

Trabajo Fin de Grado

La información consolidada, Análisis y valoración:
GRIFOLS, S.A.

The consolidated information, analysis and
assessment: GRIFOLS, S.A.

Autora:

Mónica Maza Peón

Directora:

M^a Pilar Blasco Burriel

Facultad de Economía y Empresa

Año 2023/2024

Resumen: El trabajo realizado se enfoca en un análisis de las cuentas consolidadas de Grifols desde 2017 hasta 2023, con el objetivo de comprender la evolución de las principales masas patrimoniales y los indicadores financieros en un contexto marcado por adquisiciones, desinversiones y la pandemia de COVID-19. La elección de este periodo específico se debe a la necesidad de evaluar cómo estos eventos han impactado en la estructura financiera y el desempeño económico de la compañía. Además, se considera la influencia del informe emitido por Gotham City Research, el cual cuestiona la transparencia de las operaciones de Grifols a partir de 2018, particularmente en relación con la compra y venta de dos empresas, BPC Plasma y Haema. Este trabajo se estructura en torno a diferentes aspectos, incluyendo un análisis del sector farmacéutico, la historia y aproximación al problema actual de Grifols, claves del informe de Gotham City Research, la estructura del grupo, análisis patrimonial, financiero y económico, y finalmente, conclusiones basadas en los hallazgos obtenidos.

Palabras Clave: Grupo de empresas, información consolidada, sector farmacéutico, informe Gotham City Research.

Abstract: The study carried out focuses on an analysis of Grifols' consolidated accounts from 2017 to 2023, with the aim of understanding the evolution of the main equity masses and financial indicators in a context marked by acquisitions, divestments and the COVID-19 pandemic. The choice of this specific period is due to the need to assess how these events have impacted the company's financial structure and economic performance. In addition, the influence of the report issued by Gotham City Research, which questions the transparency of Grifols' operations as of 2018, particularly related to the purchase and sale of two companies, BPC Plasma and Haema, is considered. This paper is structured around different aspects, including an analysis of the pharmaceutical sector, the history and approach to the current problem of Grifols, keys to the Gotham City Research report, the structure of the group, equity, financial and economic analysis, and finally, conclusions based on the findings obtained.

Key words: Group of companies, consolidated information, pharmaceutical sector, Gotham City Research's inform.

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN	4
2. PRESENTACIÓN DEL GRUPO ANALIZADO: GRIFOLS.....	5
2.1 Análisis del sector.....	5
2.2. Estructura del grupo.....	6
2.3. Historia y aproximación al problema actual	9
2.4. Claves del Informe de Gotham City Research	11
3. ANÁLISIS PATRIMONIAL	13
3.1. Estructura del activo	14
3.2. Estructura de la financiación	16
3.3. Evolución de las masas patrimoniales	18
3.4. Evolución de las partidas específicas de la consolidación.....	22
4. ANÁLISIS FINANCIERO.....	25
4.1. Situación financiera a corto plazo	25
Fondo de maniobra.....	25
Liquidez.....	26
Tesorería	28
Variación de la situación financiera a corto plazo.	30
4.2 Situación financiera a largo plazo	31
Solvencia	31
Endeudamiento	32
Cobertura	35
5. ANÁLISIS ECONÓMICO.....	38
5.1. Evolución de la cifra de negocio.....	38
5.2. Rentabilidad económica	39
5.3. Rentabilidad financiera.....	40
6. CONCLUSIONES.....	43
BIBLIOGRAFÍA.....	45
ANEXOS.....	46

1. INTRODUCCIÓN

La industria farmacéutica y hospitalaria en España es uno de los sectores más relevantes de la economía española, posicionando al país en una situación competitiva frente al resto de países a escala mundial. No es alto el número de empresas que compiten en el sector, pero sí la intensidad competitiva de las mismas.

Dentro de este sector, Grifols S.A. se destaca como una de las principales compañías, con una trayectoria sólida y un impacto significativo a nivel global. Este trabajo de fin de grado se centra en el análisis y valoración de las cuentas consolidadas de Grifols desde el año 2017 hasta el 2023, con el objetivo de proporcionar una visión detallada de su evolución financiera y operativa.

El motivo que me ha llevado a elegir este tema es la reciente ofensiva iniciada por la estadounidense Gotham City Research al emitir su informe " Grifols SA: Scranton y las deudas no reveladas ", que puso en tela de juicio la situación financiera y la transparencia de la compañía. Este informe ha generado una notable controversia y ha sido un punto de inflexión en la percepción pública y en la gestión interna de la empresa.

La elección de este periodo específico responde al cuestionamiento que el informe realiza sobre la transparencia de las operaciones de Grifols a partir de 2018, por lo que se ha querido comparar las cuentas antes y después de esta operación y otras mencionadas en el informe.

El trabajo se estructura en cinco partes. En primer lugar, se presenta al grupo Grifols, incluyendo un análisis del sector, la estructura del grupo y su historia, así como una aproximación al problema actual derivado del informe de Gotham City Research.

A continuación, se encuentran los tres bloques de análisis: patrimonial, financiero y económico. En el análisis patrimonial, se examinan la estructura del activo y de la financiación, así como la evolución de las masas patrimoniales, prestando especial atención a las partidas específicas de la consolidación; en el análisis financiero se estudia la situación a corto y largo plazo. Por último, el análisis económico aborda la evolución de la cifra de negocios, la rentabilidad económica y la rentabilidad financiera.

El trabajo concluye con una síntesis de los hallazgos y, a la luz de los mismos, una valoración de la evolución del precio de cotización de las acciones de Grifols, S.A.

2. PRESENTACIÓN DEL GRUPO ANALIZADO: GRIFOLS.

2.1 Análisis del sector.

Grifols forma parte del sector farmacéutico y hospitalario español. En concreto, Grifols desempeña una doble función en el panorama económico español: por un lado, su empresa matriz, Grifols, SA, actúa como holding bajo el código 6420 "Actividades de las sociedades holding", y por otro, a través de sus dependientes, sitúa su actividad en la clasificación CNAE 21 "Fabricación de productos farmacéuticos".¹

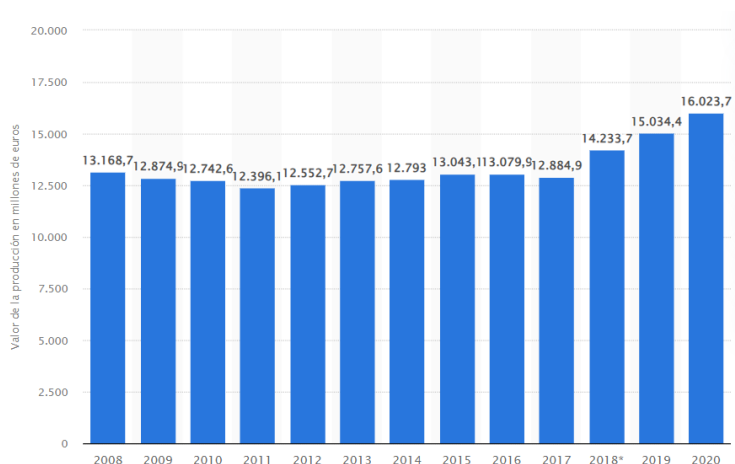
Así, la empresa se integra en el sector farmacéutico de España, siendo este sector uno de los principales activos de la economía española, llegando a generar ingresos que superiores a los 20.000 millones de euros. De hecho, España es el noveno mercado farmacéutico más grande del mundo en términos de facturación. En España operan más de 100 fabricantes de productos farmacéuticos básicos y de 200 dedicados a la preparación de especialidades farmacéuticas. Entre los competidores de Grifols se encuentran multinacionales como Pfizer, Novartis y Laboratorios Cinfa, entre otros.²

Durante la pandemia la industria farmacéutica fue clave a la hora de garantizar el suministro de los medicamentos e incluso en la investigación de todos los posibles tratamientos y vacunas contra el coronavirus. Se llegaron a invertir en el sector farmacéutico español más de 1.100 millones de euros en investigación y desarrollo (I+D), convirtiéndose así en el primer país de Europa y cuarto del mundo con mayor número de ensayos clínicos.

¹ No se incluye en este epígrafe una clasificación CNAE más concreta, dado que las distintas empresas dependientes operan en grupos diferentes de esta misma división. Por ejemplo, Laboratorios Grifols, SA, clasifica su actividad en el CNAE 2120 "Fabricación de especialidades farmacéuticas", mientras que Instituto Grifols, SA se clasifica en el CNAE 2110 "Fabricación de productos farmacéuticos de base".

² Fernández, R. "La Industria farmacéutica en España – Datos estadísticos", *Statista*. <https://es.statista.com/temas/5603/la-industria-farmaceutica-en-espana/#topicOverview>

Gráfico 1: Valor de la producción del sector de fabricación de productos farmacéuticos en España periodo 2008 a 2020



Fuente: Statista

De acuerdo con los últimos datos publicados por el Instituto Nacional de Estadística (INE), correspondientes al año 2022 el importe neto de la cifra de negocios de las empresas clasificadas en el CNAE 21, Fabricación de productos farmacéuticos, asciende a 22.930 millones de euros, existiendo 376 empresas en el panorama nacional dedicadas a esta actividad. En este año, el Grupo alcanza una cifra de negocios de 6.063 millones de euros, de lo que se desprende que el 26.44% de los ingresos obtenidos en el sector se deben a la actividad del grupo. La posición de Grifols en el mercado se debe a los buenos resultados obtenidos en todas las sociedades dependientes, destacando en este año el nivel de ventas que alcanza su dependiente Instituto Grifols, SA, la cual obtiene, solamente en el año 2022, una cifra que asciende hasta los 538 millones de euros, situándola en la segunda posición en el Ranking de Empresas del Sector de Fabricación de productos farmacéuticos (CNAE 2110) de base según ventas. La matriz, Grifols, SA, adquiere en este año la posición 21 en el Ranking de Empresas del Sector Actividades de las sociedades holding (CNAE 6420) según ventas, al ascender su nivel de ventas a 489 millones de euros. ³

2.2. Estructura del grupo

A lo largo del periodo analizado, el número de empresas dependientes ha evolucionado significativamente, pasando de existir 65 dependientes en el año 2017 a alcanzar 95

³ <https://ranking-empresas.eleconomista.es/GRIFOLS.htm>

dependientes en el último año 2023, todas estas incluidas en la consolidación mediante la integración global. En el Anexo I se incluye la información relativa al año de adquisición o creación de las sociedades dependientes, así como el porcentaje de participación en cada una de ellas a lo largo del periodo analizado.

Conviene resaltar que, en el anexo, se hace referencia al porcentaje de participación efectiva en cada una de las sociedades del grupo. Este porcentaje, que en muchas sociedades asciende al 100%, se debe en múltiples ocasiones en un porcentaje elevado de participación indirecta sumado a un porcentaje residual de participación directa.

Esta evolución de empresas sometidas a integración global no ha supuesto la mera inversión en adquisición de acciones de nuevas empresas, sino también ha existido la creación de nuevas empresas, desinversión en empresas que no resultan rentables para el grupo y acuerdos de fusión entre compañías del grupo. A continuación, se abordan las empresas destacadas en el Anexo I.

Empresas conflictivas.

En primer lugar, destaca la inclusión como sociedades dependientes a las compañías Haema AG y Biotest US Corporation (que desde 2020 se llama BPC Plasma), adquiridas al 100% en el año 2018 y posteriormente vendidas en su integridad a Scranton. No obstante, como se desarrolla más adelante, Grifols mantiene el control operativo de ambas compañías, de modo que se considera a las mismas empresas dependientes, conforme al criterio de la NIIF 10.

Por otro lado, en el año 2019 el Grupo Grifols vende el 45% de las participaciones de Grifols Diagnostic Solutions (GDS). Como se explicita en las Cuentas Anuales Consolidadas de dicho año, Grifols mantiene el control en su sociedad dependiente GDS por continuar ostentando el 55% de los derechos económicos y el 60% de los derechos de voto. La participación que obtiene en SRAAS se considerará como una inversión en una asociada por ejercer influencia significativa de acuerdo con los criterios establecidos en la NIC 28 – Inversiones en Asociadas y Negocios Conjunto.

Empresas con participación menor al 50% sometidas a Integración Global

Destaca en el Anexo que existen varias empresas sometidas a integración global en las cuales la participación efectiva no alcanza el 50%.

En primer lugar, en relación con Grifols Malaysia Sdn Bhd, el grupo ha mantenido el 30% de las acciones con derecho a voto desde 2017 hasta 2020, incrementando este porcentaje al 49% en 2021. Esta empresa se consolida siguiendo el método de integración global debido a un contrato con el otro accionista y una prenda sobre las acciones de la sociedad, lo que permite a Grifols controlar la mayoría de los derechos económicos y de voto.

En segundo lugar, el grupo ostenta, durante todo el periodo, el 48% de las acciones de Grifols Thailand Ltd, pero incluye la empresa en la consolidación global dado que esta sociedad tiene dos clases de acciones, y la clase de acciones poseídas por el Grupo les otorga la mayoría de los derechos de voto.

En cuanto a Access Biologicals, LLC, Grifols invierte el 12 de enero de 2017 en esta compañía mediante la compra del 49% de sus derechos de voto, negociando una opción de compra del 51% en 2022. La compañía firma, asimismo, un contrato de suministro para vender a Access Biologicals productos biológicos de Grifols para uso no terapéutico.

Por último, Alkahest. En 2015, el grupo adquirió el 42,45% del capital social de esta compañía, consolidándola bajo el método de participación. Sin embargo, el 2 de septiembre de 2020, Grifols firmó un acuerdo con los socios de Alkahest para adquirir el 57,55% restante de las acciones de la compañía, obteniendo así el control total. Aunque la liquidación del pasivo por el pago pendiente de las acciones no se completó hasta el 1 de febrero del año siguiente, en 2020 Grifols ya pudo consolidar a Alkahest mediante el método de integración global al tener el control efectivo de la sociedad.

Adquisición de Biotest AG.

En 2022, Grifols incluyó 16 nuevas empresas en la integración global con un mismo porcentaje de participación. Esto se debe a la compra de Grifols del 70.18% del Capital Social de Biotest AG, siendo esta la matriz de un consolidado de compañías.

La adquisición se lleva a cabo mediante dos estrategias. Por un lado, la adquisición del 100% de Tiancheng (Germany) Pharmaceutical Holdings AG, que pasa a llamarse “Grifols Biotest Holdings GmbH”. Esta entidad posee el 90% de las acciones ordinarias y el 1% de las acciones preferentes de Biotest AG. Por otro lado, Grifols lanza una oferta pública de adquisición a todos los accionistas para adquirir en efectivo el resto de las acciones ordinarias y preferentes de Biotest AG. Con fecha 25 de abril de 2022, Grifols completa la adquisición de la totalidad de las acciones de la empresa alemana y finaliza

la OPA, controlando el 97,13% de los derechos de voto de Biotest AG y con el 70,18% de su capital social.

Empresas asociadas

A parte de las empresas dependientes incluidas en el Anexo I, el grupo cuenta con un grupo reducido de compañías asociadas, las cuales están sometidas a consolidación por puesta en equivalencia. Estas entidades han experimentado cambios a lo largo del tiempo: en el año 2017 son 18 las empresas asociadas; en 2023 esta cifra desciende hasta las 12 sociedades. Esta variación procede de tres vías.

En primer lugar, la desinversión en cuatro sociedades: Nanotherapix SL, Tigenix N.V., Bio Blood Components Inc. y Plasma Biological Services, LLC.

En segundo lugar, el aumento en la inversión de capital en otras cuatro empresas hasta considerarse sociedades del Grupo y, por ende, sometidas a integración global: Kiro Grifols SL, Alkahest, Inc., Intersatate Blood Bank, Inc., Aigües Mineral de Vilajuiga, S.A. y GigaGen Inc.

