Grifols

GRLS · Revisión v4 · Análisis propio TLT

Fecha del informe: 22/10/2026

Precio de referencia / reference_price: 10.10 EUR

Publicación en la web: 27/10/2026 · Revisión editorial: 27/10/2026 · Referencia del documento, no cotización actual.

Empresa:	7.20/10
Oportunidad:	7.50/10
NOTA FINAL:	7.30/10

Vigilar / no incorporar

Riesgo: Alto

En S1 2026 las ventas fueron 3.574 M EUR, -2,8% reportado y +2,6% a divisa constante; EBITDA ajustado 854 M EUR y beneficio atribuible 227 M EUR. El cambio restó 198 M EUR a ventas. Empresa 7,2 reconoce una franquicia regulada limitada por deuda y gobernanza; Oportunidad 7,5 contempla recuperación con retorno central moderado; Final 7,3 lleva a vigilar/no incorporar, sin venta automática. Podemos equivocarnos si la caja tras alquileres acelera más. Dos periodos seguidos de mejor caja tras alquileres y menor deuda sin ventas de activos cambiarían el juicio. Lo menos respaldado es la conversión futura a caja que sostiene BPA y múltiplo de 2031.

Horizonte de 5-10 años. Las tres notas son juicios separados; Nota Final no es una media. Fuentes, supuestos y límites se distinguen en el texto.

Negocio, novedades y caja

En S1 2026 las ventas fueron 3.574 M EUR, -2,8% reportado y +2,6% a divisa constante; EBITDA ajustado 854 M EUR y beneficio atribuible 227 M EUR. El cambio restó 198 M EUR a ventas.

En T2 las ventas fueron 1.874 M EUR y el EBITDA ajustado 472 M EUR, margen 25,2%. El FCF semestral pre-M&A fue 91 M EUR; excluye 60 M EUR de arrendamientos, quedando unos 31 M EUR tras alquileres y antes de adquisiciones.

La escala de recogida, la capacidad de fraccionamiento regulada y las inmunoglobulinas establecidas sostienen la franquicia. Su crecimiento del 12,8% a divisa constante es favorable, pero inventarios, plazos industriales y sustitución clínica hacen de esta una recuperación intensiva en capital.

El puente APM semestral es 854 - 79 de circulante - 136 de capex - 91 de I+D/TI - 64 de impuestos - 267 de interés neto - 126 de otros = 91 M EUR. Intereses y desarrollo ya están cargados. Se restan alquileres una sola vez. Inventarios consumieron 184 M EUR y proveedores liberaron 154 M EUR: no es una renta perpetua. CFO NIIF 337 menos inversión 246 = 91 M EUR antes de financiación, con clasificaciones APM distintas; M&A y factoring requieren revisión separada. No se añade SBC.

La deuda financiera neta de junio fue 7.798 M EUR sin 1.045 M EUR NIIF 16; apalancamiento contractual 4,2x. La liquidez de 2.030 M EUR combina 513 M de efectivo y 1.517 M de líneas disponibles, no caja excedentaria. La refinanciación de abril renovó 2027 con préstamos de 2.000 M USD y 1.250 M EUR a siete años, SOFR +250 pb y Euribor +300 pb; la línea dura 6,5 años. La amortización de 500 M EUR al 7,5% reduce intereses. No hay gran vencimiento hasta T4 2028; una OPV minoritaria estadounidense sigue siendo opcional.

Valoración y exigencias del precio

A 10,10 EUR se necesita caja repetible tras alquileres, no el 13,6% de yield de cabecera. Un rango condicional de BPA 2031 de 0,75-1,20 EUR y múltiplos 10-13x produce precios terminales de 7,50-15,60 EUR. El central, BPA 1,00 a 12x más 1 EUR de dividendos totales, genera 13 EUR de riqueza, crecimiento anual aproximado del 5,2% sin reinversión entre 22/10/2026 y 22/10/2031; no es TIR ni predicción. Adverso: 0,55 a 9x más 0,50 de dividendos = 5,45 EUR, aproximadamente -11,6% anual. El crecimiento exige capex/I+D ya cargados y retención; ni M&A ni OPV son caja gratuita. Para un retorno ilustrativo del 8%, 1 EUR de dividendos y 12x terminal exigirían BPA cercano a 1,15 EUR.

