>	<b>3.364</b>	<b>2.903</b>	<b>2.412</b>
CHECK	0	0	0	0	0

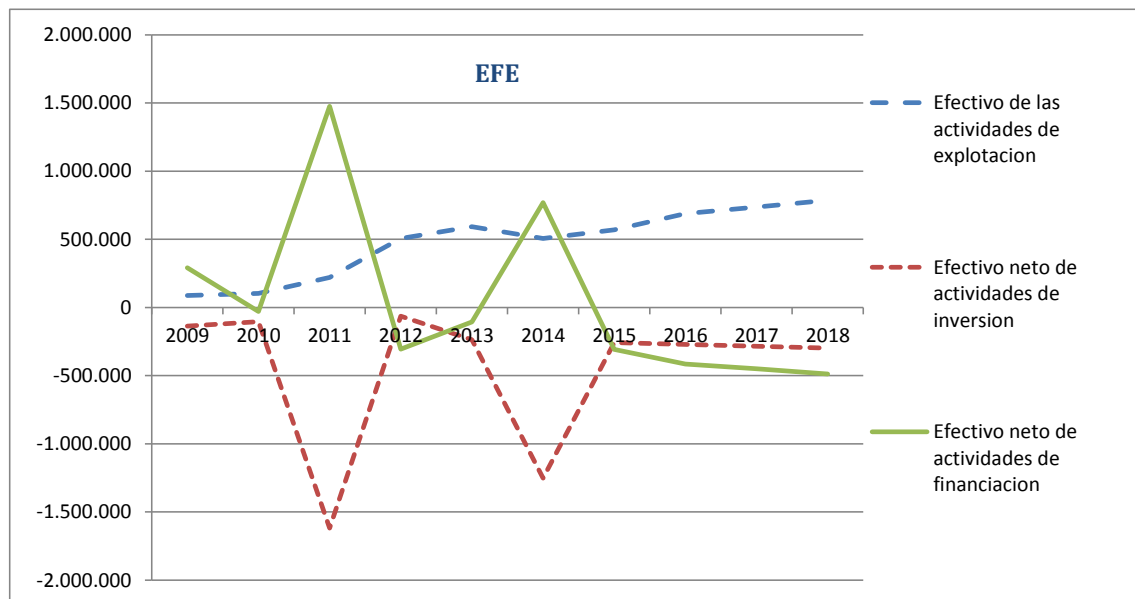
Fuente: elaboración propia

A modo de resumen se adjunta tabla y representación gráfica donde se observa la evolución del aumento neto de efectivo en cada uno de los años transcurridos desde 2009 a 2013 y para los cinco años proyectados, de 2014 a 2018.

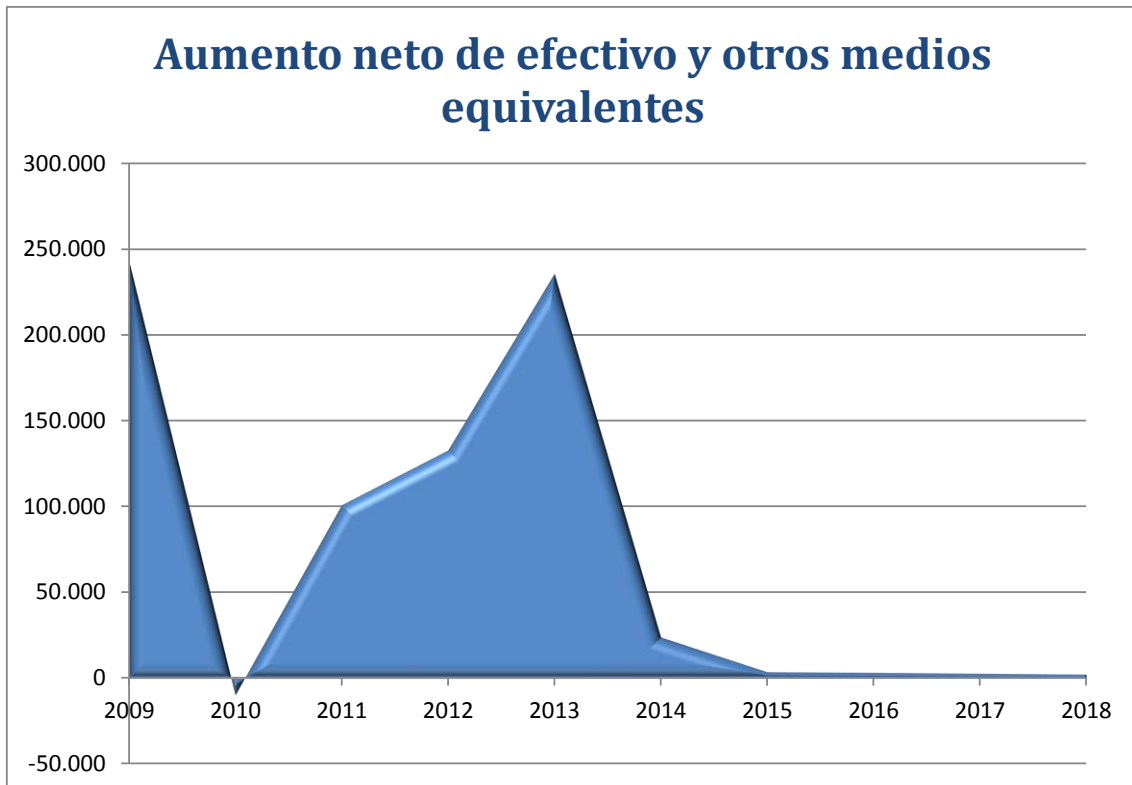
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Efectivo de las actividades de explotación	88.180	104.252	220.228	507.118	592.011	506.430	569.671	689.027	736.746	787.373
Efectivo neto de actividades de inversión	-135.953	-104.056	-1.618.726	-64.435	-236.034	-1.252.155	-257.649	-270.865	-284.154	-297.540
Efectivo neto de actividades de financiación	290.896	-29.275	1.474.972	-305.330	-105.146	769.701	-308.226	-414.797	-449.688	-487.422
Total efectivo	243.123	-29.079	76.474	137.353	250.831	23.976	3.796	3.364	2.903	2.412
Efecto de las variaciones de los tipos de cambio en el efectivo	-119	19.356	24.463	-4.612	-15.381	0	0	0	0	0
<b>Aumento neto de efectivo y otros medios equivalentes</b>	<b>243.004</b>	<b>-9.723</b>	<b>100.937</b>	<b>132.741</b>	<b>235.450</b>	<b>23.976</b>	<b>3.796</b>	<b>3.364</b>	<b>2.903</b>	<b>2.412</b>

Fuente: elaboración propia

Gráficamente se aprecia mejor la evolución del efectivo de las actividades de explotación, inversión y financiación.



Fuente: elaboración propia



Fuente: elaboración propia

## 5.5 Valorar la empresa

### 5.5.1 Métodos de valoración

Múltiples métodos de valoración han sido desarrollados por la teoría financiera, y de hecho los profesionales usan varios de ellos para establecer un “precio objetivo” enmarcado dentro de los múltiples resultados obtenidos. Determinar un valor razonable es una decisión compleja. Buscamos el valor que incluya no solo el valor presente de la empresa, sino también las expectativas de beneficios que se espera que la compañía genere en el futuro.

Observemos que los términos valor y precio no son coincidentes. El precio es una cantidad cierta, es el importe resultante de un proceso de negociación entre dos partes, comprador y vendedor; mientras que el valor es una cantidad incierta obtenida mediante una metodología que se fundamenta en unos datos objetivos y unos supuestos subjetivos.

La valoración de empresas es importante para la toma de decisiones relativas a fusiones, adquisiciones totales o parciales, obtención de financiación ajena, medición de la gestión, salidas a bolsa, etc. En cualquiera de estos casos, la pregunta ineludible es ¿Cuánto vale el negocio?

Actualmente es posible encontrar distintos métodos de valoración de empresas:

1. **Métodos estáticos:** consideran que el valor de una empresa radica en su balance fundamentalmente y estiman el valor de la empresa a través de la estimación de valor de su patrimonio. No tienen en cuenta el futuro.
2. **Métodos comparativos:** se apoyan en coeficientes, indicadores o ratios externos que puedan estar relacionados con el valor de la empresa.
3. **Métodos mixtos:** por un lado estos métodos realizan una valoración estática de los activos de la empresa y por otro añaden cierta dinámica a la valoración porque intentan cuantificar el valor que generará la empresa en el futuro.
4. **Métodos dinámicos basados en el descuento de flujos:** es el método de valoración más utilizado, que aplicaremos a nuestro caso de estudio, y que guarda una relación directa con el modelo CAPM. El principal problema de este método es cómo determinamos los flujos a descontar. Este problema es especialmente relevante cuando el activo a valorar es una empresa, cuya existencia es indeterminada y por tanto el horizonte de valoración tiende a infinito. La solución que suele adoptarse consiste en considerar que la empresa vale lo que es capaz de generar en un horizonte definido más el valor a presente de una renta perpetua. En primer lugar se hacen unas proyecciones de la empresa a futuro considerando diferentes hipótesis bajo las cuales se elaboran los estados financieros previsionales. Realizadas estas previsiones el paso siguiente es determinar la tasa a la que vamos a descontar los flujos de caja. El modelo CAPM, es la metodología que vamos a utilizar para determinar esta tasa y que pasamos a describir a continuación con más detalle.

### 5.5.2 El modelo CAPM

El CAPM (Capital Asset Pricing Model) nos permite estimar la tasa de retorno mínima que exigirá un accionista para invertir en un negocio específico en lugar de invertir en una alternativa libre de riesgo.

El modelo se define del siguiente modo:

$$E[R_E] = E[R_f] + \beta (E[R_M] - E[R_f])$$

$E[R_f]$  es la tasa de rendimiento del activo libre de riesgo.

$E[R_M]$  es la tasa de rendimiento de la cartera de mercado diversificada.

$(E[R_M] - E[R_f])$  es la prima de riesgo

$E[R_E]$  es la rentabilidad esperada de un activo

$\beta$  mide la sensibilidad de la rentabilidad del activo con respecto a las variaciones en la rentabilidad de la cartera de mercado

El modelo CAPM establece que la rentabilidad esperada de un activo, representada por  $E[R_E]$ , es una función lineal de su coeficiente beta, así como del rendimiento esperado del mercado y del rendimiento esperado de un activo teóricamente libre de riesgo.

Así el modelo CAPM lo que nos viene a decir es que la rentabilidad esperada de un activo depende de tres variables: la rentabilidad del activo libre de riesgo, la rentabilidad de la cartera de mercado y la rentabilidad del propio activo.

Una de las premisas básicas del CAPM es que nos encontramos en un mercado en que los inversores pueden diversificar su cartera, lo que permite eliminar totalmente el denominado riesgo no sistemático, propio o específico de los títulos de la cartera. Y por tanto, como ese riesgo propio desaparece con la diversificación, el riesgo a considerar por los inversores en la selección de activos financieros es el riesgo sistemático o de mercado.

Cuanto más riesgo tenga un título por la imposibilidad de ser eliminado con la diversificación, es decir, cuanto mayor sea su riesgo sistemático o de mercado, mayor rentabilidad exigirán los inversores a dicho título a la hora de incorporarlo a la cartera (binomio rentabilidad-riesgo).

El coeficiente beta (variable específica del activo), representado por el símbolo  $\beta$ , es un parámetro que nos indica la sensibilidad de la rentabilidad de un activo con respecto a las variaciones en la rentabilidad del mercado en que dicho activo se negocie, y puede tomar diferentes valores:

$\beta > 0$  : se mueve en el mismo sentido que el mercado.

$\beta < 0$  : se mueve en sentido opuesto al mercado.

$\beta > 1$  : amplifica los movimientos del mercado.

$\beta < 1$  : amortigua los movimientos del mercado.

Puesto que la beta refleja la sensibilidad específica al riesgo no diversificable, el mercado, visto como un todo, tiene una beta de 1. Normalmente para calcular el rendimiento del mercado se utilizan los índices tales como el IBEX 35.

La beta de un título o de una acción, es una medida de volatilidad y matemáticamente se calcula como la covarianza entre las rentabilidades de la acción y la de un índice representativo del mercado, por ejemplo el Ibex-35, dividida por la varianza de la rentabilidad del mercado. Otra forma de calcular la beta es efectuando una regresión entre la rentabilidad histórica de una acción y la rentabilidad del mercado, siendo beta la pendiente de la regresión.

La diferencia entra la volatilidad y la beta es el riesgo no sistemático, que se elimina a través de una cartera diversificada, así pues beta mide solo el riesgo sistemático, es decir el riesgo derivado del conjunto de la economía y que afecta a todos los títulos del mercado, y la volatilidad mide el riesgo total, es decir el tanto el riesgo sistemático como el no sistemático.

A la diferencia entre la rentabilidad de mercado y la rentabilidad la del activo libre de riesgo, se le denomina prima de riesgo y es la rentabilidad incremental que un inversor exige a las acciones por encima de la renta fija sin riesgo.

Una vez hayamos determinado el rendimiento esperado del activo a través del CAPM, lo utilizaremos como tasa de descuento de los flujos de caja futuros, para calcular el valor actual neto del activo.

Para efectuar la valoración de Grifols vamos a utilizar 3 metodologías de valoración, todas ellas basadas en el descuento de flujos futuros, a una tasa de descuento que calculamos a través del modelo CAPM.

Destacar que según las consideraciones que se hagan en el cálculo de la beta y la prima de riesgo del mercado, es posible encontrarse con resultados muy dispares en la aplicación del modelo CAPM en el ámbito de la valoración de empresas, aspecto que observaremos empíricamente para el caso de estudio.

### 5.5.3 Cálculo de la tasa de descuento

#### 5.5.3.1 Estimación de la beta

Como paso previo aclarar que no existe una normalización en cuanto a los datos a utilizar para la obtención de la beta, lo que en función de los datos utilizados nos conduce a diferentes valores de beta. Así por ejemplo si hacemos una consulta a través de internet en diferentes páginas, podemos encontrar para un mismo título betas diferentes.

Por ejemplo según infobolsa.com la beta de Grifols es del 0,96 y según ahorro.com es de 0,76 (consulta realizada 1 de septiembre de 2014).

Vamos a estimar nuestra propia beta y la compararemos con estos valores facilitados por internet.

Para estimar la beta tenemos que decidir previamente que datos vamos a utilizar:



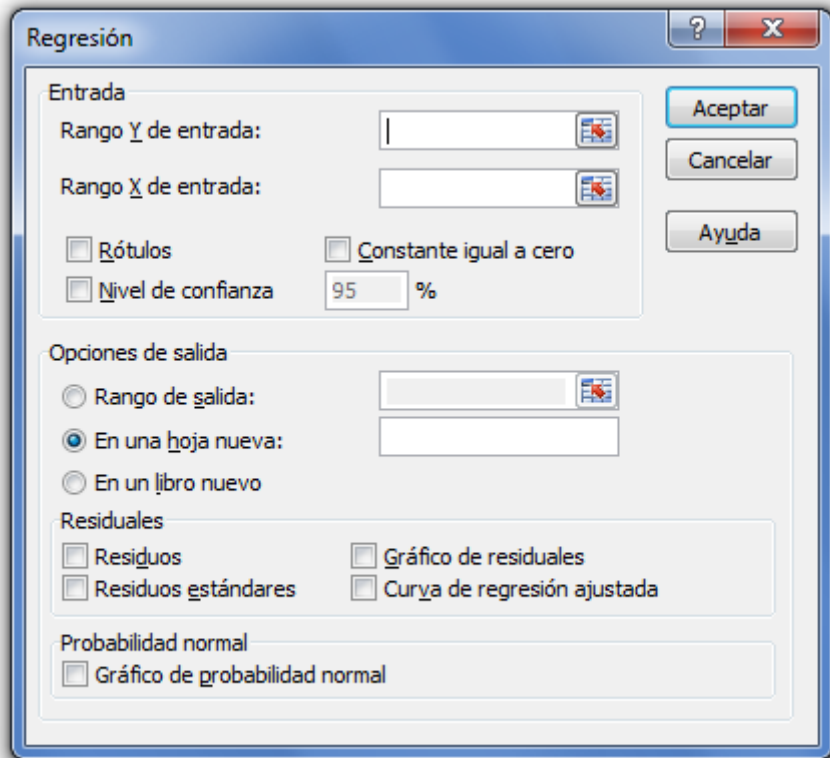
1. Índice: Para el caso de estudio tomaremos como referencia el IBEX 35, en el que cotiza Grifols.
2. Periodo: Para empresas que están reestructurando deuda, realizando inversiones, comprando empresas,...etc., deberíamos coger períodos cortos, ya que con el cálculo de beta lo que queremos es predecir el futuro. Para el caso de estudio vamos a tomar dos periodos de referencia y vamos a calcular la beta para cada uno de ellos: a) periodo comprendido entre el 1 de julio de 2013 a 30 de junio de 2014, y b) periodo comprendido entre el 2 de septiembre de 2013 y el 1 de septiembre de 2014.
3. Intervalo: Cogemos rendimientos semanales. Utilizar rendimientos diarios incrementa el número de observaciones en la regresión pero introduce un coste: los activos no están negociándose continuamente y cuando baja la negociación de un activo la beta estimada se ve afectada.

Cada una de nuestras muestras estará compuesta por tanto por 52 observaciones del IBEX 35 y 52 observaciones de la acción Grifols Clase A.

Con las cotizaciones de cierre de la acción Grifols y del IBEX 35 facilitadas por la Bolsa de Madrid para el periodo analizado calculamos para cada una de las muestras los rendimientos semanales mediante la función logaritmo neperiano.







Fuente: hoja excel

Donde el rango de entrada Y es la matriz formada por los rendimientos semanales de Grifols y el rango de entrada de X es la matriz formada por los rendimientos semanales del IBEX 35 del periodo analizado.

Así pues los resultados pueden verse a continuación.





Así pues a modo de resumen:

<b>Diferentes betas</b>	
Según infobolsa.com	0,960
Según ahorro.com	0,760
Calculos propios	0,688
Calculos propios	0,987
<b>MEDIA</b>	<b>0,849</b>

Fuente: elaboración propia.

Vistas las diferentes obtenidas, vamos a optar por utilizar en nuestras proyecciones una beta media de 0,849.

### *5.5.3.2 Estimación de la tasa de rentabilidad del activo sin riesgo*

Como tasa de rentabilidad del activo sin riesgo vamos a tomar como referencia para nuestro caso de estudio la rentabilidad de las obligaciones del estado a 10 años. Véase a continuación cuadro con las rentabilidades alcanzadas por dichos títulos desde 2011.

<b>RENTABILIDAD OBLIGACIONES A 10 AÑOS</b>		
DATOS ANUALES	2011	5,50
	2012	5,34
	2013	4,14
DATOS MENSUALES	abr-14	3,10
	may-14	2,93
	jun-14	2,71
	jul-14	2,65
	ago-14	2,26
DATOS DIARIOS	22/08/2014	2,30
	25/08/2014	1,84
	26/08/2014	2,04
	27/08/2014	1,89
	28/08/2014	1,91
	29/08/2014	2,14
	01/09/2014	2,19

Fuente: Banco de España. Indicadores financieros, 2 sept 2014

El tipo de interés de las obligaciones a 10 años ha pasado de un 5,5% en 2011, a tipos del 3,11% en abril de 2014 y del 2,26% en agosto de 2014, habiendo alcanzado tipos de interés diarios incluso inferiores al 2% en este último mes.

Las políticas llevadas a cabo los últimos años por la UE, con continuas rebajas en los tipos de interés (y con expectativas por parte del mercado de que sigan bajando aún más), han estado encaminadas a sentar las bases de la recuperación, si bien tanto los niveles de deuda como los de desempleo siguen siendo demasiado elevados, lo que puede poner en peligro el retorno a un crecimiento.

Según el FMI la inflación en la zona euro es "preocupantemente baja", ahogando la demanda y el crecimiento, por lo que sostiene que el BCE debería considerar la compra de bonos soberanos a gran escala. Este tipo de actuación, denominado Quantitative Easing (QE), ha sido el principal factor de expansión aplicado por la Reserva Federal.

El Quantitative Easing o relajación monetaria, es un programa financiero llevado a cabo por los bancos centrales orientado a la recompra de deuda con el fin de aumentar la confianza, mejorar la situación de las empresas y las familias, y estimular el crédito bancario, gracias a la inyección masiva de liquidez, incidiendo directamente en los tipos de interés de la deuda y por lo tanto también en la pendiente de la curva de rendimientos. Así pues, la implantación del QE, conduciría a una reducción de los tipos de interés de este tipo de instrumentos de renta fija.

Ante un escenario como éste, todo parece indicar que los tipos de interés seguirán una tendencia bajista.