Por último, se invierte en nuevas empresas con porcentajes de capital que no otorgan la mayoría de los votos: Medcom Advance, SA (en 2019, con un porcentaje de participación del 45%), Shanghai RAAS Blood Products Co. Ltd (en 2020, con un porcentaje de participación del 26.58%), Grifols Egypt for Plasma Derivations, SAE (en 2021, con un porcentaje de participación del 49%) y Biotek America LLC (en 2021, con un porcentaje de participación del 75%, pero sin la obtención del control de la misma).

2.3. Historia y aproximación al problema actual

En 1909, Josep Antoni Grifols i Roig funda un pequeño laboratorio familiar de análisis clínicos en Barcelona, pero no es hasta 1940 cuando se fundan los Laboratorios Grifols como una empresa familiar dedicada a la preparación de plasma liofilizado y a los análisis clínicos. Desde sus inicios, Grifols se ha centrado en la elaboración de productos derivados del plasma sanguíneo, aunque ha ido diversificando su cartera de productos y servicios para incluir una amplia gama de productos relacionados con medicina transfusional.

Grifols se constituyó en España como Sociedad anónima en 1987. Actualmente es una multinacional con domicilio social y fiscal en Barcelona, controlada en un 30% por la

familia propietaria. El grupo se dedica principalmente al desarrollo y producción de productos farmacéuticos y de diagnóstico, con un enfoque particular en la medicina transfusional.

El objeto social de la Sociedad matriz Grifols S.A. consiste en la prestación de servicios de administración, gestión y control de las empresas dependientes, así como la inversión en bienes muebles e inmuebles.

Grifols lleva años manteniendo una buena posición en bolsa, si bien ha mantenido una tendencia descendente en los últimos años. No obstante, el martes 9 de enero de este año 2024, Gotham City Research (GCR), un *hedge fund* estadounidense, emite un informe bajo el título “Grifols SA: Scranton y las deudas no reveladas”, en donde se acusa a la farmacéutica de manipular la deuda y el EBITDA para reducir artificialmente su apalancamiento a seis veces su beneficio antes de impuestos. En el propio informe se reconoce que la agencia no es una firma independiente, ni oficial y que existe un conflicto de intereses.

Grifols, que tenía una capitalización bursátil de 8.600 millones de euros hasta el cierre de sesión del lunes 8 de enero de 2024, tuvo una caída del 39% en la semana de la ofensiva iniciada por el fondo de inversión.

Gotham City Research (GCR) es una firma de inversión estadounidense de investigación e inversión financiera, vinculada a General Industrial Partners, una gestora de activos financieros con intereses en Grifols. La estrategia de GCR pasa por realizar investigaciones ‘due diligence’ sobre empresas cotizadas en Bolsa, publicando informes que a menudo contienen acusaciones de fraude y tomando posiciones financieras de venta al descubierto que reflejarían los resultados de su investigación.

Gotham City Research construyó una posición corta del 0,57% del capital de Grifols antes de publicar su informe en el que expresaba dudas sobre la gobernanza de la empresa, sus estados financieros y su apalancamiento.

Posteriormente, deshizo su la mayor parte de su posición, quedando inicialmente un residual del 0,06% del capital de Grifols, equivalente a más de 255.000 acciones, eliminando por completo la posición corta pocos días después. El beneficio potencial

obtenido por Gotham City Research, al deshacerse por completo de su posición corta, se estima en unos 18 millones de euros.⁴

El presidente de la CNMV solicitó a Grifols, un día después de la publicación del informe de Gotham City, información adicional, especialmente la puesta a disposición de los accionistas e inversores, para proceder a su análisis. En un comunicado de 23 de enero, la CNMV aclara que, aunque la información tardará en ser analizada y que no es posible anticipar las conclusiones ni las actuaciones correspondientes en la fase actual, “tampoco hay evidencias a día de hoy, con la información pública disponible, de que la información publicada y auditada de Grifols no sea conforme con la normativa.” Asimismo, la CNMV está analizando la conducta de Gotham en cuanto al contenido de su informe, con el objeto de determinar si la conducta es conforme a las normas europeas sobre abuso de mercado y, en particular, las que abordan la difusión de información engañosa.

2.4. Claves del Informe de Gotham City Research

Gotham City Research (GCR), en el citado informe “Grifols SA: Scranton y las deudas no reveladas” realiza, esencialmente, cinco afirmaciones según las cuales Grifols manipuló su contabilidad para alterar la deuda declarada y el resultado bruto de explotación, de modo que se redujese artificialmente el apalancamiento financiero. A continuación se exponen, a grandes rasgos, los asuntos más controvertidos que destaca el informe y la respuesta de Grifols a las acusaciones.

En primer lugar, el informe cuestiona la relación que Grifols mantiene con dos empresas: Haema AG (“Haema”) y Biotest US Corporation (“Biotest”)

Grifols, el 19 marzo de 2018, compra el 100% del capital de Haema por un importe de 220 millones de euros sin asunción de deuda. Adquiere, asimismo, en agosto de 2018, el 100% de las acciones de Biotest, por 244 millones de euros. El 28 de diciembre de ese mismo año, Grifols vende Haema y Biotest a Scranton Enterprises B.V. (“Scranton”), empresa que posee el 8.9% de Grifols, por el mismo coste que supuso para el Grupo, 464 millones de euros aproximadamente. Para el pago de la transacción, Scranton suscribió un contrato de préstamo por importe de 86 millones de euros con Grifols Worldwide Operations Limited. El informe señala que, pese a haber vendido Haema y Biotest, Grifols

⁴ <https://www.estrategiasdeinversion.com/actualidad/noticias/bolsa-espana/gotham-city-cierra-por-completo-su-posicion-corta-n-678585>

continúa consolidando íntegramente a las empresas en sus estados financieros; y, como propietaria de ambos negocios, lo mismo hace Scranton. La inclusión de estas empresas en sus cuentas anuales aporta unos 54 millones de euros de beneficio a Grifols en 2022.

Además, indica que Grifols no refleja ni el mencionado crédito contraído por Scranton ni otros préstamos que esta última ha pedido a Grifols en contra de su participación que ascienden a 350 millones de euros, mientras que, en las cuentas depositadas por Scranton en el registro de Países Bajos sí se refleja la existencia de esta deuda.

No obstante, Grifols, en la publicación de las Cuentas Anuales Consolidadas desde 2018, para incluir a Haema y Biotest en la consolidación, defiende el mantenimiento del control de ambas sociedades justificando que el Grupo posee derechos de voto potenciales que surgen por las opciones de recompra negociadas de las participaciones en Haema y Biotest. Además, Grifols administra los centros de plasma propiedad de estas dos compañías de modo que “se cumplan los mismos estándares de calidad y seguridad que cumplen todos los centros de plasma propiedad de Grifols y así asegurarse además la continuidad y crecimiento de dichas entidades”, de modo que mantiene el control operativo de ambas sociedades. Este razonamiento lo ha mantenido en las posteriores consolidaciones.

En cuanto al préstamo otorgado a Scranton, Grifols expone que la entidad financiera a la que Scranton solicitó el préstamo le impuso como condición para dar soporte a la operación, la suscripción de un «Vendor's Financing» de Grifols a Scranton. El grupo defiende no estar afectado en absoluto por dicho préstamo, ni haber participado en su negociación, ni tener poder para refinanciarlo ni ser garante del mismo.⁵

En segundo lugar, el informe cuestiona la consolidación de Grifols Diagnostic Solutions (“GDS”) desde el año 2020. En este año, el Grupo vende el 45% de los derechos económicos y el 40% de los derechos de voto de la dependiente a la firma Shanghai RAAS Blood Products (“SRAAS”) a cambio de acciones representativas del 26.2% del capital social de SRAAS. Grifols continúa consolidando plenamente GDS ya que, al poseer el 55% de la empresa desde 2020, posee el control operativo, político y económico

⁵ Un "vendor's financing" es un tipo de financiación en el cual el vendedor (en este caso, Grifols) proporciona un préstamo al comprador (Scranton) para facilitar la adquisición de bienes o servicios. Este tipo de acuerdo permite al comprador adquirir los activos necesarios sin tener que proporcionar el capital completo de inmediato, mientras que el vendedor recibe el pago a lo largo del tiempo con intereses.

de la misma. Sin embargo, GCR pone en duda esta práctica, cuestionando si esta venta ha resultado en una pérdida de control efectivo sobre GDS, lo que normalmente requeriría que Grifols deje de consolidar esta sociedad en sus cuentas anuales consolidadas. Según el informe, la incapacidad de Grifols para justificar claramente su control continuo sobre GDS podría implicar que Grifols sobreestima significativamente su capacidad de generar beneficios.

En tercer lugar, GCR realiza una serie de cálculos según los cuales el EBITDA ajustado por la compañía debería tener varios ajustes extra que lo reducirían un 32%. Esta reducción se defiende, en primer lugar, al entender que Grifols no tiene derecho a los ingresos que se atribuye de Haema, Biotest y GDS; y, en segundo lugar, porque Grifols incluye ahorros de costes teóricos que la empresa puede que nunca realice.

Por último, en el informe se considera que Grifols infravalora su carga de deuda y que, en consecuencia, está materialmente más apalancada de lo que la empresa indica. Estiman que la deuda real, como mínimo, está cerca de los 8.900 millones de euros, frente a los 8.086 millones declarados por la compañía.

En cuanto a las acusaciones relativas a la falsificación de la ratio de apalancamiento, Grifols resalta que la ratio de apalancamiento se calcula trimestralmente de acuerdo a las cláusulas y términos y condiciones acordados en el Credit and Guaranty Agreement con fecha 15 de noviembre de 2019. Además, resalta que la información financiera utilizada para el cálculo se prepara de conformidad con “las Normas Internacionales de Información Financiera vigentes en el momento de la preparación, así como los principios y políticas contables aplicados en la elaboración de los Estados Financieros Consolidados con excepción de la IFRS 16.”

Grifols resalta que KPMG, su auditor externo y uno de los más prestigiosos, respalda y valida el tratamiento contable de las transacciones de Grifols, lo que refuerza la transparencia de las prácticas financieras de la compañía.

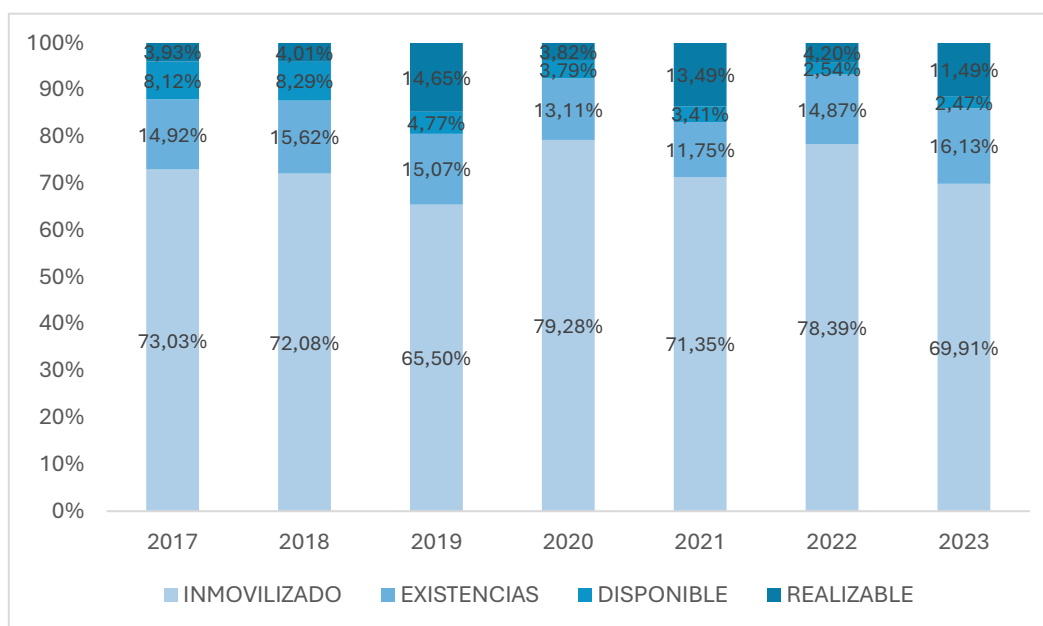
3. ANÁLISIS PATRIMONIAL

A continuación se realiza un análisis patrimonial del grupo. Con este análisis se pretende comprender la relación de los bienes y derechos de Grifols con sus fuentes de financiación

propias o ajenas. Este análisis permite visualizar la salud general del grupo. Para el mismo se utilizan los balances consolidados del periodo entre 2017 y 2023. (ver Anexo II)

3.1. Estructura del activo

Gráfico 1: Estructura del activo en el periodo 2017 – 2023.



Fuente: Elaboración propia

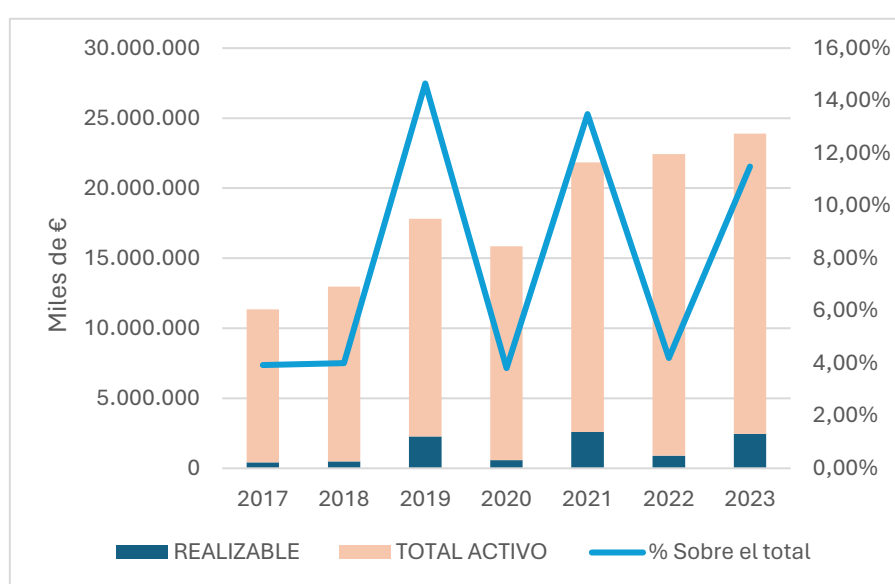
En la estructura del activo del grupo Grifols se observa como el inmovilizado es la partida con mayor volumen durante todo el periodo. Esto no sorprende, dado que la industria en la que opera el grupo requiere una inversión significativa en activos fijos. En las Cuentas Anuales Consolidadas de todos los años analizados hay reflejo de las inversiones en las que incurre cada año el grupo para la ampliación de las instalaciones de las sociedades y de su capacidad productiva.

Comparando la estructura patrimonial de 2017 con la final, en el año 2023, a priori se observa que la composición se mantiene más o menos similar. No obstante, no puede afirmarse que no existen variaciones relevantes en este periodo, dado que se observa una alteración significativa en el activo realizable del grupo. De haber alcanzado los 429 millones de euros en 2017, representando menos del 4% del total, el activo realizable ha experimentado un notorio crecimiento, alcanzando los 2.463 millones de euros en 2023, lo que equivale al 11.50% del activo total del grupo. Esta evolución lo posiciona en este

último año como un activo de mayor relevancia, superando incluso al activo disponible, que ha disminuido en un 70% su valor inicial.

Destaca, no obstante, que estos valores del activo realizable presentan una evolución cíclica. Esta partida refleja, los dos primeros años del periodo unos valores estables en torno al 4%. No obstante, en el año 2019 incrementa su importancia significativamente, pasando a suponer el 14.65% del total del activo, para volver a los valores iniciales en el 2020 y continuando con esta tendencia en los años posteriores.

Gráfico 2: Activo realizable en el periodo 2017 – 2023.



Fuente: Elaboración propia.

