

Sector: *Farmacéuticas*Recomendación: **Comprar***Los resultados 1T20 no se inmutan por el COVID-19*

Grifols

Precio Objetivo: **34,00€**Analista: **Pedro Echeguren**

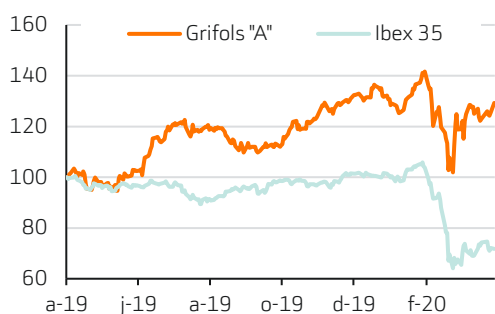
Datos Básicos

Precio acciones serie A (€)	31,20
Nº acciones series A y B	687,6
Capitalización (Mn€)	18.340,8
Máx/Min (52 sem.)(€)	34,19 / 22,85
Cód. Reuters/Bloomberg	GRLS.MC / GRF SM

Mn€	2019	2020e	2021e	2022e
Bº neto grupo	625	829	982	1.167
% inc.	4,8	32,7	18,5	18,8
EBITDA	1.434	1.603	1.771	1.949
% inc.	17,3	11,8	10,5	10,0
BPA (€)	0,91	1,21	1,43	1,70
% inc.	4,7	32,7	18,5	18,8
DPA (€)	0,36	0,41	0,46	0,50
% inc.	4,6	14,9	9,7	10,7
PER (x)	30,1	22,1	18,7	15,7
VE/EBITDA (x)	17,6	15,2	13,3	11,7
Rentab. div.	1,1	1,3	1,5	1,6
P/V (x)	3,9	3,4	3,1	2,7

Ratios	2019	2020e	2021e	2022e
DFN/EBITDA (x)	4,5	3,8	3,0	2,3
DFN/FF.PP. (x)	1,3	1,1	0,9	0,7
CF Op./DFN (%)	8,8	17,8	31,2	34,2
DFN/CE (x)	0,5	0,5	0,4	0,3
EBITDA/CE (x)	107,7	118,7	133,2	145,8
ROCE (%)	6,7	7,7	8,6	9,5
ROE (%)	13,0	15,5	16,4	17,4

Evolución bursátil



Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	8,7	-1,0	29,2
Relativo	-0,9	27,9	57,5

Accionariado

Familia Grifols:	30,8%
BlackRock:	4,4%
Capital Research and Management:	3,0%
Invesco:	3,0%
Fidelity:	2,2%

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

El negocio de Grifols no sufre en 1T20 por los efectos del COVID-19, las transfusiones de sangre y los suministros y servicios a hospitales no se ven afectadas por la pandemia. La evolución de la cuenta de resultados es favorable, mantiene un crecimiento orgánico cercano al 10%, los márgenes mejoran y su endeudamiento aunque opinamos que es elevado, se reduce ligeramente a 4,4x ventas (4,5x en 4T19). El único riesgo que vemos es una caída del aprovisionamiento de plasma durante el confinamiento, aunque la compañía anunció en 4T19 el incremento del stock anticipando una mayor demanda. Elevamos nuestro precio objetivo al alza a 34,00 €/acción desde 32,80 €/acción (valoramos la evolución de los resultados, la fortaleza de la demanda y la revalorización de la participación en Shanghai RAAS) y mejoramos nuestra recomendación a Comprar (desde Neutral).

Las ventas a tipo de cambio constante aceleran el crecimiento en 1T20

Las **ventas en 1T20** alcanzan 1.293 Mn€ (+11,8% y +9,3% a tipo de cambio constante y mejora el +9,2% del año 2019, consenso 1.275 Mn€). Las **ventas por divisiones** son: biociencia 1.040 Mn€ (+13,6%), diagnóstico 168 Mn€ (+1,4%), suministros 64 Mn€ (+24,5%), hospital 31 Mn€ (+0,6%), otros y eliminaciones -10 Mn€. Las **principales cifras** son: **beneficio bruto** 591 € (+12,0%), margen bruto 45,7% (45,6% en 1T19), **EBITDA** 351 Mn€ (+14,9%, consenso 358 Mn€) con el margen EBITDA incrementándose a 27,2% desde 26,4% en 1T19, **EBIT** 274 Mn€ (+18,4%, consenso 289 Mn€), **BAI** 251 Mn€ (+75,9%, impulsado por +45 Mn€ de extraordinarios netos en 1T20), **beneficio neto grupo** 186 Mn€ (+83,0%, consenso 184 Mn€) y 153 Mn€ (+8,0%) ajustado al efecto de los extraordinarios, **cash flow libre** -8 Mn€ (vs -421 Mn€ en 1T19). La **deuda financiera neta** bajo IFRS-16 es 6.557 Mn€ (-0,9%) ó 4,4x EBITDA (4,5x en 4T19 y 5,4x en 1T19), *ratio* que consideramos elevado. [Link a los resultados.](#)

