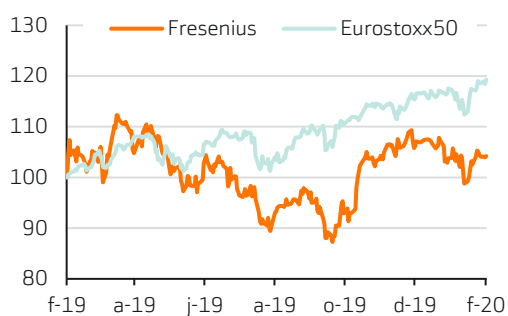


Sector: *Farmacéuticas*Recomendación: **Comprar***Buenos crecimiento orgánico en 2019, las guías apuntan a tasas superiores en 2020-2023***Fresenius**Precio Objetivo: **55,60€**Analista: **Pedro Echeguren****Datos Básicos**

Precio (€)	48,64
Nº acciones (Mn)	557,2
Capitalización (Mn€)	27.102,3
Máx/Min (52 sem.)(€)	52,42 / 40,735
Cód. Reuters/Bloomberg	FREG.DE / FRE GY

Mn€	2019	2020e	2021e	2022e
Bº neto grupo	1.883	2.008	2.199	2.369
% inc.	-7,1	6,7	9,5	7,7
EBITDA	7.083	6.904	7.445	8.023
% inc.	5,0	-2,5	7,8	7,8
BPA (€)	3,38	3,60	3,95	4,25
% inc.	-6,9	6,7	9,5	7,7
DPA (€)	0,84	0,90	0,99	1,06
% inc.	5,0	7,3	9,5	7,7
PER (x)	14,8	13,5	12,3	11,4
VE/EBITDA (x)	7,6	5,7	4,9	4,2
Rentab. div. (%)	1,7	1,9	2,0	2,2
P/V (x)	1,7	1,5	1,3	1,2

Ratios	2019	2020e	2021e	2022e
DFN/EBITDA (x)	3,6	1,8	1,2	0,8
DFN/FF.PP. (x)	1,5	0,7	0,5	0,3
CF Op./DFN (%)	16,6	45,1	64,1	94,3
DFN/CE (x)	0,5	0,3	0,2	0,1
EBITDA/CE (x)	0,1	0,2	0,2	0,2
ROCE (%)	6,9	9,6	10,2	10,7
ROE (%)	11,2	10,9	10,9	10,8

**Evolución bursátil**

Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	0,4	0,5	-0,7
Relativo	-1,4	-4,4	-19,3

**Accionariado**

Fundación Else Kroner:	26,3%
Allianz:	5,1%
Blackrock:	4,7%
Deutsche Bank:	3,4%
Capital Group:	2,4%

Fuentes: *Bankinter Análisis y Mercados, Bloomberg, CNMV*

Los resultados 2019 son muy buenos y opinamos que van a apoyar a la evolución de la cotización. Además de mantener el crecimiento orgánico de las ventas en +5% a lo largo de los cuatro trimestres de 2019 (+8% de crecimiento al añadir +1% de efecto adquisiciones y +2% de tipo de cambio), la compañía ha reforzado el escenario para 2020 - 2023 al indicar que espera crecer en ventas a un TAAC de entre +4% y +7% y entre +1% y +5% para el beneficio neto. Espera añadir a estas tasas un +1% adicional mediante adquisiciones. Todo esto manteniendo el endeudamiento dentro de su objetivo de no superar el *ratio* de 3,5x DFN/EBITDA. neta. El dividendo aumenta +5% (rentabilidad 1,7%). Recientemente elevamos nuestro precio objetivo 55,60 €/acción. Este queda invariado tras la publicación de los buenos resultados de 2019 al igual que nuestra recomendación de Comprar.

