Grifols

ANÁLISIS PROFUNDO · Horizonte 5-10 años / 5-10 year horizon

NOTA FINAL: 7.55/10

Empresa: 7.80/10

Oportunidad actual: 7.60/10

Riesgo: Alto

Tesis 5-10 años: Positiva, condicionada a caja y desapalancamiento

Veredicto: MANTENER / ESPERAR NUEVA ENTRADA

Fecha del informe: 15/10/2026

reference_price: 9.81 EUR

Fecha editorial: 19/10/2026 · Ticker: GRLS · Versión: 3

El precio pertenece al informe aportado; no es una cotización actual. / The reference is the supplied report price, not a live quote.

La demanda de inmunoglobulinas sostiene el negocio, pero deuda, derechos de minoritarios y obligaciones de inversión condicionan cuánto llega al accionista. El PER aparente no cierra esa cuestión. Esta versión corresponde a la ordinaria española clase A en EUR; la anterior era el ADR en USD, sin comparación directa de precios.

Immunoglobulin demand supports a valuable medical franchise, but debt, minority rights and investment obligations constrain the cash available to shareholders. A low forecast P/E does not settle that issue. This version covers the Spanish class A ordinary share in EUR; the previous version covered the USD ADR, with no direct price comparison.

Negocio y novedades / Business and developments

Plasma collection, regulated manufacturing and a complex supply chain create barriers. Demand and integration can support growth, while donor costs, long-maturing inventory, regional pricing and family governance complicate cash conversion. No takeover rumor or unpublished clinical success is capitalized. H1 immunoglobulins grew 12.8% in constant currency. Group sales were EUR 3.574 billion versus 3.677 billion reported a year earlier: constant-currency growth and reported decline are different measures. Group profit was EUR 227 million, adjusted EBITDA 854 million and pre-M&A FCF 91 million. Refinancing removed significant 2027 maturities but did not eliminate debt. This is a review of the available H1 period, not a new quarterly result.

Red de recogida de plasma, regulación y fabricación compleja forman barreras reales. El crecimiento de inmunoglobulinas tiene soporte médico y la integración puede mejorar suministro. Aun así, donantes, inventarios de maduración larga, precios regionales y control familiar hacen menos sencilla la conversión de EBITDA a valor por acción. No capitalizo rumores de OPA ni éxitos clínicos aún no publicados. El semestre de junio de 2026 aporta inmunoglobulinas +12,8% a tipo constante. Hay que distinguir crecimiento CC de caída reportada de ventas: 3.574 millones EUR frente a 3.677. El beneficio del grupo fue 227 millones, y el EBITDA ajustado 854 millones. El FCF pre-M&A mejoró a 91 millones. La refinanciación aleja vencimientos importantes hasta Q4 2028; no elimina el principal ni convierte una línea de crédito disponible en caja propia.

Valoración, caja y financiación / Valuation, cash and funding

At EUR 9.81, forecast EPS 0.92 implies 10.66x and table LTM EPS 0.66 implies 14.86x, unlike headline 12.9x. A provider 14% yield on EUR 6 billion implies EUR 840 million annual cash and cannot be accepted as shareholder income from H1 cash of 91 million. The corporate bridge is EBITDA 854 less working capital 79, capex 136, R&D/IT 91, taxes 64, interest 267 and other 126 = 91. Interest, tax and capitalized development are not deducted twice. Corporate Q2 pre-M&A FCF was 98 million, versus 161 in the provider row. The APM excludes lease payments, which require a separate budget. A net equity-cash sensitivity of EUR 150/300/450 million after assumed lease and additional needs is not corporate guidance or certified cash. Central EUR 300 million corresponds to approximately EUR 0.44 per share before class preference precision. Own cash model: initial 0.44, distribution 20%, retention 80%, growth 3/6/9%, terminal cash multiple 10/14/18x. Annual dates 15 October 2027-2031, terminal 15 October 2031, ACT/365 produce illustrative IRRs -11.0/-2.3/5.5%, without probabilities. Central retention totals approximately EUR 1.434 billion over five years; it competes with growth, minority needs and debt service and is not added again to terminal value. Corporate liquidity of EUR 2.03 billion includes credit lines, while cash was EUR 513 million.

Covenant net debt excludes IFRS16 and adjusts scope; it cannot be mixed with the provider EUR 9.356 billion debt figure and accounting EBITDA. Lease liabilities were EUR 1.045 billion with EUR 117 million due within one year, not an annual expense equal to the entire liability. The class register has 426,129,798 A and 261,425,110 B shares, less 3,772,733 A and 3,201,374 B treasury shares: roughly 680.581 million outstanding. B has an extra EUR 0.01 preference; the reference is the provider ordinary A line, not ADR or B. Subsidiary minority claims must also be respected. EUR 59 million final dividend was paid on 2 July, after H1; its absence from H1 cash flow is not additional free cash. No significant maturity until Q4 2028 lowers near-term pressure but future rollover is assumed, not committed. A 200bp shock across the entire provider debt would cost up to EUR 187 million gross annually if applied, not the immediate variable-rate sensitivity. Without refinancing, asset sales or dilution may be necessary and the return scenarios cease to be funded.