El primer gran incremento, en el año 2019, se debe al valor que alcanzan los activos financieros valorados a valor razonable. En 2018 estos valores apenas alcanzaban los 19 millones de euros, mientras que en 2019 se sitúan en 1.716 millones de euros. Esto se debe, de acuerdo con la Nota 12 de la memoria de las Cuentas Anuales Consolidadas de 2019, a que, a 31 de diciembre de 2019, Grifols entregó 90 acciones de su sociedad dependiente GDS a cambio de un derecho contractual de recibir instrumentos de patrimonio en una asociada (equivalente a 1.766 millones de acciones de SRAAS). Dicho derecho contractual cumple con la definición de activo financiero bajo la NIIF 9 – Instrumentos Financieros – y se clasifica como un activo financiero a valor razonable con cambios en resultados. Grifols registró el mencionado derecho contractual por el valor razonable de las acciones de GDS entregadas.

El 30 de marzo de 2020 se cerró el acuerdo de canje de acciones y Grifols recibió las acciones de SRAAS correspondientes al 26,2% de su capital social. En consecuencia, en el balance consolidado a 31 de diciembre de 2020 ya no figura ningún activo financiero relacionado con el derecho contractual, sino que se registra la participación en SRAAS como inversión en una compañía asociada por ejercer el Grupo influencia significativa de acuerdo con los criterios establecidos en la NIC28 – Inversiones en Asociadas y Negocios Conjuntos. Esto implica que disminuye el activo realizable, pero aumenta la partida de inversiones en compañías asociadas en el balance consolidado, siendo esta una inversión a largo plazo y, en consecuencia, parte del activo no corriente del grupo.

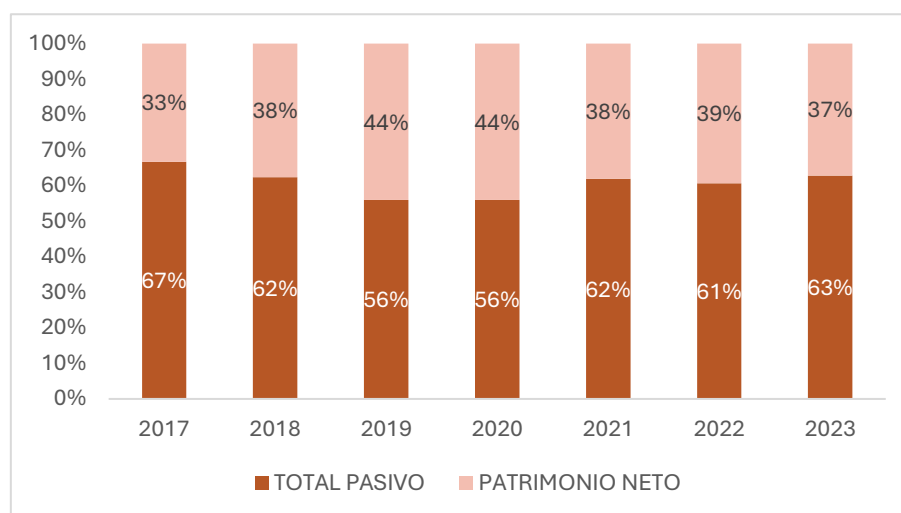
El importante incremento, aunque no tan pronunciado, del activo realizable en el año 2021 se debe a una emisión de un bono junto con unos pagos anticipados por valor de 42.3 millones de euros.

Por último, se observa una disminución significativa en la importancia del inmovilizado durante el periodo 2022-2023, en beneficio del activo realizable. Este cambio se refleja en un aumento de 7,29 puntos porcentuales en el activo realizable, que pasa del 4,20% al 11,49%. El incremento se debe principalmente a la reclasificación de una parte de la participación de Grifols en SRAAS, equivalente al 20%, que se traslada del activo no corriente al epígrafe "Activo no corriente mantenido para la venta". A 31 de diciembre de 2023, esta participación está valorada en 1.434 millones de euros. Según la memoria de las cuentas anuales consolidadas de ese año, esta reclasificación se realiza debido a un compromiso en firme de Grifols para vender dicha participación.

3.2. Estructura de la financiación

En este apartado se desarrolla cómo ha obtenido Grifols la financiación en el periodo objeto de este trabajo. Las dos vías de financiación son los recursos propios y la financiación ajena.

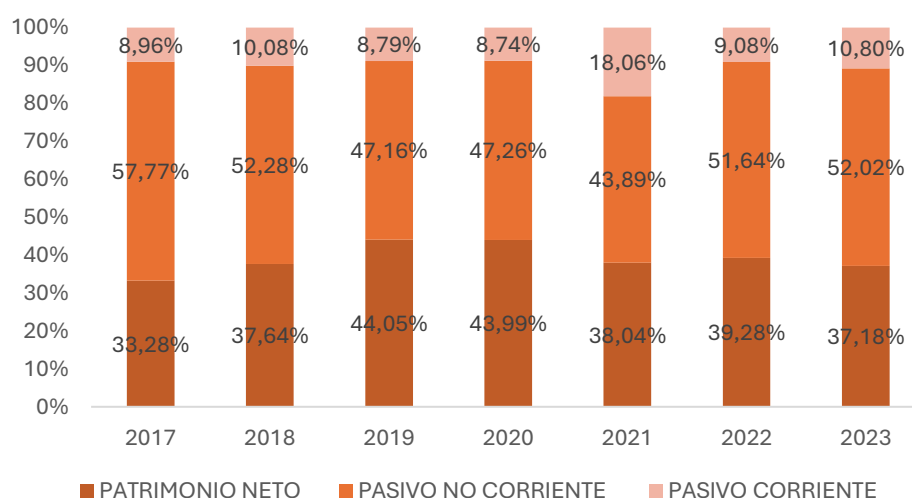
Gráfico 3: Estructura de la financiación periodo 2017 – 2023 (I)



Fuente: Elaboración propia.

A grandes rasgos, se observa que la estructura de la financiación del grupo se mantiene relativamente constante, existiendo un equilibrio entre ambos tipos de financiación en el periodo analizado, con una estructura en torno al 60% de financiación ajena frente a un 40% de financiación propia. No obstante, podría parecer que esta tendencia inicia en 2018, dado que en 2017 el peso total de la financiación ajena supone un 67% del total; y en el 2018 el peso de la financiación propia gana fuerza en detrimento de la financiación ajena, no volviéndose a recuperar los niveles de 2017 en los años posteriores.

Gráfico 4: Estructura de la financiación periodo 2017 – 2023 (II)



Fuente: Elaboración propia.

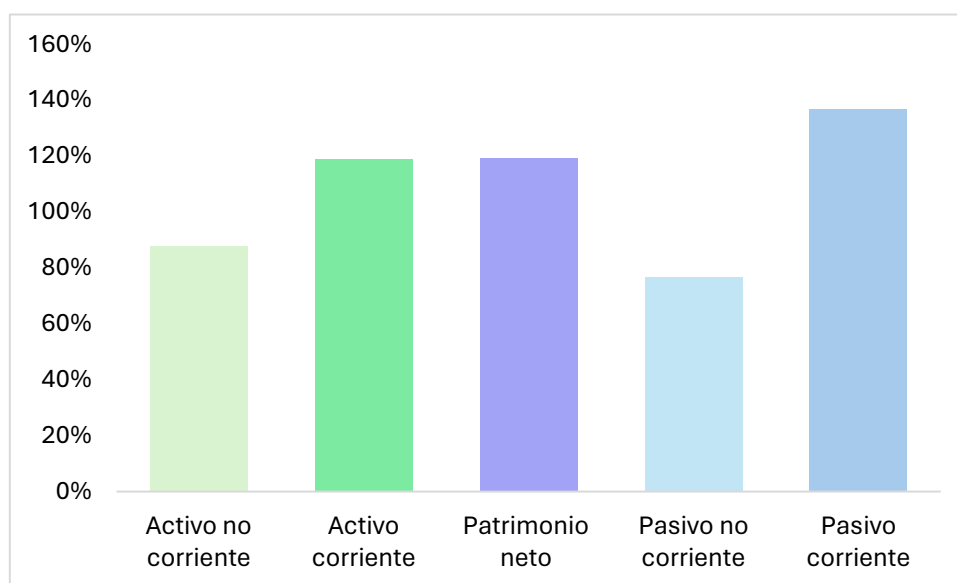
Analizando más en detalle la estructura de la financiación, desde 2017 se observa una predilección por la financiación a largo plazo frente a la financiación a corto plazo, que se mantiene en torno al 10% todos los años. Únicamente en el año 2021 alcanza esta última el 18% de la financiación total, debido a un incremento de 2.014 millones de euros en los pasivos financieros corrientes. No obstante, en los años 2022 y 2023 se recupera la estructura previa, suponiendo este último año el pasivo a largo plazo el 52.02%, el corriente el 10.80% y la financiación con fondos propios el 37.18%.

En cuanto a la autofinanciación, se observa la citada tendencia alcista desde el 2018, en donde esta alcanza un 37.64% del total de la financiación, alcanzando sus valores máximos en los años 2019 y 2020, suponiendo un 40% del total, y descendiendo levemente en los años posteriores, hasta alcanzar en 2023 el 37.18% del total de la financiación.

3.3. Evolución de las masas patrimoniales

A continuación se analiza la evolución de las masas patrimoniales en su conjunto en el periodo analizado.

Gráfico 5: Evolución de las masas patrimoniales en el periodo 2017 - 2023

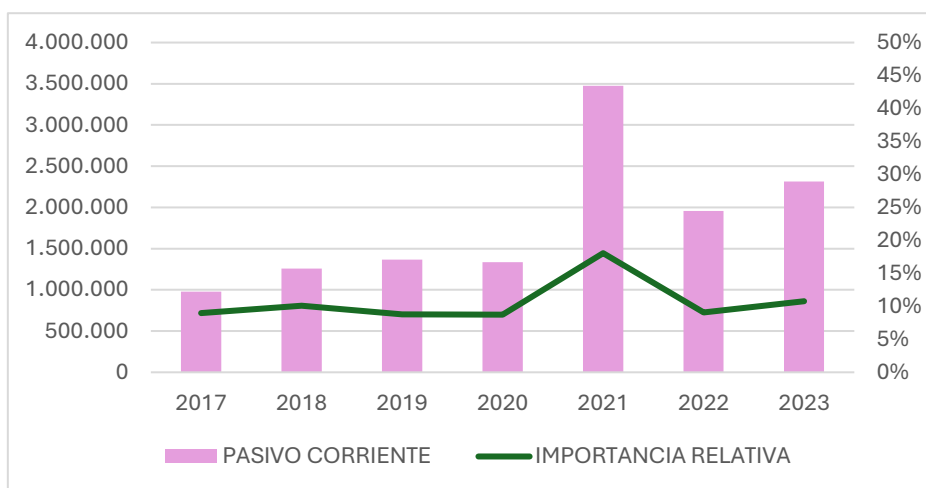


Fuente: Elaboración propia.

Como se observa, todas las masas patrimoniales muestran un incremento nada despreciable en los últimos 5 años de actividad del grupo, indicando el crecimiento general del grupo, lo que, en principio, es positivo. No obstante, habría que analizar si este crecimiento es sostenible en el largo plazo. La masa patrimonial que mayor crecimiento experimenta es el pasivo corriente, registrando un aumento del 137%.

A continuación, el patrimonio neto y el activo corriente presentan un crecimiento similar, que alcanza el 119% respecto a los valores del 2017. El activo no corriente y el pasivo no corriente son las masas que menor crecimiento muestran, alcanzando el 88% y 77% respecto a los valores iniciales, crecimiento nada despreciable.

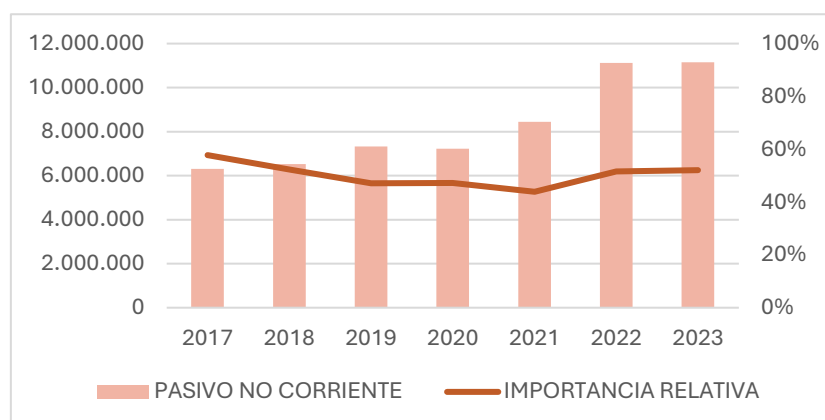
Gráfico: Evolución del pasivo corriente en el periodo 2017 – 2023.



Fuente: Elaboración propia.

Examinando detenidamente cada componente del balance, se evidencia el mencionado crecimiento del pasivo corriente, el cual comienza el período representando una suma de financiación de 979 millones de euros, incrementándose hasta alcanzar los 2.315 millones de euros al finalizar el período. Esto eleva la participación de este componente, que inicialmente constituía un 9% del total de la financiación, y al término del periodo representa un 11%. Dentro del pasivo corriente, merece especial atención el aumento de la partida de pasivos financieros corrientes, ya que esta fue la responsable del pico observado en el año 2021, al sumar 2.438 millones de euros en ese período. Este aumento significativo se debe a la emisión de bonos corporativos por un valor de 2.105 millones de euros.

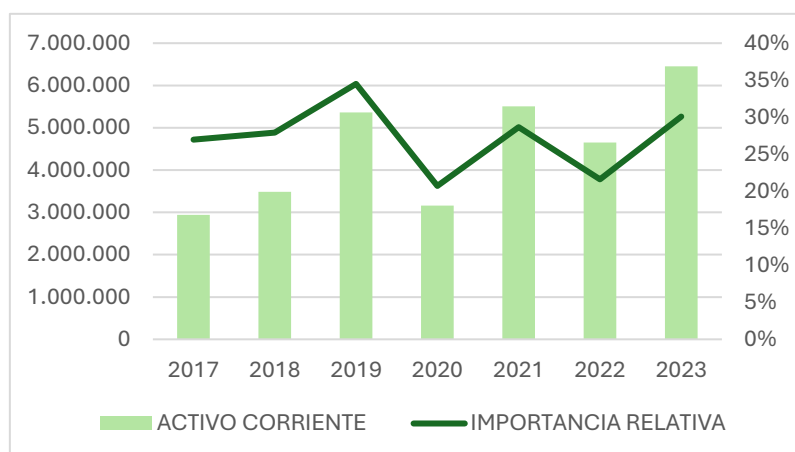
Gráfico: Evolución del pasivo no corriente en el periodo 2017 – 2023



Fuente: Elaboración propia.

En cuanto al pasivo no corriente, se observa un aumento más gradual, comenzando el período en 6.308 millones de euros y terminándolo en 11.120 millones de euros. Debido a este crecimiento moderado, esta partida incluso disminuye su peso relativo en la financiación, pasando de suponer el 58% al inicio del período al 52% al finalizar el mismo.

Gráfico: Evolución del activo corriente en el periodo 2017 - 2023

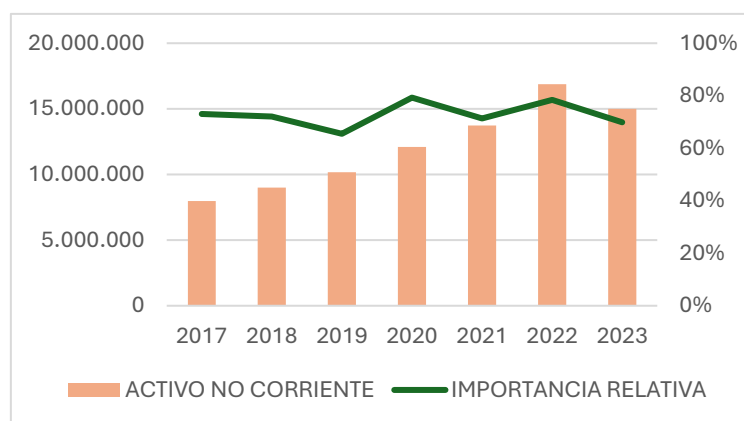


Fuente: Elaboración propia.

