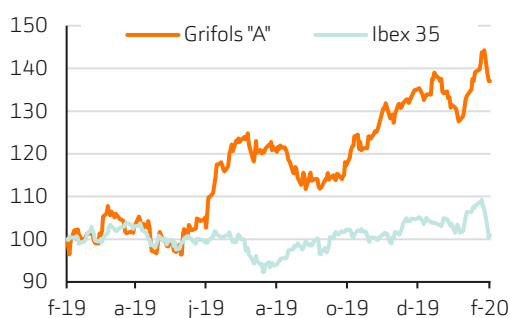


Sector: *Farmacéuticas*Recomendación: **Neutral***El crecimiento de las NOF en 4T empañan los resultados 2019***Grifols**Precio Objetivo: **32,80€**Analista: **Pedro Echeguren****Datos Básicos**

Precio acciones serie A (€)	32,48
Nº acciones series A y B	687,6
Capitalización (Mn€)	19.735,8
Máx/Mín (52 sem.)(€)	34,19 / 22,85
Cód. Reuters/Bloomberg	GRLS.MC / GRF SM

Mn€	2019	2020e	2021e	2022e
Bº neto grupo	624	727	833	958
% inc.	4,6	16,5	14,7	14,9
EBITDA	1.434	1.493	1.652	1.822
% inc.	17,3	4,1	10,7	10,3
BPA (€)	0,91	1,06	1,22	1,40
% inc.	4,6	16,5	14,7	14,9
DPA (€)	0,36	0,39	0,42	0,45
% inc.	4,4	7,5	7,2	7,9
PER (x)	30,2	27,1	23,7	20,6
VE/EBITDA (x)	17,6	17,1	15,1	13,4
Rentab. div. (%)	1,1	1,2	1,3	1,4
P/V (x)	3,9	3,7	3,4	3,1

Ratios	2019	2020e	2021e	2022e
DFN/EBITDA (x)	4,5	3,9	3,2	2,6
DFN/FF.PP. (x)	1,3	1,1	0,9	0,7
CF Op./DFN (%)	8,8	21,8	22,7	28,2
DFN/CE (x)	0,5	0,4	0,4	0,4
EBITDA/CE (x)	107,7	113,6	125,6	138,3
ROCE (%)	6,7	7,6	8,4	9,3
ROE (%)	12,9	13,8	14,4	15,0

Evolución bursátil

Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	4,8	5,0	40,1
Relativo	5,3	5,5	39,0

Accionariado

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

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

La evolución de la cuenta de resultados del año 2019 es favorable, con un crecimiento orgánico cercano al 10%, expansión de márgenes y un endeudamiento que aunque seguimos opinando que es excesivo, se mantiene estable en 4,5x ventas. La evolución en 4T19 refuerza el crecimiento de los nueve primeros meses. El problema está en las necesidades operativas de fondos (NOF) que se disparan en 4T19 al 71% de las ventas desde 38% en 3T19. La explicación apunta a un incremento de las compras de esta materia prima. Uno de los principales suministradores es una sociedad controlada por la familia Grifols. La reacción en bolsa es desfavorable, las acciones caen -5% tras anunciarse los resultados y creemos que la evolución de las NOF es el principal motivo. Ajustamos nuestro precio objetivo al alza a 32,80 €/acción desde 30,50 €/acción y mantenemos nuestra recomendación en Neutral.

Las ventas crecen +9,2% a tipo de cambio constante en 2019

Las **ventas en 2019** alcanzan 5.099 Mn€ (+13,6% y +9,2% a tipo de cambio constante, consenso 5.070 Mn€). Las ventas por divisiones son: biociencia 3.993 Mn€ (+13,6%), diagnóstico 794 Mn€ (+4,5%), suministros 267 Mn€ (+59,6%), hospital 134 Mn€ (+12,5%), otros y eliminaciones -15 Mn€. Las **principales cifras de 2019** son: **beneficio bruto** 2.341 Mn€ (+14,2%), margen bruto 45,9% (46,5% en 2018), **EBITDA** 1.434 Mn€ (+17,3%, consenso 1.423 Mn€), margen EBITDA 28,1% (vs. 27,3%), **EBIT** 1.331 Mn€ (+13,8%, consenso 1.334 Mn€), **BAI** 817 Mn€ (+12,6%), **beneficio neto** 625 Mn€ (+4,8%, consenso 616 Mn€), **cash flow libre** 20 Mn€ (vs -44 Mn€ en 2018). Las **necesidades operativas de fondos** (NOF) se multiplican por 3x y el ratio NOF/Ventas aumenta a 71% desde 33% en 2018 y 38% en 3T19, algo que consideramos preocupante y que se produce en 4T19. La **deuda financiera neta** es 6.465 Mn€ (+21,0%, consenso 5.890 Mn€) ó 4,5x EBITDA, *ratio* que seguimos considerando excesivo. La evolución en el **4T19 estanco** es favorable: ventas +11,3%, margen bruto +17,5%, EBITDA +29,8%, EBIT +30,9% y beneficio neto grupo +57,2%.