**El crecimiento orgánico impulsa los resultados en 2019**

Las **ventas en 2019** alcanzan 35.409 Mn€ (+5,6% y +5% de crecimiento orgánico, consenso 35.434 Mn€). Las **ventas por división** son: Fresenius Medical Care (17.434 Mn€, +5,6%), Fresenius Kabi (6.865 Mn€, +5,8%), Fresenius Helios (9.217 Mn€, +2,6%) y Fresenius Vamed (1.892 Mn€, +22,8%). Las principales cifras son: **EBITDA comparable** 6.170 Mn€ (+2,3%), **EBITDA** 7.083 Mn€ (+5,0%), **EBIT comparable** 4.599 Mn€ (+1,1%), **EBIT** 4.631 Mn€ (-11,8%, consenso 4.654 Mn€), **beneficio neto grupo** 1.883 Mn€ (-7,1%, consenso 1.868 Mn€), **cash flow libre** 1.830 Mn€ (+9,9%), **deuda financiera neta** 25.604 Mn€ (+57,3%, crece por adquisiciones y la aplicación de IFRS-16, esta añade +37% de deuda en 2018). El *ratio* DFN/EBITDA es 3,6x. El **dividendo aumenta** a 0,84 €/acción (+5%, rentabilidad 1,7%). El margen bruto apenas fluctúa (29,2%), el margen EBITDA comparable retrocede ligeramente a 17,4% (anterior 18,0%) y el margen EBIT comparable a 13,0% (anterior 13,6%). [Link a los resultados](#).

**Las guías para 2020 - 2023 apuntan a crecimientos superiores**

Las **guías para 2020** nos parecen muy favorables: **ventas** a tipo de cambio constante incluyendo adquisiciones +4% a +7% y **beneficio neto** +1% a +5%. El *ratio* DFN/EBITDA se recorta a 3,0x / 3,5x, esperamos que se mantenga la política de crecimiento apoyada en adquisiciones. **Para 2020 - 2023**, Fresenius espera crecimientos orgánicos de **ventas** de +4% a +7% TAAC y +5% a +7% TAAC para el **beneficio neto**. Los **principales motores** del crecimiento son ventas, mejoras en eficiencia y una mayor contribución a beneficios del negocio de biosimilares. La compañía espera que el efecto de las adquisiciones añada +1% al crecimiento de ventas y beneficio neto.

**Recomendación: Comprar, Precio Objetivo 55,60 €/acción**

**Calificamos de muy buenos** estos resultados que opinamos van a favorecer la evolución de la cotización. **Destacamos el crecimiento orgánico** de las ventas en todos los segmentos de actividad y la **expectativa de crecer a tasas superiores** en 2020 - 2023. El **aumento del dividendo** (+5%) también refleja la buena evolución de la compañía en 2019. Mantenemos invariado nuestro **precio objetivo de 55,60 €/acción** y también la recomendación de **Comprar**.

## Buena evolución del crecimiento orgánico en 2019

- Se mantiene el crecimiento orgánico de ventas en +5% a lo largo de los cuatro trimestres de 2019 y +8% al añadir el efecto de tipos de cambio (+2%) y adquisiciones (+1%). Las guías 2020 - 2023 apuntan a crecimientos superiores.
- Ligerísima contracción de los márgenes EBITDA y EBIT. La compañía espera lograr sinergias a partir de 2020, lo que debería posibilitar una recuperación en márgenes.
- El *cash-flow* libre (antes de adquisiciones) aumenta a 1.830 Mn€ (+9,9%). Tras el pago de dividendos, adquisiciones y el impacto de la aplicación de IFRS-16 (que añade 6.025 Mn€ a la deuda, un 37% adicional), la deuda financiera neta aumenta en 9.329 Mn€ a 25.604 Mn€. El ratio DFN/EBITDA es 3,6x. Fresenius prevé 3,0x-3,5x en 2020, cumpliendo con sus objetivos de disciplina financiera.