En relación a la evolución del activo corriente durante el período, aunque ya se ha destacado en la sección anterior el aumento debido principalmente a la fluctuación del activo realizable, se observa un marcado crecimiento en la totalidad de la masa patrimonial. Esta comienza el período con un valor de 2.945 millones de euros y lo

concluye elevando su valor a 6.452 millones de euros, siendo esta la mayor cifra de todo el periodo. Este notable incremento la posiciona en la estructura con una relevancia respecto al total del activo del 27% al inicio y del 30% al finalizar el periodo.

Gráfico: Evolución del activo no corriente en el periodo 2017 - 2023



Fuente: Elaboración propia.

Por otro lado, en cuanto al inmovilizado del grupo, esta partida es la que más peso tiene durante todo el periodo. Inicialmente, su valor se eleva a 7.974 millones de euros, y para el año 2023, esta cifra casi se duplica, alcanzando los 14.989 millones de euros. Este significativo crecimiento la mantiene con un peso cercano al 70% durante todo el periodo. No obstante, se observa una ligera disminución en su importancia: al principio, la masa representa el 73% del total del activo de la empresa, mientras que, en 2023, esta cifra desciende al 70%.

Gráfico: Evolución del patrimonio neto en el periodo 2017 – 2023.

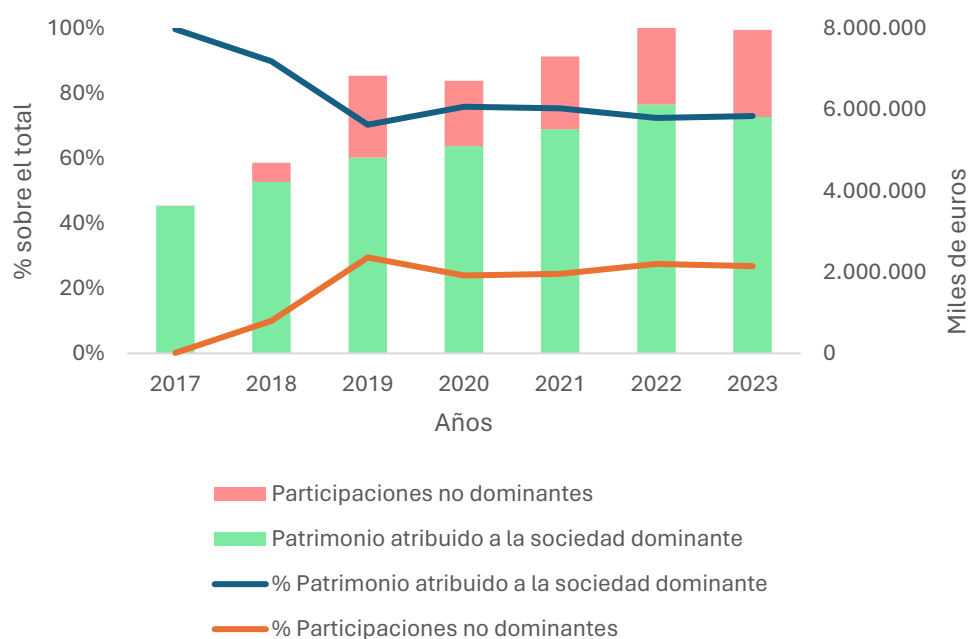


Fuente: Elaboración propia.

Por último, respecto a la estructura de la financiación propia, destaca el incremento del patrimonio neto del grupo a partir de 2018. Como se observa en el gráfico anterior, en apenas 5 años, el grupo logra incrementar el valor de sus recursos propios en un 70%, pasando de sumar 3.629 millones de euros en 2017 a alcanzar los 7.972 millones de euros en 2023.

Este hecho ha sido uno de los cuestionados por el informe de GCR. En concreto, el mismo se detiene en la relación entre este incremento y el nivel de patrimonio atribuido a las participaciones no dominantes, el cual pasa de suponer un 0.13% del total del patrimonio en el 2017 a alcanzar valores cercanos al 30% en los años posteriores. Sobre esto se hablará a continuación.

Gráfico: Estructura del Patrimonio del Grupo en el periodo 2017 – 2023.



Fuente: Elaboración propia.

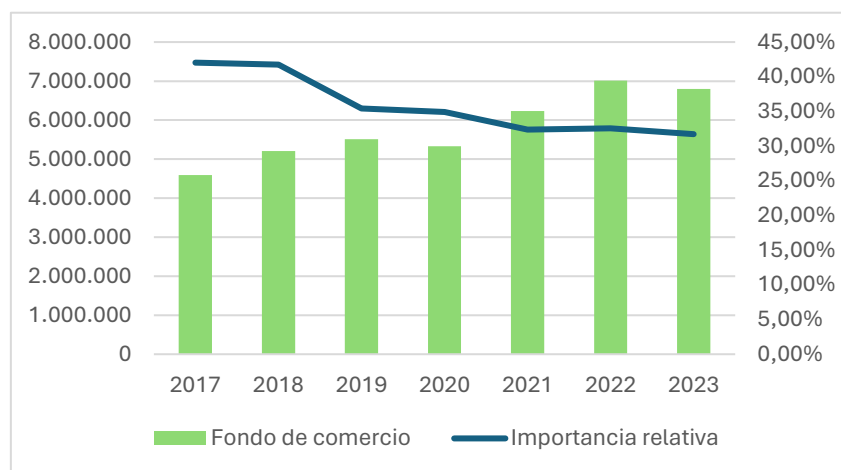
3.4. Evolución de las partidas específicas de la consolidación.

Para finalizar el análisis patrimonial, se analiza de manera sintetizada la evolución del Fondo de Comercio y los Socios Externos, dos partidas específicas de la consolidación.

Fondo de comercio

El fondo de comercio está definido como la capacidad de generar beneficios gracias a activos intangibles que pueden generar beneficios futuros. Se calcula como la diferencia entre el precio de venta y el valor razonable de los activos y pasivos de la compañía adquirida.

Gráfico: Evolución del Fondo de Comercio en el periodo 2017 - 2023



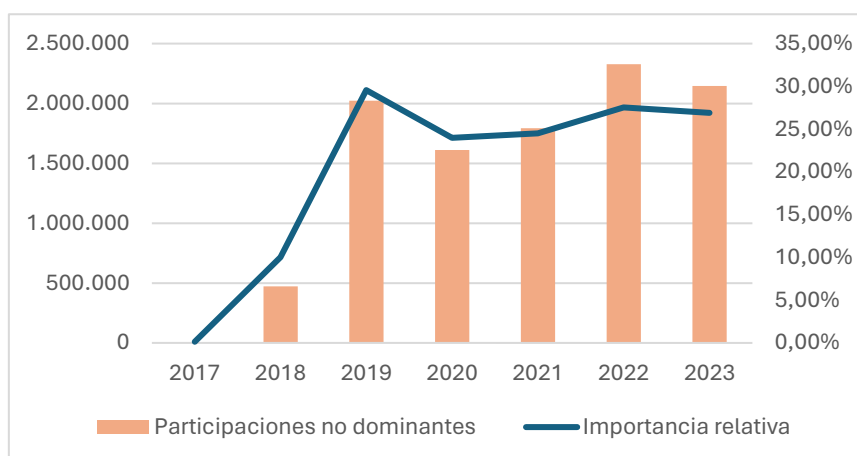
Fuente: Elaboración propia.

En Grifols, el fondo de comercio adquiere su mayor valor en el año 2022, en donde asciende hasta los 7.011 millones de euros, 783 millones de euros más que el año anterior. Esto se explica, en parte, por la adquisición de Biotest AG por parte de Grifols, que implicó un desembolso de efectivo de 1.460 millones de euros, siendo el valor razonable de los activos netos adquiridos de 1.157 millones de euros, con lo que el fondo de comercio resultante de la operación asciende hasta los 303 millones de euros. Desde un punto de vista numérico, el este Fondo de Comercio adicional representa un incremento en la valoración que Grifols espera obtener del negocio de Biotest AG más allá de los activos tangibles y netos identificables.

Socios externos

La partida de participaciones no dominantes representa la porción del patrimonio neto que pertenece a los accionistas minoritarios en subsidiarias consolidadas.

Gráfico: evolución de las participaciones no dominantes en el periodo 2017 - 2023



Fuente: Elaboración propia.

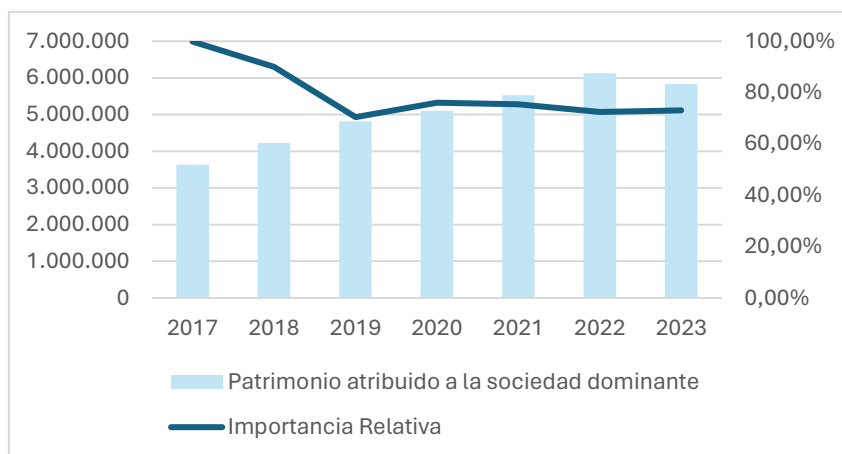
En 2019, se registra un notable aumento en las participaciones no dominantes, atribuible a las operaciones relacionadas con Haema AG y Biotest US Corporation: Haema fue adquirida en marzo de 2018 y Biotest US en agosto del mismo año. Dado que ambas entidades fueron vendidas a Scranton Enterprises BV en diciembre de 2018, Grifols consolidó plenamente los resultados de estas compañías durante el año 2018, al mantener el 100% de la participación en el capital de las compañías hasta el cierre del ejercicio.

En 2019, los resultados económicos de Haema y Biotest US se atribuyen a las participaciones no dominantes. Esto se debe a que, a pesar de haber vendido la mayoría de las acciones de estas compañías a Scranton, Grifols mantuvo el control operativo a través de acuerdos especiales que le permitieron seguir influyendo en la gestión y las operaciones diarias de ambas entidades. Sin embargo, como Grifols ya no posee una participación en el capital de estas compañías, los resultados financieros de Haema y Biotest US en 2019 se reflejan bajo las participaciones no dominantes en los estados financieros consolidados de Grifols.

En el año 2022 también se observa un incremento significativo en las participaciones no dominantes respecto al año anterior, incrementándose en un 29.8%. Esto es debido a la adquisición del 70.18% de las participaciones de Biotest AG. Grifols, al adquirir una participación mayoritaria en este conglomerado de empresas, pero no total, debe asignar el 29.82% del patrimonio neto de Biotest AG y sus subsidiarias a los accionistas minoritarios, al ser un importe que no le pertenece. Esta adquisición supone un aumento

de 356 millones de euros en las participaciones no dominantes; porción del patrimonio neto de las dependientes de Biotest AG no atribuibles directamente a Grifols.

Gráfico: Evolución del patrimonio atribuido a la sociedad dominante en el periodo 2017 – 2023



Fuente: elaboración propia.

4. ANÁLISIS FINANCIERO.

En este apartado se realiza un estudio a corto y largo plazo de los estados financieros del grupo, lo que permitirá tener una visión objetiva de la situación financiera y rendimiento del grupo en el periodo.

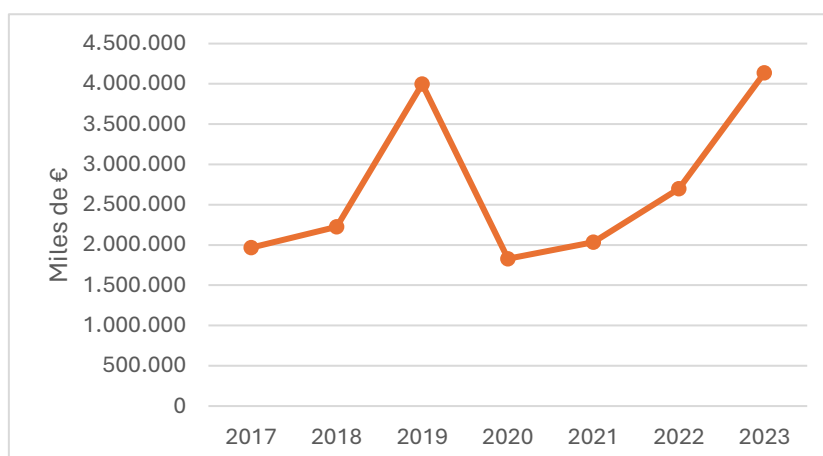
4.1. Situación financiera a corto plazo

El estudio de la situación financiera a corto plazo permite evaluar la capacidad del grupo para cubrir sus obligaciones financieras en el corto plazo.

Fondo de maniobra

El fondo de maniobra, conocido también como capital circulante, muestra la capacidad del grupo para cumplir con los pagos y obligaciones a corto plazo, esto es, en un periodo inferior a 12 meses, y al mismo tiempo, continuar con las operaciones propias de su actividad empresarial. Se calcula como la diferencia entre el activo y el pasivo corrientes.

Gráfico: Fondo de Maniobra en el periodo 2017 – 2023.



Fuente: Elaboración propia.

En general, se observa que el grupo mantiene un buen equilibrio financiero, dado que el fondo de maniobra se mantiene durante todo el periodo analizado en valores positivos. No obstante, se observa un pico importante: en 2019 se produce un incremento abrupto de más de 1.500 millones de euros para, en el año 2020, sufrir un desplome de 54.21 puntos porcentuales que provoca que el fondo de maniobra descienda a valores inferiores a los iniciales. La variación se atribuye a una caída de 2.197 millones de euros en el activo corriente, resultado de la mencionada reducción del activo realizable durante el año en cuestión.

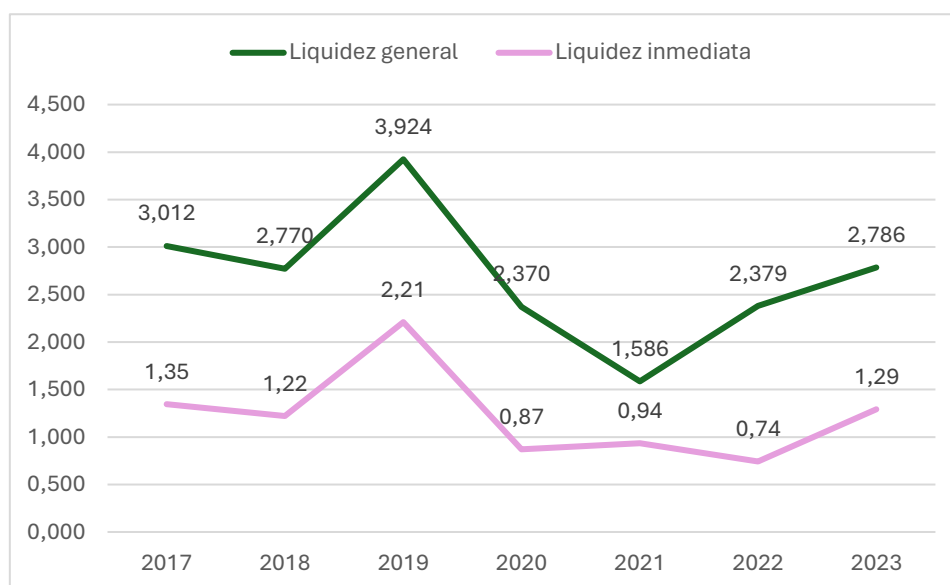
Durante los dos ejercicios posteriores, 2021 y 2022, se produce un aumento estable de fondo de maniobra, aumentando la pendiente de este crecimiento en el último año 2023, cuando se alcanzan los mayores valores de todo el periodo analizado.