Tras este análisis de la evolución de los tipos de interés y la posibilidad de implantación de un programa QE, consideramos razonable considerar que la rentabilidad del activo libre de riesgo se sitúe en el 2%.



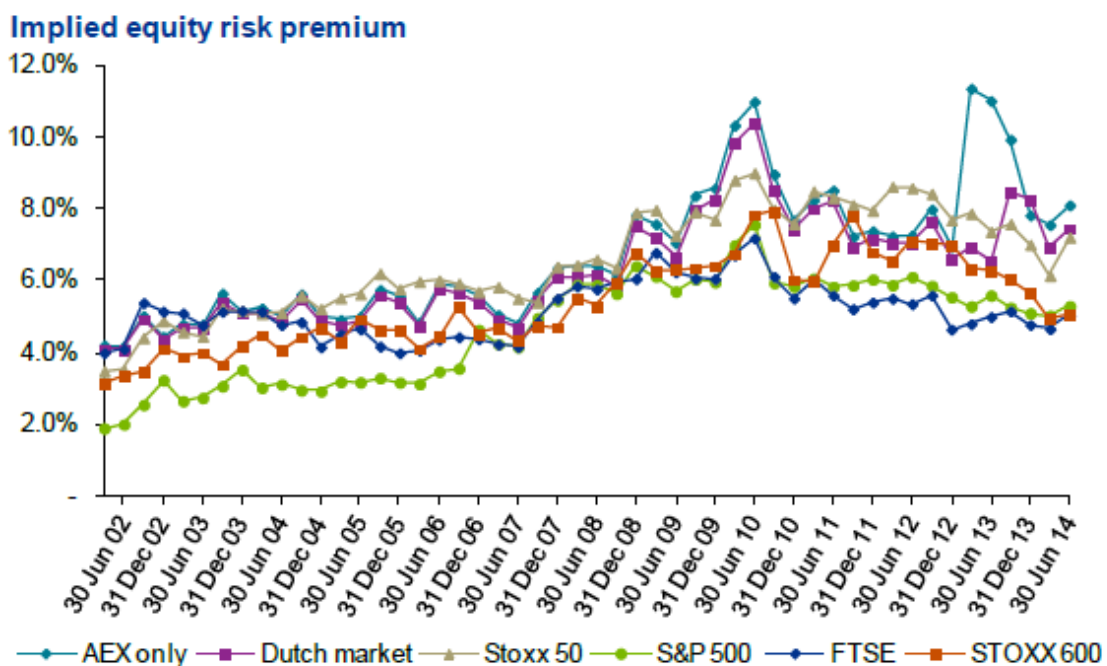
5.5.3.3 *Estimación de la prima de riesgo*

Para un inversor la prima de riesgo es un parámetro que da respuesta a la siguiente pregunta ¿Qué rentabilidad adicional debe proporcionarme una cartera diversificada de acciones por encima de la rentabilidad de la renta fija para que invierta en ésta?

Se trata de un parámetro para el que no existe una normalización en su cálculo y que será diferente para cada inversor en la medida en que cada inversor tiene una percepción distinta del riesgo.

Veamos cómo ha evolucionado en los últimos años y qué prima de riesgo deberíamos tomar en nuestro análisis.

- Según un informe elaborado por KPMG en junio de 2014 la evolución de la prima riesgo durante los últimos 12 años la podemos ver reflejada en el siguiente gráfico.



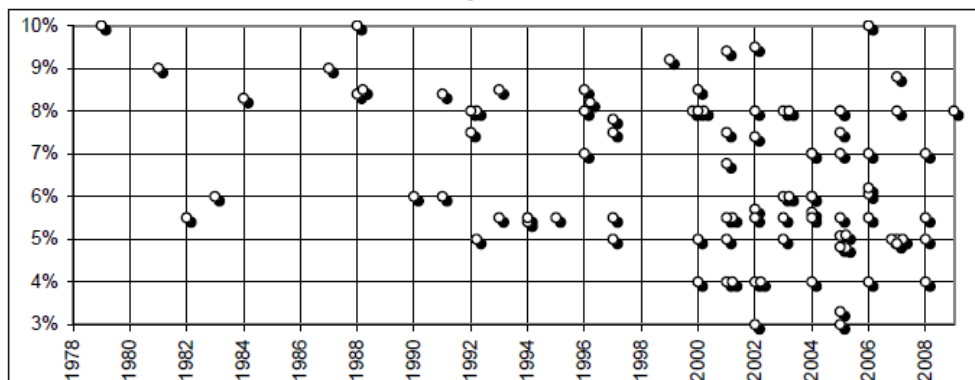
Fuente: KPMG, Equity Market Risk Premium – Research Summary, Julio 2014, pág. 6.

Con fecha anterior al 2008, la prima de riesgo se mantenía en niveles del

5%, mientras que a partir de esa fecha empieza una escalada alcista cuya tendencia parece invertirse hacia finales de 2013, situándose de nuevo en valores similares a los del 2008, en torno al 5% - 6%.

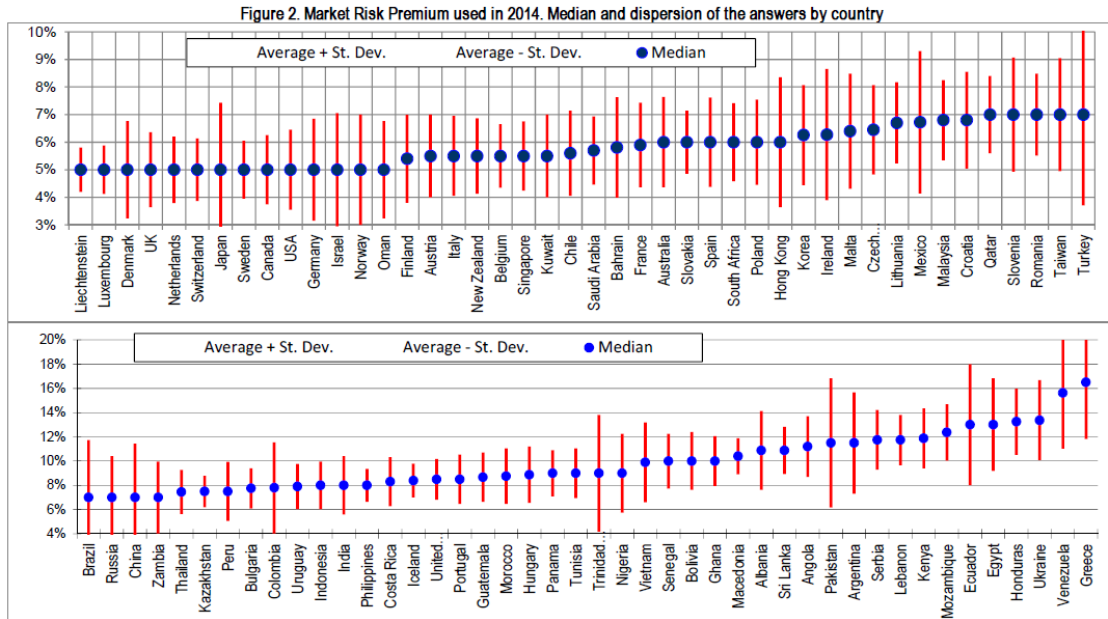
- Según Fernández, P. (2008) “en junio de 2008 los profesores de finanzas utilizaban en España primas de riesgo comprendidas entre 3,5% y 10%, siendo el promedio el 5,5%”.

Figura 1. Evolución de la Prima de Riesgo del Mercado Exigida (PRMX) utilizada o recomendada en 100 libros de finanzas y de valoración



Fuente: “La Prima de Riesgo del Mercado según 100 Libros”, Fernández P., pág. 4

- Según Fernández P., Linares P. y Fernández I., en su artículo Market Risk Premium used in 88 countries in 2014: a survey with 8,228 answers, la prima de riesgo en España es del 6% (en promedio) tal y como gráficamente se representa en el gráfico inferior.



Fuente: Market Risk Premium used in 88 countries in 2014: a survey with 8,228 answers, Fernández P., Linares P., Fernandez I., pág.6.

Así pues teniendo en cuenta toda esta información y bajo el supuesto que la situación económica va a mejorar, para nuestro caso de estudio vamos a tomar como referencia una prima de riesgo del 5,5%.

Con esta información y aplicando el CAPM obtenemos la tasa de descuento que vamos a utilizar en los tres modelos de valoración (6,668%).

$$Tasa\ de\ descuento = 2\% + 0,849 * 5,5\% = 6,668\%$$

Llegado a este punto, ya tenemos toda la información necesaria para poder aplicar los tres modelos de valoración: la valoración por dividendos, por ingreso residual y por comparables.

### 5.5.4 Modelo de valoración por dividendos

Este modelo, asume que el coste de los recursos propios ( $R_e$ ) es constante durante todo el periodo analizado y se representa mediante la siguiente fórmula:

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} (D_t / (1+R_e)^t)$$

Donde  $D_t$  representa los dividendos esperados en el periodo  $t$ .

Es decir el valor de una empresa  $V_0$  es igual a la suma del dividendo infinito descontado al coste de los recursos propios (tasa de descuento calculada mediante el modelo CAPM).

Como no podemos realizar una proyección infinita de los dividendos de una empresa suponemos que la empresa se encuentra en un proceso de crecimiento estable y que el valor de sus acciones en el momento  $t$  ( $V_t$ ) puede expresarse en función de los dividendos esperados en el periodo siguiente, el coste de los recursos propios y la tasa de crecimiento constante y perpetua de los dividendos ( $g$ ).

$$V_t = D_{t+1} / (R_e - g)$$

Así pues, descomponemos la valoración en dos partes, por una parte la valoración de los 5 años proyectados y por otra la valoración de la renta perpetua.

Como coste de los recursos propios tomamos la tasa de descuento calculada a través del modelo CAPM, y para la tasa de crecimiento constante y perpetua de los dividendos vamos a asumir, como es habitual entre los analistas, que es acorde a la tasa de crecimiento a largo plazo de la economía, y que está entorno al 3%.

Se adjunta a continuación tabla con aplicación de este modelo al caso de estudio Grifols.

VALORACION POR DIVIDENDOS (datos en miles)	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Ordinary dividends	138.220	179.107	180.279	193.429	207.202	
Disposals of retained earnings	70.532	21.474	123.216	140.650	159.853	
<b>Total</b>	208.753	200.581	303.496	334.080	367.055	493.552
NPV Factors	0,9375	0,8789	0,8239	0,7724	0,7242	
NPV dividends	195.703	176.288	250.063	258.056	264.845	
Sum of NPV dividends	1.144.955					
NPV Continuing dividend	9.743.884					
<b>Total</b>	10.888.839					
Adjustment 01/09	11.374.211					
Number of outstanding shares A	213.065					
Number of outstanding shares B	130.713					
<b>Total</b>	343.777					

Fuente: elaboración propia

Según los datos obtenidos con la aplicación del modelo de valoración por

dividendos el valor actual de la compañía a 1 de septiembre de 2014 es de 11.374 millones de euros.

#### 5.5.4 Modelo del valor actual aplicando el modelo del ingreso residual

El principio básico de este modelo es que el valor de una empresa es el valor de su patrimonio ajustado por la capacidad del negocio de producir beneficios futuros por encima de su coste de capital.

Así pues el valor del patrimonio de una empresa es mayor que su valor histórico cuando es capaz de producir ingresos superiores al coste de capital o dicho de otra forma, el valor del patrimonio puede ser expresado como el valor en libros del balance ajustado por el valor actual de sus proyecciones de ingreso residual.

Como consecuencia los inversionistas pagarán más del valor en libros si la utilidad está por encima de ese valor, la desviación entre el valor en libros y su valor intrínseco depende por tanto de la capacidad de la empresa de generar utilidad.

De forma que el modelo puede expresarse mediante la siguiente fórmula:

$$V_0 = BV_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(NI_t - (R_e * BV_{t-1}))}{(1+R_e)^t}$$

Donde  $V_0$  es el valor actual de la empresa,  $BV$  es el valor en libros,  $R_e$  es el coste de los recursos propios que utilizamos como tasa de descuento y  $NI$  es el resultado después de impuestos (Net Income),

Al igual que en el modelo de valoración por dividendos, no podemos realizar una proyección infinita, por lo que descomponemos la valoración también en dos partes, el valor de la empresa con los 5 años proyectados más la valoración de la renta perpetua, utilizando la misma tasa crecimiento del 3%.

## VALORACIÓN DE EMPRESAS. CASO GRIFOLS.

VALORACION POR INGRESO RESIDUAL (datos en miles)	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Common Shareholder's equity at beginning of year	2.107.204	2.344.976	2.593.893	2.772.771	2.955.497	3.141.527
Required income	140.509	156.363	172.961	184.889	197.073	209.477
Net Income	445.167	448.698	482.174	517.305	554.185	587.798
Residual income	304.658	292.335	309.213	332.417	357.113	378.321
NPV factors	0,9375	0,8789	0,8239	0,7724	0,7242	
NPV of residual income	285.614	256.929	254.774	256.771	258.603	
Sum of NPV of residual income	1.312.690					
Continuing value	10.314.071					
NPV of continuing value	7.468.944					
TOTAL	10.888.839					
Adjustment 01/09	11.374.211					

Number of outstanding shares A	213.065
Number of outstanding shares B	130.713
Total	343.777

Fuente: elaboración propia

La valoración obtenida de la compañía es coincidente con la del método anterior.

### 5.5.5 Modelo de valoración por comparables (múltiplos): Value to book ratio

Para llegar a una valoración nos hemos centrado exclusivamente en métodos de descuento de flujos. Sin embargo la mayoría de las valoraciones son de carácter relativo. La valoración relativa es un método de análisis cuya finalidad no es tanto el cálculo de un valor absoluto de la compañía, sino determinar si una empresa es cara o barata en relación al precio de mercado. El objetivo es ver cuál es la relación entre la cotización (precio de mercado) y el valor en libros.

Algunos de los indicadores más utilizados como una medida acerca de cómo los participantes en el mercado valoran las acciones son el PER (Price Earning Ratio) y el Market to book y Value to Book ratios (MB y VB ratios):

- El PER es el ratio más utilizado en la valoración relativa de las acciones e indica la relación que existe entre el valor de mercado de una acción (en el caso de compañías cotizadas, la capitalización bursátil) y el beneficio neto por acción. Mide el número de veces que el beneficio neto está contenido en el precio de la acción. Puede definirse como un plazo de recuperación al representar el tiempo medio que tardaría un inversor en recuperar su inversión si se repartiesen todos los beneficios como dividendos.
- El MB ratio (Market to book ratio) mide la relación entre el valor en libros y el valor de mercado.
- El VB ratio (Value to book ratio) es el valor intrínseco estimado de los fondos propios, que tiene en cuenta el valor en libros, rentabilidad

esperada, tasa de crecimiento y el valor temporal del dinero y se calcula del siguiente modo:

$$(V_o / BV_o) = 1 + \sum_{t=1}^{\infty} ( (ROCE_t - R_e) * (BV_{t-1} / BV_o) ) / (1 + R_e)^t$$

Donde  $V_o$  es el valor actual de la empresa,  $BV$  es el valor en libros,  $R_e$  es el coste de los recursos propios que utilizamos como tasa de descuento y ROCE (Return on Common Equity) lo calculamos dividiendo el resultado después de impuestos por los fondos propios.

Calcularemos el VB y MB ratios para nuestro caso de estudio.

Como no podemos realizar una proyección infinita, procedemos al igual que en los dos modelos anteriores descomponiendo la valoración en dos partes: el valor de la empresa con los 5 años proyectados más la valoración de la renta perpetua, utilizando una tasa de crecimiento del 3%.

VALORACION POR COMPARABLES(Datos en miles)	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Net Income	445.167	448.698	482.174	517.305	554.185	587.798
BVt-1 (valor fondos propios t-1)	2.107.204	2.344.976	2.593.893	2.772.771	2.955.497	3.141.527
ROCE = Net Income / BVt-1	21,13%	19,13%	18,59%	18,66%	18,75%	18,71%
$R_e$ (Coste de capital)	6,67%	6,67%	6,67%	6,67%	6,67%	6,67%
$(ROCE - R_e)$	14,46%	12,47%	11,92%	11,99%	12,08%	12,04%
Cumulative growth BV	1,000	1,113	1,231	1,316	1,403	1,491
C. Growth* $(ROCE - R_e)$	0,145	0,139	0,147	0,158	0,169	0,180
NPV factors	0,9375	0,8789	0,8239	0,7724	0,7242	
C. Growth* $(ROCE - R_e)$ *NPV factors	0,136	0,122	0,121	0,122	0,123	
Sum NPV						0,623
Continuing value						3,54
Add one						1
VB ratio						5,17
VB ratio a 01/09/2014						5,40
MB ratio a 31/12/2013						5,12
MB ratio 01/09/2014						5,35
Diferencia entre VB y MB ratios a 31/12/2013						0,91%
Diferencia entre VB y MB ratios a 01/09/2014						0,92%

Number of outstanding shares A	213.065
Number of outstanding shares B	130.713
Total	343.777

Total valor de la empresa a 31/12/2013	10.888.839
Total valor de la empresa a 01/09/2014	11.374.211

Valor de mercado a 31/12/2013	10.790.696
Valor de mercado a 01/09/2014	11.524.368

Fuente: elaboración propia

Estos datos sugieren que los fondos propios de Grifols deberían estar valorados en 5,17 veces el valor en libros a 31/12/2013 (5,40 a 1/09/2014).

A finales del 2013 el valor de mercado de Grifols era 10.791 millones de euros y el valor en libros 2.107 millones de euros. Por tanto Grifols estaba negociando a un ratio de 5,12 (5,35 a 1/09/2014). El VB ratio a 31/12/2013 es un 0,91% mayor que el MB ratio de esa misma fecha, lo que implica que Grifols estaba infravalorada en un 0,91%.

Si multiplicamos el BV ratio de 1 de septiembre de 2014 (5,40) por el valor de los fondos propios a 31/12/2013 (2.107 millones de euros) obtenemos el valor estimado de la compañía a 01/09/2014 (11.374 millones de euros), coincidente con los dos modelos de valoración anteriores.

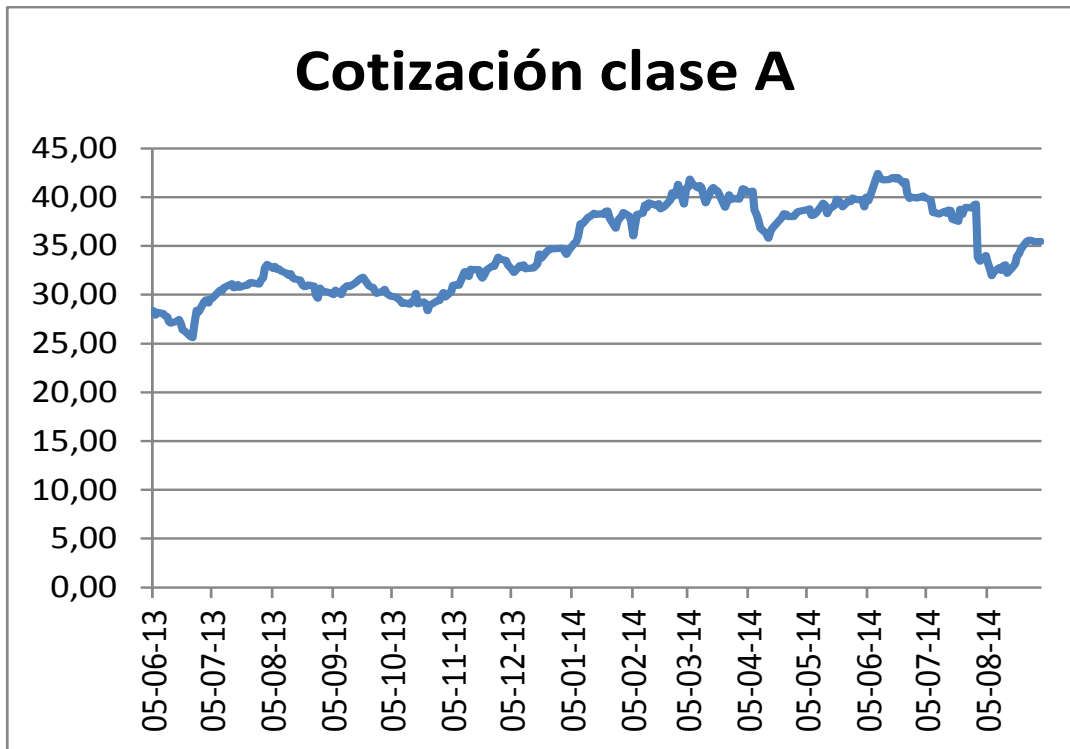
Una vez obtenidas las valoraciones globales de la compañía, y teniendo en cuenta que el capital de Grifols está constituido por dos tipos de acciones vamos a calcular cuál sería la valoración intrínseca para cada una de las acciones: acciones de la clase A con derecho a voto, y acciones de la clase B sin derecho a voto.