La conversión a caja sigue siendo decisiva: FCF APM semestral 91 menos 60 M EUR de leases clasificados en financiación deja 31 M EUR antes de adquisiciones. CFO NIIF 337 y salida inversora 246 M EUR concilian separadamente. Acciones A ordinarias y B preferentes sin voto tienen derechos distintos; sin conversión ADR ni valorar todo el capital al precio A.

Riesgos, contraargumentos y seguimiento

Dólar débil, menor demanda, costes de recogida e inventarios podrían dejar poca caja para desapalancar. Persisten gobernanza y litigios fiscales: gasto fiscal semestral 88 M EUR frente a 64 M EUR pagados; la provisión fiscal incierta de 203 M EUR no es caja libre. Beneficio ajustado 227 frente a 200 M EUR compara mejor que el +28,7% de cabecera.

El mejor argumento a favor de comprar es que la refinanciación elimina el precipicio inmediato y la demanda de inmunoglobulinas y Egipto pueden elevar márgenes: reducir deuda beneficia mucho al capital. La contraevidencia es la escasa caja semestral tras alquileres y el menor EBITDA reportado. CSL es más comparable operativamente que Merck; Takeda añade plasma con riesgos de patentes y geografía diferentes. Sin conciliar FCF y alquileres de pares no se asigna prima numérica.

Conclusión y justificación de las notas

Empresa 7,2 reconoce una franquicia regulada limitada por deuda y gobernanza; Oportunidad 7,5 contempla recuperación con retorno central moderado; Final 7,3 lleva a vigilar/no incorporar, sin venta automática. Podemos equivocarnos si la caja tras alquileres acelera más. Dos periodos seguidos de mejor caja tras alquileres y menor deuda sin ventas de activos cambiarían el juicio. Lo menos respaldado es la conversión futura a caja que sostiene BPA y múltiplo de 2031.

Qué vigilamos

- Caja recurrente tras toda inversión y alquileres
- Deuda neta y refinanciación tras adquisiciones

Fuentes y alcance

original.pdf; complete text and critical-page visual review | 2026-10-22 | original-cutoff

www.sec.gov · tm2621481d1_6k | 2026-07-28 | original-cutoff

Analyst scenarios in reasoning; not published company forecasts | 2026-10-22 | analyst-assumption

www.sec.gov · grfs 20251231x20f | 2026-04-17 | original-cutoff

Grifols

GRLS · v4 · Report 22/10/2026 · Reference 10.10 EUR

Company 7.20/10 | Opportunity 7.50/10 | Overall 7.30/10

Watch / no new purchase

Risk: High

H1 2026 sales were EUR 3,574m, down 2.8% reported but up 2.6% at constant currency; adjusted EBITDA was EUR 854m and group profit EUR 227m. FX reduced revenue by EUR 198m. Company 7.2 reflects a real regulated franchise constrained by leverage and governance; opportunity 7.5 recognizes recovery potential but modest central return; overall 7.3 supports watch/no new purchase, not an automatic sale. We may be wrong if post-lease cash accelerates faster than assumed. Two consecutive reporting periods of improved cash after leases and lower net debt without asset sales would change the view. The least supported element is the 2031 cash conversion behind EPS and terminal multiple.

Business, developments and cash

H1 2026 sales were EUR 3,574m, down 2.8% reported but up 2.6% at constant currency; adjusted EBITDA was EUR 854m and group profit EUR 227m. FX reduced revenue by EUR 198m.

Q2 sales were EUR 1,874m and adjusted EBITDA EUR 472m, a 25.2% margin. H1 pre-M&A FCF was EUR 91m; it excludes EUR 60m lease payments, leaving approximately EUR 31m after leases before acquisitions.