Liquidez

El ratio de liquidez evalúa la capacidad de la empresa para cubrir sus obligaciones de corto plazo utilizando activos líquidos, es decir, aquellos que pueden convertirse rápidamente en efectivo sin pérdida significativa de valor. Para realizar el estudio se utilizan dos ratios: el ratio de liquidez general y el ratio de liquidez inmediata.

El ratio de liquidez general se calcula realizando el cociente entre el activo corriente y el pasivo corriente. En el ratio de liquidez inmediata no se tienen en cuenta las existencias para en el numerador.

Gráfico: Ratio de liquidez general e inmediata 2017 a 2023



Fuente: Elaboración propia.

En general, se considera que una empresa goza de buena salud financiera cuando tiene, como mínimo, un ratio de liquidez superior a 1, ya que indica que la empresa tiene suficientes activos líquidos para cubrir sus obligaciones de corto plazo. No obstante, lo óptimo es tener valores superiores, en torno al 1.5 – 2, dado que esto proporciona una medida de seguridad financiera y estabilidad para la empresa.

Puede observarse que el Grupo no tiene problemas de liquidez general: en todos los años del periodo analizado, excepto en el 2021, se alcanzan valores superiores al 2, incluso alcanzando un ratio de 3.924 en el año 2019, lo que podría sugerir que el grupo está siendo demasiado conservador en la gestión de su liquidez, tanto general como inmediata, lo que podría explicarse por la situación de incertidumbre que se vivió en aquel año, cuando daba comienzo la crisis del Covid – 19. Después de este año, se experimenta una pronunciada reducción en el ratio, que pasa a registrar 2.37, para continuar descendiendo, con menor pendiente, en el 2021, año en el que alcanza los menores valores de todo el periodo, situándose el ratio en 1.586. En los dos años posteriores, el ratio experimenta una mejora constante.

En cuanto a la liquidez inmediata, aunque puede afirmarse que los ratios de cada año también alcanzan valores propios de una buena salud financiera, durante el periodo 2020 – 2022 el ratio es inferior a 1, es decir, con los activos líquidos disponibles en la empresa,

excluyendo las existencias, no se cubre la totalidad del pasivo corriente. No obstante, en el último año del periodo este ratio se recupera, alcanzando el 1.29, segundo mayor valor desde el 2017. A continuación se expondrá con más detalle este ratio, también llamado ratio de tesorería.

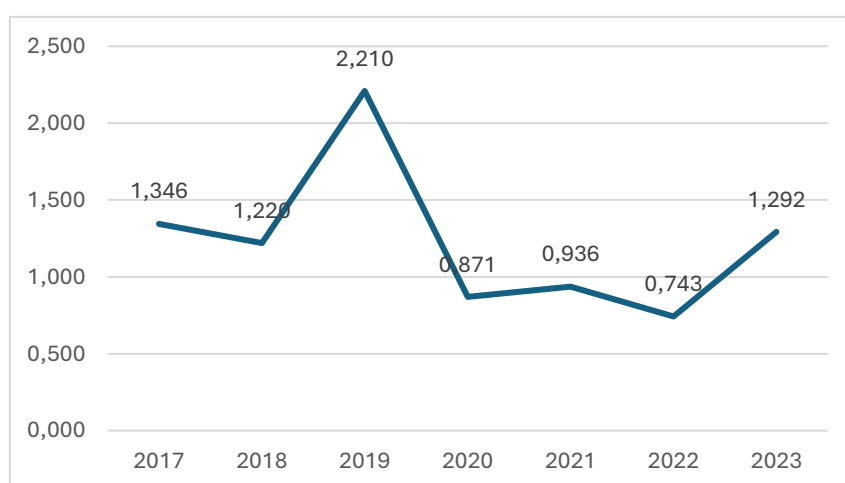
Tesorería

El ratio de tesorería permite observar la capacidad que tiene la empresa para atender a sus deudas a corto plazo con los activos más líquidos, esto es, con la disponibilidad monetaria y con los bienes y derechos que pueden monetizarse fácilmente. Así, se excluyen del ratio activos menos líquidos como son los inventarios.

Este ratio proporciona información sobre el nivel de seguridad con el que se pueden garantizar los pagos a corto plazo. Para realizar el estudio se han utilizado dos tipos de ratio: el ratio de tesorería general y el ratio de tesorería inmediata. La diferencia entre ambos es que en el ratio de tesorería inmediata solo se tiene en cuenta el activo disponible de la empresa.

En general, el valor óptimo del ratio debe situarse cerca del 1, ya que este valor indica que la empresa es capaz de hacer frente a sus obligaciones de pago y, además, no tiene recursos ociosos. No obstante, si el ratio es muy superior a la unidad, puede indicar que la empresa retiene recursos ociosos, en lugar de invertirlos, lo que podría limitar el potencial de crecimiento y rendimiento de la empresa a largo plazo.

Gráfico: Ratio de tesorería general en el periodo 2017 – 2023.

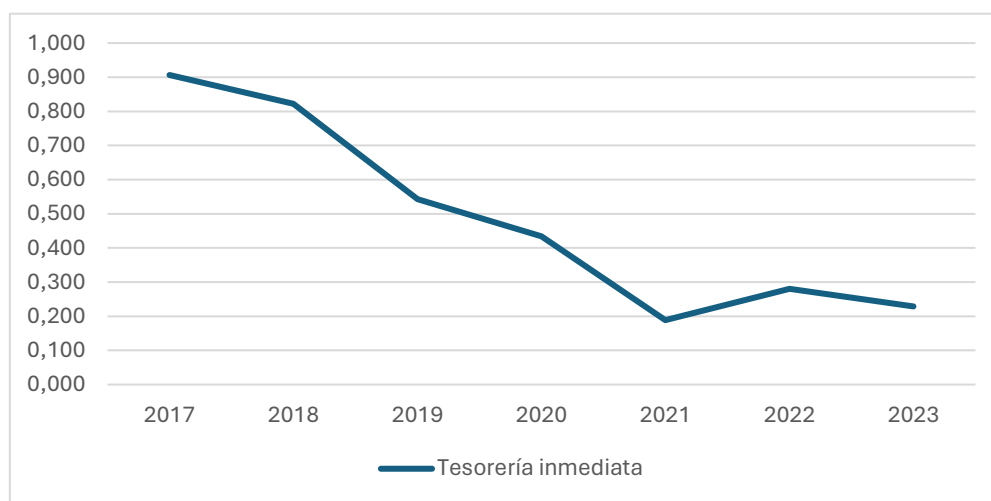


Fuente: Elaboración propia

Considerando la evolución del ratio de tesorería general en el periodo, puede entenderse que el grupo mantiene una posición estable en términos de liquidez durante el periodo analizado, lo que sugiere una gestión financiera prudente y capacidad para cubrir sus obligaciones a corto plazo. Destaca, no obstante, el pico en el ratio de tesorería en el año 2019, ya que sufre un aumento de 0.8 puntos en un año, pasando de estar situado en 1.22 en el 2018, a alcanzar los 2.210 en el año posterior, para sufrir un considerable descenso en el 2020, donde cae hasta los 0.871 puntos, el menor valor alcanzado desde el inicio del periodo hasta el momento. Este aumento sustancial en el ratio se debe al incremento en el activo realizable, el cual pasa de alcanzar 500 millones de euros en el 2018 a situarse en 2.277 millones de euros en el 2019, a consecuencia de la citada emisión de un bono, la existencia de pagos anticipados por valor de 42.3 millones de euros y el derecho contractual de recibir instrumentos de patrimonio en SRAAS.

En los años posteriores, el grupo mantiene posiciones cercanas al 1, aunque sin alcanzarlo hasta este último año 2023, cuando alcanza las cifras más elevadas desde el 2019, debido, una vez más, al incremento sustancial del activo realizable por el compromiso en firme de Grifols de vender el 20% de su participación en SRAAS.

Gráfico: Ratio de Tesorería inmediata en el periodo 2017 - 2023



Fuente: Elaboración propia.

En cuanto a la tesorería inmediata, en el gráfico se aprecia una tendencia general a la baja en todo el periodo, aunque no pronunciada. La única excepción se da en el año 2022, cuando el grupo experimenta una ligera mejoría. Como se ha mencionado, este ratio solo

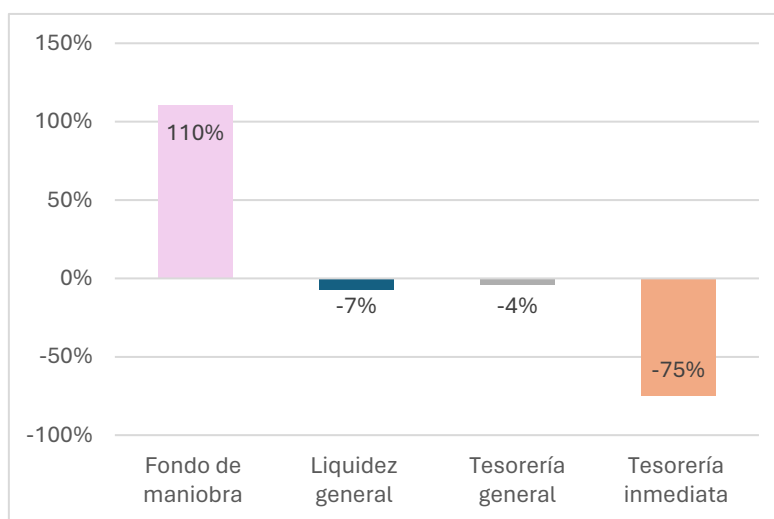
tiene en cuenta el activo más líquido del grupo, esto es, el activo disponible. Así, a grandes rasgos, se puede afirmar que Grifols tiene gran dependencia de su activo realizable para responder de sus deudas a corto plazo, dado que, aunque inicia el periodo con valores cercanos al 1 – en 2017 el ratio alcanza 0.906 – en los años posteriores cae, hasta situarse en el 0.229 en 2023.

El grupo realiza inversiones significativas en inversión y desarrollo, así como en la producción y distribución de sus productos, de modo que, aunque no existe un valor objetivo óptimo, resultaría prudente que Grifols tuviese un ratio de tesorería inmediata superior, de modo que se pueda asegurar la estabilidad financiera y la capacidad para responder a necesidades operativas inesperadas sin necesidad de recurrir a la venta de inventarios u otros activos menos líquidos.

Variación de la situación financiera a corto plazo.

En este apartado se detalla la variación que han sufrido los ratios financieros del corto plazo de manera global en el periodo analizado. Destaca que únicamente el fondo de maniobra experimenta un incremento, bastante importante, del 110% con respecto a su valor inicial. En sentido contrario, el resto de indicadores de la salud financiera del grupo en el corto plazo experimentan una disminución, ligera en el caso de la liquidez y tesorería general, pero bastante pronunciada en el caso de la tesorería inmediata, la cual cae un 75% respecto a su valor inicial.

Gráfico: Evolución de la situación financiera a corto plazo en el periodo 2017 - 2023



Fuente: Elaboración propia.

Este contraste en los valores sugiere que, a pesar del aumento en el Fondo de Maniobra, Grifols puede estar enfrentándose a problemas en su gestión de liquidez y la disponibilidad de efectivo en el corto plazo. La caída del activo disponible es especialmente notable ya que, aunque en la relación del capital circulante no sale a la luz, se observan sus efectos en los ratios de tesorería general e inmediata, lo cual podría indicar, como se ha mencionado, dificultades del grupo para cumplir con sus obligaciones financieras inmediatas.

4.2 Situación financiera a largo plazo

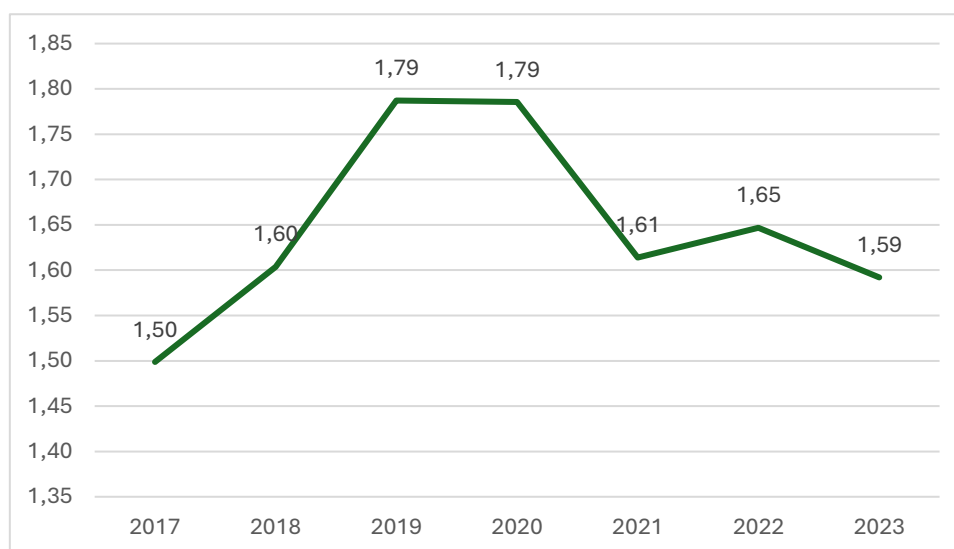
El estudio de la situación financiera a largo plazo permite obtener una visión global de la salud financiera de Grifols en un horizonte temporal más amplio. Los indicadores muestran la capacidad del grupo para atender sus compromisos con vencimientos mayores a un año.

Solvencia

El ratio de solvencia es un indicador clave en el análisis financiero. Evalúa la capacidad de la empresa para cumplir con la totalidad de sus obligaciones financieras con su activo. Es una herramienta importante para evaluar la capacidad del grupo de cumplir con sus compromisos financieros en el corto y largo plazo, dado que indica cuantos euros tiene el grupo – entre bienes presentes y derechos de cobro futuros – por cada euro de deuda.

Su cálculo divide los activos totales entre los pasivos totales. Un ratio de solvencia mayor que 1 indicará que la empresa tiene más activos que pasivos, con lo que la empresa tiene capacidad para cubrir la totalidad de su deuda, no obstante, si el ratio alcanza significativamente superiores podría ser indicativo de ineficiencia en la utilización de los activos. En sentido contrario, si el ratio no alcanza la unidad, la empresa se encontraría en una situación de insolvencia; en quiebra técnica, dado que no es capaz de satisfacer todos sus compromisos de pago.

Gráfico: Ratio de Solvencia en el Periodo 2017 – 2023.



Fuente: Elaboración propia.

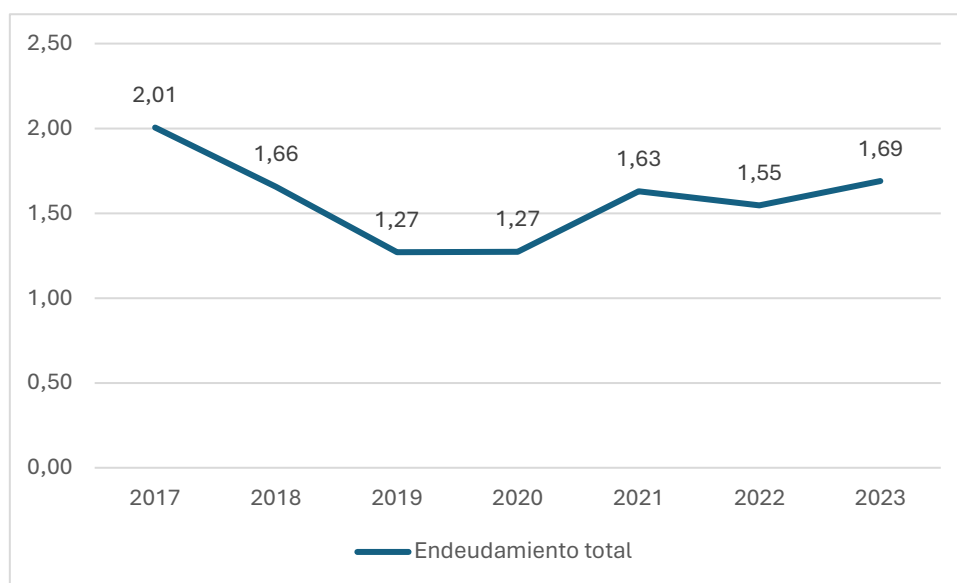
Como se observa en el gráfico superior, los resultados de Grifols se encuentran en la zona óptima durante todo el periodo, lo que es indicativo de la buena salud financiera del grupo. No obstante, se percibe un cambio de tendencia en los últimos años. Desde el año 2017 hasta el 2019, el ratio experimenta una tendencia alcista con una pendiente pronunciada, alcanzando su mayor valor en los años 2019 y 2020, 1.79. No obstante, en 2021 se experimenta una fuerte caída que lo sitúa en 1.61. A pesar de que en 2022 se experimenta una pequeña mejoría, el ratio vuelve a caer en el último año 2023, situándose en 1.59.