Buenos resultados 1T19, el crecimiento orgánico es sólido

Los **resultados son favorables**, el **crecimiento orgánico** de ventas se mantiene muy próximo al 10% (aumenta a +9,3% desde +9,2% en 2019), **mejoran los márgenes** (EBITDA +0,8 p.p. a 27,2%), lo único que no nos gusta es su elevado **endeudamiento** (4,4x EBITDA vs. 4,5x en 4T19) y 4,1x (4,0x en 4T19) si se excluye el efecto IFRS-16. El **cash flow libre** sigue en negativo, pero por poco: -8 Mn€ (-421 Mn€ en 1T19).

Desarrollos anti COVID-19

Grifols lidera el desarrollo de una **inmunoglobulina hiperinmune anti-COVID-19**, el **tratamiento con plasma de pacientes recuperados** y ha desarrollado una **prueba diagnóstica** de alta sensibilidad para su detección.

Subimos nuestra recomendación a Comprar, Precio Objetivo 34,00 €/acción

Subimos nuestra recomendación a Comprar (ant. Neutral) y **elevamos nuestro precio objetivo al alza a 34,00 €/acción** (ant. 32,80 €/acción). Los principales motivos son la buena evolución de los resultados, su resistencia ante el COVID-19, los desarrollos anti-virus y la revalorización desde diciembre de la participación en Shanghai RAAS.

Buena evolución en la cuenta de resultados, el *cash flow* libre mejora

- Los resultados 1T20 mantienen el crecimiento orgánico cercano al 10% que Grifols alcanza desde finales de 2018.
- La diferencia entre el crecimiento del EBIT (+18,4%) y el BAI (+75,9%) se debe a financieros extraordinarios positivos netos de +45 Mn€ en 1T20. Si excluimos este efecto, el beneficio neto grupo (+83,0%) crece +8,0%.
- El *cash flow* libre mejora mucho: desde -421 Mn€ en 1T19 a -8 Mn€ en 1T20 y viene de la mano de menores inversiones (-55%) y una mayor contribución del *cash flow* de explotación (+105 Mn€ vs -168 Mn€ ant.) al normalizarse las NOF respecto a 1T19.
- La deuda financiera neta bajo IFRS-16 es 6.557 Mn€ (-0,9%) ó 4,4x EBITDA (4,5x en 4T19 y 5,4x en 1T19), *ratio* que consideramos elevado. Si se excluyese el efecto IFRS-16, este *ratio* sería 4,1x (4,0x en 4T19).

Cuadro 1. Resumen de resultados

Millones de Euros	1T19	1T20	Var. %	Consenso
Biociencia	916	1.040	13,6	
Diagnóstico	165	168	1,4	
Hospital	30	31	0,6	
Suministros	52	64	24,5	
Otros	5	5	1,6	
Eliminaciones	-11	-14	26,8	
Ventas	1.157	1.293	11,8	1.275
Variación a tipos constantes (%)	8,1	9,3		
Efecto tipo de cambio (%)	5,0	2,5		
Margen bruto	528	591	12,0	
% ventas	45,6	45,7		
EBITDA	306	351	14,9	358
% ventas	26,4	27,1		
Amortización	-75	-78	4,0	
EBIT	231	274	18,4	289
% ventas	20,0	21,2		
Resultado financiero	-82	-17	-79,5	
Resultado inversiones	-6	-5	-9,3	
BAI	143	251	75,9	225
Impuestos	-29	-48	67,1	
Minoritarios	0	-17	n.r.	
Beneficio neto grupo	114	186	63,0	184
Flujo neto explotación	-168	105	-162,8	
Flujo neto inversión	-254	-113	-55,3	
Flujo de caja libre	-421	-8	-98,1	
Dividendos	0	0	0,0	
Otros	-1.041	68	-106,5	
Variación deuda financiera neta	1.462	-60	-104,1	
Deuda financiera neta	6.617	6.557	-0,9	
DFN/EBITDA año móvil	5,4	4,4		