Cuadro 1. Resumen de resultados

Millones de euros	4T18	4T19	Var. %	2018	2019	Var. %	Consenso
Fresenius Medical Care	4.293	4.569	6,4	16.515	17.434	5,6	
Fresenius Kabi	1.673	1.751	4,7	6.489	6.865	5,8	
Fresenius Helios	2.228	2.339	5,0	8.983	9.217	2,6	
Fresenius Vamed	641	651	1,6	1.541	1.892	22,8	
<b>Ventas</b>	<b>8.835</b>	<b>9.311</b>	<b>5,4</b>	<b>33.530</b>	<b>35.409</b>	<b>5,6</b>	<b>35.434</b>
Crecimiento orgánico (%)	6,0	4,0		4,0	5,0		
Efecto adquisiciones (%)	1,0	1,0		2,0	1,0		
Efecto tipo de cambio (%)	0,0	1,0		-4,0	2,0		
<b>Beneficio bruto</b>	<b>2.620</b>	<b>2.719</b>	<b>3,8</b>	<b>9.834</b>	<b>10.348</b>	<b>5,2</b>	
<i>Margen bruto %</i>	<i>29,7</i>	<i>29,2</i>		<i>29,3</i>	<i>29,2</i>		
<b>EBITDA comparable</b>	<b>1.680</b>	<b>1.702</b>	<b>1,3</b>	<b>6.032</b>	<b>6.170</b>	<b>2,3</b>	<b>6.787</b>
<i>Margen EBITDA comparable %</i>	<i>19,0</i>	<i>18,3</i>		<i>18,0</i>	<i>17,4</i>		
<b>EBITDA</b>	<b>1.661</b>	<b>1.937</b>	<b>16,6</b>	<b>6.745</b>	<b>7.083</b>	<b>5,0</b>	
Amortizaciones	-430	-425		-1.485	-1.571		
<b>EBIT comparable</b>	<b>1.250</b>	<b>1.277</b>	<b>2,2</b>	<b>4.547</b>	<b>4.599</b>	<b>1,1</b>	
<i>Margen EBIT comparable %</i>	<i>14,1</i>	<i>13,7</i>		<i>13,6</i>	<i>13,0</i>		
<b>EBIT</b>	<b>1.231</b>	<b>1.269</b>	<b>3,1</b>	<b>5.251</b>	<b>4.631</b>	<b>-11,8</b>	<b>4.654</b>
Resultado financiero	-134	-184		-587	-719		
<b>BAI</b>	<b>1.097</b>	<b>1.085</b>	<b>-1,1</b>	<b>4.664</b>	<b>3.912</b>	<b>-16,1</b>	<b>3.963</b>
Impuestos	-196	-251		-950	-883		
Minoritarios	-385	-319		-1.687	-1.146		
<b>Beneficio neto grupo</b>	<b>516</b>	<b>515</b>	<b>-0,2</b>	<b>2.027</b>	<b>1.883</b>	<b>-7,1</b>	<b>1.868</b>
Cash flow neto	1.331	1.502		5.208	5.481		
Variación NOF	-138	-216		-1.466	-1.218		
Inversión recurrente	-721	-844		-2.077	-2.433		
<b>Cash flow libre</b>	<b>472</b>	<b>442</b>	<b>-6,4</b>	<b>1.665</b>	<b>1.830</b>	<b>9,9</b>	
Inversión de expansión (neta)	-198	-281		613	-2.423		
Dividendos	-72	-72		-904	-952		
Otros	28	-279		-243	-7.784		
<b>Variación deuda financiera neta</b>	<b>-230</b>	<b>190</b>		<b>-1.131</b>	<b>9.329</b>		
<b>Deuda financiera neta</b>	<b>16.275</b>	<b>25.604</b>	<b>57,3</b>	<b>16.275</b>	<b>25.604</b>	<b>57,3</b>	
DFN / EBITDA año móvil (x)	2,4	3,6		2,4	3,6		