Endeudamiento

El ratio de endeudamiento es una medida financiera que indica la proporción de financiación ajena que la empresa tiene frente a su patrimonio, de modo que permite medir la relación entre las dos formas de financiación de la empresa, la financiación con recursos propios y la financiación ajena. Así, este ratio indica el grado de apalancamiento.

Para el cálculo del ratio, se dividen los pasivos totales de la empresa entre su patrimonio neto. Cuando el ratio adopta valores menores a 1, se considera que el nivel de solvencia es positivo, en cambio, si los valores son superiores, significa que las deudas superan los recursos propios, con lo que se puede entender que el endeudamiento es excesivo.

Gráfico: Ratio de endeudamiento Grifols Periodo 2017 – 2023.

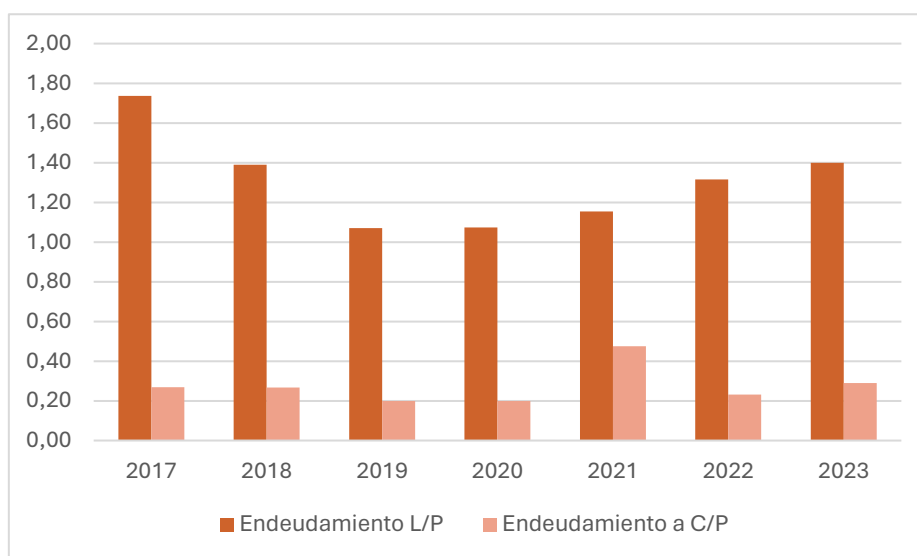


Fuente: Elaboración propia

Como puede observarse, Grifols mantiene elevados niveles de endeudamiento, superando siempre la unidad, lo que implica que el grupo utiliza un volumen muy alto de deuda para financiar sus operaciones. En 2017, el ratio de endeudamiento alcanza su valor más alto de todo el periodo, con 2.01, indicando que por cada euro de financiación propia hay dos euros de financiación ajena. En los años siguientes, se observa una tendencia a la baja, con el ratio reduciéndose a 1.27 en 2019 y manteniéndose en ese nivel en 2020. Sin embargo, en los años posteriores, el ratio vuelve a aumentar, situándose en 1.69 en 2023. Este elevado nivel de deuda puede incrementar el riesgo financiero del grupo.

Para acotar más el estudio se calculan los ratios de endeudamiento a corto y largo plazo. El ratio de endeudamiento a corto plazo sólo tiene en consideración las deudas con vencimiento inferior a un año. En sentido contrario, el ratio de endeudamiento a largo plazo únicamente evalúa la proporción de deuda con vencimiento superior a un año en la estructura de capital de la empresa.

Gráfico: Endeudamiento a Corto y Largo Plazo en el periodo 2017 – 2023.



Fuente: Elaboración propia

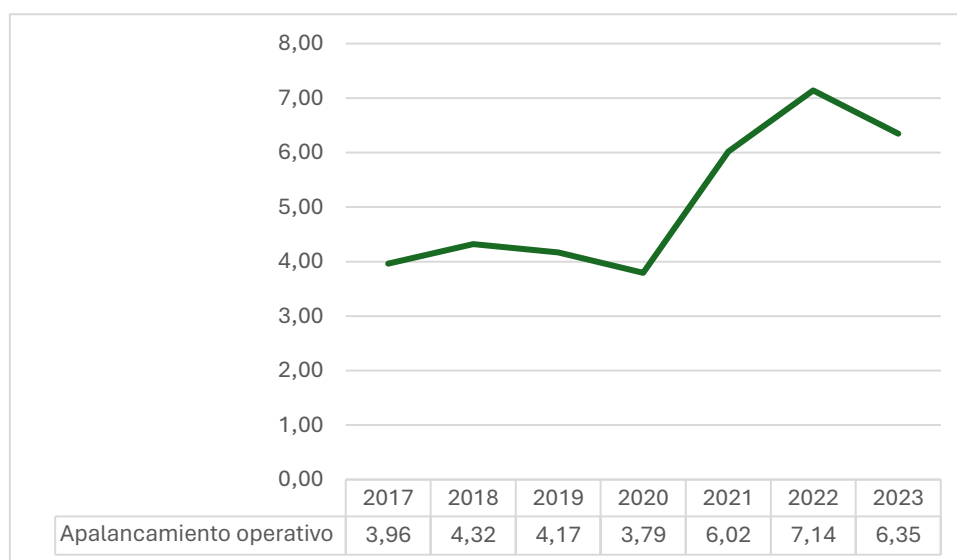
Como se observa en el gráfico, el endeudamiento a corto plazo de Grifols se ha mantenido en niveles inferiores al 1 durante todo el periodo, experimentando en el 2021 una leve subida que lo sitúa en un valor de 0.47, pero retornando en los años posteriores a su nivel medio, que se mantiene durante todo el periodo entre 0.20 y 0.29. En cuanto al endeudamiento a largo plazo, se observan valores significativamente superiores, lo cual es comprensible, dado que en empresas un alto volumen de inversión en I+D se requiere financiación a plazos más extensos.

En relación con el endeudamiento de la empresa, cabe analizar el apalancamiento operativo, uno de los ratios controvertidos en el informe de GCR. El Grupo utiliza el ratio de apalancamiento como medida de la capacidad de la empresa para pagar su deuda en función del resultado operativo de la compañía; del EBITDA, sin tener en cuenta el resultado financiero neto, impuestos, depreciaciones y amortizaciones.

Este ratio se calcula⁶ como el cociente entre la deuda neta del grupo y su EBITDA ajustado según el acuerdo de Crédito de Grifols.

⁶ Cálculo atendiendo a los Informes de Gestión Consolidados anuales de Grifols. Valores de deuda y EBITDA ajustado disponibles en el Anexo III.

Gráfico: Ratio de apalancamiento operativo en el periodo 2017 – 2023.



Fuente: elaboración propia.

Se observa en el gráfico un incremento nada despreciable del apalancamiento de la empresa en los últimos tres años. A inicios del periodo la cifra alcanza los 3.96 puntos, pero mantiene un ligero crecimiento en los dos años posteriores, hasta alcanzar los 4.17 puntos en 2019. Destaca el declive experimentado en el 2020, situándose el ratio en 3.79, el menor valor de todo periodo, para alcanzar los 6.02 puntos en el año siguiente; lo que supone un incremento de más del 50% en un solo año. Este incremento se debe al aumento de la deuda financiera neta en 2.711 millones de euros.

En el año posterior, 2022, este ratio continúa ascendiendo hasta alcanzar los 7.14 puntos, el mayor valor de todo el periodo. En este contexto es emitido el informe de GCR, en donde se realiza una estimación del ratio de apalancamiento – variando los valores de las dos variables que se utilizan para el cálculo – y estiman que este ratio es mucho superior, situándose entre los 9.6 y los 13.2 puntos. En las ultimas cuentas anuales consolidadas el valor del ratio desciende un 11.14% hasta los 6.35 puntos.

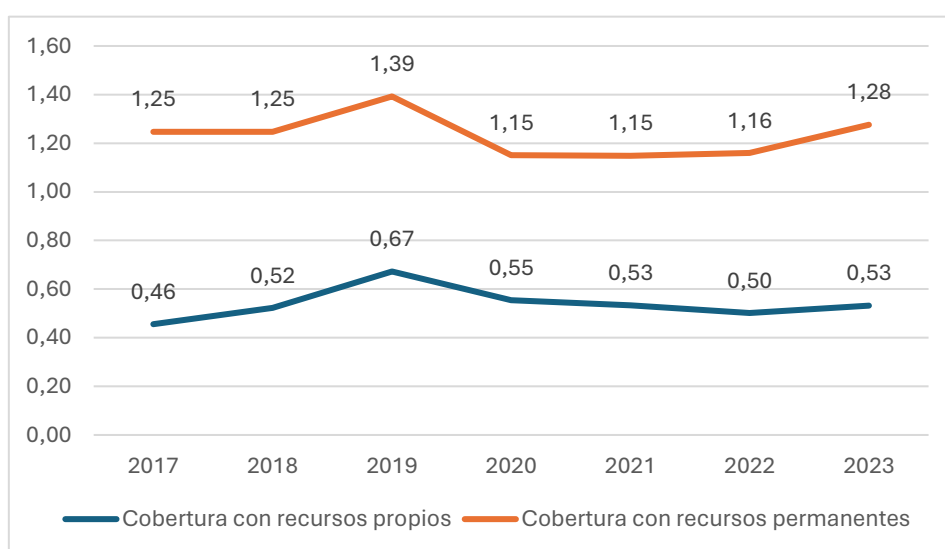
Cobertura

En este apartado se analizará la capacidad de cobertura que tiene el grupo en relación con su inmovilizado y las cargas financieras. Para ello, se utilizarán tres ratios diferentes: el ratio de cobertura del inmovilizado con recursos propios, el ratio de cobertura de inmovilizado con recursos permanentes y el ratio de cobertura con cargas financieras.

En primer lugar, el ratio de cobertura del inmovilizado con recursos propios mide la capacidad de la empresa para cubrir su inmovilizado, es decir, sus activos fijos, utilizando sus propios recursos, el patrimonio neto. Proporciona información de la proporción del activo fijo que está financiada con recursos internos en lugar de deuda. Así, se calcula como el cociente entre el patrimonio neto y el inmovilizado neto.

En segundo lugar, el ratio de cobertura del inmovilizado con recursos permanentes. Este ratio es similar al anterior, pero en lugar de utilizar solo el patrimonio neto, considera tanto el patrimonio neto como otras cuentas de capital permanente. También mide la capacidad de la empresa para financiar su inmovilizado con recursos estables a largo plazo. Se calcula como el cociente entre los recursos permanentes y el inmovilizado neto.

Gráfico: Ratios de Cobertura con Recursos Propios y con Recursos Permanentes en el periodo 2017 – 2023.



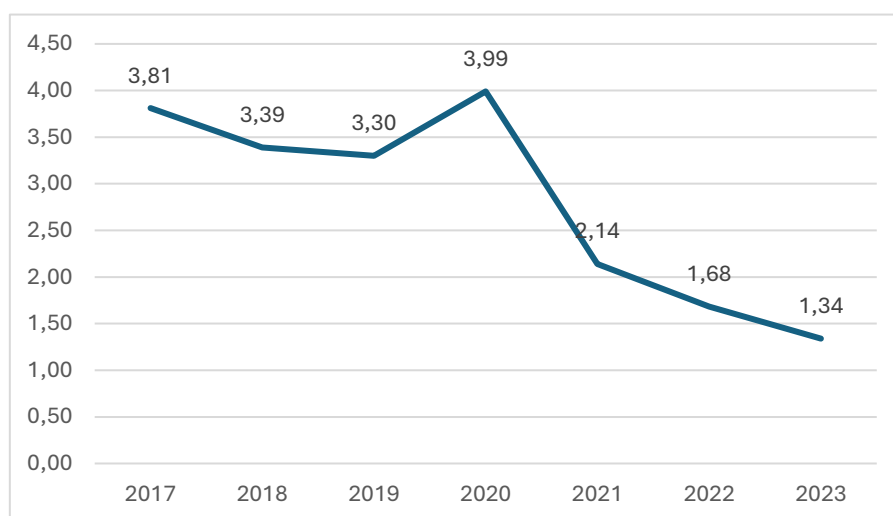
Fuente: elaboración propia.

Como se observa, Grifols mantiene una tendencia estable en el periodo. El hecho de que la cobertura con recursos permanentes supere constantemente el valor de 1 y haya mantenido, con fluctuaciones, su ratio desde 2017 hasta 2023 más o menos estable es un indicador de que el grupo tiene una base sólida de recursos permanentes con respecto a su inmovilizado y probablemente tiene una menor dependencia de financiación a corto plazo para sus activos fijos, lo que reduce el riesgo financiero.

Por otro lado, la diferencia entre el ratio de cobertura con recursos propios y el ratio con recursos permanentes indica que Grifols depende más de recursos externos para financiar su inmovilizado durante todo el período representado.

Por último, el ratio de cobertura con cargas financieras evalúa la capacidad de la empresa para hacer frente a sus obligaciones financieras, como el pago de intereses sobre la deuda. Compara los beneficios antes de intereses e impuestos (BAII) con los gastos financieros.

Gráfico: Ratio de cobertura con Cargas Financieras



Fuente: Elaboración propia.

En el gráfico se observa la evolución que ha sufrido el grupo en el periodo. En 2017, el ratio comienza con un valor de 3.81, lo que implica que Grifols tenía más de tres veces los Beneficios antes de impuestos que los gastos financieros, es decir, en el periodo Grifols inicia con una buena capacidad para cubrir sus cargas financieras. Se observa un pico en el año 2020, ascendiendo casi hasta 4, debido a una disminución en los gastos financieros de cerca de 100 millones de euros. No obstante, a partir de este año el grupo sufre un declive pronunciado que continúa hasta el final del periodo, situándose el ratio en el 2023 en valores levemente superiores al 1, lo que implica que los beneficios antes de intereses e impuestos del grupo son apenas suficientes para cubrir con los gastos financieros, dejando poco margen para otros usos, como puede ser el pago de dividendos o las inversiones. Esto se debe a un aumento constante del gasto financiero, que llega a alcanzar los 596 millones de euros en 2023.

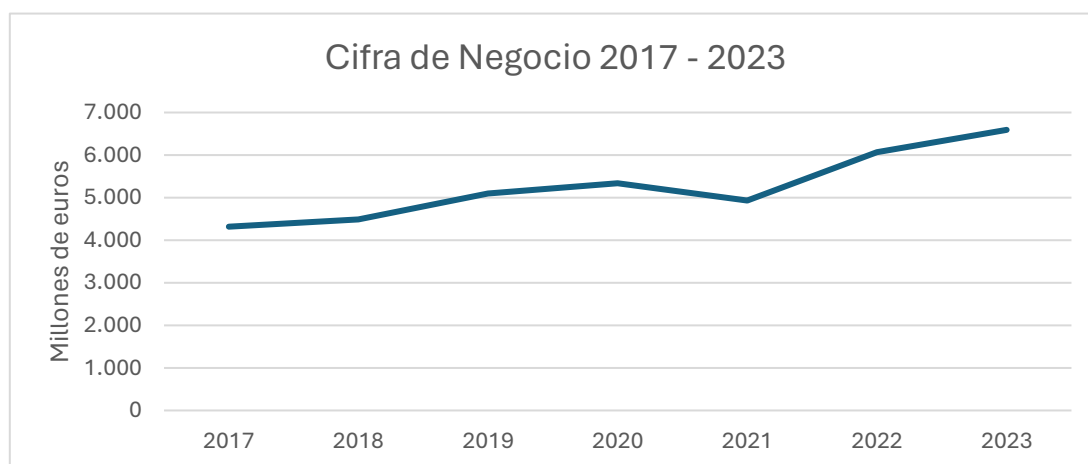
5. ANÁLISIS ECONÓMICO

Este último bloque está enfocado al análisis económico del grupo. Para ello, se estudia la evolución de la cifra de negocio del grupo, así como su rentabilidad económica y financiera.