#### **5.5.6 Valoración de las acciones de la clase A**

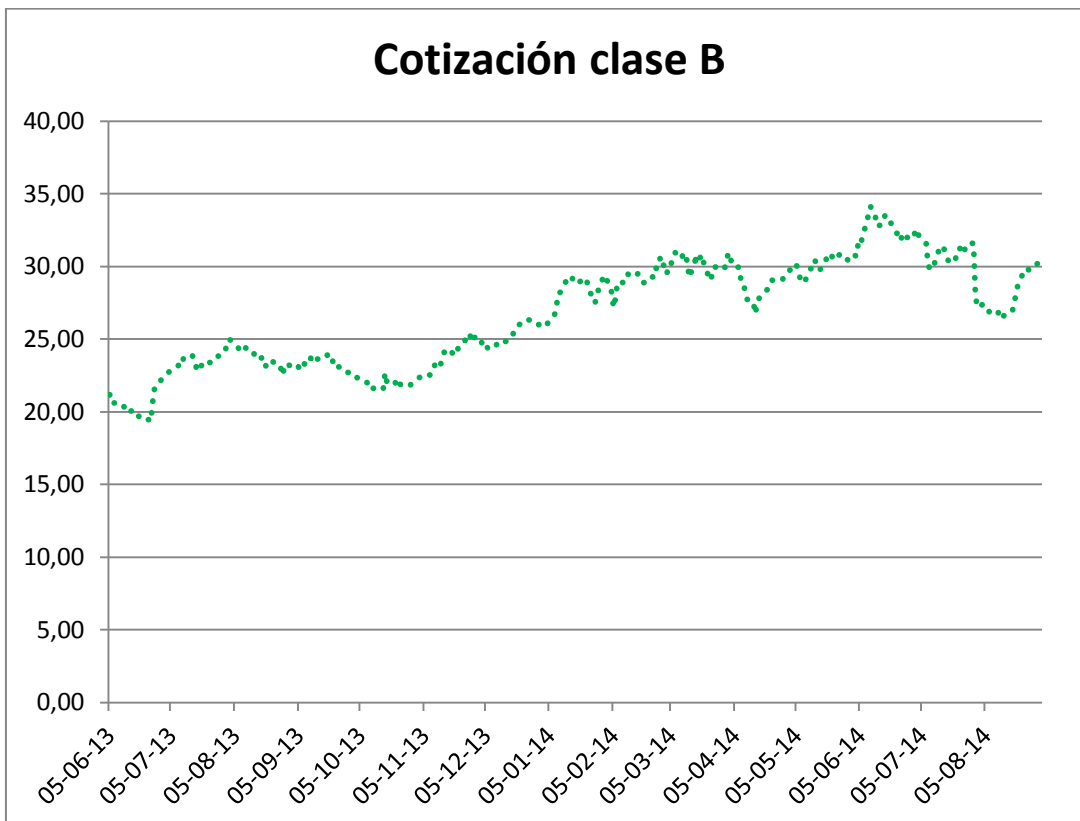
Para poder establecer un valor realista de cada clase de acciones, en primer lugar vamos a determinar cuál es la relación existente entre las acciones de la clase A y la clase B, o lo que sería lo mismo, determinar que vale el derecho de voto. Vamos a analizar cómo han variado las cotizaciones del mercado de dichas acciones y qué relación existe entre ellas.

En el anexo se adjunta la información utilizada para efectuar los gráficos y cálculos que se muestran a continuación.

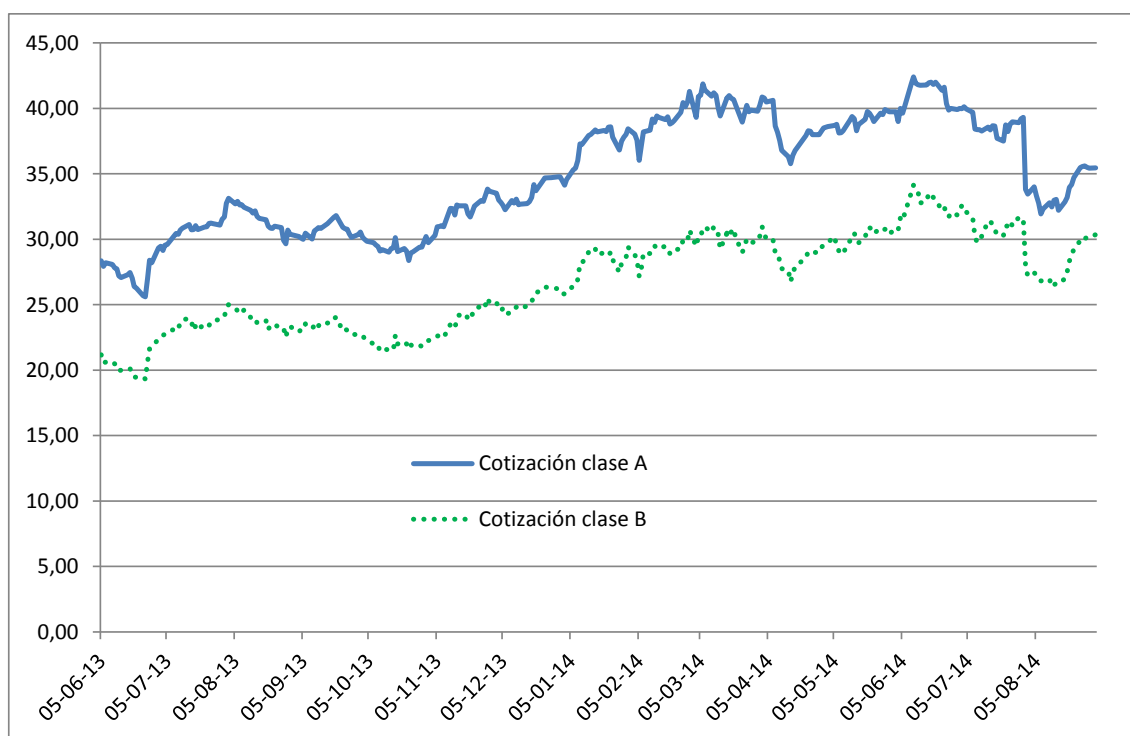




Fuente: elaboración propia



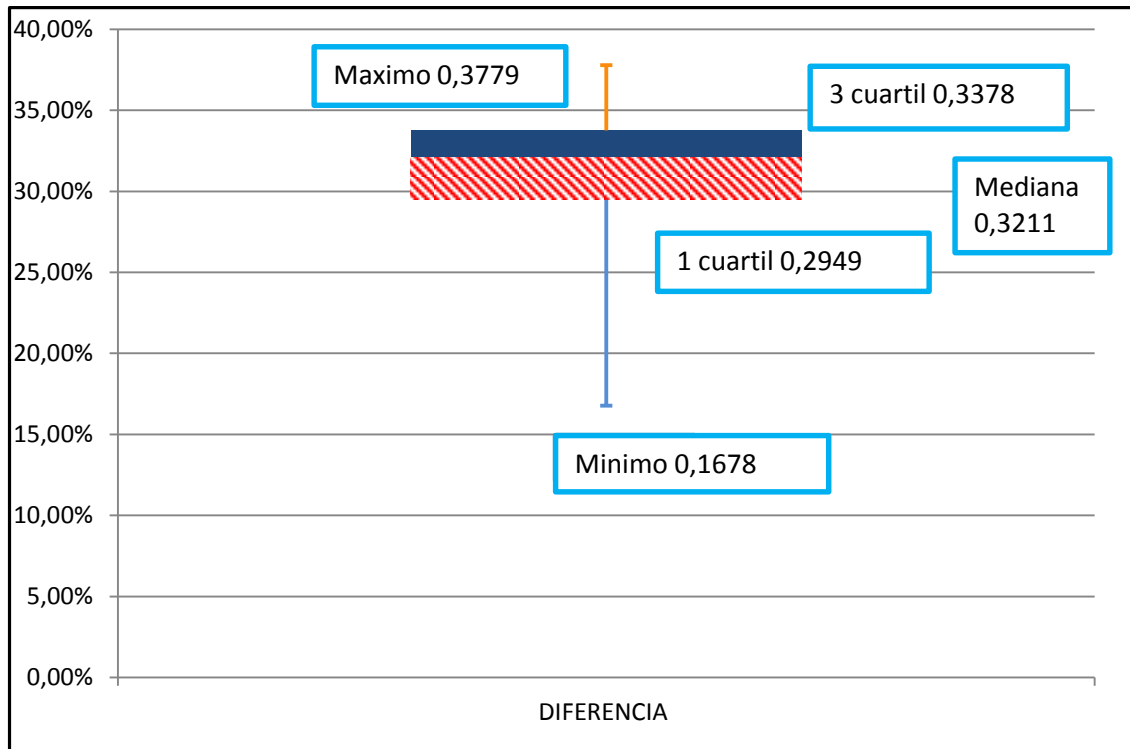
Fuente: elaboración propia



Fuente: elaboración propia

En junio de 2013 la diferencia entre las cotizaciones de las acciones de la clase A y la clase B representaba entre un 30-35% sobre las acciones de la clase B. Dicha diferencia alcanzó el máximo del 37,79% el 11 de noviembre de 2013, día en que se anunció la compra de la Diagnostic Unit de Novartis. Desde esa fecha en adelante este diferencial se ha ido estrechando hasta alcanzar porcentajes del 16,78% a 1 de septiembre de 2014.

Estas diferencias porcentuales las podemos representar en un gráfico box-plot que nos suministra información sobre los valores máximo, mínimo, el primer cuartil, la mediana (o segundo cuartil) y el tercer cuartil, y que nos permite examinar visualmente la distribución de los datos de la muestra tomada. La zona coloreada nos indica el rango en el que se concentra el 50% de los datos de la muestra es decir, el 50% de los datos se encuentran entre el 29,49% y el 33,78%, siendo el valor medio 32,11%.

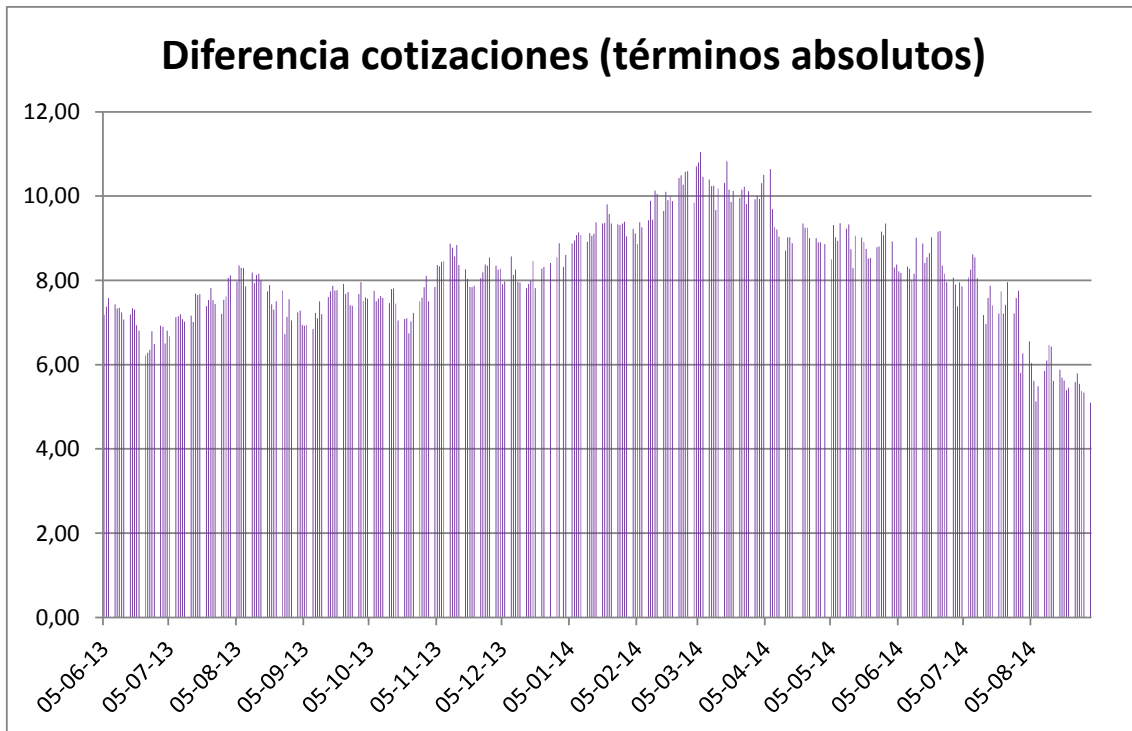


Fuente: Elaboración propia

DIFERENCIAS EN LA COTIZACIONES	
Minimo	16,78%
1 cuartil	29,49%
Mediana	32,11%
3 cuartil	33,76%
Maximo	37,79%

Fuente: elaboración propia

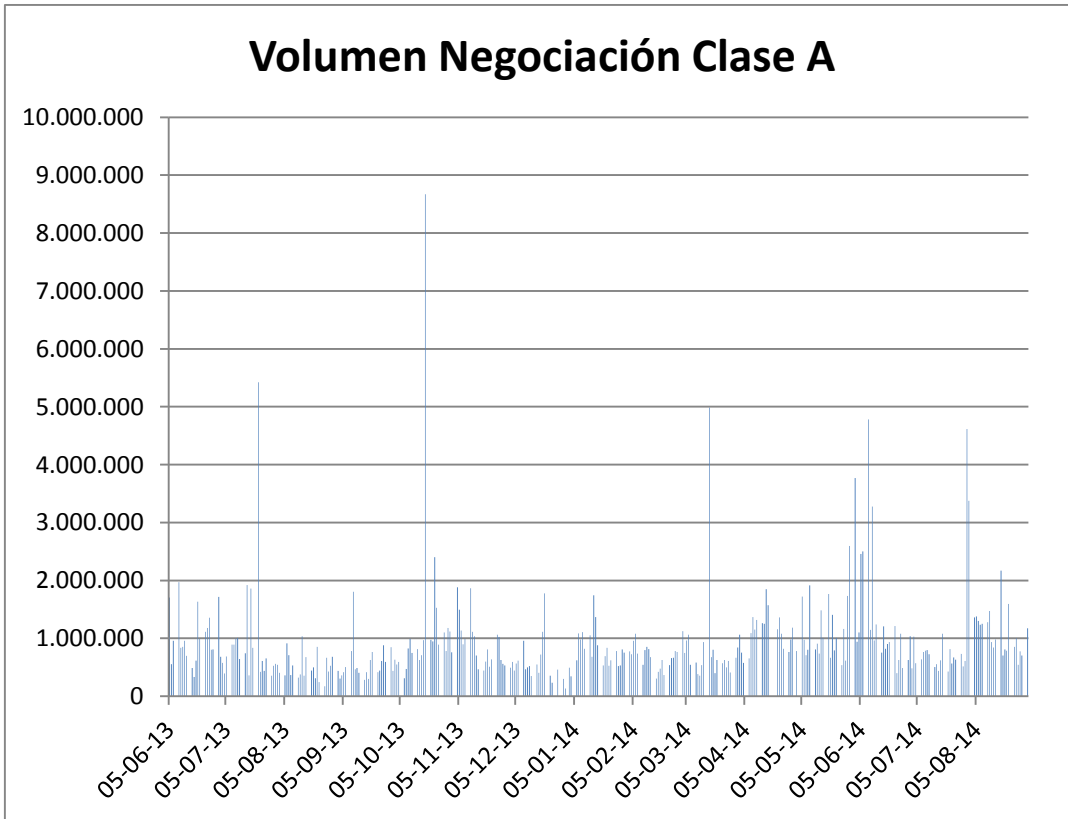
Si vemos las diferencias de las acciones en términos absolutos, el diferencial máximo entre los dos tipos de acciones ha sido del 11,05 el 6 de marzo de 2014 y el mínimo de 5,10 el 1 de septiembre de 2014.



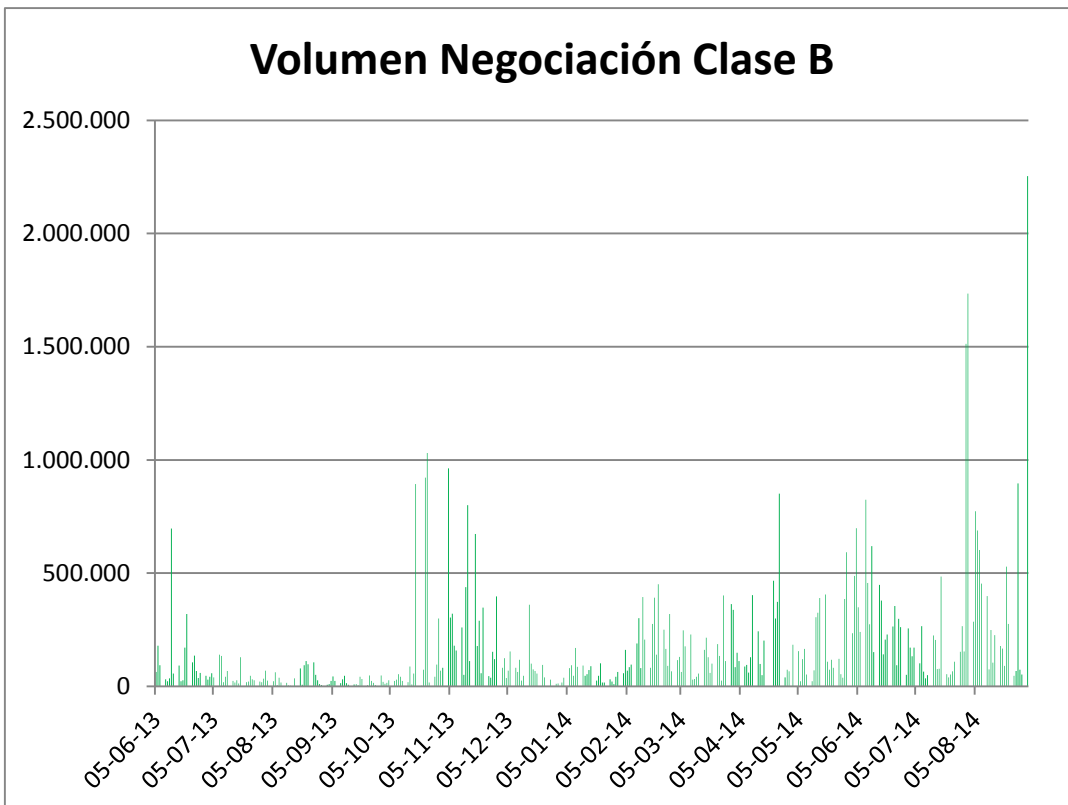
Fuente: Elaboración propia

¿A qué se debe pues que se haya estrechado tanto el diferencial en los últimos meses? La contestación a esta pregunta puede venir dada por los siguientes motivos:

- El mercado considera que Grifols está bien gestionada. Según Damodaram (2005) el valor del derecho al voto radica en la posibilidad de gestionar mejor la empresa (*"The value of control in a firm should lie in being able to run that firm differently and better"*). Por tanto el valor del derecho al voto será mayor en aquellas empresas mal gestionadas.
- El aumento en la liquidez de las acciones de la clase B facilita la compra y la venta. A mayor liquidez de esta clase de acciones como su precio es menor y tienen los mismos derechos económicos que las acciones de la clase A, su rentabilidad es mayor, y se vuelven más atractivas para los inversores.



Fuente: Elaboración propia



Fuente: Elaboración propia

En el gráfico superior se puede observar el incremento de la negociación de las acciones de la clase B, llegando a alcanzar una negociación de más de 2 millones de títulos a 1 de septiembre de 2014 frente a 7.494 títulos negociados el 2 de septiembre de 2013.

Vamos a suponer que el mercado sigue considerando que Grifols está bien gestionada, que la liquidez alcanzada en los últimos meses por las acciones de la clase B se mantiene, y que en base a estas hipótesis la diferencia entre las cotizaciones de las acciones de la clase A y la clase B continua siendo del 16,78% sobre las acciones de la clase B. Es decir:

$$\text{Valor acción clase A} = \text{Valor acción clase B} + (16,78\% * \text{Valor acción clase B})$$

Y teniendo en cuenta que:

$$\text{Valor empresa} = (\text{N}^{\circ} \text{ acciones clase A} * \text{Valor acción A}) + (\text{N}^{\circ} \text{ acciones clase B} * \text{Valor acción B})$$

A partir de la valoración de Grifols obtenida por los tres métodos, calculamos el valor de las acciones de la clase A: a 1 de septiembre de 2014 el valor de las acciones clase A de Grifols es de 35 euros.