Resultados aparentemente favorable pero preocupa el crecimiento de NOF

Los **resultados cosmeticamente son favorables**, con un crecimiento orgánico de ventas muy próximo al 10%, expansión de márgenes y un ratio de endeudamiento (4,5x EBITDA vs. 4,4x en 2018) que si se excluyese el efecto IFRS-16, habría retrocedido a 4,0x. **Nos preocupa que las NOF se disparan**. La explicación que cita la compañía es un aumento de los inventarios para dar respuesta a la sólida demanda de productos plasmáticos. Uno de los principales proveedores de estos productos es una sociedad controlada por la familia Grifols.

Recomendación: Neutral. Ajustamos Precio Objetivo a 31,80 €/acción

La cotización ha reaccionado hoy negativamente, entendemos que debido al descrito incremento de NOF, cayendo -5%. **Ajustamos nuestro precio objetivo a 32,80 €/acción** desde 30,50 €/acción (+8%) bajo la hipótesis que las NOF/Ventas al 65% en 2020 y 55% en 2024, este es un indicador a vigilar, al igual que el endeudamiento que seguimos juzgando de excesivo. Nuestra recomendación se mantiene invariada en **Neutral**.

Buena evolución en la cuenta de resultados, las NOF nos preocupan

- Los resultados 4T19 refuerzan la evolución de los nueve primeros meses e impulsan el crecimiento de ventas, márgenes y beneficios.
- Las NOF se disparan en 4T19 al 71% de las ventas desde 38% en 3T19, algo que consideramos preocupante.
- La evolución de los beneficios 2019 es favorable, con un crecimiento orgánico cercano al 10%, expansión de márgenes y un endeudamiento que aunque seguimos opinando que es excesivo, se mantiene estable en 4,5x ventas (4,0x excluyendo el efecto IFRS-16).

Cuadro 1. Resumen de resultados

Millones de Euros	4T18	4T19	Var. %	2018	2019	Var. %	Consenso
Biociencia	920	1.048	13,9	3.517	3.993	13,6	
Diagnóstico	185	199	8,0	702	734	4,5	
Hospital	34	41	20,8	119	134	12,5	
Suministros	90	80	-10,9	167	267	59,6	
Otros	5	7	51,9	22	23	1,6	
Eliminaciones	-11	-15	39,4	-41	-52	26,8	
Ventas	1.223	1.361	11,3	4.487	5.099	13,6	5.070
Variación a tipos constantes (%)	13,0	7,9		9,2	9,2		
Efecto tipo de cambio (%)	1,5	3,4		-5,3	4,4		
Margen bruto	518	609	17,5	2.050	2.341	14,2	
% ventas	42,4	44,7		45,7	45,9		
EBITDA	283	368	29,8	1.223	1.434	17,3	1.423
% ventas	23,2	27,0		27,3	28,1		
Amortización	-62	-78	26,0	-229	-302	32,3	
EBIT	221	289	30,9	994	1.131	13,8	1.134
% ventas	18,1	21,3		22,2	22,2		
Resultado financiero	-77	-9	-87,9	-257	-275	6,8	
Resultado inversiones	-3	-21	575,7	-11	-40	258,2	
BAI	141	259	83,6	726	817	12,6	808
Impuestos	-13	-57	331,1	-131	-168	28,2	
Minoritarios	0	0	-216,4	2	-23	-1.150,9	
Beneficio neto grupo	128	202	57,2	597	625	4,8	616
Flujo neto explotación	329	230	-30,1	737	569	-22,8	
Flujo neto inversión	-121	-156	28,5	-782	-549	-29,8	
Flujo de caja libre	208	74	-64,3	-44	20	-145,3	
Dividendos	-137	-136	-0,7	-276	-234	-15,1	
Otros	368	123	-66,5	148	-908	-715,6	
Variación deuda financiera neta	-438	-61	-86,0	173	1.122	549,9	
Deuda financiera neta	5.343	6.465	21,0	5.343	6.465	21,0	5.890
DFN/EBITDA año móvil	4,4	4,5		4,4	4,5	3,2	