A 9,81 EUR, el BPA previsto de 0,92 del informe implica 10,66 veces; el LTM de 0,66 de su tabla implica 14,86 veces, distinto de la cabecera 12,9. No tomo el yield 14% como renta disponible: sobre 6.000 millones implica 840 millones anuales, difícil de derivar del semestre de 91 millones pre-M&A. La fuente corporativa permite enlazar EBITDA 854, circulante -79, capex -136, I+D/IT -91, impuestos -64, intereses -267 y otros -126 con 91. El FCF APM excluye arrendamientos; el desarrollo capitalizado ya está restado y no se deduce otra vez. La diferencia entre el FCF del proveedor y el corporativo trimestral es material. Construyo sólo sensibilidad: caja anual económica al equity de 150/300/450 millones, después de arrendamientos y necesidades adicionales supuestas; no guía corporativa ni caja certificada. Sobre 680,6 millones de acciones como aproximación del proveedor serían 0,22/0,44/0,66 EUR, con advertencia por clases A/B y denominador. Modelo central inicial 0,44, retención 80%, reparto 20%, crecimiento 3%/6%/9% y múltiplo terminal 10/14/18 veces a cinco años. Este puente no da atractivo suficiente para una nueva compra basada sólo en recuperación del BPA. La liquidez publicada de 2.030 millones incluye crédito disponible; la caja era 513 millones. Son derechos y restricciones distintos.

La deuda neta covenant excluye IFRS16 y ajusta perímetro; no es intercambiable con los 9.356 millones de deuda total de la tabla. El modelo de equity carga intereses y retiene capital para amortización e inversión, sin volver a restar toda la deuda al terminal; si no se refinancia 2028 con coste asumible, el escenario deja de ser financiable. El crecimiento requiere plasma, fábricas e I+D; Egipto y participaciones pueden reclamar aportaciones. No sumar íntegro el EBITDA de subsidiarias y distribuirlo como si todos los derechos pertenecieran al accionista de Grifols. Revisión sustantiva del primer sello. La presentación H1, diapositivas 27-28, identifica FCF Q2 pre-M&A 98 millones EUR, no los 161 de la fila del proveedor; el semestre suma 91. El puente EBITDA 854 - circulante 79 - capex 136 - I+D/IT 91 - impuestos 64 - intereses 267 - otros 126 = 91 concilia. Por tanto, intereses e impuestos no se vuelven a restar, pero arrendamientos están excluidos según nota de la APM y sí necesitan presupuesto adicional. La nota 8 de los estados refleja deuda de leases de 1.045 millones y pagos futuros de 117 en un año; no confundir pasivo descontado con pago anual ni excluir todo derecho de uso de los beneficios sin ajustar financiación comparable.

El cambio de balance de deuda no es amortización de caja automáticamente: contiene FX, M&A y cancelaciones/refinanciaciones. La guía de leverage no se reconstruye con EBITDA contable y deuda total mezclados. La nota 13 resuelve parcialmente el denominador: 426.129.798 acciones A y 261.425.110 B, menos autocartera de 3.772.733 A y 3.201.374 B al 30/06, aproximadamente 680,581 millones circulantes. La B tiene preferencia adicional de 0,01 EUR; la línea de referencia se trata como la ordinaria A del proveedor, sin traducir ADR o clase B. Distribuir 300 millones de caja hipotética entre todos los derechos daría cerca de 0,44 EUR, pero hay que atender antes preferencias y derechos de subsidiarias: sigue siendo sensibilidad, no dividendo A certificado. Los 59 millones de dividendo final se pagaron el 2 de julio después del cierre; por ello no aparecen como salida H1. No utilizar esa ausencia para declarar toda la caja distribuible. La liquidez de 2.030 incluye líneas, frente a 513 de efectivo. Refinanciación 2027 ejecutada y sin vencimientos significativos hasta Q4 2028, según comunicación, no implica solvencia garantizada para cinco años. El modelo retiene 80%: con 300 millones de caja económica anual inicial y crecimiento central 6%, ronda 1.434 millones de retención acumulada en cinco años, antes de distribuir el resto.