<b>Valor de las acciones de la clase A a 1/09/2014</b>	<b>35,00 €</b>
--	----------------

### 5.5.7 Valoración de las acciones de la clase B (sin derecho a voto)

De la misma forma, aplicando la fórmula anterior, la valoración obtenida para las acciones clase B de Grifols a fecha 1 de septiembre de 2014 es: 29,97 euros.

<b>Valor de las acciones de la clase B a 01/09/2014</b>	<b>29,97 €</b>
---	----------------

Por lo que podríamos decir que el derecho a voto vale 5,03 euros, el diferencial entre el precio de los dos tipos de acciones (= 35 - 29,97).

### 5.5.8 Análisis de sensibilidad

Hay que tener en cuenta que los cambios del entorno y de las variables estimadas son imposibles de predecir con exactitud. Dado que el valor obtenido depende de las hipótesis efectuadas veremos es este apartado como el cambio en los supuestos realizados modifica sustancialmente las valoraciones de la compañía. Vamos a ver en primer lugar la sensibilidad de la valoración a la tasa de descuento utilizada, y en segundo lugar la sensibilidad ante diferentes hipótesis en la elaboración de los estados financieros previsionales.

### 5.5.8.1 Diferentes tasas de descuento

Incidir en que en las valoraciones obtenidas juega un papel crucial la tasa de descuento utilizada, de ahí la importancia de ajustarla bien. Para ver cómo se vería afectada la valoración de Grifols si se utilizasen diferentes primas de riesgo, diferentes rentabilidades del activo sin riesgo y diferentes betas de los títulos, adjuntamos cuadros resumen del análisis de sensibilidad realizado modificando cada uno de estos parámetros y manteniendo el resto constantes.

- 1) Modificando la rentabilidad del activo sin riesgo y manteniendo la prima de riesgo en el 5,5% y la beta en 0,849:

Risk Free Asset	Risk premium	Beta	Cost of Capital	VALOR ACCIÓN CLASE A	VALOR ACCIÓN CLASE B
1,50%	5,50%	0,849	6,168%	40,73	34,88
1,75%	5,50%	0,849	6,418%	37,66	32,25
2,00%	5,50%	0,849	6,668%	35,00	29,97
2,25%	5,50%	0,849	6,918%	32,69	27,99
2,50%	5,50%	0,849	7,168%	30,65	26,25
2,75%	5,50%	0,849	7,418%	28,85	24,70
3,00%	5,50%	0,849	7,668%	27,24	23,32

Fuente: elaboración propia

- 2) Modificando la prima de riesgo y manteniendo la rentabilidad del activo sin riesgo en un 2% y la beta en 0,849:

## VALORACIÓN DE EMPRESAS. CASO GRIFOLS.

Risk premium	Risk Free Asset	Beta	Cost of Capital	VALOR ACCIÓN CLASE A	VALOR ACCIÓN CLASE B
4,50%	2,00%	0,849	5,819%	45,93	39,33
4,75%	2,00%	0,849	6,031%	42,63	36,50
5,00%	2,00%	0,849	6,244%	39,75	34,04
5,25%	2,00%	0,849	6,456%	37,23	31,88
5,50%	2,00%	0,849	6,668%	35,00	29,97
5,75%	2,00%	0,849	6,880%	33,02	28,27
6,00%	2,00%	0,849	7,092%	31,24	26,75

Fuente: elaboración propia

- 3) Modificando la beta y manteniendo la rentabilidad del activo sin riesgo en un 2% y la prima de riesgo en el 5,5%:

Beta	Risk Free Asset	Risk premium	Cost of Capital	VALOR ACCIÓN CLASE A	VALOR ACCIÓN CLASE B
0,600	2,00%	5,50%	5,300%	56,61	48,48
0,688	2,00%	5,50%	5,784%	46,53	39,85
0,700	2,00%	5,50%	5,850%	45,42	38,90
0,760	2,00%	5,50%	6,180%	40,57	34,74
0,849	2,00%	5,50%	6,668%	35,00	29,97
0,960	2,00%	5,50%	7,280%	29,82	25,53
1,000	2,00%	5,50%	7,500%	28,30	24,23

Fuente: elaboración propia

Así pues para una tasa de descuento del 5,3% las acciones de la clase A pasarían a estar valoradas a 56,61 euros y las de la clase B a 48,48 euros. Sin embargo si la tasa de descuento se incrementara hasta el 7,668% las valoraciones bajarían a 27,24 euros las acciones de la clase A y 23,32 las de clase B.

Se pueden hacer infinitos análisis de sensibilidad, si bien lo que aquí pretendíamos era mostrar de forma simplificada la gran sensibilidad de las valoraciones en función de la tasa de descuento utilizada.

### 5.5.8.2 Diferentes hipótesis sobre los estados financieros previsionales

Es muy útil efectuar un análisis de sensibilidad para analizar qué valor toman las variables más relevantes cuando varían los parámetros de los estados financieros previsionales tomados como referencia, creando diferentes escenarios y dando probabilidades a cada uno de ellos.



En este apartado vamos a ver qué valoraciones tomaría la compañía bajo tres escenarios hipotéticos: pesimista, base y optimista. Y teniendo en cuenta las valoraciones en cada uno de estos escenarios e introduciendo probabilidades calcularemos el valor intrínseco de la empresa. La valoración total será el resultado de ponderar cada escenario con la probabilidad de que éste ocurra en el futuro.

Por la tanto la decisión de invertir, desinvertir o mantener no debe basarse solo en el cálculo del valor obtenido previamente, sino en la comprensión de su origen y del posible cambio de las variables estimadas.

La valoración mediante escenarios es un método simple para valorar empresas en situación de incertidumbre sin tener que acudir a alternativas más complejas.

Por tanto, para aplicar la técnica de los escenarios vamos a definir en primer lugar las variables que pueden tener una mayor incidencia en la valoración, en segundo lugar plantearemos los escenarios posibles (en nuestro estudio serán tres: escenario base, optimista, pesimista), el siguiente paso será asignar probabilidades de ocurrencia a cada uno de los escenarios y a partir de esta información obtener la valoración de la empresa.

### Elección de las variables

Se trata de elegir aquellas variables que pueden tener mayor incidencia en la valoración.

Las variables que vamos a variar en nuestro caso de estudio son las ventas y el coste de ventas, por ser las variables cuya variación tienen un mayor impacto en los estados financieros.

### Escenarios

#### ESCENARIO BASE:

Los resultados del escenario base, son los calculados previamente.

#### ESCENARIO OPTIMISTA:

En el escenario optimista vamos a considerar lo siguiente:

- Que la empresa es capaz de situar el coste de ventas en el **47%**. En 2011 el coste de ventas se situaba en el 53,92, en 2012 en 49,27% y en 2011 en 48,29%. Suponemos que la empresa es capaz de conseguir reducciones similares a la conseguida el último año.
- Que incrementa sus ventas en un **22%** en 2014 (cumpliendo así con la previsión de ventas estimada por la compañía para 2014 en la división diagnóstico)
- Que el crecimiento en las ventas para el resto de años se sitúa en el **5%**. El crecimiento conseguido en 2013 es del 4,61% por lo que vamos a suponer que es capaz de superarlo y mantenerlo.

ESCENARIO PESIMISTA:

Por otra parte en el escenario pesimista vamos a considerar:

- Que por el contrario la empresa tras la integración de la Diagnostic Unit de Novartis no es capaz de reducir el coste de ventas, sino que por el contrario aumenta hasta el **49%**.
- Que el incremento de las ventas en 2014 tras la integración de Novartis solo alcanza el **15%**, manteniendo prácticamente el importe de las ventas en todas sus divisiones, excepto la división diagnóstico en la que suponemos que alcanza aproximadamente el 75% de su objetivo anual.
- Y suponemos que el resto de los años únicamente es capaz de crecer en un 1% debido a la competencia de sus dos grandes rivales (Baxter y CSL).

Aplicando estas hipótesis, las valoraciones de las acciones de Grifols son las siguientes:

ACCIONES GRIFOLS	ESCENARIO		
	PESIMISTA	BASE	OPTIMISTA
Valor de las acciones de la clase A a 1/09/2014	27,53	35,00	44,68
Valor de las acciones de la clase B a 01/09/2014	23,58	29,97	38,26

Fuente: elaboración propia

Asignación de probabilidades

Asignamos probabilidades de ocurrencia, es decir la posibilidad de que la variable que consideramos llegue a materializarse en el escenario futuro.

ESCENARIO PESIMISTA	ESCENARIO BASE	ESCENARIO OPTIMISTA
25%	50%	25%

Fuente: elaboración propia

Aplicando estas probabilidades el valor a 1 de septiembre de 2014 de las acciones de Grifols es el resultado de la suma producto de cada valor en cada escenario por su probabilidad correspondiente.

Valor de las acciones clase A =  $27,53 * 0,25 + 35,00 * 0,50 + 44,68 * 0,25 = 35,55€$

Valor de las acciones clase B =  $23,58 * 0,25 + 29,97 * 0,50 + 38,26 * 0,25 = 30,45€$

ACCIONES GRIFOLS	
Valor de las acciones de la clase A a 1/09/2014	35,55
Valor de las acciones de la clase B a 01/09/2014	30,45

Fuente: elaboración propia

## 6. Eficiencia del mercado

Para Fama (1970) el mercado cuyos precios siempre reflejan la información disponible se denomina eficiente. Según esto, los precios de los valores que cotizan en una bolsa “eficiente” reflejarán toda la información referente a dichos valores y su precio se ajustará total y rápidamente a los nuevos datos que puedan surgir; visto de otra forma, un mercado eficiente valorará de forma adecuada los títulos que en él se cotizan en torno al valor intrínseco, es decir, en torno al valor que se espera de ellos.

Toda la información estará contenida en el precio, en consecuencia, los agentes no pueden usar tal información para conseguir rentabilidades extraordinarias que

superen la rentabilidad normal del inversor. Que el mercado sea eficiente garantiza al inversor que no va a pagar ni más ni menos de lo que realmente valen los títulos. Si todos los títulos están perfectamente valorados, los inversores obtendrán un rendimiento sobre su inversión que será el apropiado para el nivel de riesgo asumido, sin importar cuáles sean los títulos adquiridos.

En un mercado eficiente las múltiples estimaciones del valor de un activo financiero deben oscilar de forma aleatoria en torno a su verdadero valor intrínseco. En caso contrario, si las discrepancias entre el precio de un título y su valor intrínseco son sistemáticas y no aleatorias, los inversores aprovecharán dichas diferencias en su favor hasta hacerlas desaparecer de nuevo.

La historia de Grifols, junto a la de Inditex es una de las mayores historias de éxito de la bolsa española. Desde su salida a bolsa en 2006 (a 4,98 euros) se ha revalorizado en más de un 600%.

La última macro operación realizada por Grifols, la adquisición de la “Diagnostic Unit” a Novartis, ha elevado la cotización de las acciones de la clase A de Grifols de 32,36 euros (valor al cual cotizaban a fecha 11 de noviembre de 2013, fecha del anuncio del acuerdo de compraventa) a 39,915 euros a fecha 30 de junio de 2014 ante las expectativas generadas por esta última adquisición. Si bien publicados los últimos resultados semestrales, el mercado ha corregido el precio hasta situarlo a 1 de septiembre a 35,46 euros. Los resultados semestrales no han sido tan buenos como los que esperaba, y el mercado “eficientemente” los ha incorporado a su precio situándolo en torno a su valor intrínseco.

## 7. Conclusiones

La valoración de empresas se está convirtiendo en una importante herramienta de planificación y gestión de la empresa, más allá de su aplicación puntual en una operación de adquisición o fusión.

En el proceso de valoración, si bien es importante el modelo que utilicemos y que éste carezca de errores técnicos, la parte más importante son las hipótesis o supuestos utilizados. Dichos supuestos deben establecerse después de un exhaustivo estudio de las políticas de la empresa, evolución histórica de las variables y el benchmark con empresas del sector. Comprender el contexto en que se mueve la empresa, la coyuntura económica, las características del sector al que pertenece la empresa y su modelo de negocio es esencial para llegar a una correcta valoración.

En la medida en que el valor de una empresa depende de su capacidad de generar dinero, el método del descuento de flujos parece ser el más adecuado.

Tras el estudio detallado de todos y cada uno de estos aspectos y la aplicación de los tres modelos de valoración basados en el descuento de flujos a nuestro caso de estudio, el Holding Grifols, nos vemos en disposición de emitir nuestro juicio de valor sobre la valoración de éste.

En nuestras proyecciones hemos considerado tres escenarios posibles: escenario base, optimista y el pesimista, y tras la asignación de probabilidades a cada uno de ellos la valoración obtenida de la empresa a 1 de septiembre de 2014 es de 35,55 euros para las acciones de la clase A y de 30,45 euros para las acciones de la clase B, siendo las cotizaciones de mercado a esa fecha 35,46 y 30,37 euros respectivamente.

En base a estos resultados, nuestra conclusión es que las acciones de Grifols están correctamente valoradas y nuestra recomendación, sería mantener.

No obstante, la valoración de empresas no es una ciencia exacta por lo que nuestra valoración no deja de ser una opinión, y no hay valores irrefutables, sino aquellos que surgen de una opinión expresada por un profesional a partir de unos supuestos incorporados a un modelo teórico de valoración.

## **8. Bibliografía**

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

Fernández López, P. (2003): "Three Residual Income Valuation Methods and Discounted Cash Flow Valuation", *IESE Business School-Universidad de Navarra. Research Paper N° 487*.

Fernández López, P. (2004): "Market Risk Premium: Required, Historical and Expected", *IESE Business School-Universidad de Navarra. Working Paper N° 574*.

Fernández López, P. (2007): "Company Valuation Methods. The Most Common Errors in Valuations". *IESE Business School-Universidad de Navarra. Working Paper N° 449*.

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

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

Fernández López, P. (2009): "La Prima de Riesgo del Mercado según 100 libros", *IESE Business School-Universidad de Navarra. Documento de Investigación 823*.

Fernández López, P., Aguirreamalloa J., y Corres L. (2013) "El valor de las acciones sin voto: un caso real", *IESE Business School-Universidad de Navarra*. Disponible en (<http://ssrn.com/abstract=1871827>)

Fernández López, P., Linares P. y Fernandez Acín I. (2014): "Market Risk Premium used in 88 countries in 2014", *IESE Business School-Universidad de Navarra, 20 Junio 2014*.

James M. Wahlen, Stephen P. Baginski y Mark T. Bradshaw (2008): "Financial reporting, financial statement analysis and valuation. A strategic perspective", 1-

95, 784-1096.

Rodríguez A. (2011): "Metodologías de valoración de empresas", *Incae Business Review Vol.2 nº1*.

Rojo A. y García D. (2006): "La valoración de empresas en España", *Revista Española de Financiación y Contabilidad Vol. XXXV nº 132*.

**Internet:**

<http://www.cnmv.es/>

<http://www.grifols.com/>

[http://www.baxter.com/downloads/investors/reports and financials/annual report/2013/2013\\_baxter\\_form10-K.pdf](http://www.baxter.com/downloads/investors/reports%20and%20financials/annual%20report/2013/2013_baxter_form10-K.pdf)

<http://www.csl.com.au/investors/financial-reports.htm>

<http://www.bolsamadrid.es/esp/aspx/Empresas/InfHistorica.aspx?ISIN=ES0171996012&ClvEmis=71996>

<http://www.nasdaq.com/symbol/grfs/historical>

<http://www.bolsasymercados.es/>

<http://www.tesoro.es/>

<http://www.tiempodehoy.com/economia/asi-es-el-negocio-del-lider-de-la-bolsa>

[http://cincodias.com/cincodias/2013/11/11/empresas/1384178052\\_506734.html](http://cincodias.com/cincodias/2013/11/11/empresas/1384178052_506734.html)

<http://erekia.com/ano-historico-grifols/>

[http://www.elconfidencial.com/empresas/2014-02-19/grifols-aun-fascina-capital-group-supera-a-paulson-como-primer-accionista-yanqui\\_91333/](http://www.elconfidencial.com/empresas/2014-02-19/grifols-aun-fascina-capital-group-supera-a-paulson-como-primer-accionista-yanqui_91333/)

[http://cincodias.com/cincodias/2014/03/13/mercados/1394736908\\_272587.html](http://cincodias.com/cincodias/2014/03/13/mercados/1394736908_272587.html)

<http://www.kpmg.com>

<http://centro-transfusion.san.gva.es/paginas/cas/gestionplasma.htm>

<https://es.finance.yahoo.com/noticias/grifols-propone-crecer-mercados-emergentes-122437362.html>

<http://www.eleconomista.es/interstitial/volver/50023286782/mercados-cotizaciones/noticias/4448797/12/12/Grifols-pagara-en-2014-el-mayor-dividendo-de-su-historia-.html#.Kku8yrK8uRYmbic>

<http://www.expansion.com/2014/06/08/empresas/industria/1402251835.html>

<http://www.spaintechnology.com/technology/es/navegacion-global/desde-el-laboratorio/4545674.html?print=yes>

## **9. Anexos:**

### **9.1 Cuentas anuales consolidadas de 2009 a 2013 y primer semestre de 2014**



## GRIFOLS, S.A. Y SOCIEDADES DEPENDIENTES

Balances de Situación Consolidados  
a 31 de Diciembre de 2009 y 2008  
(Expresados en miles de euros)

Activo	31/12/09	31/12/08
<b>Activos no corrientes</b>		
Inmovilizado intangible		
Fondo de comercio (nota 7)	174.000	158.567
Otros activos intangibles (nota 8)	69.385	57.756
Total inmovilizado intangible	243.385	216.323
Inmovilizado material (nota 9)	371.705	301.009
Inversiones contabilizadas por el método de la participación (nota 10)	383	374
Activos financieros no corrientes (nota 11)	3.731	1.636
Activos por impuestos diferidos (nota 27)	33.395	34.297
Total activos no corrientes	652.599	553.639
<b>Activos corrientes</b>		
Existencias (nota 12)	484.462	373.098
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar		
Clientes por ventas y prestaciones de servicios	207.840	186.324
Otros deudores	39.540	43.443
Activos por impuesto corrientes	7.802	5.428
Total deudores comerciales y otras cuentas a cobrar (nota 13)	255.182	235.195
Otros activos financieros corrientes (nota 14)	8.217	6.680
Otros activos corrientes	7.345	5.259
Efectivo y otros medios líquidos equivalentes (nota 20)	249.372	6.368
Total activos corrientes	1.004.578	626.600
<b>Total activo</b>	<b>1.657.177</b>	<b>1.180.239</b>

La memoria adjunta forma parte integrante de las cuentas anuales consolidadas.

GRIFOLS, S.A. Y SOCIEDADES DEPENDIENTES

Balances de Situación Consolidados  
a 31 de Diciembre de 2009 y 2008  
(Expresados en miles de euros)

Patrimonio neto y Pasivo	31/12/09	31/12/08
<b>Patrimonio neto</b>		
Capital suscrito	106.532	106.532
Prima de emisión	121.802	121.802
Reservas		
Ganancias acumuladas	264.039	203.045
Otras reservas	50.864	44.624
Total Reservas	314.903	247.669
Acciones Propias	(677)	(33.087)
Dividendo a cuenta	(31.960)	--
Resultado del ejercicio atribuido a la sociedad dominante	147.972	121.728
Total Fondos propios	658.572	564.644
Activos financieros disponibles para la venta	--	(158)
Cobertura de flujos de efectivo	(1.948)	--
Diferencias de conversión	(90.253)	(84.457)
Otro resultado global	(92.201)	(84.615)
<b>Patrimonio atribuido a la sociedad dominante (nota 15)</b>	<b>566.371</b>	<b>480.029</b>
Intereses minoritarios (nota 17)	12.157	1.250
<b>Total patrimonio neto</b>	<b>578.528</b>	<b>481.279</b>
<b>Pasivo</b>		
<b>Pasivos no corrientes</b>		
Subvenciones (nota 18)	2.311	2.353
Provisiones (nota 19)	1.232	3.045
Pasivos financieros no corrientes		
Deudas con entidades de crédito y obligaciones u otros valores negociables	703.186	311.513
Otros pasivos financieros	12.552	12.542
Total pasivos financieros no corrientes (nota 20)	715.738	324.055
Pasivos por impuestos diferidos (nota 27)	60.325	51.969
Total pasivos no corrientes	779.606	381.422
<b>Pasivos corrientes</b>		
Provisiones (nota 19)	4.702	3.830
Pasivos financieros corrientes		
Deudas con entidades de crédito y obligaciones u otros valores negociables	113.991	147.547
Otros pasivos financieros	12.230	9.685
Total pasivos financieros corrientes (nota 20)	126.221	157.232
Acreeedores comerciales y otras cuentas a pagar		
Proveedores	120.909	107.613
Otros acreedores	17.832	9.068
Pasivos por impuesto corriente	3.258	16.362
Total acreedores comerciales y otras cuentas a pagar (nota 21)	141.999	133.043
Otros pasivos corrientes (nota 22)	26.121	23.433
Total pasivos corrientes	299.043	317.538
<b>Total pasivo</b>	<b>1.078.649</b>	<b>698.960</b>
<b>Total patrimonio neto y pasivo</b>	<b>1.657.177</b>	<b>1.180.239</b>

La memoria adjunta forma parte integrante de las cuentas anuales consolidadas.