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados, Bloomberg

Cuadro 2. Resumen de resultados y valoración

(Mn€)	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Cuenta de resultados						
Ventas	4.318,1	4.486,7	5.098,7	5.455,6	5.728,4	6.014,8
Beneficio bruto	2.152,0	2.049,6	2.341,2	2.509,6	2.692,3	2.827,0
EBITDA	1.218,8	1.222,7	1.433,8	1.602,9	1.770,9	1.948,7
Amortización del inmovilizado	-215,5	-228,6	-302,4	-320,8	-338,8	-354,8
EBIT	1.003,3	994,1	1.131,4	1.282,1	1.432,1	1.593,9
Resultado financiero	-307,6	-268,3	-314,3	-219,7	-157,9	-79,8
Beneficio antes de impuestos	695,7	725,8	817,1	1.062,4	1.274,2	1.514,1
Impuesto de sociedades	-34,4	-131,4	-168,5	-201,9	-254,8	-302,8
Operaciones discontinuadas y Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Minoritarios	1,4	2,2	-23,5	-31,2	-36,9	-43,9
Beneficio neto atribuible	662,7	596,6	625,1	829,4	982,4	1.167,4
BPA (€)	0,97	0,87	0,91	1,21	1,43	1,70
DPA (€)	0,38	0,35	0,36	0,41	0,46	0,50
Estado de flujo de caja						
Cash flow neto	907,5	850,1	1.050,5	1.220,9	1.397,7	1.605,7
Variaciones de NOF	-65,8	-112,6	-481,5	-138,7	235,4	-58,0
Inversión	-2.185,9	-781,9	-548,8	-410,0	-410,0	-410,0
Cash flow libre	-1.344,1	-44,4	20,1	672,2	1.223,1	1.137,6
Remuneración al accionista	-218,3	-278,8	-238,7	-294,8	-365,3	-433,5
Otras variaciones	439,2	150,6	-903,7	0,0	0,0	0,0
Variación deuda financiera neta	1.123,2	172,7	1.122,3	-377,4	-857,8	-704,2
Balance						
Activo fijo neto	7.619,9	8.546,8	9.100,1	9.247,7	9.377,3	9.490,8
Inmovilizado financiero	288,9	334,5	1.970,1	1.930,6	1.891,1	1.851,5
Necesidades operativas de fondos (NOF)	1.235,9	1.469,5	1.898,2	2.036,9	1.801,5	1.859,5
Otros activos/(pasivos) neto	-340,3	-311,1	342,7	284,3	225,9	167,6
Capital empleado	8.804,3	10.039,7	13.311,2	13.499,5	13.295,8	13.369,5
Recursos propios	3.629,1	4.225,6	4.822,1	5.356,7	5.973,9	6.707,9
Minoritarios	4,9	471,1	2.023,6	2.054,8	2.091,8	2.135,6
Deuda financiera neta	5.170,4	5.343,1	6.465,4	6.088,0	5.230,1	4.526,0
Valoración (DCF)						
(Mn€)		2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
NOPLAT			1.145,7	1.275,1	1.414,7	1.485,4
Amortización			338,8	354,8	372,8	391,4
NOF			235,4	-58,0	-70,3	-72,1
Inversión			-410,0	-410,0	-410,0	-410,0
Cash flow libre			1.309,9	1.161,9	1.307,1	1.394,7
Valor terminal						29.687,5
Flujo a descontar			1.309,9	1.161,9	1.307,1	31.082,3
Factor descuento			0,95	0,90	0,85	0,80
VAN del flujo			1.239,2	1.040,0	1.106,9	24.900,8
Valor empresa		28.286,9				
Inversiones financieras		438,7				
Deuda neta		-6.088,0				
Provisiones		-61,1				
Minoritarios y otros		-4.472,8				
Valor equity (Dic-2020e)		19.986,7				
Precio objetivo (€ por acción)		34,00				
Matriz de sensibilidad (€ por acción)						
		Crecimiento perpetuo "q"				
		0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
WACC	6,7%	20,69	22,90	25,49	28,58	32,33
	6,2%	23,55	26,19	29,34	33,15	37,88
	5,7%	26,90	30,11	34,00	38,82	44,94
	5,2%	30,90	34,86	39,78	46,02	54,21
	4,7%	35,75	40,76	47,11	55,46	66,90

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Metodología de valoración

Método de valoración

Descuento de flujos de caja libre. Las participaciones por puesta en equivalencia se valoran por separado.

Hipótesis principales

WACC 5,7%. Crecimiento perpetuo "g" 1,0%.

Escenarios de precio objetivo

Base: 34,00 €

- TAAC ventas 2019-2024e: +5,4%
- Margen EBIT 2024e: 28,0%

Positivo: 39,60 €

- TAAC ventas 2019-2024e: +7,5%
- Margen EBIT 2024e: 30,0%

Negativo: 23,30 €

- TAAC ventas 2019-2024e: +3,5%
- Margen EBIT 2024e: 26,0%

Vectores principales

- Expansión inorgánica
- Éxito I+D

Catalizadores

- Nuevas aplicaciones
- Desarrollo tratamientos contra el COVID-19
- Evolución del desarrollo para tratamiento de la enfermedad de Alzheimer

Riesgos

- Riesgo de adquisiciones
- Endeudamiento elevado
- Posibles conflictos de intereses con el accionista mayoritario que es suministrador de materia prima

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

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-Trapiella - 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