Ese presupuesto compite con nueva capacidad, aportaciones, minoritarios y principal; no cubre por sí mismo toda la deuda y presupone refinanciación. +200 puntos básicos sobre 9.356 millones sería hasta 187 millones antes de impuestos si repercutiera en todo el saldo; no cuantifica la exposición inmediata a variable. La prueba sin rollover podría forzar ventas o dilución: la TIR deja de ser aplicable si falta financiación. No hay una cuenta residual inventada que certifique normalización. Fechas 15/10/2027–2031 y terminal 15/10/2031, ACT/365: TIR adversa -11,0%, central -2,3%, favorable 5,5%. No son probabilidades. Mantengo Empresa 7,80, Oportunidad 7,60, Final 7,55 y ESPERAR NUEVA ENTRADA: la mejora existe, pero el beneficio barato no compensa suficientemente la conversión y los derechos aún condicionados. SPARTA aparece con última visita del último paciente en octubre: no equivale a resultado clínico favorable ni genera ingreso hoy. Sensibilidad de retorno: TIR adversa / central / favorable -11,0% / -2,3% / 5,5%. Flujos anuales en el aniversario de la fecha del informe de 2027 a 2031 y terminal en el quinto aniversario de 2031; convención ACT/365, sin reinversión de distribuciones. No es retorno esperado, probabilidades ni valor intrínseco validado.

La retención se destina a inversión y obligaciones y no se añade de nuevo al terminal. Los supuestos pueden incumplirse.

Riesgos, cambios y fuentes / Risks, changes and sources

Governance, related parties, leverage, minority rights, China albumin pricing, inventory, rates and execution. Egyptian capacity and contributions need funding. Completion of the last SPARTA patient visit is not a favorable clinical outcome. Cash and ownership discrepancies can reverse the entry case rather than merely change rounding. Previous public v2, 2026-10-02: Company 8.8, Opportunity 9.2, Overall 8.85; SELECTIVE BUY. Reference 7.3 USD → 9.81 EUR. It remains intact. The same operating period is reviewed: price, review scope and judgment change, not a newly proven quarterly deterioration. Comparison uses the prior page and metadata in Git 2ecc975a7dc4bcc7593fd696b8af656af615de52, not a fresh full reading of all historical PDFs. Sources and limits: authorized original ProResearch dated 15/10/2026, retained privately; corporate releases and financial statements available through that cutoff, consulted on 19 October 2026 using targeted reading. Reported data, APMs, guidance and own scenarios are distinguished. Detailed locators, scope and hashes are preserved privately. Internal review by the same system, without independent financial approval. V1.0 and annex remain active.

Gobernanza, transparencia, deuda, minoritarios, precios de albúmina en China, inventarios y tipos. Refinanciar reduce el peligro inmediato pero no prueba capacidad de reducir leverage hasta 3 veces en 2027. El último paciente de SPARTA no equivale a resultado positivo. Las discrepancias de caja, clases y atribución pueden invertir la valoración de entrada, no sólo redondear una nota. Versión pública anterior v2, 2026-10-02: Empresa 8.8, Oportunidad 9.2, Final 8.85; COMPRA SELECTIVA. Referencia 7.3 USD → 9.81 EUR. Se conserva íntegra. Se repite el periodo operativo disponible: cambian precio, alcance de revisión y juicio, no se demuestra un deterioro trimestral nuevo. Comparación contra ficha y metadatos en Git 2ecc975a7dc4bcc7593fd696b8af656af615de52; no nueva lectura íntegra de todos los PDF históricos. Fuentes y límites: ProResearch original autorizado del 15/10/2026, conservado privado; documentos corporativos disponibles al corte, consultados el 19/10/2026 mediante lectura dirigida. Grifols: comunicado y estados de resultados citados en el análisis; localizadores precisos, alcance y huellas en el expediente privado. Se distinguen datos reportados, APM, guías y escenarios propios. Revisión interna del mismo sistema, sin aprobación financiera independiente. V1.0 y anexo vigentes.

Identidad: esta v3 corresponde a la ordinaria clase A española en EUR. La v2 analizaba GRFS ADR en USD; la referencia 7,30 USD no se compara directamente con 9,81 EUR. No se calcula una subida o caída entre ellas. V1 conserva referencia EUR con instrumento no certificado.

Identity: v3 covers the Spanish class A ordinary in EUR; v2 covered the GRFS USD ADR. USD 7.30 and EUR 9.81 are not directly comparable and no gain or decline is calculated between them. V1 retains its EUR reference with unverified instrument.

Conclusión / Conclusion

Company 7.80 recognises a protected healthcare franchise constrained by balance sheet and governance. Opportunity 7.60 reflects cheap estimated earnings but insufficient protection from cash and refinancing uncertainty. Overall 7.55 supports HOLD / WAIT FOR A NEW ENTRY, a separate editorial judgment rather than an average. No assumed takeover supports the conclusion.

7,80: franquicia sanitaria con barreras y demanda, limitada por deuda, gobernanza y complejidad de derechos económicos. 7,60: beneficio estimado barato pero caja atribuible y servicio de deuda no justifican comprar con convicción al precio indicado. 7,55: la mejora merece seguimiento, pero la protección del capital aún depende demasiado de ejecución y financiación; juicio separado, no media. MANTENER / ESPERAR NUEVA ENTRADA. Exijo más evidencia de caja después de arrendamientos, inversión y minoritarios, y continuidad del desapalancamiento. No uso una eventual OPA como base de la tesis.