## GRIFOLS, S.A. Y SOCIEDADES DEPENDIENTES

Cuentas de Pérdidas y Ganancias Consolidadas  
para los ejercicios anuales terminados en 31 de diciembre 2009 y 2008

(Expresadas en miles euros)

Pérdidas y Ganancias	31/12/09	31/12/08
Importe neto de la cifra de negocios (nota 23)	913.186	814.311
Variación de existencias de producto terminado y en curso de fabricación (nota 12)	73.093	31.058
Trabajos realizados por el Grupo para su activo no corriente (notas 8 y 9)	41.142	25.794
Aprovisionamientos (nota 12)	(286.274)	(206.738)
Otros ingresos de explotación (nota 25)	1.443	1.289
Gastos de personal (nota 24)	(273.168)	(238.159)
Otros gastos de explotación (nota 25)	(203.381)	(192.288)
Amortización del inmovilizado (notas 8 y 9)	(39.554)	(33.256)
Imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y otras (nota 18)	1.188	2.941
Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado	(1.147)	(1.991)
<b>Resultado de explotación</b>	<b>226.528</b>	<b>202.961</b>
Ingresos financieros	7.067	2.682
Gastos financieros	(27.087)	(29.305)
Variación de valor razonable en instrumentos financieros	(587)	(1.268)
Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros	(245)	--
Diferencias de cambio	(1.733)	(2.825)
<b>Resultado financiero (nota 26)</b>	<b>(22.585)</b>	<b>(30.716)</b>
Resultado de entidades valoradas por el método de la participación (nota 10)	51	24
<b>Resultado antes de impuestos de las actividades continuadas</b>	<b>203.994</b>	<b>172.269</b>
Gasto por impuesto sobre las ganancias (nota 27)	(56.424)	(50.153)
<b>Resultado después de impuestos de las actividades continuadas</b>	<b>147.570</b>	<b>122.116</b>
Resultado atribuible a la sociedad dominante	147.972	121.728
Resultado atribuible a intereses minoritarios	(402)	388
<b>Resultado consolidado del ejercicio</b>	<b>147.570</b>	<b>122.116</b>
<b>Beneficio por acción (básicas) (euros) (nota 16)</b>	<b>0,706</b>	<b>0,578</b>
<b>Beneficio por acción (diluidas) (euros) (nota 16)</b>	<b>0,706</b>	<b>0,578</b>

La memoria adjunta forma parte integrante de las cuentas anuales consolidadas.

## GRIFOLS, S.A. Y SOCIEDADES DEPENDIENTES

Estados del Resultado Global Consolidados  
para los ejercicios anuales terminados en 31 de diciembre 2009 y 2008

(Expresadas en miles euros)

	31/12/09	31/12/08
<b>Resultado Consolidado del ejercicio</b>	147.570	122.116
<b>Ingresos y gastos generados en el ejercicio</b>		
Por valoración de instrumentos financieros (nota 11)	(14)	(6)
Activos financieros disponibles para la venta	(18)	(9)
Efecto fiscal	4	3
Por coberturas de flujos de efectivo (nota 15 (g))	(1.998)	0
Coberturas de flujos de efectivo	(3.275)	0
Efecto fiscal	1.277	0
Diferencias de conversión	(4.145)	13.955
<b>Ingresos y gastos generados en el ejercicio</b>	<b>(6.157)</b>	<b>13.949</b>
<b>Transferencias a resultados:</b>		
Por valoración de instrumentos financieros (nota 11)	172	0
Activos financieros disponibles para la venta	245	0
Efecto fiscal	(73)	
Por coberturas de flujos de efectivo (nota 15 (g))	50	0
Coberturas de flujos de efectivo	80	
Efecto fiscal	(30)	0
<b>Transferencias a resultados:</b>	<b>222</b>	<b>0</b>
<b>Resultado Global Total del ejercicio</b>	<b>141.635</b>	<b>136.065</b>
Resultado global total atribuible a la sociedad dominante	140.386	135.781
Resultado global total atribuible a socios minoritarios	1.249	284
<b>Resultado Global Total del ejercicio</b>	<b>141.635</b>	<b>136.065</b>

La memoria adjunta forma parte integrante de las cuentas anuales consolidadas.

GRIFOLS, S.A. Y SOCIEDADES DEPENDIENTES

Estados de Flujos de Efectivo  
para los ejercicios anuales terminados en 31 de diciembre 2009 y 2008

(Expresados en miles euros)

	31/12/09	31/12/08
<b>Flujos de efectivo de actividades de explotación</b>		
Resultado antes de impuestos	203.994	172.269
<b>Ajustes del resultado</b>	<b>61.800</b>	<b>66.034</b>
Dotaciones amortizaciones de inmovilizado	39.554	33.256
Otros ajustes del resultado:	22.246	32.778
(Beneficio) / pérdida de sociedades puestas en equivalencia	(51)	(24)
Diferencias de cambio	1.733	2.825
Dotaciones netas de provisiones	53	1.994
(Beneficio) / pérdida en la enajenación de inmovilizado	1.147	2.001
Subvenciones imputadas al resultado	(1.188)	(2.943)
Gastos / Ingresos financieros	17.551	27.891
Otros ajustes al resultado	3.001	1.034
<b>Cambios en el capital corriente</b>	<b>(104.127)</b>	<b>(86.550)</b>
Variación de existencias	(113.104)	(98.520)
Variación de deudores y otras cuentas a cobrar	(12.549)	(7.951)
Variación de otros activos financieros corrientes y otros activos corrientes	(1.287)	405
Variación de acreedores a corto plazo y otras cuentas a pagar	22.813	19.516
<b>Otros flujos de las actividades de explotación:</b>	<b>(73.487)</b>	<b>(77.310)</b>
Pagos de intereses	(14.719)	(25.972)
Cobros de intereses	2.509	2.213
Cobros/ (Pagos) por impuesto sobre beneficios	(61.277)	(53.551)
<b>Efectivo neto de actividades de explotación</b>	<b>88.180</b>	<b>74.443</b>
<b>Flujos de efectivo de actividades de inversión</b>		
Pagos por inversiones:	(136.626)	(130.923)
Empresas del grupo y unidades de negocio (nota 2)	(15.385)	(632)
Inmovilizado material e intangible	(118.770)	(129.568)
Inmovilizado material	(103.415)	(119.824)
Inmovilizado inmaterial	(15.355)	(9.744)
Otros activos financieros	(2.471)	(723)
Cobros por desinversiones:	673	157
Inmovilizado material	673	157
<b>Efectivo neto de actividades de inversión</b>	<b>(135.953)</b>	<b>(130.766)</b>
<b>Flujos de efectivo de actividades de financiación</b>		
Cobros y pagos por instrumentos de patrimonio:	26.655	(4.212)
Emisión	(76)	0
Adquisición de acciones propias	(25.186)	(4.880)
Enajenación de acciones propias	51.917	668
Cobros y (pagos) por instrumentos de pasivo financiero	344.413	96.349
Emisión	525.078	394.109
Devolución y amortización	(180.665)	(297.760)
Pagos por dividendos y remuneraciones de otros instrumentos de patrimonio	(80.913)	(34.792)
Otros flujos de efectivo de actividades de financiación	741	0
Otros cobros de actividades de financiación	741	0
<b>Efectivo neto de actividades de financiación</b>	<b>290.896</b>	<b>57.345</b>
<b>Efecto de las variaciones de los tipos de cambio en el efectivo</b>	<b>(119)</b>	<b>(344)</b>
<b>Aumento neto de efectivo y otros medios equivalentes</b>	<b>243.004</b>	<b>678</b>
<b>Efectivo y otros medios líquidos al inicio del ejercicio</b>	<b>6.368</b>	<b>5.690</b>
<b>Efectivo y otros medios líquidos al cierre del ejercicio</b>	<b>249.372</b>	<b>6.368</b>

La memoria adjunta forma parte integrante de las cuentas anuales consolidadas.

## GRIFOLS, S.A. Y SOCIEDADES DEPENDIENTES

Balances de Situación Consolidados  
a 31 de diciembre de 2010 y 2009  
(Expresados en miles de euros)

Activo	31/12/10	31/12/09
<b>Activos no corrientes</b>		
<b>Inmovilizado intangible</b>		
Fondo de comercio (nota 7)	189,448	174,000
Otros activos intangibles (nota 8)	78,299	69,385
<b>Total inmovilizado intangible</b>	<b>267,747</b>	<b>243,385</b>
Inmovilizado material (nota 9)	434,131	371,705
Inversiones contabilizadas por el método de la participación (nota 10)	598	383
Activos financieros no corrientes (nota 11)	7,535	3,731
Activos por impuestos diferidos (nota 29)	34,889	33,395
<b>Total activos no corrientes</b>	<b>744,900</b>	<b>652,599</b>
<b>Activos corrientes</b>		
Existencias (nota 12)	527,865	484,462
<b>Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar</b>		
Clientes por ventas y prestaciones de servicios	224,355	207,840
Otros deudores	44,032	39,540
Activos por impuesto corrientes	14,607	7,802
<b>Total deudores comerciales y otras cuentas a cobrar (nota 13)</b>	<b>282,994</b>	<b>255,182</b>
Otros activos financieros corrientes (nota 14)	12,946	8,217
Otros activos corrientes (nota 15)	80,628	7,345
Efectivo y otros medios líquidos equivalentes (nota 16)	239,649	249,372
<b>Total activos corrientes</b>	<b>1,144,082</b>	<b>1,004,578</b>
<b>Total activo</b>	<b>1,888,982</b>	<b>1,657,177</b>

La memoria adjunta forma parte integrante de las cuentas anuales consolidadas

GRIFOLS, S.A. Y SOCIEDADES DEPENDIENTES

Balances de Situación Consolidados  
a 31 de diciembre de 2010 y 2009  
(Expresados en miles de euros)

Patrimonio neto y Pasivo	31/12/10	31/12/09
<b>Patrimonio neto</b>		
Capital suscrito	106,532	106,532
Prima de emisión	121,802	121,802
Reservas		
Ganancias acumuladas	350,543	264,039
Otras reservas	53,061	50,864
Total Reservas	403,604	314,903
Acciones Propias	(1,927)	(677)
Dividendo a cuenta	0	(31,960)
Resultado del ejercicio atribuido a la sociedad dominante	115,513	147,972
Total Fondos propios	745,524	658,572
Cobertura de flujos de efectivo	(1,751)	(1,948)
Diferencias de conversión	(50,733)	(90,253)
Otro resultado global	(52,484)	(92,201)
<b>Patrimonio atribuido a la sociedad dominante (nota 17)</b>	<b>693,040</b>	<b>566,371</b>
Intereses minoritarios (nota 19)	14,350	12,157
<b>Total patrimonio neto</b>	<b>707,390</b>	<b>578,528</b>
<b>Pasivo</b>		
<b>Pasivos no corrientes</b>		
Subvenciones (nota 20)	2,088	2,311
Provisiones (nota 21)	1,378	1,232
Pasivos financieros no corrientes		
Deudas con entidades de crédito y obligaciones u otros valores negociables	665,385	703,186
Otros pasivos financieros	10,474	12,552
Total pasivos financieros no corrientes (nota 22)	675,859	715,738
Pasivos por impuestos diferidos (nota 29)	79,141	60,325
Total pasivos no corrientes	758,466	779,606
<b>Pasivos corrientes</b>		
Provisiones (nota 21)	4,365	4,702
Pasivos financieros corrientes		
Deudas con entidades de crédito y obligaciones u otros valores negociables	191,635	113,991
Otros pasivos financieros	18,236	12,230
Total pasivos financieros corrientes (nota 22)	209,871	126,221
Deudas con empresas asociadas (nota 33)	1,162	0
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar		
Proveedores	160,678	120,909
Otros acreedores	11,928	17,832
Pasivos por impuesto corriente	4,172	3,258
Total acreedores comerciales y otras cuentas a pagar (nota 23)	176,778	141,999
Otros pasivos corrientes (nota 24)	30,950	26,121
Total pasivos corrientes	423,126	299,043
<b>Total pasivo</b>	<b>1,181,592</b>	<b>1,078,649</b>
<b>Total patrimonio neto y pasivo</b>	<b>1,888,982</b>	<b>1,657,177</b>

La memoria adjunta forma parte integrante de las cuentas anuales consolidadas

## GRIFOLS, S.A. Y SOCIEDADES DEPENDIENTES

Cuentas de Pérdidas y Ganancias Consolidadas  
para los ejercicios anuales terminados en 31 de diciembre de 2010 y 2009

(Expresadas en miles euros)

Pérdidas y Ganancias	31/12/10	31/12/09
Importe neto de la cifra de negocios (nota 25)	990,730	913,186
Variación de existencias de producto terminado y en curso de fabricación (nota 12)	45,749	73,093
Trabajos realizados por el Grupo para su activo no corriente (notas 8 y 9)	33,513	41,142
Aprovisionamientos (nota 12)	(306,859)	(286,274)
Otros ingresos de explotación (nota 27)	1,196	1,443
Gastos de personal (nota 26)	(289,008)	(273,168)
Otros gastos de explotación (nota 27)	(220,218)	(203,381)
Amortización del inmovilizado (notas 8 y 9)	(45,776)	(39,554)
Imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y otras (nota 20)	728	1,188
Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado	(372)	(1,147)
<b>Resultado de explotación</b>	<b>209,683</b>	<b>226,528</b>
Ingresos financieros	4,526	7,067
Gastos financieros	(49,660)	(27,087)
Variación de valor razonable en instrumentos financieros (nota 32)	(7,593)	(587)
Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros	91	(245)
Diferencias de cambio	1,616	(1,733)
<b>Resultado financiero (nota 28)</b>	<b>(51,020)</b>	<b>(22,585)</b>
Resultado de entidades valoradas por el método de la participación (nota 10)	(879)	51
<b>Resultado antes de impuestos de las actividades continuadas</b>	<b>157,784</b>	<b>203,994</b>
Gasto por impuesto sobre las ganancias (nota 29)	(42,517)	(56,424)
<b>Resultado después de impuestos de las actividades continuadas</b>	<b>115,267</b>	<b>147,570</b>
<b>Resultado consolidado del ejercicio</b>	<b>115,267</b>	<b>147,570</b>
Resultado atribuible a la sociedad dominante	115,513	147,972
Resultado atribuible a intereses minoritarios (nota 19)	(246)	(402)
<b>Beneficio por acción (básicas) (euros) (nota 18)</b>	<b>0.54</b>	<b>0.71</b>
<b>Beneficio por acción (diluidas) (euros) (nota 18)</b>	<b>0.54</b>	<b>0.71</b>

La memoria adjunta forma parte integrante de las cuentas anuales consolidadas



## GRIFOLS, S.A. Y SOCIEDADES DEPENDIENTES

Estados del Resultado Global Consolidados  
para los ejercicios anuales terminados en 31 de diciembre de 2010 y 2009

(Expresadas en miles euros)

	31/12/10	31/12/09
<b>Resultado Consolidado del ejercicio</b>	115,267	147,570
<b>Ingresos y gastos generados en el ejercicio</b>		
Por valoración de instrumentos financieros (nota 11)	0	(14)
Activos financieros disponibles para la venta	0	(18)
Efecto fiscal	0	4
Por coberturas de flujos de efectivo (nota 17 (g))	0	(1,998)
Coberturas de flujos de efectivo	0	(3,275)
Efecto fiscal	0	1,277
Diferencias de conversión	42,225	(4,145)
<b>Ingresos y gastos generados en el ejercicio</b>	<b>42,225</b>	<b>(6,157)</b>
<b>Transferencias a resultados:</b>		
Por valoración de instrumentos financieros (nota 11)	0	172
Activos financieros disponibles para la venta	0	245
Efecto fiscal	0	(73)
Por coberturas de flujos de efectivo (nota 17 (g))	197	50
Coberturas de flujos de efectivo	324	80
Efecto fiscal	(127)	(30)
<b>Transferencias a resultados:</b>	<b>197</b>	<b>222</b>
<b>Resultado Global Total del ejercicio</b>	<b>157,689</b>	<b>141,635</b>
Resultado global total atribuible a la sociedad dominante	155,230	140,386
Resultado global total atribuible a socios minoritarios	2,459	1,249
<b>Resultado Global Total del ejercicio</b>	<b>157,689</b>	<b>141,635</b>

La memoria adjunta forma parte integrante de las cuentas anuales consolidadas

GRIFOLS, S.A. Y SOCIEDADES DEPENDIENTES

Estados de Flujos de Efectivo  
para los ejercicios anuales terminados en 31 de diciembre de 2010 y 2009

(Expresados en miles euros)

	31/12/10	31/12/09
<b>Flujos de efectivo de actividades de explotación</b>		
Resultado antes de impuestos	157,784	203,994
Ajustes del resultado	92,351	61,800
Dotaciones amortizaciones de inmovilizado (notas 8 y 9)	45,776	39,554
Otros ajustes del resultado:	46,575	22,246
(Beneficio) / pérdida de sociedades puestas en equivalencia (nota 10)	879	(51)
Diferencias de cambio	(1,616)	1,733
Deterioro de activos y dotaciones netas de provisiones	913	53
(Beneficio) / pérdida en la enajenación de inmovilizado	(276)	1,147
Subvenciones imputadas al resultado (nota 20)	(728)	(1,188)
Gastos / Ingresos financieros	47,442	17,551
Otros ajustes al resultado	(39)	3,001
Cambios en el capital corriente	(78,767)	(104,127)
Variación de existencias	(18,306)	(113,104)
Variación de deudores y otras cuentas a cobrar	(23,546)	(12,549)
Variación de otros activos financieros corrientes y otros activos corrientes	(73,022)	(1,287)
Variación de acreedores a corto plazo y otras cuentas a pagar	36,107	22,813
Otros flujos de las actividades de explotación:	(67,116)	(73,487)
Pagos de intereses	(40,129)	(14,719)
Cobros de intereses	5,436	2,509
Cobros/ (Pagos) por impuesto sobre beneficios	(32,423)	(61,277)
<b>Efectivo neto de actividades de explotación</b>	<b>104,252</b>	<b>88,180</b>
<b>Flujos de efectivo de actividades de inversión</b>		
Pagos por inversiones:	(108,588)	(136,626)
Empresas del grupo y unidades de negocio	(1,474)	(15,385)
Inmovilizado material e intangible	(103,402)	(118,770)
Inmovilizado material	(86,800)	(103,415)
Inmovilizado inmaterial	(16,602)	(15,355)
Otros activos financieros	(3,712)	(2,471)
Cobros por desinversiones:	4,532	673
Inmovilizado material	3,911	673
Empresas asociadas (nota 2 (c))	621	0
<b>Efectivo neto de actividades de inversión</b>	<b>(104,056)</b>	<b>(135,953)</b>
<b>Flujos de efectivo de actividades de financiación</b>		
Cobros y pagos por instrumentos de patrimonio:	(1,250)	26,655
Emisión	0	(76)
Adquisición de acciones propias (nota 17 (c))	(1,250)	(25,186)
Enajenación de acciones propias	0	51,917
Cobros y (pagos) por instrumentos de pasivo financiero	(1,066)	344,413
Emisión	118,238	525,078
Devolución y amortización	(119,304)	(180,665)
Pagos por dividendos y remuneraciones de otros instrumentos de patrimonio	(27,282)	(80,913)
Otros flujos de efectivo de actividades de financiación	323	741
Otros cobros de actividades de financiación	323	741
<b>Efectivo neto de actividades de financiación</b>	<b>(29,275)</b>	<b>290,896</b>
<b>Efecto de las variaciones de los tipos de cambio en el efectivo</b>	<b>19,356</b>	<b>(119)</b>
<b>Aumento neto de efectivo y otros medios equivalentes</b>	<b>(9,723)</b>	<b>243,004</b>
<b>Efectivo y otros medios líquidos al inicio del ejercicio</b>	<b>249,372</b>	<b>6,368</b>
<b>Efectivo y otros medios líquidos al cierre del ejercicio</b>	<b>239,649</b>	<b>249,372</b>

La memoria adjunta forma parte integrante de las cuentas anuales consolidadas

## GRIFOLS, S.A. Y SOCIEDADES DEPENDIENTES

Balances de Situación Consolidados  
a 31 de diciembre de 2011 y 2010  
(Expresados en miles de euros)

Activo	31/12/11	31/12/10
<b>Activos no corrientes</b>		
Inmovilizado intangible		
Fondo de comercio (nota 7)	1.895.101	189.448
Otros activos intangibles (nota 8)	1.008.307	78.299
Total inmovilizado intangible	2.903.408	267.747
Inmovilizado material (nota 9)	775.869	434.131
Inversiones contabilizadas por el método de la participación (nota 10)	1.001	598
Activos financieros no corrientes (nota 11)	12.401	7.535
Activos por impuestos diferidos (nota 29)	185.824	34.889
<b>Total activos no corrientes</b>	<b>3.878.503</b>	<b>744.900</b>
<b>Activos corrientes</b>		
Existencias (nota 12)	1.030.341	527.865
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar		
Clientes por ventas y prestaciones de servicios	408.263	224.355
Otros deudores	108.616	44.032
Activos por impuesto corrientes	15.110	14.607
<b>Total deudores comerciales y otras cuentas a cobrar (nota 13)</b>	<b>531.989</b>	<b>282.994</b>
Otros activos financieros corrientes (nota 14)	16.904	12.946
Otros activos corrientes (nota 15)	9.395	80.628
Efectivo y otros medios líquidos equivalentes (nota 16)	340.586	239.649
<b>Total activos corrientes</b>	<b>1.929.215</b>	<b>1.144.082</b>
<b>Total activo</b>	<b>5.807.718</b>	<b>1.888.982</b>

La memoria adjunta forma parte integrante de las cuentas anuales consolidadas

GRIFOLS, S.A. Y SOCIEDADES DEPENDIENTES

Balances de Situación Consolidados  
a 31 de diciembre de 2011 y 2010  
(Expresados en miles de euros)

Patrimonio neto y Pasivo	31/12/11	31/12/10
<b>Patrimonio neto</b>		
Capital suscrito	117.882	106.532
Prima de emisión	890.355	121.802
Reservas		
Ganancias acumuladas	518.775	350.543
Otras reservas	49.499	53.061
<b>Total Reservas</b>	<b>568.274</b>	<b>403.604</b>
Acciones Propias	(1.927)	(1.927)
Resultado del ejercicio atribuido a la sociedad dominante	50.307	115.513
<b>Total Fondos propios</b>	<b>1.624.891</b>	<b>745.524</b>
Cobertura de flujos de efectivo	(21.184)	(1.751)
Diferencias de conversión	58.800	(50.733)
Otro resultado global	37.616	(52.484)
<b>Patrimonio atribuido a la sociedad dominante (nnta 17)</b>	<b>1.662.507</b>	<b>693.040</b>
Participaciones no dominantes (nota 19)	2.487	14.350
<b>Total patrimonio neto</b>	<b>1.664.994</b>	<b>707.390</b>
<b>Pasivo</b>		
<b>Pasivos no corrientes</b>		
Subvenciones (nota 20)	1.366	2.088
Provisiones (nota 21)	11.052	1.378
Pasivos financieros no corrientes		
Deudas con entidades de crédito y obligaciones u otros valores negociables	2.809.225	665.385
Otros pasivos financieros	136.563	10.474
<b>Total pasivos financieros no corrientes (nota 22)</b>	<b>2.945.788</b>	<b>675.859</b>
Pasivos por impuestos diferidos (nota 29)	538.441	79.141
<b>Total pasivos no corrientes</b>	<b>3.496.647</b>	<b>758.466</b>
<b>Pasivos corrientes</b>		
Provisiones (nota 21)	81.112	4.365
Pasivos financieros corrientes		
Deudas con entidades de crédito y obligaciones u otros valores negociables	147.789	191.635
Otros pasivos financieros	14.507	18.236
<b>Total pasivos financieros corrientes (nota 22)</b>	<b>162.296</b>	<b>209.871</b>
Deudas con empresas asociadas (nota 33)	2.435	1.162
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar		
Proveedores	280.722	160.678
Otros acreedores	27.335	11.928
Pasivos por impuesto corriente	4.691	4.172
<b>Total acreedores comerciales y otras cuentas a pagar (nota 23)</b>	<b>312.748</b>	<b>176.778</b>
Otros pasivos corrientes (nota 24)	87.486	30.950
<b>Total pasivos corrientes</b>	<b>646.077</b>	<b>423.126</b>
<b>Total pasivo</b>	<b>4.142.724</b>	<b>1.181.592</b>
<b>Total patrimonio neto y pasivo</b>	<b>5.807.718</b>	<b>1.888.982</b>

La memoria adjunta forma parte integrante de las cuentas anuales consolidadas

**GRIFOLS, S.A. Y SOCIEDADES DEPENDIENTES**  
**Cuentas de Pérdidas y Ganancias Consolidadas**  
**para los ejercicios anuales terminados en 31 de diciembre de 2011 y 2010**

(Expresadas en miles euros)

Pérdidas y Ganancias	31/12/11	31/12/10
Importe neto de la cifra de negocios (nota 25)	1.795.613	990.730
Variación de existencias de producto terminado y en curso de fabricación (nota 12)	(35.150)	45.749
Trabajos realizados por el Grupo para su activo no corriente (notas 8 y 9)	34.548	33.513
Aprovisionamientos (nota 12)	(431.552)	(304.818)
Otros ingresos de explotación (nota 27)	2.193	1.196
Gastos de personal (nota 26)	(488.641)	(289.008)
Otros gastos de explotación (nota 27)	(428.510)	(205.260)
Amortización del inmovilizado (notas 8 y 9)	(90.639)	(45.776)
Costes de la transacción relacionados con la adquisición de Talecris (nota 3 (a))	(44.352)	(16.999)
Imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y otras (nota 20)	1.304	728
Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado (notas 7, 8 y 9)	(35.953)	(372)
<b>Resultado de explotación</b>	<b>278.861</b>	<b>209.683</b>
Ingresos financieros	5.761	4.526
Gastos financieros	(200.562)	(49.660)
Variación de valor razonable en instrumentos financieros (nota 32)	1.279	(7.593)
Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros	(805)	91
Diferencias de cambio	(3.447)	1.616
<b>Resultado financiero (nota 28)</b>	<b>(197.774)</b>	<b>(51.020)</b>
Resultado de entidades valoradas por el método de la participación (nota 10)	(1.064)	(879)
<b>Resultado antes de impuestos de las actividades continuadas</b>	<b>80.023</b>	<b>157.784</b>
Gasto por impuesto sobre las ganancias (nota 29)	(29.795)	(42.517)
<b>Resultado después de impuestos de las actividades continuadas</b>	<b>50.228</b>	<b>115.267</b>
<b>Resultado consolidado del ejercicio</b>	<b>50.228</b>	<b>115.267</b>
Resultado atribuible a la sociedad dominante	50.307	115.513
Resultado atribuible a participaciones no dominantes (nota 19)	(79)	(246)
<b>Beneficio por acción (básicas) (euros) (nota 18)</b>	<b>0,19</b>	<b>0,54</b>
<b>Beneficio por acción (diluidas) (euros) (nota 18)</b>	<b>0,19</b>	<b>0,54</b>

La memoria adjunta forma parte integrante de las cuentas anuales consolidadas

## GRIFOLS, S.A. Y SOCIEDADES DEPENDIENTES

Estados del Resultado Global Consolidados  
para los ejercicios anuales terminados en 31 de diciembre de 2011 y 2010

(Expresadas en miles euros)

	31/12/11	31/12/10
<b>Resultado Consolidado del ejercicio</b>	50.228	115.267
<b>Ingresos y gastos generados en el ejercicio</b>		
Por coberturas de flujos de efectivo (nota 17 (g))	(21.184)	0
Coberturas de flujos de efectivo	(33.871)	0
Efecto fiscal	12.687	0
Diferencias de conversión	109.607	42.225
<b>Ingresos y gastos generados en el ejercicio</b>	<b>88.423</b>	<b>42.225</b>
<b>Transferencias a resultados:</b>		
Por coberturas de flujos de efectivo (nota 22 (a.1.2))	1.751	197
Coberturas de flujos de efectivo	2.870	324
Efecto fiscal	(1.119)	(127)
<b>Transferencias a resultados:</b>	<b>1.751</b>	<b>197</b>
<b>Resultado Global Total del ejercicio</b>	<b>140.402</b>	<b>157.689</b>
Resultado global total atribuible a la sociedad dominante	140.407	155.230
Resultado global total atribuible a participaciones no dominantes	(5)	2.459
<b>Resultado Global Total del ejercicio</b>	<b>140.402</b>	<b>157.689</b>

La memoria adjunta forma parte integrante de las cuentas anuales consolidadas

GRIFOLS, S.A. Y SOCIEDADES DEPENDIENTES

Estados de Flujos de Efectivo Consolidados  
para los ejercicios anuales terminados en 31 de diciembre de 2011 y 2010

(Expresados en miles euros)

	31/12/11	31/12/10
<b>Flujos de efectivo de actividades de explotación</b>		
Resultado antes de impuestos	80.023	157.784
Ajustes del resultado	313.915	92.351
Dotaciones amortizaciones de inmovilizado (notas 8 y 9)	90.639	45.776
Otros ajustes del resultado:	223.276	46.575
(Beneficio) / pérdida de sociedades puestas en equivalencia (nota 10)	1.064	879
Diferencias de cambio	3.447	(1.616)
Deterioro de activos y dotaciones netas de provisiones	23.806	913
(Beneficio) / pérdida en la enajenación de inmovilizado	19.366	(276)
Subvenciones imputadas al resultado (nota 20)	(1.304)	(728)
Gastos / Ingresos financieros	180.567	47.442
Otros ajustes al resultado	(3.670)	(39)
Cambios en el capital corriente	(51.279)	(78.767)
Variación de existencias	6.909	(18.306)
Variación de deudores y otras cuentas a cobrar	(54.142)	(23.546)
Variación de otros activos financieros corrientes y otros activos corrientes	9.321	(73.022)
Variación de acreedores a corto plazo y otras cuentas a pagar	(13.367)	36.107
Otros flujos de las actividades de explotación:	(122.431)	(67.116)
Pagos de intereses	(139.883)	(40.129)
Cobros de intereses	3.582	5.436
Cobros/ (Pagos) por impuesto sobre beneficios	13.870	(32.423)
<b>Efectivo neto de actividades de explotación</b>	<b>220.228</b>	<b>104.252</b>
<b>Flujos de efectivo de actividades de inversión</b>		
Pagos por inversiones:	(1.784.464)	(108.588)
Empresas del grupo y unidades de negocio (nota 3)	(1.624.869)	(1.474)
Inmovilizado material e intangible	(159.899)	(103.402)
Inmovilizado material	(137.200)	(86.800)
Inmovilizado inmaterial	(22.699)	(16.602)
Otros activos financieros	304	(3.712)
Cobros por desinversiones:	165.738	4.532
Inmovilizado material	160.266	3.911
Empresas asociadas (nota 2 ( c))	5.472	621
<b>Efectivo neto de actividades de inversión</b>	<b>(1.618.726)</b>	<b>(104.056)</b>
<b>Flujos de efectivo de actividades de financiación</b>		
Cobros y pagos por instrumentos de patrimonio:	(2.830)	(1.250)
Emisión	(2.830)	0
Adquisición de acciones propias (nota 17 ( e))	0	(1.250)
Cobros y (pagos) por instrumentos de pasivo financiero	1.762.550	(1.066)
Emisión	2.994.741	118.238
Devolución y amortización	(1.232.191)	(119.304)
Pagos por dividendos y remuneraciones de otros instrumentos de patrimonio	0	(27.282)
Otros flujos de efectivo de actividades de financiación	(284.748)	323
Gastos a distribuir de los instrumentos financieros derivados de la adquisición de Talecris	(285.088)	0
Otros cobros de actividades de financiación	340	323
<b>Efectivo neto de actividades de financiación</b>	<b>1.474.972</b>	<b>(29.275)</b>
<b>Efecto de las variaciones de los tipos de cambio en el efectivo</b>	<b>24.463</b>	<b>19.356</b>
<b>Aumento neto de efectivo y otros medios equivalentes</b>	<b>100.937</b>	<b>(9.723)</b>
<b>Efectivo y otros medios líquidos al inicio del ejercicio</b>	<b>239.649</b>	<b>249.372</b>
<b>Efectivo y otros medios líquidos al cierre del ejercicio</b>	<b>340.586</b>	<b>239.649</b>

La memoria adjunta forma parte integrante de las cuentas anuales consolidadas

## GRIFOLS, S.A. Y SOCIEDADES DEPENDIENTES

Balances Consolidados  
a 31 de diciembre de 2012 y 2011  
(Expresados en miles de euros)

Activo	31/12/12	31/12/11
<b>Activos no corrientes</b>		
Inmovilizado intangible		
Fondo de comercio (nota 7)	1.869.899	1.895.101
Otros activos intangibles (nota 8)	969.095	1.008.307
Total inmovilizado intangible	2.838.994	2.903.408
Inmovilizado material (nota 9)	810.107	775.869
Inversiones contabilizadas por el método de la participación (nota 10)	2.566	1.001
Activos financieros no corrientes (nota 11)	16.526	12.401
Activos por impuestos diferidos (notas 2 (a) y 29)	24.717	18.106
Total activos no corrientes	3.692.910	3.710.785
<b>Activos corrientes</b>		
Existencias (nota 12)	998.644	1.030.341
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar		
Clientes por ventas y prestaciones de servicios	366.022	408.263
Otros deudores	43.833	108.616
Activos por impuesto corrientes	37.318	15.110
Total deudores comerciales y otras cuentas a cobrar (nota 13)	447.173	531.989
Otros activos financieros corrientes (nota 14)	460	16.904
Otros activos corrientes (nota 15)	14.960	9.395
Efectivo y otros medios líquidos equivalentes (nota 16)	473.327	340.586
Total activos corrientes	1.934.564	1.929.215
<b>Total activo</b>	<b>5.627.474</b>	<b>5.640.000</b>



GRIFOLS, S.A. Y SOCIEDADES DEPENDIENTES

Balances Consolidados  
a 31 de diciembre de 2012 y 2011  
(Expresados en miles de euros)

Patrimonio neto y Pasivo	31/12/12	31/12/11
<b>Patrimonio neto</b>		
Capital suscrito	117.882	117.882
Prima de emisión	890.355	890.355
Reservas		
Reservas acumuladas	571.268	518.775
Otras reservas	48.876	49.499
Total Reservas	620.144	568.274
Acciones Propias	(3.060)	(1.927)
Resultado del ejercicio atribuido a la sociedad dominante	256.686	50.307
Total Fondos propios	1.882.007	1.624.891
Cobertura de flujos de efectivo	(33.036)	(21.184)
Diferencias de conversión	27.797	58.800
Otro resultado global	(5.239)	37.616
Patrimonio atribuido a la sociedad dominante (nota 17)	1.876.768	1.662.507
Participaciones no dominantes (nota 19)	3.973	2.487
<b>Total patrimonio neto</b>	<b>1.880.741</b>	<b>1.664.994</b>
<b>Pasivo</b>		
<b>Pasivos no corrientes</b>		
Subvenciones (nota 20)	5.855	1.366
Provisiones (nota 21)	3.348	11.052
Pasivos financieros no corrientes		
Deudas con entidades de crédito y obligaciones u otros valores negociables	2.585.988	2.809.225
Otros pasivos financieros	104.831	136.563
Total pasivos financieros no corrientes (nota 22)	2.690.819	2.945.788
Pasivos por impuestos diferidos (notas 2 (a) y 29)	453.846	370.723
<b>Total pasivos no corrientes</b>	<b>3.153.868</b>	<b>3.328.929</b>
<b>Pasivos corrientes</b>		
Provisiones (nota 21)	55.139	81.112
Pasivos financieros corrientes		
Deudas con entidades de crédito y obligaciones u otros valores negociables	189.335	147.789
Otros pasivos financieros	6.243	14.507
Total pasivos financieros corrientes (nota 22)	195.578	162.296
Deudas con empresas asociadas (nota 33)	2.668	2.435
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar		
Proveedores	228.405	280.722
Otros acreedores	27.357	27.335
Pasivos por impuesto corriente	5.679	4.691
Total acreedores comerciales y otras cuentas a pagar (nota 23)	261.441	312.748
Otros pasivos corrientes (nota 24)	78.039	87.486
<b>Total pasivos corrientes</b>	<b>592.865</b>	<b>646.077</b>
<b>Total pasivo</b>	<b>3.746.733</b>	<b>3.975.006</b>
<b>Total patrimonio neto y pasivo</b>	<b>5.627.474</b>	<b>5.640.000</b>

## GRIFOLS, S.A. Y SOCIEDADES DEPENDIENTES

Cuentas de Pérdidas y Ganancias Consolidadas  
para los ejercicios anuales terminados en 31 de diciembre de 2012 y 2011

(Expresadas en miles euros)

	31/12/12	31/12/11
		(recapitulados) *
<b>Operaciones Continuas</b>		
Importe neto de la cifra de negocios (nota 25)	2.620.944	1.795.613
Coste de la venta	(1.291.345)	(968.133)
<b>Beneficio Bruto</b>	<b>1.329.599</b>	<b>827.480</b>
Investigación y Desarrollo	(124.443)	(89.360)
Gastos de distribución, generales y administrativos	(545.072)	(459.259)
<b>Gastos Operacionales</b>	<b>(669.515)</b>	<b>(548.619)</b>
<b>Resultado de Explotación</b>	<b>660.084</b>	<b>278.861</b>
Ingresos financieros	1.677	5.761
Gastos financieros	(284.117)	(200.562)
Variación de valor razonable en instrumentos financieros	13.013	1.279
Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros	2.107	(805)
Diferencias de cambio	(3.409)	(3.447)
<b>Resultado financiero (nota 28)</b>	<b>(270.729)</b>	<b>(197.774)</b>
Resultado de entidades valoradas por el método de la participación (nota 10)	(1.407)	(1.064)
<b>Resultado antes de impuestos de las actividades continuadas</b>	<b>387.948</b>	<b>80.023</b>
Gasto por impuesto sobre las ganancias (nota 29)	(132.571)	(29.795)
<b>Resultado después de impuestos de las actividades continuadas</b>	<b>255.377</b>	<b>50.228</b>
<b>Resultado consolidado del ejercicio</b>	<b>255.377</b>	<b>50.228</b>
Resultado atribuible a la sociedad dominante	256.686	50.307
Resultado atribuible a participaciones no dominantes (nota 19)	(1.309)	(79)
<b>Beneficio por acción (básicas) (euros) (ver nota 18)</b>	<b>0,75</b>	<b>0,16</b>
<b>Beneficio por acción (diluidas) (euros) (ver nota 18)</b>	<b>0,75</b>	<b>0,16</b>

## GRIFOLS, S.A. Y SOCIEDADES DEPENDIENTES

Estados del Resultado Global Consolidados  
para los ejercicios anuales terminados en 31 de diciembre de 2012 y 2011

(Expresadas en miles euros)

	31/12/12	31/12/11
<b>Resultado Consolidado del ejercicio</b>	255.377	50.228
<b>Ingresos y gastos generados en el ejercicio</b>		
Por coberturas de flujos de efectivo (nota 17 (g) y 32)	(15.956)	(21.184)
Coberturas de flujos de efectivo	(25.140)	(33.871)
Efecto fiscal	9.184	12.687
Diferencias de conversión	(31.016)	109.607
<b>Ingresos y gastos generados en el ejercicio</b>	<b>(46.972)</b>	<b>88.423</b>
<b>Transferencias a resultados:</b>		
Por coberturas de flujos de efectivo (nota 17 (g) y 32)	4.104	1.751
Coberturas de flujos de efectivo	6.300	2.870
Efecto fiscal	(2.196)	(1.119)
<b>Transferencias a resultados:</b>	<b>4.104</b>	<b>1.751</b>
<b>Resultado Global Total del ejercicio</b>	<b>212.509</b>	<b>140.402</b>
Resultado global total atribuible a la sociedad dominante	213.831	140.407
Resultado global total atribuible a participaciones no dominantes	(1.322)	(5)
<b>Resultado Global Total del ejercicio</b>	<b>212.509</b>	<b>140.402</b>

GRIFOLS, S.A. Y SOCIEDADES DEPENDIENTES

Estados de Flujos de Efectivo Consolidados  
para los ejercicios anuales terminados en 31 de diciembre de 2012 y 2011

(Expresados en miles euros)

	31/12/12	31/12/11
<b>Flujos de efectivo de actividades de explotación</b>		
Resultado antes de impuestos	387.948	80.023
<b>Ajustes del resultado</b>	<b>400.950</b>	<b>313.915</b>
Dotaciones amortizaciones de inmovilizado (nota 27)	129.126	90.639
Otros ajustes del resultado:	271.824	223.276
(Beneficio) / pérdida de sociedades puestas en equivalencia (nota 10)	1.407	1.064
Diferencias de cambio	3.409	3.447
Deterioro de activos y dotaciones netas de provisiones	8.104	23.806
(Beneficio) / pérdida en la enajenación de inmovilizado	12.542	19.366
Subvenciones imputadas al resultado (nota 20)	(930)	(1.304)
Gastos / Ingresos financieros	258.060	180.567
Otros ajustes al resultado	(10.768)	(3.670)
<b>Cambios en el capital corriente</b>	<b>(43.617)</b>	<b>(51.279)</b>
Variación de existencias	14.509	6.909
Variación de deudores y otros cuentas a cobrar	44.258	(54.142)
Variación de otros activos financieros corrientes y otros activos corrientes	(5.645)	9.321
Variación de acreedores a corto plazo y otros cuentas a pagar	(96.739)	(13.367)
<b>Otros flujos de las actividades de explotación:</b>	<b>(238.163)</b>	<b>(122.431)</b>
Pagos de intereses	(180.539)	(139.883)
Cobros de intereses	2.923	3.582
Cobros/ (Pagos) por impuesto sobre beneficios	(60.547)	13.870
<b>Efectivo neto de actividades de explotación</b>	<b>507.118</b>	<b>220.228</b>
<b>Flujos de efectivo de actividades de inversión</b>		
Pagos por inversiones:	(177.195)	(1.784.464)
Empresas del grupo y unidades de negocio (nota 3 y 2 (c))	(11.067)	(1.624.869)
Inmovilizado material e intangible	(166.128)	(159.899)
Inmovilizado material	(146.028)	(137.200)
Inmovilizado inmaterial	(20.100)	(22.699)
Otros activos financieros	0	304
Cobros por desinversiones:	112.760	165.738
Inmovilizado material	79.896	160.266
Empresas asociadas	1.883	5.472
Otros activos financieros	30.981	0
<b>Efectivo neto de actividades de inversión</b>	<b>(64.435)</b>	<b>(1.618.726)</b>
<b>Flujos de efectivo de actividades de financiación</b>		
Cobros y pagos por instrumentos de patrimonio:	(9)	(2.830)
Emisión	0	(2.830)
Adquisición de acciones propias (nota 17 (e))	(5.194)	0
Enajenación de acciones propias	5.185	0
Cobros y (pagos) por instrumentos de pasivo financiero	(255.569)	1.762.550
Emisión	25.727	2.994.741
Devolución y amortización	(281.296)	(1.232.191)
Pagos por dividendos y remuneraciones de otros instrumentos de patrimonio	0	0
Otros flujos de efectivo de actividades de financiación	(49.752)	(284.748)
Costes de financiación incluidos en el coste amortizado de la deuda	(43.752)	(285.088)
Otros cobros de actividades de financiación	(6.000)	340
<b>Efectivo neto de actividades de financiación</b>	<b>(305.330)</b>	<b>1.474.972</b>
<b>Efecto de las variaciones de los tipos de cambio en el efectivo</b>	<b>(4.612)</b>	<b>24.463</b>
Aumento neto de efectivo y otros medios equivalentes	132.741	100.937
Efectivo y otros medios líquidos al inicio del ejercicio	340.586	239.649
<b>Efectivo y otros medios líquidos al cierre del ejercicio</b>	<b>473.327</b>	<b>340.586</b>

La memoria adjunta forma parte integrante de las cuentas anuales consolidadas

## GRIFOLS, S.A. Y SOCIEDADES DEPENDIENTES

Balances Consolidados  
a 31 de diciembre de 2013 y 2012  
(Expresados en miles de euros)

Activo	31/12/13	31/12/12
Fondo de comercio (nota 7)	1.829.141	1.869.899
Otros activos intangibles (nota 8)	946.435	969.095
Inmovilizado material (nota 9)	840.238	810.107
Inversiones contabilizadas por el método de la participación (nota 10)	35.765	2.566
Activos financieros no corrientes (nota 11)	15.196	16.526
Activos por impuestos diferidos (nota 28)	34.601	24.717
<b>Total activos no corrientes</b>	<b>3.701.376</b>	<b>3.692.910</b>
Existencias (nota 12)	946.913	998.644
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar		
Clientes por ventas y prestaciones de servicios	385.537	366.022
Otros deudores	36.511	43.833
Activos por impuesto corrientes	43.533	37.318
<b>Total deudores comerciales y otras cuentas a cobrar (nota 13)</b>	<b>465.581</b>	<b>447.173</b>
Otros activos financieros corrientes (nota 11)	1.200	460
Otros activos corrientes (nota 14)	17.189	14.960
Efectivo y otros medios líquidos equivalentes (nota 15)	708.777	473.327
<b>Total activos corrientes</b>	<b>2.139.660</b>	<b>1.934.564</b>
<b>Total activo</b>	<b>5.841.036</b>	<b>5.627.474</b>

La memoria adjunta forma parte integrante de las cuentas anuales consolidadas

## GRIFOLS, S.A. Y SOCIEDADES DEPENDIENTES

Balances Consolidados  
a 31 de diciembre de 2013 y 2012  
(Expresados en miles de euros)

Patrimonio neto y Pasivo	31/12/13	31/12/12
Capital suscrito	119.604	117.882
Prima de emisión	910.728	890.355
Reservas	883.415	620.144
Acciones Propias	0	(3.060)
Dividendo a cuenta	(68.755)	0
Resultado del ejercicio atribuido a la sociedad dominante	345.551	256.686
<b>Total Fondos propios</b>	<b>2.190.543</b>	<b>1.882.007</b>
Cobertura de flujos de efectivo	(25.791)	(33.036)
Diferencias de conversión	(63.490)	27.797
Otro resultado global	(89.281)	(5.239)
<b>Patrimonio atribuido a la sociedad dominante (nota 16)</b>	<b>2.101.262</b>	<b>1.876.768</b>
Participaciones no dominantes (nota 18)	5.942	3.973
<b>Total patrimonio neto</b>	<b>2.107.204</b>	<b>1.880.741</b>
<b>Pasivo</b>		
Subvenciones (nota 19)	7.034	5.855
Provisiones (nota 20)	4.202	3.348
Pasivos financieros no corrientes (nota 21)	2.553.211	2.690.819
Pasivos por impuestos diferidos (nota 28)	454.089	453.846
<b>Total pasivos no corrientes</b>	<b>3.018.536</b>	<b>3.153.868</b>
Provisiones (nota 20)	51.459	55.139
Pasivos financieros corrientes (nota 21)	258.144	195.578
Deudas con empresas asociadas (nota 32)	2.683	2.668
Acreeedores comerciales y otras cuentas a pagar		
Proveedores	273.621	228.405
Otros acreedores	42.388	27.357
Pasivos por impuesto corriente	2.934	5.679
<b>Total acreedores comerciales y otras cuentas a pagar (nota 22)</b>	<b>318.943</b>	<b>261.441</b>
Otros pasivos corrientes (nota 23)	84.067	78.039
<b>Total pasivos corrientes</b>	<b>715.296</b>	<b>592.865</b>
<b>Total pasivo</b>	<b>3.733.832</b>	<b>3.746.733</b>
<b>Total patrimonio neto y pasivo</b>	<b>5.841.036</b>	<b>5.627.474</b>

La memoria adjunta forma parte integrante de las cuentas anuales consolidadas

## GRIFOLS, S.A. Y SOCIEDADES DEPENDIENTES

Cuentas de Pérdidas y Ganancias Consolidadas  
para los ejercicios anuales terminados en 31 de diciembre de 2013 y 2012

(Expresadas en miles euros)

	31/12/13	31/12/12
<b>Operaciones Continuada</b>		
Importe neto de la cifra de negocios (nota 24)	2.741.732	2.620.944
Coste de la venta	(1.323.880)	(1.291.345)
<b>Beneficio Bruto</b>	<b>1.417.852</b>	<b>1.329.599</b>
Investigación y Desarrollo	(123.271)	(124.443)
Gastos de distribución, generales y administrativos	(558.461)	(545.072)
<b>Gastos Operacionales</b>	<b>(681.732)</b>	<b>(669.515)</b>
<b>Resultado de Explotación</b>	<b>736.120</b>	<b>660.084</b>
Ingresos financieros	4.869	1.677
Gastos financieros	(239.991)	(284.117)
Variación de valor razonable en instrumentos financieros	(1.786)	13.013
Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros	792	2.107
Diferencias de cambio	(1.303)	(3.409)
<b>Resultado financiero (nota 27)</b>	<b>(237.419)</b>	<b>(270.729)</b>
Resultado de entidades valoradas por el método de la participación (nota 10)	(1.165)	(1.407)
<b>Resultado antes de impuestos de las actividades continuadas</b>	<b>497.536</b>	<b>387.948</b>
Gasto por impuesto sobre las ganancias (nota 28)	(155.482)	(132.571)
<b>Resultado después de impuestos de las actividades continuadas</b>	<b>342.054</b>	<b>255.377</b>
<b>Resultado consolidado del ejercicio</b>	<b>342.054</b>	<b>255.377</b>
Resultado atribuible a la sociedad dominante	345.551	256.686
Resultado atribuible a participaciones no dominantes (nota 18)	(3.497)	(1.309)
<b>Ganancias por acción (básicas) (euros) (ver nota 17)</b>	<b>1,01</b>	<b>0,75</b>
<b>Ganancias por acción (diluidas) (euros) (ver nota 17)</b>	<b>1,01</b>	<b>0,75</b>

## GRIFOLS, S.A. Y SOCIEDADES DEPENDIENTES

Estados del Resultado Global Consolidados  
para los ejercicios anuales terminados en 31 de diciembre de 2013 y 2012

(Expresadas en miles euros)

	31/12/13	31/12/12
Resultado Consolidado del ejercicio	342.054	255.377
Otro resultado global		
Partidas que van a ser reclasificadas a resultados		
Diferencias de conversión de estados financieros de negocios en el extranjero	(91.610)	(31.016)
Participación en otro resultado global de las inversiones contabilizadas por el método de la participación (nota 10)	(359)	0
Coberturas de flujos de efectivo- parte efectiva de los cambios en el valor razonable	22.943	(25.140)
Coberturas de flujos de efectivo- transferencias a resultados	(11.471)	6.300
Efecto impositivo	(4.227)	6.988
Otro resultado global del ejercicio, neto de impuestos	<u>(84.724)</u>	<u>(42.868)</u>
Resultado Global Total del ejercicio	<u>257.330</u>	<u>212.509</u>
Resultado global total atribuible a la sociedad dominante	261.509	213.831
Resultado global total atribuible a participaciones no dominantes	(4.179)	(1.322)

La memoria adjunta forma parte integrante de las cuentas anuales consolidadas



## GRIFOLS, S.A. Y SOCIEDADES DEPENDIENTES

Estados de Flujos de Efectivo Consolidados  
para los ejercicios anuales terminados en 31 de diciembre de 2013 y 2012

(Expresados en miles euros)

	31/12/13	31/12/12
<b>Flujos de efectivo de actividades de explotación</b>		
Resultado antes de impuestos	497.536	387.948
Ajustes del resultado	347.853	400.950
Dotaciones amortizaciones de inmovilizado (nota 26)	128.469	129.126
Otros ajustes del resultado:	219.384	271.824
(Beneficio) / pérdida de sociedades puestas en equivalencia (nota 10)	1.165	1.407
Diferencias de cambio	1.303	3.409
Deterioro de activos y dotaciones netas de provisiones	4.611	8.104
(Beneficio) / pérdida en la enajenación de inmovilizado	4.689	12.542
Subvenciones imputadas al resultado (nota 19)	(1.130)	(930)
Gastos / Ingresos financieros	228.308	258.060
Otros ajustes al resultado	(19.562)	(10.768)
Cambios en el capital corriente	40.332	(43.617)
Variación de existencias	17.277	14.509
Variación de deudores y otras cuentas a cobrar	(35.694)	44.258
Variación de otros activos financieros corrientes y otros activos corrientes	(2.612)	(5.645)
Variación de acreedores a corto plazo y otras cuentas a pagar	61.361	(96.739)
Otros flujos de las actividades de explotación:	(293.710)	(238.163)
Pagos de intereses	(157.880)	(180.539)
Cobros de intereses	5.423	2.923
Cobros/ (Pagos) por impuesto sobre beneficios	(141.253)	(60.547)
<b>Efectivo neto de actividades de explotación</b>	<b>592.011</b>	<b>507.118</b>
<b>Flujos de efectivo de actividades de inversión</b>		
Pagos por inversiones:	(252.827)	(177.195)
Empresas del grupo y unidades de negocio (nota 2 y 2 (c))	(69.172)	(11.067)
Inmovilizado material e intangible	(172.849)	(166.128)
Inmovilizado material	(138.460)	(146.028)
Inmovilizado inmaterial	(34.389)	(20.100)
Otros activos financieros	(10.806)	-
Cobros por desinversiones:	16.793	112.760
Inmovilizado material	16.793	79.896
Empresas asociadas	-	1.883
Otros activos financieros	-	30.981
<b>Efectivo neto de actividades de inversión</b>	<b>(236.034)</b>	<b>(64.435)</b>
<b>Flujos de efectivo de actividades de financiación</b>		
Cobros y pagos por instrumentos de patrimonio:	35.221	(9)
Emisión	20.461	-
Adquisición de acciones propias (nota 16 (d))	(120.429)	(5.194)
Enajenación de acciones propias (nota 16 (d))	135.189	5.185
Cobros y (pagos) por instrumentos de pasivo financiero	(79.413)	(255.569)
Emisión	53.507	25.727
Devolución y amortización	(132.920)	(281.296)
Pagos por dividendos y remuneraciones de otros instrumentos de patrimonio	(69.138)	-
Dividendos pagados	(70.062)	-
Dividendos cobrados	924	-
Otros flujos de efectivo de actividades de financiación	8.184	(49.752)
Costes de financiación incluidos en el coste amortizado de la deuda	-	(43.752)
Otros cobros de actividades de financiación	8.184	(6.000)
<b>Efectivo neto de actividades de financiación</b>	<b>(105.146)</b>	<b>(305.330)</b>
<b>Efecto de las variaciones de los tipos de cambio en el efectivo</b>	<b>(15.381)</b>	<b>(4.612)</b>
Aumento neto de efectivo y otros medios equivalentes	235.450	132.741
Efectivo y otros medios líquidos al inicio del ejercicio	473.327	340.586
<b>Efectivo y otros medios líquidos al cierre del ejercicio</b>	<b>708.777</b>	<b>473.327</b>

## GRIFOLS, S.A. Y SOCIEDADES DEPENDIENTES

Balances Resumidos Consolidados  
a 30 de Junio de 2014 y 31 de Diciembre de 2013  
(Expresados en miles de Euros)

Activo	30/06/14	31/12/13
	(no auditado)	
<b>Activos no corrientes</b>		
Fondo de comercio (nota 6)	2.779.267	1.829.141
Otros activos intangibles (nota 7)	984.153	946.435
Inmovilizado material (nota 7)	999.201	840.238
Inversiones contabilizadas por el método de la participación	34.465	35.765
Activos financieros no corrientes	10.613	15.196
Activos por impuestos diferidos	55.991	34.601
<b>Total activos no corrientes</b>	<b>4.863.690</b>	<b>3.701.376</b>
<b>Activos corrientes</b>		
Existencias	1.031.422	946.913
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar		
Clientes por ventas y prestaciones de servicios (nota 8)	535.551	385.537
Otros deudores (nota 8)	51.767	36.511
Activos por impuesto corrientes	37.170	43.533
<b>Total deudores comerciales y otras cuentas a cobrar</b>	<b>624.488</b>	<b>465.581</b>
Otros activos financieros corrientes	350	1.200
Otros activos corrientes	19.242	17.189
Efectivo y otros medios líquidos equivalentes	736.904	708.777
<b>Total activos corrientes</b>	<b>2.412.406</b>	<b>2.139.660</b>
<b>Total activo</b>	<b>7.276.096</b>	<b>5.841.036</b>

## GRIFOLS, S.A. Y SOCIEDADES DEPENDIENTES

Balances Resumidos Consolidados  
a 30 de Junio de 2014 y 31 de Diciembre de 2013  
(Expresados en miles de Euros)

Patrimonio neto y Pasivo	30/06/14	31/12/13
	(no auditado)	
<b>Patrimonio Neto</b>		
Capital suscrito (nota 9)	119.604	119.604
Prima de emisión (nota 9)	910.728	910.728
Reservas (nota 9)	1.088.373	883.415
Acciones Propias (nota 9)	(44.360)	0
Dividendo a cuenta	0	(68.755)
Resultado del ejercicio atribuido a la sociedad dominante	224.835	345.551
Total Fondos propios	2.299.180	2.190.543
Cobertura de flujos de efectivo	(21.751)	(25.791)
Diferencias de conversión	(45.817)	(63.490)
Otro resultado global	(67.568)	(89.281)
Patrimonio atribuido a la sociedad dominante	2.231.612	2.101.262
Participaciones no dominantes	6.012	5.942
<b>Total patrimonio neto</b>	<b>2.237.624</b>	<b>2.107.204</b>
<b>Pasivo</b>		
<b>Pasivos no corrientes</b>		
Subvenciones	7.768	7.034
Provisiones	4.519	4.202
Pasivos financieros no corrientes (nota 10)	3.757.085	2.553.211
Pasivos por impuestos diferidos	472.107	454.089
<b>Total pasivos no corrientes</b>	<b>4.241.479</b>	<b>3.018.536</b>
<b>Pasivos corrientes</b>		
Provisiones	50.434	51.459
Pasivos financieros corrientes (nota 10)	182.620	258.144
Deudas con empresas asociadas	3.708	2.683
Acreeedores comerciales y otras cuentas a pagar		
Proveedores	370.755	273.621
Otros acreedores	52.905	42.388
Pasivos por impuesto corriente	50.417	2.934
Total acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	474.077	318.943
Otros pasivos corrientes	86.154	84.067
<b>Total pasivos corrientes</b>	<b>796.993</b>	<b>715.296</b>
<b>Total pasivo</b>	<b>5.038.472</b>	<b>3.733.832</b>
<b>Total patrimonio neto y pasivo</b>	<b>7.276.096</b>	<b>5.841.036</b>

Las notas condensadas forman parte integrante de estos estados financieros intermedios resumidos consolidados

GRIFOLS, S.A. Y SOCIEDADES DEPENDIENTES

Cuentas de Pérdidas y Ganancias Resumidas Consolidadas  
para los periodos de tres y seis meses terminados el 30 de junio de 2014 y 2013

(Expresadas en miles de Euros)

	Seis meses terminados el		Tres meses terminados el	
	30/06/14	30/06/13	30/06/14	30/06/13
	(no auditado)		(no auditado)	
<b>Operaciones Continuas</b>				
Importe neto de la cifra de negocios (nota 5)	1.610.780	1.380.841	812.782	697.143
Coste de la venta	(781.374)	(670.259)	(404.091)	(336.547)
<b>Margen Bruto</b>	<b>829.406</b>	<b>710.582</b>	<b>408.691</b>	<b>360.596</b>
Investigación y Desarrollo	(85.194)	(58.471)	(47.299)	(29.163)
Gastos de distribución, generales y administrativos	(326.878)	(271.748)	(167.922)	(138.474)
<b>Gastos Operacionales</b>	<b>(412.072)</b>	<b>(330.219)</b>	<b>(215.221)</b>	<b>(167.637)</b>
<b>Resultado de Explotación</b>	<b>417.334</b>	<b>380.363</b>	<b>193.470</b>	<b>192.959</b>
Ingresos financieros	1.285	3.460	529	1.373
Gastos financieros	(117.549)	(122.347)	(53.224)	(63.335)
Variación de valor razonable en instrumentos financieros	(8.923)	5.313	(4.104)	5.345
Diferencias de cambio	869	(5.198)	(605)	(309)
<b>Resultado financiero (nota 12)</b>	<b>(124.318)</b>	<b>(118.772)</b>	<b>(87.404)</b>	<b>(86.926)</b>
Resultado de entidades valoradas por el método de la participación	(3.443)	(1.313)	(1.863)	(1.043)
<b>Resultado antes de impuestos</b>	<b>289.573</b>	<b>260.278</b>	<b>134.203</b>	<b>134.990</b>
Gasto por impuesto sobre las ganancias (nota 13)	(66.602)	(79.843)	(30.867)	(44.102)
<b>Resultado después de impuestos de las actividades continuadas</b>	<b>222.971</b>	<b>180.435</b>	<b>103.336</b>	<b>90.888</b>
<b>Resultado consolidado del periodo</b>	<b>222.971</b>	<b>180.435</b>	<b>103.336</b>	<b>90.888</b>
Resultado atribuible a la sociedad dominante	224.835	182.800	103.862	91.798
Resultado atribuible a participaciones no dominantes	(1.864)	(2.365)	(526)	(910)
<b>Ganancias por acción (básicas) (euros)</b>	<b>0,65</b>	<b>0,54</b>	<b>0,30</b>	<b>0,27</b>
<b>Ganancias por acción (diluidas) (euros)</b>	<b>0,65</b>	<b>0,54</b>	<b>0,30</b>	<b>0,27</b>