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados, Bloomberg

## Cuadro 2. Resumen de resultados y valoración

(Mn€)	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	
<b>Cuenta de resultados</b>							
Ventas	33.886,0	33.530,0	35.409,0	37.316,4	39.182,2	41.141,3	
Beneficio bruto	10.491,0	9.834,0	10.348,0	11.194,9	11.754,7	12.342,4	
EBITDA	6.026,0	6.745,0	7.083,0	6.903,5	7.444,6	8.022,6	
Amortización del inmovilizado	-1.196,0	-2.198,0	-2.484,0	-1.804,8	-2.040,0	-2.320,6	
EBIT	4.830,0	4.547,0	4.599,0	5.098,7	5.404,7	5.701,9	
Resultado financiero	-907,7	117,3	-687,0	-499,0	-368,3	-275,8	
<b>Beneficio antes de impuestos</b>	<b>3.922,3</b>	<b>4.664,3</b>	<b>3.912,0</b>	<b>4.599,7</b>	<b>5.036,4</b>	<b>5.426,1</b>	
Impuesto de sociedades	-889,0	-950,0	-883,0	-919,9	-1.007,3	-1.085,2	
Operaciones discontinuadas y Otros							
Minoritarios	-1.219,0	-1.687,0	-1.146,0	-1.671,3	-1.830,0	-1.971,6	
<b>Beneficio neto atribuible</b>	<b>1.814,3</b>	<b>2.027,3</b>	<b>1.883,0</b>	<b>2.008,5</b>	<b>2.199,1</b>	<b>2.369,3</b>	
BPA (€)	3,25	3,63	3,38	3,60	3,95	4,25	
DPA (€)	0,75	0,80	0,84	0,90	0,99	1,06	
<b>Estado de flujo de caja</b>							
Cash flow neto	2.453,0	3.091,0	5.481,0	5.425,8	5.791,8	6.114,3	
Variaciones de NOF	1.484,0	651,0	-1.218,0	55,1	125,8	-179,3	
Inversión	-7.570,0	-1.464,0	-4.856,0	-2.050,0	-1.950,0	-1.850,0	
<b>Cash flow libre</b>	<b>-3.633,0</b>	<b>2.278,0</b>	<b>-593,0</b>	<b>3.430,9</b>	<b>3.967,5</b>	<b>4.085,0</b>	
Remuneración al accionista	-924,0	-904,0	-952,0	-1.002,3	-1.052,8	-1.152,7	
Otras variaciones	352,0	-243,0	-7.784,0	11.033,2	0,0	0,0	
<b>Variación deuda financiera neta</b>	<b>4.205,0</b>	<b>-1.131,0</b>	<b>9.329,0</b>	<b>-13.461,8</b>	<b>-2.914,7</b>	<b>-2.932,3</b>	
<b>Balance</b>							
Activo fijo neto	40.447,0	41.434,0	51.263,0	42.264,6	42.451,9	42.528,5	
Inmovilizado financiero	82,0	479,0	479,0	479,0	479,0	479,0	
Necesidades operativas de fondos (NOF)	3.202,0	3.750,0	3.138,0	4.034,8	3.909,1	4.088,3	
Otros activos/(pasivos) neto	-4.605,0	-4.380,0	-2.696,0	-4.380,0	-4.380,0	-4.380,0	
<b>Capital empleado</b>	<b>39.126,0</b>	<b>41.283,0</b>	<b>52.184,0</b>	<b>42.398,4</b>	<b>42.460,0</b>	<b>42.715,9</b>	
Recursos propios	13.661,0	15.411,0	16.778,0	18.408,8	20.105,8	21.925,3	
Minoritarios	8.059,0	9.597,0	9.802,0	11.847,2	13.126,6	14.495,2	
Deuda financiera neta	17.406,0	16.275,0	25.604,0	12.142,2	9.227,5	6.295,2	
<b>(Mn€)</b>							
			2020e	2021e	2022e	2023e	
NOPLAT				4.323,7	4.561,5	4.561,5	4.561,5
Amortización				1.762,6	1.773,4	1.780,7	1.789,9
NOF				125,8	-179,3	-132,1	-21,7
Inversión				-1.950,0	-1.850,0	-1.790,0	-1.790,0
<b>Cash flow libre</b>				<b>4.262,1</b>	<b>4.305,7</b>	<b>4.420,1</b>	<b>4.539,7</b>
Valor terminal							69.309,0
<b>Flujo a descontar</b>				<b>4.262,1</b>	<b>4.305,7</b>	<b>4.420,1</b>	<b>73.848,7</b>
Factor descuento				0,94	0,88	0,83	0,78
<b>VAN del flujo</b>				<b>4.000,12</b>	<b>3.792,59</b>	<b>3.654,04</b>	<b>57.296,64</b>
Valor empresa		68.743,4					
Inversiones financieras		1.037,0					
Deuda neta		-12.142,2					
Provisiones		-9.109,0					
Minoritarios y otros		-17.538,8					
<b>Valor equity (Dic-2020e)</b>		<b>30.980,3</b>					
<b>Precio objetivo (€ por acción)</b>		<b>55,60</b>					
<b>Matriz de sensibilidad (€ por acción)</b>							
			<b>Crecimiento perpetuo "q"</b>				
			-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	
	7,6%	29,76	34,17	39,17	44,88	7,6%	
	7,1%	35,89	40,99	46,80	53,51	7,1%	
WACC	6,6%	42,84	48,77	55,60	63,56	6,6%	
	6,1%	50,78	57,74	65,85	75,42	6,1%	
	5,6%	59,93	68,19	77,95	89,64	5,6%	