Collection scale, regulated fractionation capacity and established immunoglobulin therapies support a defensible franchise. Immunoglobulin growth of 12.8% cc is persuasive, but collection inventories, manufacturing lead times and clinical substitution make this a capital-intensive recovery rather than a frictionless compounder.

The H1 APM bridge is 854 - 79 working capital - 136 capex - 91 R&D/IT - 64 taxes - 267 net interest - 126 other = EUR 91m. Interest and development are already charged. Subtract leases once, not capex or interest again. Inventory absorbed EUR 184m while payables released EUR 154m: improved working capital is not a permanent annuity. IFRS CFO EUR 337m less investing EUR 246m gives EUR 91m before financing, with different APM classifications; M&A and factoring require separate attention. SBC is an economic expense: no addback is assumed.

June net financial debt was EUR 7,798m excluding EUR 1,045m IFRS 16 debt; credit-agreement leverage was 4.2x. EUR 2,030m liquidity comprises EUR 513m cash and EUR 1,517m undrawn facilities, not excess cash. April refinancing rolled 2027 maturities into seven-year USD 2bn and EUR 1.25bn loans, SOFR + 250bp and Euribor + 300bp; the RCF runs 6.5 years. The EUR 500m 7.5% bond redemption reduces interest; no material maturity before Q4 2028 does not eliminate refinancing risk. A minority US IPO is optional, not funded debt reduction in the base case.

Valuation and price expectations

At EUR 10.10 the investment requires repeatable post-lease cash, not the PDF headline 13.6% yield. A deliberately conditional 2031 EPS range of EUR 0.75-1.20 and 10-13x equity multiples gives EUR 7.50-15.60 terminal prices. The central EUR 1.00 at 12x plus EUR 1 total five-year dividends yields EUR 13 total wealth, approximately 5.2% annual growth without reinvestment from 22 October 2026 to 22 October 2031; it is not an IRR or prediction. Adverse EUR 0.55 at 9x plus EUR 0.50 dividends gives EUR 5.45, about -11.6% annually. Growth is financed from capex/R&D already charged and retained cash; no acquisition growth or IPO receipts are free. At a chosen illustrative 8% return, EUR 1 dividends and 12x terminal require EPS near EUR 1.15, exposing the recovery demanded by price. These are future earnings, not contemporaneous intrinsic values.

Cash conversion remains the decisive issue: H1 APM FCF EUR 91m less EUR 60m financing-classified lease payments leaves EUR 31m before acquisitions. IFRS CFO EUR 337m and investing outflow EUR 246m reconcile separately. Class A ordinary shares and Class B non-voting preference shares have distinct rights; no ADR conversion or total-equity valuation at the Class A price is assumed.

Risks and monitoring

A weaker dollar, slower immunoglobulin demand, higher collection costs and another working-capital build could jointly leave little cash for deleveraging. Governance and tax disputes remain relevant; H1 income-tax expense EUR 88m is distinct from EUR 64m cash tax, and the EUR 203m uncertain-tax provision cannot be treated as free cash. Adjusted group profit EUR 227m versus EUR 200m prior-year is a cleaner comparison than headline 28.7% growth.

The strongest argument for buying is that refinancing has removed the immediate maturity cliff while immunoglobulin demand and Egypt lift operating leverage: equity could benefit disproportionately from debt reduction. The counterevidence is tiny H1 post-lease cash and lower reported EBITDA. CSL is the more relevant operating comparator than Merck; Takeda adds plasma exposure but different patent and geographic risks. Without reconciled current peer FCF and lease bases, no numerical peer premium is justified.

Conclusion and independent score judgments

Company 7.2 reflects a real regulated franchise constrained by leverage and governance; opportunity 7.5 recognizes recovery potential but modest central return; overall 7.3 supports watch/no new purchase, not an automatic sale. We may be wrong if post-lease cash accelerates faster than assumed. Two consecutive reporting periods of improved cash after leases and lower net debt without asset sales would change the view. The least supported element is the 2031 cash conversion behind EPS and terminal multiple.

The original ProResearch is retained in the private case file; this PDF is TLT's own editorial analysis. Internal review by the same system is not an independent audit and does not guarantee returns. This is not personalized advice.