5.1. Evolución de la cifra de negocio

En este apartado se estudia la evolución del importe neto de la cifra de negocios del grupo en el periodo, la cual refleja los ingresos derivados del ejercicio de su actividad económica.

Gráfico: Importe neto de la cifra de negocio periodo 2017 – 2023



Fuente: Elaboración propia.

Grifols arranca el periodo con unos ingresos de 4.318 millones de euros, cifra que aumenta progresivamente hasta alcanzar los 6.591 millones de euros en el 2023, es decir un 52.66% más de ingresos en 5 años. El crecimiento del nivel de ingresos es irregular, teniendo una pendiente más moderada en los primeros años, incluso llegando a ser negativa en el año 2021, en donde se experimenta una caída en el nivel de ingresos del 7.62% respecto al año anterior, al ascender el importe neto de la cifra de negocios hasta los 4.933 millones de euros, frente a los 5.340 millones de euros del año anterior. Esta caída puede atribuirse a los efectos de la pandemia de COVID-19, que impactó significativamente a muchas industrias, incluida la farmacéutica.

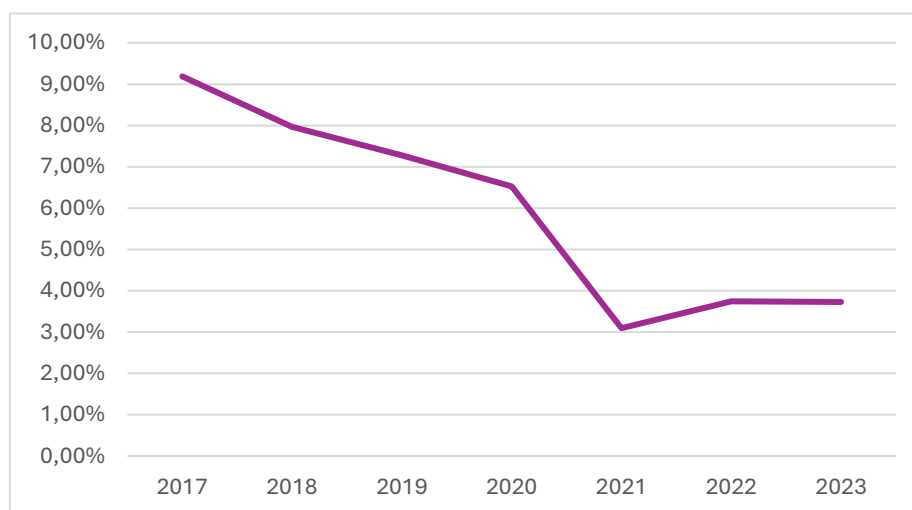
Sin embargo, en 2022, Grifols muestra una fuerte recuperación con un crecimiento del 22.92% en sus ingresos, alcanzando los 6.064 millones de euros. Esta recuperación es indicativa de una mejora en las condiciones del mercado y posiblemente de una reactivación de la demanda de sus productos. En 2023, aunque el crecimiento se modera, la cifra de negocios sigue aumentando en un 8.71%, situándose en 6.592 millones de euros.

5.2. Rentabilidad económica

La rentabilidad económica es indicativa de la eficiencia con la que la empresa utiliza la totalidad de sus activos para generar ganancias antes de intereses e impuestos. El ratio utilizado, ROI, es una medida importante del rendimiento de una empresa y su capacidad de retorno de la inversión, esto es, de generar beneficios a partir de sus inversiones en activos. Los accionistas y la dirección del grupo utilizan esta medida para evaluar la eficiencia con la que se utilizan los activos para generar beneficios.

Una rentabilidad económica positiva implica que la empresa está generando ganancias a partir de sus activos, mientras que una rentabilidad económica negativa indica que la empresa está perdiendo dinero en relación con sus activos.

Gráfico: ROI Periodo 2017 - 2023



Fuente: Elaboración propia.

La rentabilidad económica de Grifols experimenta un decrecimiento pronunciado durante todo el periodo, llegando a su mínimo en el 2021, estabilizándose en los años posteriores,

pero con una pendiente muy moderada, lo que explica la caída continua del valor de sus acciones en el mercado durante los últimos años.

El Grupo inicia el periodo con una rentabilidad económica del 9.19%, la máxima que va a alcanzar durante todo el periodo. En los dos años posteriores, la rentabilidad económica desciende hasta valores que rondan el 7%, debido a un incremento en la inversión en activos de hasta 5.000 millones de euros aproximadamente, pero sin el retorno en beneficios esperado. En el 2020 la rentabilidad continúa disminuyendo; en este año no aumentan los activos, pero el beneficio antes de intereses e impuestos alcanza valores menores que los años anteriores. Es en el año 2021 cuando la rentabilidad económica desciende hasta su mínimo, 3.09%. En este año, la inversión total en activo asciende hasta los 19.233 millones de euros, mientras que el resultado de explotación alcanza su valor mínimo, 595 millones de euros. En el 2022 asciende tanto el total de activos como el resultado de explotación, dejando el ratio en un 3.74%, el cual se mantiene hasta este último año 2023.

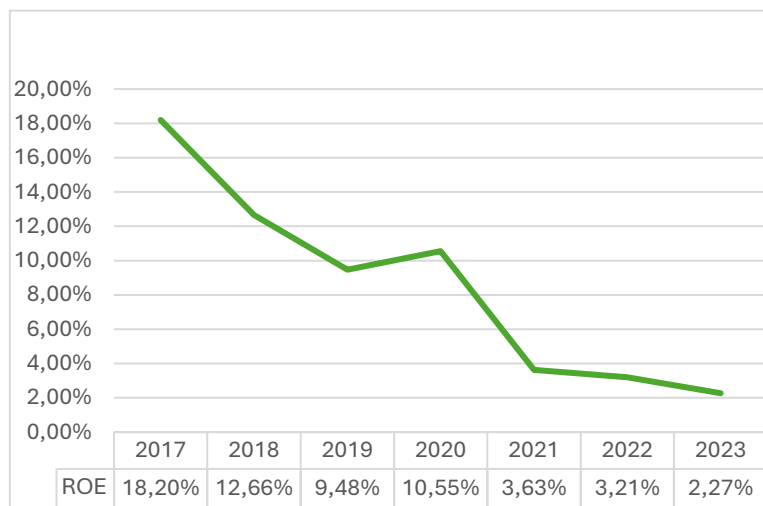
Así, la tendencia descendiente del ROI sugiere que Grifols pierde eficiencia en la generación de beneficios a partir de sus activos totales. En concreto, la caída significativa del BAI en 2021 y la recuperación insuficiente en los años posteriores refuerzan esta conclusión. Además, como se observa en el Anexo IV, el aumento continuo del activo total no ha sido acompañado por un aumento proporcional en el BAI, lo que refleja inversiones no rentables o una menor eficiencia en el uso de los activos.

5.3. Rentabilidad financiera

El último ratio del análisis económico es el ROE. Este ratio es clave para conocer el rendimiento del Grupo en relación con su inversión financiera, dado que permite evaluar la capacidad de la empresa para generar beneficios a partir del capital propio invertido, es decir, el capital resultante de la inversión realizada por los accionistas y las reservas que el grupo obtiene a partir de sus resultados. Esta medida es, por tanto, seguida por los accionistas, dado que indica cuánto beneficio obtiene la empresa en relación con el capital aportado. Un ROE alto implica que la empresa está generando un buen rendimiento para sus accionistas en comparación con el capital invertido, mientras que un ROE bajo puede indicar problemas en la gestión financiera de la empresa y ser señal de problemas

potenciales que los accionistas tendrán en cuenta a la hora de tomar decisiones en sus carteras de inversiones.

Gráfico: rentabilidad financiera periodo 2017 - 2023



Fuente: Elaboración propia.

Como se observa, en el grupo Grifols hay una tendencia general a la disminución del ROE, cayendo de 18.20% a 2.27%, lo que indica una reducción en la rentabilidad de ellos recursos propios a lo largo del tiempo.

Como se observa en el Anexo IV, a pesar del aumento del resultado consolidado hasta 2020, el ROE sigue una tendencia descendente debido al aumento más rápido del patrimonio neto. En concreto, la caída del resultado consolidado en 2021 afecta significativamente al ROE – aunque también tiene un impacto importante en los anteriores indicadores económicos, el RAI y el INCN, como se ha visto – indicando que los beneficios no son suficientes en comparación con el patrimonio neto creciente.

En un año, el ROE cae 6.92 puntos porcentuales, del 10.55% al 3.63%, siendo esta la caída más drástica de todo el periodo que se debe, especialmente, al bajo resultado consolidado, el cual solo alcanza los 265 millones de euros – frente a los 709 millones del año anterior –. Según el Informe de Gestión Consolidado de este año, la reducción de los volúmenes de plasma como consecuencia del Covid – 19 es el factor que más impacta en los resultados operativos y financieros del grupo. Estiman que el impacto neto total de la pandemia en términos de EBITDA se estima en 503 millones de euros en 2021.

En el año siguiente, 2022, hay una pequeña recuperación del resultado consolidado, pero el ROE sigue disminuyendo debido a un aumento continuo en el patrimonio neto. En 2023, los beneficios vuelven a caer.

En resumen, Aunque el patrimonio neto aumenta continuamente, el ROE disminuye, lo que sugiere que el grupo no está generando suficientes beneficios en relación con su base de capital creciente; un aumento en el patrimonio neto sin un aumento proporcional en el resultado consolidado lleva a una reducción del ROE. Esta situación puede deberse a varios factores, como la baja rentabilidad de las nuevas inversiones realizadas, aumento de costes o cambios en el mercado.

6. CONCLUSIONES

El sector farmacéutico en España es un sector crucial, que contribuye significativamente a la economía. Grifols es uno de los grupos de empresas que se encuentran desde hace más tiempo en este panorama.

A lo largo del tiempo, el grupo ha experimentado cambios significativos en su estructura, incluyendo adquisiciones, desinversiones y fusiones, lo que ha impactado en su situación financiera y operativa.

El análisis de las masas patrimoniales de Grifols revela un crecimiento constante del grupo, aunque con cambios en la composición y la importancia relativa de las diferentes partidas. Por otro lado, los indicadores financieros muestran una tendencia variable, con fluctuaciones en la liquidez, endeudamiento y la rentabilidad, destacando la necesidad de una gestión financiera eficaz. Por último, la evolución de la cifra de negocios y la rentabilidad económica y financiera indican desafíos en la generación de beneficios y la eficiencia operativa. A lo largo del periodo analizado el valor de las acciones de Grifols ha caído paulatinamente, al experimentarse una disminución constante en la rentabilidad económica y financiera.

En este contexto, el informe publicado por Gotham City Research ha planteado interrogantes sobre la transparencia y las operaciones de Grifols, especialmente en relación con la adquisición y desinversión de Haema y BPC Plasma realizada en 2018.

La publicación de este informe provocó una caída de las acciones de Grifols a mínimos históricos, con una caída del 41.22% desde el lunes 8 de enero. Esta importante caída en el valor de las acciones de Grifols se entiende como el resultado de la percepción del mercado sobre la gestión y la transparencia de la compañía. No obstante, durante el transcurso de los meses, actuaciones como la publicación de un Informe sobre las cuentas de Grifols por parte de la CNMV, en donde no se encuentran errores significativos, aunque sí algunas deficiencias; la desvinculación de la familia fundadora de los cargos directivos y otros movimientos internos del grupo provocan una pequeña recuperación del valor de las acciones, pero insuficiente, lo que indica que Grifols no ha conseguido restaurar la confianza de los inversores.

BIBLIOGRAFÍA

ABC: <https://www.abc.es/>

Alcorze: <https://eds.a.ebscohost.com/>

Comisión Nacional del Mercado de Valores <https://www.cnmv.es/portal/home.aspx>

El Economista <https://ranking-empresas.eleconomista.es/GRIFOLS.htm>

El País <https://elpais.com/>

Expansión: <https://www.expansion.com/>

Google Finance <https://www.google.com/finance/>

Gotham City Research <https://www.gothamcityresearch.com/post/grifols-sa-scranton-and-the-undisclosed-debts>

Grifols <https://www.grifols.com/es/home>

Instituto Nacional de Estadística <https://www.ine.es/jaxiT3/Datos.htm?t=36167>

Sabi <https://sabi.bvdinfo.com/>

Statista <https://es.statista.com/>

ANEXOS.

Anexo 1: Sociedades consolidadas por integración global periodo 2017 – 2023

Nombre	Fecha de adquisición/ Constitución	% de participación efectiva						
		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Grifols USA, LLC	1900	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Diagnostics Grifols, SA	1987	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Instituto Grifols, SA	1987	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Grifols Worlwide operations Spain, SA	1987	100%	100%	--	--	--	--	--
Grifols Movaco, SA	1987	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Grifols Portugal								
Productos Farmacéuticos e Hospitalares, Lda.	1988	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Laboratorios Grifols, SA	1989	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Grifols Chiles, SA	1990	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%
Biomat, SA	1991	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Grifols Argentina, SA	1991	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Grifols s.r.o.	1992	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Grifols de México, SA de C.V.	1993	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Grifols Viajes, SA	1995	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Grifols international, SA	1997	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Grifols Italia, S.p.A.	1997	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Grifols UK Ltd.	1997	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Grifols Brasil, Lda.	1998	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Grifols France, S.A.R.L	1999	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Grifols Engineering, SA	2000	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Biomat USA, Inc.	2002	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Grifols Biologicals, LLC.	2003	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Grifols Asia Pacific Pte, Ltd.	2003	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Grifols (Thailand) Ltd.	2003	48%	48%	48%	48%	48%	48%	48%

Grifols Malaysia Sdn Bhd	2003	30%	30%	30%	30%	49%	49%	49%
Grifols Polska Sp.z.o.o.	2003	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Squadron Reinsurance								
Designated activity Company	2003	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Logística Grifols, SA de C.V. (fusionada con Grifols México, SA de CV en 2022)	2008	100%	100%	100%	100%	100%	--	--
Grifols Australia Pty Ltd.	2009	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Medion Grifols								
Diagnostics AG	2009	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Medion Diagnostics GmbH	2009	100%	100%	100%	--	--	--	--
Gri-Cel, SA (fusionada con Instituto Grifols, SA en 2019)	2009	100%	100%	100%	--	--	--	--
Grifols Nordic, AB	2010	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Grifols Colombia, Ltda.	2010	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Grifols Theerapeutics, LLC.	2011	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Talecris Plasma Resources, Inc.	2011	100%	100%	100%	100%	100%	--	--
Grifols Deutschland GmbH	2011	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Grifols Canada, Ltd	2011	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Grifols Shared Services North America, Inc	2011	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Grifols Worlwide operations Limited	2012	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Aranclon Biotech, SL	2012	73%	73%	75%	75%	76%	76%	76%
VCN Bioscience, SL	2012	81%	81%	81%	87%	87%	--	--
Progenika Biopharma, SA	2013	90%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Asociación I+D Progenika	2013	90%	100%	--	--	--	--	--
Grifols Diagnostics Solutions Inc.	2013	100%	100%	100%	55%	55%	55%	55%
Grifols Pharmaceutical Thechnology (Shanghai) Co., Ltd.	2013	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Grifols Switzerland AG	2013	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Grifols Worldwide Operations USA, Inc.	2014	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Grifols (H.K), Limited	2014	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Grifols Japan K.K.	2014	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Grifols India Healthcare Private Ltd.	2014	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Kiro Grifols, SL	2014	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
Gripdan Invest , SL	2015	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Alkahest, Inc	2015	--	--	--	42%	100%	100%	100%
Grifols Diagnostics Equipment Taiwan limited	2016	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Grifols Innovation and New Technologies Limited	2016	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
PBS Acquisition Corp (fusionada con IBBI en 2019)	2016	100%	100%	100%	--	--	--	--
Instesratel Blood Bank, Inc.	2016	--	--	100%	100%	100%	100%	100%
Chiquito Acquisition Corp.	2017	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Aigües Minerals de Vilajuiga, SA	2017	--	100%	99.99%	100%	100%	100%	100%
GigaGen Inc.	2017	--	--	--	44%	100%	100%	100%
Access Biologicals, LLC	2017	49%	49%	49%	49%	49%	100%	--
Access Biologicals IC-DISC, Inc.	2017	49%	49%	49%	49%	49%	100%	--