Las notas condensadas forman parte integrante de estos estados financieros intermedios resumidos consolidados

## GRIFOLS, S.A. Y SOCIEDADES DEPENDIENTES

Estados del Resultado Global Resumidos Consolidados  
para los periodos de tres y seis meses terminados el 30 de junio de 2014 y 2013

(Expresadas en miles de Euros)

	Seis meses terminados el		Tres meses terminados el	
	30/06/14	30/06/13	30/06/14	30/06/13
	(no auditado)		(no auditado)	
<b>Resultado Consolidado del periodo</b>	<b>222.971</b>	<b>180.435</b>	<b>103.336</b>	<b>90.888</b>
<b>Otro resultado global</b>				
<b>Partidas que van a ser reclasificadas a resultados</b>				
Diferencias de conversión de estados financieros de negocios en el extranjero	17.896	8.769	23.086	(42.566)
Inversiones contabilizadas por el método de la participación	(29)	0	(34)	0
Coberturas de flujos de efectivo- parte efectiva de los cambios en el valor razonable	13.692	11.991	5.755	7.056
Coberturas de flujos de efectivo- transferencias a resultados	(8.590)	(3.018)	(4.313)	(690)
Efecto impositivo	(1.062)	(3.234)	(181)	(2.313)
<b>Otro resultado global del periodo, neto de impuestos</b>	<b>21.907</b>	<b>14.508</b>	<b>24.313</b>	<b>(38.513)</b>
<b>Resultado Global Total del periodo</b>	<b>244.878</b>	<b>194.943</b>	<b>127.649</b>	<b>52.375</b>
Resultado global total atribuible a la sociedad dominante	246.548	197.279	128.068	53.437
Resultado global total atribuible a participaciones no dominantes	(1.670)	(2.336)	(419)	(1.062)
<b>Resultado Global Total del periodo</b>	<b>244.878</b>	<b>194.943</b>	<b>127.649</b>	<b>52.375</b>

Las notas condensadas forman parte integrante de estos estados financieros intermedios resumidos consolidados

GRIFOLS, S.A. Y SOCIEDADES DEPENDIENTES

Estados de Flujos de Efectivo Resumidos Consolidados  
para los periodos de seis meses terminados el 30 de junio de 2014 y 2013

(Expresados en miles de Euros)

	30/06/14	30/06/13
	(no auditado)	
<b>Flujos de efectivo de actividades de explotación</b>		
Resultado antes de impuestos	289.573	260.278
<b>Ajustes del resultado</b>	<b>222.048</b>	<b>187.567</b>
Dotaciones amortizaciones de inmovilizado	90.862	64.209
Otros ajustes del resultado:	131.186	123.358
Pérdida de sociedades puestas en equivalencia	3.443	1.313
Diferencias de cambio	--	5.198
Dotaciones netas de provisiones	(25)	4.928
(Beneficio) / pérdida en la enajenación de inmovilizado	(305)	3.673
Subvenciones imputadas al resultado	(71)	(447)
Gastos / Ingresos financieros	121.728	107.593
Otros ajustes al resultado	6.416	1.100
<b>Cambios en el capital corriente</b>	<b>4.122</b>	<b>(29.666)</b>
Variación de existencias	(14.015)	13.071
Variación de deudores y otras cuentas a cobrar	(52.541)	(51.397)
Variación de otros activos financieros corrientes y otros activos corrientes	(439)	(588)
Variación de acreedores a corto plazo y otras cuentas a pagar	71.117	9.248
<b>Otros flujos de las actividades de explotación:</b>	<b>(115.228)</b>	<b>(137.918)</b>
Pagos de intereses	(97.439)	(77.949)
Cobros de intereses	1.342	2.214
Pagos por impuesto sobre beneficios	(19.131)	(62.183)
<b>Efectivo neto de actividades de explotación</b>	<b>400.515</b>	<b>280.261</b>
<b>Flujos de efectivo de actividades de inversión</b>		
Pagos por inversiones:	(1.357.211)	(109.138)
Empresas del grupo y unidades de negocio (nota 3)	(1.212.788)	(36.093)
Inmovilizado material e intangible	(143.178)	(69.352)
Inmovilizado material	(118.601)	(58.752)
Inmovilizado inmaterial	(24.577)	(10.600)
Otros activos financieros	(1.245)	(3.693)
Cobros por desinversiones en inmovilizado material	647	6.292
<b>Efectivo neto de actividades de inversión</b>	<b>(1.356.564)</b>	<b>(102.846)</b>
<b>Flujos de efectivo de actividades de financiación</b>		
Cobros y pagos por instrumentos de patrimonio:	(44.360)	(85.348)
Adquisición de acciones propias	(44.360)	(120.429)
Enajenación de acciones propias	--	35.081
Cobros por ampliación de capital	--	20.461
Cobros y (pagos) por instrumentos de pasivo financiero	1.273.749	(45.937)
Emisión	5.185.814	46.340
Devolución y amortización	(3.912.065)	(92.277)
Pagos por dividendos y remuneraciones de otros instrumentos de patrimonio	(70.063)	(69.138)
Dividendos pagados	(70.063)	(70.062)
Dividendos cobrados	--	924
Otros flujos de efectivo de actividades de financiación	(180.310)	6.107
Costes de financiación incluidos en el coste amortizado de la deuda	(183.252)	--
Otros cobros de actividades de financiación	2.942	6.107
<b>Efectivo neto de actividades de financiación</b>	<b>979.016</b>	<b>(173.855)</b>
<b>Efecto de las variaciones de los tipos de cambio en el efectivo</b>	<b>5.160</b>	<b>2.270</b>
Aumento neto de efectivo y otros medios equivalentes	28.127	5.830
Efectivo y otros medios líquidos al inicio del ejercicio	708.777	473.327
<b>Efectivo y otros medios líquidos al cierre del ejercicio</b>	<b>736.904</b>	<b>479.157</b>



VALORACIÓN DE EMPRESAS. CASO GRIFOLS.

26-6-13	27,00	20,65	30,75%
27-6-13	28,40	21,61	31,42%
28-6-13	28,20	21,71	29,89%
1-7-13	29,33	22,41	30,88%
2-7-13	29,46	22,56	30,59%
3-7-13	29,15	22,65	28,70%
4-7-13	29,56	22,75	29,94%
5-7-13	29,59	22,92	29,10%
8-7-13	30,24	23,11	30,83%
9-7-13	30,45	23,31	30,66%
10-7-13	30,37	23,17	31,07%
11-7-13	30,70	23,63	29,95%
12-7-13	30,85	23,83	29,46%
15-7-13	31,14	23,97	29,89%
16-7-13	30,72	23,71	29,57%
17-7-13	30,74	23,05	33,36%
18-7-13	31,04	23,39	32,71%
19-7-13	30,74	23,06	33,28%
22-7-13	30,94	23,55	31,38%
23-7-13	30,95	23,42	32,15%
24-7-13	31,22	23,40	33,40%
25-7-13	31,24	23,71	31,76%
26-7-13	31,20	23,76	31,31%
29-7-13	31,08	23,87	30,18%
30-7-13	31,54	24,00	31,42%
31-7-13	31,71	24,09	31,63%
1-8-13	32,76	24,70	32,61%
2-8-13	33,12	25,00	32,48%
5-8-13	32,70	24,72	32,26%
6-8-13	32,90	24,55	34,04%
7-8-13	32,61	24,31	34,14%
8-8-13	32,64	24,35	34,05%
9-8-13	32,46	24,60	31,96%
12-8-13	32,21	24,03	34,07%
13-8-13	32,00	24,07	32,95%
14-8-13	32,17	24,04	33,82%
15-8-13	31,75	23,59	34,59%
16-8-13	31,60	23,60	33,90%
19-8-13	31,50	23,76	32,55%
20-8-13	31,00	23,12	34,11%
21-8-13	30,85	23,42	31,73%
22-8-13	30,83	23,52	31,06%
23-8-13	31,00	23,50	31,91%
26-8-13	30,89	23,14	33,49%
27-8-13	29,92	23,20	28,97%
28-8-13	29,66	22,52	31,68%
29-8-13	30,69	23,14	32,63%
30-8-13	30,39	23,34	30,21%
2-9-13	30,25	23,01	31,46%
3-9-13	30,20	22,92	31,76%
4-9-13	30,08	23,13	30,03%
5-9-13	30,00	23,08	29,98%
6-9-13	30,47	23,53	29,49%



**VALORACIÓN DE EMPRESAS. CASO GRIFOLS.**

9-9-13	30,02	23,17	29,54%
10-9-13	30,63	23,40	30,90%
11-9-13	30,77	23,67	30,00%
12-9-13	30,90	23,40	32,08%
13-9-13	30,83	23,63	30,47%
16-9-13	31,20	23,60	32,23%
17-9-13	31,36	23,62	32,75%
18-9-13	31,54	23,67	33,25%
19-9-13	31,69	23,93	32,43%
20-9-13	31,81	24,04	32,30%
23-9-13	30,92	23,00	34,41%
24-9-13	30,81	23,13	33,20%
25-9-13	30,77	23,05	33,49%
26-9-13	30,43	23,02	32,20%
27-9-13	30,16	22,76	32,49%
30-9-13	30,35	22,68	33,85%
1-10-13	30,55	22,59	35,24%
2-10-13	30,15	22,64	33,17%
3-10-13	30,00	22,40	33,91%
4-10-13	29,86	22,29	33,94%
7-10-13	29,75	22,00	35,23%
8-10-13	29,56	22,06	34,00%
9-10-13	29,45	21,88	34,60%
10-10-13	29,10	21,47	35,55%
11-10-13	29,21	21,62	35,08%
14-10-13	29,02	21,56	34,60%
15-10-13	29,30	21,50	36,26%
16-10-13	29,34	21,53	36,27%
17-10-13	30,12	22,67	32,84%
18-10-13	29,05	22,00	32,05%
21-10-13	29,29	22,20	31,91%
22-10-13	29,10	22,00	32,27%
23-10-13	28,38	21,63	31,18%
24-10-13	28,96	21,93	32,03%
25-10-13	29,04	21,81	33,15%
28-10-13	29,41	21,90	34,27%
29-10-13	29,39	21,80	34,82%
30-10-13	29,84	22,00	35,64%
31-10-13	30,21	22,10	36,67%
1-11-13	29,75	22,25	33,71%
4-11-13	30,30	22,45	34,94%
5-11-13	30,97	22,60	37,01%
6-11-13	30,99	22,65	36,80%
7-11-13	31,04	22,60	37,35%
8-11-13	30,96	22,50	37,58%
11-11-13	32,36	23,49	37,79%
12-11-13	32,35	23,57	37,23%
13-11-13	31,85	23,28	36,81%
14-11-13	32,62	23,78	37,17%
15-11-13	32,56	24,19	34,58%
18-11-13	32,56	24,30	33,99%
19-11-13	31,94	23,90	33,62%
20-11-13	31,70	23,85	32,89%

**VALORACIÓN DE EMPRESAS. CASO GRIFOLS.**

21-11-13	32,08	24,24	32,35%
22-11-13	32,53	24,65	31,95%
25-11-13	32,96	24,91	32,32%
26-11-13	32,90	24,71	33,14%
27-11-13	33,39	25,02	33,48%
28-11-13	33,84	25,49	32,76%
29-11-13	33,66	25,12	34,00%
2-12-13	33,52	25,17	33,17%
3-12-13	33,01	24,75	33,35%
4-12-13	32,82	24,55	33,71%
5-12-13	32,61	24,70	32,00%
6-12-13	32,27	24,29	32,83%
9-12-13	32,97	24,40	35,10%
10-12-13	32,76	24,64	32,98%
11-12-13	33,06	24,81	33,28%
12-12-13	32,64	24,68	32,28%
13-12-13	32,69	24,74	32,14%
16-12-13	32,72	24,90	31,39%
17-12-13	32,88	24,97	31,70%
18-12-13	33,20	25,20	31,73%
19-12-13	34,17	25,70	32,94%
20-12-13	33,72	25,90	30,17%
23-12-13	34,43	26,15	31,66%
24-12-13	34,68	26,36	31,56%
27-12-13	34,71	26,30	32,00%
30-12-13	34,77	26,22	32,61%
31-12-13	34,77	25,89	34,31%
2-1-14	34,13	25,81	32,24%
3-1-14	34,55	25,95	33,17%
6-1-14	35,31	26,43	33,58%
7-1-14	35,44	26,49	33,77%
8-1-14	36,01	26,93	33,70%
9-1-14	37,29	28,15	32,45%
10-1-14	37,25	28,17	32,24%
13-1-14	37,94	29,02	30,72%
14-1-14	38,01	28,88	31,60%
15-1-14	38,18	29,12	31,12%
16-1-14	38,35	29,24	31,16%
17-1-14	38,20	28,82	32,55%
20-1-14	38,32	28,97	32,27%
21-1-14	38,23	28,87	32,42%
22-1-14	38,57	28,76	34,09%
23-1-14	38,60	29,02	32,99%
24-1-14	37,80	28,45	32,86%
27-1-14	36,81	27,48	33,95%
28-1-14	37,50	28,18	33,06%
29-1-14	37,81	28,46	32,86%
30-1-14	38,01	28,62	32,81%
31-1-14	38,45	29,40	30,77%
3-2-14	38,04	28,82	31,99%
4-2-14	37,56	28,45	32,04%
5-2-14	36,04	27,17	32,65%
6-2-14	37,20	27,83	33,69%

VALORACIÓN DE EMPRESAS. CASO GRIFOLS.

7-2-14	38,21	28,95	31,99%
10-2-14	38,33	28,90	32,63%
11-2-14	39,19	29,30	33,75%
12-2-14	38,94	29,50	32,00%
13-2-14	39,43	29,30	34,57%
14-2-14	39,32	29,27	34,34%
17-2-14	39,14	29,49	32,72%
18-2-14	39,35	29,25	34,53%
19-2-14	38,81	28,90	34,27%
20-2-14	38,91	28,90	34,62%
21-2-14	39,07	29,18	33,88%
24-2-14	39,70	29,28	35,61%
25-2-14	40,45	29,95	35,04%
26-2-14	40,12	29,84	34,43%
27-2-14	40,48	29,90	35,38%
28-2-14	41,30	30,71	34,48%
3-3-14	39,31	29,46	33,42%
4-3-14	40,91	30,20	35,45%
5-3-14	41,00	30,20	35,76%
6-3-14	41,87	30,82	35,84%
7-3-14	41,41	30,95	33,78%
10-3-14	40,93	30,54	34,03%
11-3-14	41,20	30,96	33,06%
12-3-14	40,99	30,75	33,32%
13-3-14	40,02	30,35	31,86%
14-3-14	39,43	29,25	34,80%
17-3-14	40,79	30,48	33,85%
18-3-14	40,98	30,15	35,90%
19-3-14	40,76	30,60	33,19%
20-3-14	40,67	30,81	32,00%
21-3-14	40,28	30,15	33,58%
24-3-14	38,95	29,00	34,31%
25-3-14	39,60	29,45	34,47%
26-3-14	40,23	30,01	34,06%
27-3-14	39,74	29,93	32,78%
28-3-14	39,87	29,75	34,00%
31-3-14	39,78	29,85	33,25%
1-4-14	40,26	30,25	33,09%
2-4-14	40,88	30,95	32,08%
3-4-14	40,78	30,47	33,84%
4-4-14	40,49	29,98	35,06%
7-4-14	40,61	29,96	35,53%
8-4-14	38,66	28,97	33,45%
9-4-14	38,19	28,92	32,04%
10-4-14	37,56	28,35	32,49%
11-4-14	36,80	27,76	32,56%
14-4-14	36,30	27,60	31,52%
15-4-14	35,78	26,75	33,74%
16-4-14	36,41	27,39	32,94%
17-4-14	36,78	27,90	31,83%
22-4-14	37,93	28,58	32,72%
23-4-14	38,30	29,05	31,84%
24-4-14	38,25	29,00	31,90%

**VALORACIÓN DE EMPRESAS. CASO GRIFOLS.**

25-4-14	38,00	29,00	31,03%
28-4-14	38,00	29,00	31,03%
29-4-14	38,25	29,35	30,32%
30-4-14	38,50	29,60	30,07%
2-5-14	38,61	29,75	29,78%
5-5-14	38,71	30,21	28,12%
6-5-14	38,79	29,47	31,61%
7-5-14	38,13	29,11	30,99%
8-5-14	38,14	29,20	30,62%
9-5-14	38,30	28,95	32,32%
12-5-14	39,09	29,86	30,91%
13-5-14	39,38	30,05	31,03%
14-5-14	39,21	30,47	28,69%
15-5-14	38,29	30,00	27,63%
16-5-14	38,77	29,71	30,48%
19-5-14	39,16	30,15	29,91%
20-5-14	39,77	30,86	28,87%
21-5-14	39,62	30,87	28,33%
22-5-14	39,33	30,81	27,65%
23-5-14	38,99	30,45	28,03%
26-5-14	39,63	30,84	28,50%
27-5-14	39,53	30,73	28,64%
28-5-14	39,92	30,76	29,76%
29-5-14	39,83	30,76	29,49%
30-5-14	39,75	30,40	30,76%
2-6-14	39,75	30,83	28,93%
3-6-14	39,00	30,69	27,06%
4-6-14	40,01	31,63	26,48%
5-6-14	39,64	31,43	26,12%
6-6-14	40,12	31,94	25,59%
9-6-14	41,88	33,55	24,83%
10-6-14	42,41	34,14	24,24%
11-6-14	41,92	33,90	23,66%
12-6-14	41,80	33,64	24,26%
13-6-14	41,77	32,76	27,49%
16-6-14	41,79	32,92	26,96%
17-6-14	41,96	33,55	25,09%
18-6-14	42,00	33,45	25,56%
19-6-14	41,84	33,19	26,06%
20-6-14	42,00	32,98	27,35%
23-6-14	41,38	32,23	28,41%
24-6-14	41,62	32,45	28,26%
25-6-14	40,35	32,00	26,09%
26-6-14	39,86	31,70	25,74%
27-6-14	40,00	32,04	24,84%
30-6-14	39,92	31,85	25,32%
1-7-14	40,00	32,10	24,61%
2-7-14	39,98	32,60	22,64%
3-7-14	40,13	32,18	24,70%
4-7-14	39,95	32,10	24,47%
7-7-14	39,70	31,63	25,51%
8-7-14	38,42	30,16	27,37%
9-7-14	38,38	29,76	28,97%

VALORACIÓN DE EMPRESAS. CASO GRIFOLS.

10-7-14	38,37	29,82	28,67%
11-7-14	38,27	30,22	26,64%
14-7-14	38,57	31,39	22,86%
15-7-14	38,35	31,39	22,19%
16-7-14	38,68	31,10	24,39%
17-7-14	38,65	30,77	25,59%
18-7-14	37,73	30,32	24,42%
21-7-14	37,51	30,30	23,80%
22-7-14	38,74	31,00	24,97%
23-7-14	38,23	31,01	23,27%
24-7-14	38,80	31,38	23,65%
25-7-14	38,97	31,01	25,65%
28-7-14	38,90	31,69	22,77%
29-7-14	39,21	31,63	23,96%
30-7-14	39,31	31,56	24,56%
31-7-14	33,82	28,01	20,74%
1-8-14	33,45	27,18	23,07%
4-8-14	34,00	27,44	23,89%
5-8-14	33,33	27,29	22,11%
6-8-14	32,77	27,15	20,68%
7-8-14	31,94	26,81	19,12%
8-8-14	32,32	26,83	20,44%
11-8-14	32,80	26,95	21,71%
12-8-14	32,48	26,38	23,12%
13-8-14	32,98	26,51	24,39%
14-8-14	33,05	26,62	24,14%
15-8-14	32,21	26,59	21,12%
18-8-14	32,86	26,98	21,78%
19-8-14	33,21	27,51	20,70%
20-8-14	33,96	28,34	19,83%
21-8-14	34,18	28,78	18,75%
22-8-14	34,71	29,25	18,65%
25-8-14	35,48	29,89	18,70%
26-8-14	35,57	29,78	19,44%
27-8-14	35,60	30,06	18,45%
28-8-14	35,50	30,13	17,83%
29-8-14	35,43	30,09	17,75%
1-9-14	35,46	30,37	16,78%