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	5.232,9	5.494,5	5.769,2	
Beneficio bruto	2.152,0	2.049,6	2.341,2	2.407,1	2.582,4	2.711,5	
EBITDA	1.218,8	1.222,7	1.433,8	1.492,6	1.652,3	1.822,4	
Amortización del inmovilizado	-215,5	-228,6	-302,4	-262,9	-278,6	-293,5	
EBIT	1.003,3	994,1	1.131,4	1.229,7	1.373,6	1.528,8	
Resultado financiero	-307,6	-268,3	-315,3	-298,5	-292,5	-286,8	
Beneficio antes de impuestos	695,7	725,8	816,1	931,2	1.081,1	1.242,1	
Impuesto de sociedades	-34,4	-131,4	-168,5	-176,9	-216,2	-248,4	
Operaciones discontinuadas y Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Minoritarios	1,4	2,2	-23,5	-27,4	-31,4	-36,1	
Beneficio neto atribuible	662,7	596,6	624,2	726,9	833,5	957,6	
BPA (€)	0,97	0,87	0,91	1,06	1,22	1,40	
DPA (€)	0,38	0,35	0,36	0,39	0,42	0,45	
Estado de flujo de caja							
Cash flow neto	907,5	850,1	993,5	1.056,8	1.183,0	1.326,7	
Variaciones de NOF	-65,8	-112,6	-424,6	210,4	15,6	-10,5	
Inversión	-2.185,9	-781,9	-548,8	-345,0	-345,0	-345,0	
Cash flow libre	-1.344,1	-44,4	20,1	922,1	853,6	971,2	
Remuneración al accionista	-218,3	-278,8	-234,3	-272,2	-314,1	-360,6	
Otras variaciones	439,2	150,6	-908,2	0,0	0,0	0,0	
Variación deuda financiera neta	1.123,2	172,7	1.122,3	-649,9	-539,5	-610,6	
Balance							
Activo fijo neto	7.619,9	8.546,8	9.804,0	9.886,1	9.952,4	10.003,9	
Inmovilizado financiero	288,9	334,5	253,4	213,9	174,3	134,8	
Necesidades operativas de fondos (NOF)	1.235,9	1.469,5	3.615,0	3.404,6	3.389,0	3.399,5	
Otros activos/(pasivos) neto	-340,3	-311,1	-361,2	-361,2	-361,2	-361,2	
Capital empleado	8.804,3	10.039,7	13.311,2	13.143,3	13.154,6	13.177,0	
Recursos propios	3.629,1	4.225,6	4.822,1	5.276,9	5.796,2	6.393,2	
Minoritarios	4,9	471,1	2.023,6	2.051,0	2.082,4	2.118,4	
Deuda financiera neta	5.170,4	5.343,1	6.465,4	5.815,5	5.276,0	4.665,4	
Valoración (DCF)							
(Mn€)		2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	
NOPLAT			1.098,9	1.223,1	1.356,9	1.424,8	
Amortización			278,6	293,5	309,2	324,4	
NOF			15,6	-10,5	-64,1	-65,8	
Inversión			-345,0	-345,0	-345,0	-320,0	
Cash flow libre			1.048,1	1.161,1	1.257,1	1.363,4	
Valor terminal						29.021,0	
Flujo a descontar			1.048,1	1.161,1	1.257,1	30.384,4	
Factor descuento			0,95	0,90	0,85	0,80	
VAN del flujo			991,6	1.039,3	1.064,5	24.341,7	
Valor empresa		27.437,0					
Inversiones financieras		438,7					
Deuda neta		-5.815,5					
Provisiones		-86,2					
Minoritarios y otros		-2.042,2					
Valor equity (Dic-2020e)		19.931,8					
Precio objetivo (€ por acción)		32,80					
Matriz de sensibilidad (€ por acción)							
			Crecimiento perpetuo "q"				
			0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
	6,7%	20,22	22,31	24,76	27,68	31,23	
	6,2%	22,92	25,42	28,39	32,01	36,48	
WACC	5,7%	26,09	29,12	32,80	37,36	43,15	
	5,2%	29,87	33,62	38,26	44,16	51,91	
	4,7%	34,45	39,19	45,20	53,10	63,92	

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 €32,80

- TAAC ventas 2019-2024e: +4,5%
- Margen EBIT 2024e: 25,0%

Positivo €38,40

- TAAC ventas 2019-2024e: +6,5%
- Margen EBIT 2024e: 27,0%

Negativo €22,10

- TAAC ventas 2019-2024e: +2,5%
- Margen EBIT 2024e: 23,0%

Vectores principales

- Expansión inorgánica
- I+D

Catalizadores

- Nuevas aplicaciones
- 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
- Evolución de las NOF

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