Access Cell Culture, LLC.	2017	49%	49%	49%	49%	49%	100%	--
Access Plasma, LLC	2017	49%	49%	49%	49%	49%	100%	--
Access Manufacturing, LLC	2017	49%	49%	--	--	--	--	--
Goetech LLC	2018	--	55%	55%	100%	100%	100%	--
Haema, AG	2018	--	--	--	--	--	--	--
BPC Plasma (antes Biotest Pharma Corp).	2018	--	--	--	--	--	--	--
Plasmavita Healthcare GmbH	2018	--	50%	50%	50%	50%	50%	50%
Plasmavita Healthcare II GmbH	2019	--	--	50%	50%	50%	50%	50%
Grifols Canada Therapeutics Inc.	2020	--	--	--	100%	100%	100%	100%
GCAM, Inc. (fusionada con Biomat USA, Inc.)	2020	--	--	--	100%	--	--	--
Grifols Laboratory Solutions, Inc.	2020	--	--	--	100%	100%	100%	100%
Grifols Korea Co., Ltd.	2020	--	--	--	100%	100%	100%	100%
Haema Plasma Kft	2021	--	--	--	--	--	--	--
Grifols Middel East & Africa LLC.	2021	--	--	--	--	100%	100%	100%
Grifols Pyrenees Research Center, SL	2021	--	--	--	--	80%	80%	80%
Grifols Bio North America LLC	2021	--	--	--	--	100%	100%	100%
Biomat Holdco, LLC	2021	--	--	--	--	100%	100%	100%
Biomat Newco, Copr.	2021	--	--	--	--	100%	87%	89%
Grifols Escrow Issuer, SA	2021	--	--	--	--	100%	100%	--
Grifols Canada Plasma (antes Prometic Plasma Resources, Inc.)	2021	--	--	--	--	100%	100%	100%
Albimmune, SL	2022	--	--	--	--	--	51%	51%
Biotest, AG	2022	--	--	--	--	--	70%	70%

Biotest Austria, GmbH	2022	--	--	--	--	--	70%	70%
Biotest Italia, SRL	2022	--	--	--	--	--	70%	100%
Biotest (UK) Ltd.	2022	--	--	--	--	--	70%	--
Biotest (Schweiz) AG	2022	--	--	--	--	--	70%	70%
Biotest Hungaria Kft.	2022	--	--	--	--	--	70%	70%
Biotest Farmaceutica LTDA	2022	--	--	--	--	--	70%	100%
Biotest Hellas MEPE	2022	--	--	--	--	--	70%	70%
Biotest France SAS	2022	--	--	--	--	--	70%	100%
Biotest Pharmaceuticals İlaç Pazarlama	2022	--	--	--	--	--	70%	70%
Biotest Medical, S.L.U.	2022	--	--	--	--	--	70%	100%
Biotest Pharma, GmbH	2022	--	--	--	--	--	70%	70%
BioDarou PLC	2022	--	--	--	--	--	70%	70%
Biotest Grundstücksverwaltungs GmbH	2022	--	--	--	--	--	70%	70%
Plasma Service Europe GmbH	2022	--	--	--	--	--	70%	70%
Cara Plasma s.r.o.	2022	--	--	--	--	--	70%	70%
Plazmaszolgálat Kft	2022	--	--	--	--	--	70%	70%
Grifols Biotest Holdings GmbH	2022	--	--	--	--	--	100%	100%
Grifols Canda Plasma - Ontario Inc.	2023	--	--	--	--	--	--	100%
Biomat Holdings LLC	2023	--	--	--	--	--	--	100%
Biotest Lux, S.a.r.l	2023	--	--	--	--	--	--	70%

Fuente: Elaboración propia.

Anexo II: Masas Patrimoniales Grifols

Cuentas consolidadas	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Activo no corriente	7.974.948	8.993.795	10.180.427	12.109.822	13.723.555	16.880.390	14.989.149
Activo corriente	2.945.316	3.483.251	5.362.184	3.164.654	5.510.280	4.653.587	6.451.905
Existencias	1.629.293	1.949.360	2.342.590	2.002.281	2.259.354	3.201.357	3.459.277
Realizable	429.502	500.099	2.277.612	582.726	2.595.433	904.251	2.463.051
Disponible	886.521	1.033.792	741.982	579.647	655.493	547.979	529.577
Total Activo	10.920.264	12.477.046	15.542.611	15.274.476	19.233.835	21.533.977	21.441.054
Patrimonio neto	3.633.965	4.696.604	6.845.768	6.720.055	7.317.098	8.457.544	7.972.485
Pasivo no corriente	6.308.312	6.523.121	7.330.285	7.219.583	8.442.425	11.120.586	11.152.965
Pasivo corriente	977.987	1.257.321	1.366.558	1.335.138	3.474.312	1.955.847	2.315.604
Total Pasivo	7.286.299	7.780.442	8.696.843	8.554.721	11.916.737	13.076.433	13.468.569
Total PN y Pasivo	10.920.264	12.477.046	15.542.611	15.274.776	19.233.835	21.533.977	21.441.054

Estructura	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Activo no corriente	73%	72%	66%	79%	71%	78%	70%
Activo corriente	27%	28%	34%	21%	29%	22%	30%
Existencias	15%	16%	15%	13%	12%	15%	16%
Realizable	4%	4%	15%	4%	13%	4%	11%
Disponible	8%	8%	5%	4%	3%	3%	2%
Total Activo	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Patrimonio neto	33%	38%	44%	44%	38%	39%	37%
Pasivo no corriente	58%	52%	47%	47%	44%	52%	52%
Pasivo corriente	9%	10%	9%	9%	18%	9%	11%
Total Pasivo	67%	62%	56%	56%	62%	61%	63%
Total PN y Pasivo	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Evolución	2017 - 2013
Activo no corriente	88%
Activo corriente	119%
Patrimonio neto	119%
Pasivo no corriente	77%
Pasivo corriente	137%

Patrimonio neto	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Capital suscrito	119.604	119.604	119.604	119.604	119.604	119.604	119.604
Prima de emisión	910.728	910.728	910.728	910.728	910.728	910.728	910.728
Reservas	2.027.648	2.441.931	3.009.599	3.776.932	4.133.388	4.326.436	4.482.798
Acciones Propias	(62.422)	(55.441)	(49.584)	(43.734)	(164.189)	(162.220)	(152.748)
Dividendo a cuenta	(122.986)	(136.747)	(136.828)	--	--		
Resultado del ejercicio atribuido a la sociedad dominante	662.700	596.642	625.146	618.546	188.726	208.279	59.315
Total Fondos propios	3.535.272	3.876.717	4.478.665	5.382.076	5.188.257	5.402.827	5.419.697
Cobertura de flujos de efectivo	--	--	--	--	3130	(438)	998
Activos financieros disponibles para la venta	4.926	--	--	--	--	--	1.520
Otro resultado global	(656)	(554)	(903)	(1155)	(869)	(8.084)	(9.117)
Diferencias de conversión	89.537	349.391	344.357	-272.529	333.091	735.633	414.068
Otro resultado global	93.807	348.837	343.454	-273.684	335.352	727.111	407.469
<i>Patrimonio atribuido a la sociedad dominante</i>	<i>3.629.079</i>	<i>4.225.554</i>	<i>4.822.119</i>	<i>5.108.392</i>	<i>5.523.609</i>	<i>6.129.938</i>	<i>5.827.166</i>
<i>Participaciones no dominantes</i>	<i>4.886</i>	<i>471.050</i>	<i>2.023.649</i>	<i>1.611.663</i>	<i>1.793.489</i>	<i>2.327.606</i>	<i>2.145.319</i>
Total patrimonio neto	3.633.965	4.696.604	6.845.768	6.720.055	7.317.098	8.457.544	7.972.485

Estructura del PN	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Capital suscrito	3,29%	2,55%	1,75%	1,78%	1,63%	1,41%	1,50%
Prima de emisión	25,06%	19,39%	13,30%	13,55%	12,45%	10,77%	11,42%
Reservas	55,80%	51,99%	43,96%	56,20%	56,49%	51,15%	56,23%
Acciones Propias	-1,72%	-1,18%	-0,72%	-0,65%	-2,24%	-1,92%	-1,92%
Dividendo a cuenta	-3,38%	-2,91%	-2,00%	--	--	--	--
Resultado del ejercicio atribuido a la sociedad dominante	18,24%	12,70%	9,13%	9,20%	2,58%	2,46%	0,74%
Total Fondos propios	97,28%	82,54%	65,42%	80,09%	70,91%	63,88%	67,98%
	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Cobertura de flujos de efectivo	--	--	--	--	0,04%	-0,01%	0,01%
Activos financieros disponibles para la venta	--	--	--	--	--	--	0,02%
Otro resultado global	-0,02%	-0,01%	-0,01%	-0,02%	-0,01%	-0,10%	-0,11%
Diferencias de conversión	2,46%	7,44%	5,03%	-4,06%	4,55%	8,70%	5,19%
Otro resultado global	2,58%	7,43%	5,02%	-4,07%	4,58%	8,60%	5,11%
<i>Patrimonio atribuido a la sociedad dominante</i>	99,87%	89,97%	70,44%	76,02%	75,49%	72,48%	73,09%
<i>Participaciones no dominantes</i>	0,13%	10,03%	29,56%	23,98%	24,51%	27,52%	26,91%
Total patrimonio neto	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Anexo III: Análisis financiero

Análisis financiero a corto plazo

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Fondo de maniobra	1.967.329	2.225.930	3.995.626	1.829.516	2.035.968	2.697.740	4.136.301
Liquidez General	3,01	2,77	3,92	2,37	1,59	2,38	2,79
Tesorería general	1,35	1,22	2,21	0,87	0,94	0,74	1,29
Tesorería inmediata	0,91	0,82	0,54	0,43	0,19	0,28	0,23

Análisis financiero a largo plazo

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Solvencia	1,50	1,60	1,79	1,79	1,61	1,65	1,59
Endeudamiento total	2,01	1,66	1,27	1,27	1,63	1,55	1,69
Endeudamiento L/P	1,74	1,39	1,07	1,07	1,15	1,31	1,40
Endeudamiento a C/P	0,27	0,27	0,20	0,20	0,47	0,23	0,29
Cobertura con recursos propios	0,46	0,52	0,67	0,55	0,53	0,50	0,53
Cobertura con recursos permanentes	0,44	0,43	0,44	0,44	0,38	0,32	0,36
Cobertura de cargas financieras	3,81	3,39	3,30	3,99	2,14	1,68	1,34
Capacidad de devolución del exigible.	0,09	0,08	0,07	0,08	0,02	0,02	0,01

<i>En millones de euros</i>	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Deuda financiera Neta	5.170,4	5.343,1	5.724,9	8.554.721,0	6.480,3	9.191,3	9.416,0
Ebitda Ajustado 12M	1.305,6	1.236,0	1.373,3	2.255.165,0	1.076,8	1.287,2	1.484,0
Apalancamiento operativo	3,96	4,32	4,17	3,79	6,02	7,14	6,35

Cuenta de Pérdidas y ganancias

	31/12/17	31/12/18	31/12/19	31/12/20	31/12/21	31/12/22	31/12/23
Operaciones Continuada							
Importe neto de la cifra de negocios	4.318.073	4.486.724	5.098.691	5.340.038	4.933.118	6.063.967	6.591.977
Coste de la venta	(2.166.062)	(2.437.164)	(2.757.459)	(3.084.873)	(2.970.522)	(3.832.437)	(4.097.406)
Beneficio Bruto	2.152.011	2.049.560	2.341.232	2.255.165	1.962.596	2.231.530	2.494.571
Investigación y Desarrollo	(288.320)	(240.661)	(276.018)	(294.216)	(354.881)	(361.140)	(395.282)
Gastos de distribución, generales y administrativos	(860.348)	(814.775)	(942.821)	(985.616)	(1.061.508)	(1.190.423)	(1.366.673)
Gastos Operacionales	(1.148.668)	(1.055.436)	(1.218.839)	(1.279.832)	(1.416.389)	(1.551.563)	(1.761.955)
Otros ingresos				--	16.302	22.235	3.042
Resultado de entidades valoradas por el método de la participación con actividad similar a la del Grupo		--	8.972	20.799	32.555	103.478	63.740
Resultado de Explotación (BAII)	1.003.343	994.124	1.131.365	996.132	595.064	805.680	799.398
Ingresos financieros	9.678	13.995	114.197	8.021	11.551	33.859	62.326
Gastos financieros	(263.344)	(293.273)	(342.965)	(249.639)	(277.994)	(478.323)	(596.864)
Variación de valor razonable en instrumentos financieros	(3.752)	--	1.326	55.703	246	(18.201)	(24.993)
Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros	(18.844)	30.280	(37.666)	--	--	11.999	1.459
Diferencias de cambio	(11.472)	(8.246)	(9.616)	8.246	(11.602)	7.725	(16.386)
Resultado financiero	(287.734)	(257.244)	(274.724)	(177.669)	(277.799)	(442.941)	(574.458)
Resultado de entidades valoradas por el método de la participación con actividad similar a la del Grupo	(19.887)	(11.038)	(39.538)	60.166	33.188	(1.482)	(922)
Resultado antes de impuestos de las actividades continuadas	695.722	725.842	817.103	878.629	350.453	361.257	224.018
Gasto por impuesto sobre las ganancias	(34.408)	(131.436)	(168.459)	(169.639)	(85.126)	(90.111)	(43.349)
Resultado después de impuestos de las actividades continuadas	661.314	594.406	648.644	708.990	265.327	271.146	180.669
Resultado consolidado del ejercicio	661.314	594.406	648.644	708.990	265.327	271.146	180.669
Resultado atribuible a la sociedad dominante	662.700	596.642	625.146	618.546	188.726	208.279	59.315
Resultado atribuible a participaciones no dominantes	(1.386)	(2.236)	23.498	90.444	76.601	62.867	121.354
Ganancias por acción (básicas) (euros)	0,97	0,87	0,91	0,90	0,28	0,31	0,09
Ganancias por acción (diluidas) (euros)	0,97	0,87	0,91	0,90	0,28	0,31	0,09

Anexo IV: Análisis económico:

Rentabilidad económica

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
ACTIVO	10.920.264	12.477.046	15.542.611	15.274.476	19.233.835	21.533.977	21.441.054
BAII	1.003.343	994.124	1.131.365	996.132	595.064	805.680	799.398
ROI	9,19%	7,97%	7,28%	6,52%	3,09%	3,74%	3,73%

Rentabilidad financiera

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Resultado consolidado	661.314	594.406	648.644	708.990	265.327	271.146	180.669
Patrimonio neto	3.633.965	4.696.604	6.845.768	6.720.055	7.317.098	8.457.544	7.972.485
ROE	18,20%	12,66%	9,48%	10,55%	3,63%	3,21%	2,27%