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

## Metodología de valoración

### Método de valoración

Modelo de descuento de flujos de caja (DCF). Se valora por separado la participación en la *joint-venture* Vifor Fresenius Medical Care Renal Pharma a PER 11x. La participación de los accionistas minoritarios en Fresenius Medical Care se valora a su cotización en bolsa.

### Hipótesis principales

Coste de capital 9,0% y 35% de endeudamiento. El WACC resultante es 6,6%.

### Escenarios de precio objetivo

#### Base €55,60

- TAAC EBIT 2019-2024e: 6%
- Margen EBIT 2024e: 14%

#### Positivo €63,00

- TAAC EBIT 2019-2024e: 7%
- Margen EBIT 2024e: 16%

#### Negativo €49,50

- TAAC EBIT 2019-2024e: 4%
- Margen EBIT 2024e: 13%

### Principales vectores

- Liderazgo en diálisis
- Recurrencia del negocio en clínicas

### Catalizadores

- Sinergias post-adquisiciones
- Lanzamiento nuevos productos (Fresenius Kabi)

### Riesgos

- Competencia en precios para Fresenius Kabi
- Presiones regulatorias en Alemania y EE.UU.

### INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website: <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>
- Las metodologías de valoración más frecuentes aplicadas en nuestro análisis de compañías son las siguientes (lista no exhaustiva): VAN FCF, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, Ratios Comparables, Valor Neto Liquidativo, Warranted Equity Value y PER Teórico

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/codigos\\_internos](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos)

### NOTAS DE COMPAÑÍAS

Todas nuestras notas están disponibles en: [Link a los informes de compañías](#)

### EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada - Director

Rafael Alonso - Bancos

Pilar Aranda - Petróleo

Esther Gutiérrez de la Torre - Autos

Luis Piñas - Consumo

Elena Fernández-Trafiella - Consumo

Aránzazu Cortina - Industriales

Juan Moreno - Inmobiliarias

Pedro Echeguren - Farma & Salud

Juan Tuesta - Construcción & Tecnología

Ana de Castro - Seguros

Aránzazu Bueno - Eléctricas

Tel.: 912759421

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por todo el Equipo:

- Macroeconomía
- Estrategia de Inversión
- Bonos
- Divisas
- Fondos de Inversión
- ETFs
- Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable