

Sector: *Farmacéuticas*

*El BNA retrocede -30% en 1T21, mantenemos la recomendación en Neutral*

# Grifols

Recomendación: **Neutral**  
 Precio Objetivo: **25,20€**  
 Potencial: **+11,7%**  
 Analista: **Pedro Echeguren**

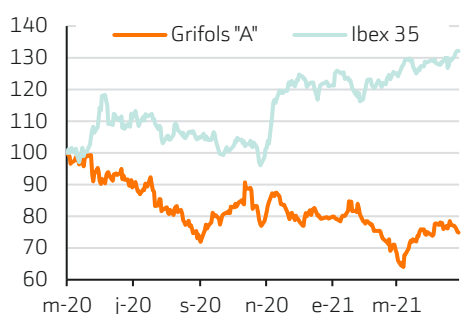
## Datos

Precio acciones "A" (€)	22,55
Acciones series A (M)	426,1
Capitalización (M€)	13.347,6
Máx/Mín (52 sem.)(€)	30,13 / 19,285
Comportamiento 2021	-5,6%
Cód. Reuters/Bloomberg	GRLS.MC / GRF SM

M€	2020	2021e	2022e	2023e
BNA	617	747	819	898
% inc.	-1,4	21,1	9,6	9,7
EBITDA	1.324	1.581	1.698	1.823
% inc.	-7,7	19,4	7,4	7,4
BPA (€)	0,90	1,09	1,19	1,31
% inc.	-1,4	21,1	9,6	9,7
DPA (€)	0,36	0,43	0,47	0,52
% inc.	-0,4	19,6	9,7	9,8
PER (x)	23,0	17,9	16,3	14,9
VE/EBITDA (x)	15,6	12,4	11,3	10,2
Rentab. div. (%)	1,5	1,9	2,1	2,3
P/V (x)	2,8	2,4	2,2	2,0

Ratios	2020	2021e	2022e	2023e
DFN/EBITDA (x)	4,9	3,9	3,4	2,9
DFN/FF.PP. (x)	1,3	1,1	1,0	0,8
CF Op./DFN (%)	17,2	18,3	20,2	24,2
DFN/CE (x)	0,5	0,5	0,4	0,4
EBITDA/CE (x)	0,1	0,1	0,1	0,1
ROCE (%)	6,1	7,4	7,9	8,4
ROE (%)	12,1	13,6	13,6	13,7

## Evolución bursátil



Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	1,3	-4,7	-25,2
Relativo	-1,7	-14,1	-58,4

## Accionariado

Familia Grifols:	31,1%
Capital Research and Management:	5,1%
BlackRock:	4,5%
Europacific Growth Fund:	3,1%
Fidelity:	2,2%

Fuentes: Bankinter Análisis y Mercados, Bloomberg, CNMV

Nuestra valoración de los resultados 1T21 es negativa. Los beneficios disminuyen por el efecto de una caída de ventas en los negocios de plasma y suministros, el impacto del tipo de cambio y una disminución en el margen EBITDA. Aunque los resultados están razonablemente en línea con lo esperado, creemos que un aumento del coste por las recogidas de plasma fuerza la caída de márgenes y deteriora la calidad de los resultados. Las recientes adquisiciones se reflejan en *cash flow* libre negativo y en un aumento del ratio de endeudamiento a 5,5x EBITDA que se aleja del objetivo de 4,0x calificamos de elevado. Recientemente rebajamos nuestra recomendación a Neutral y el Precio Objetivo a 25,20€/acción (desde Comprar y 34,00 €/acción) y no vemos motivos para modificarlos. El programa de recompra de acciones por el 1% del capital (se ha ejecutado el 60% del mismo) es un factor positivo.

## Desaceleración en las ventas 4T20 y retroceso en el margen EBITDA

Las **ventas en 1T21** alcanzan 1.185M€ (-8,4% a/a y -0,9% a tipo de cambio constante, consenso 1.225M€). Las ventas por **divisiones** son: biociencia 901M€ (-13,3%), diagnóstico 203M€ (+21,1%), suministros 56M€ (-12,2%), hospital 31M€ (+1,7%), otros y eliminaciones -7M€. Las **principales cifras** son: **margen bruto** 45,0% (45,7% en 1T20), **EBITDA** 297M€ (-15,5%, consenso 289M€) con el margen en 25,1% vs 27,1% en 1T20, **EBIT** 213M€ (-22,2%, consenso 226M€), **BAI** 189M€ (-24,9%), **BNA** 130M€ (-30,3%, consenso 112M€), **BNA ajustado** 118M€ (-23,3%), **cash flow libre** -389M€ (vs -8M€ en 1T20). La **deuda financiera neta** es 6.987M€ y equivale a 5,5x EBITDA (5,1x excluyendo la deuda IFRS-16). [Link a los resultados](#).

## Nuestra valoración de los resultados es negativa

Los resultados no difieren significativamente de los esperados, pero nuestra valoración es negativa. Destacamos que  **aumenta la desaceleración en el crecimiento de ventas** a tipo de cambio constante (-0,9% en 1T21, compara frente a +1,9% en 4T20; +9,3% en 1T20), **la reducción de los márgenes de explotación** (margen EBITDA 45,0%, -2,0pp) a pesar del plan de contención de gastos de 2020. Entendemos que la subida del **precio pagado por las recogidas de plasma** se consolida y que impacta sobre los márgenes. Además, el **cash flow libre** es negativo, aunque sin el efecto de las adquisiciones recientes sería positivo, y el **aumento del endeudamiento** a 5,5x EBITDA. La **estrategia no varía**, combina crecimientos inorgánicos con alianzas para entrar en nuevos mercados y el desarrollo de productos. Grifols acelera la ejecución de su plan de expansión para disponer de aproximadamente 1,4M de litros de plasma adicionales anualmente y sigue abriendo nuevos centros. En EE.UU. y Alemania se constata una tendencia de progresiva recuperación de las recogidas de plasma.

## Mantenemos la recomendación de Neutral y Precio Objetivo en 25,20 €/acción

Recientemente rebajamos nuestras previsiones a un escenario de menores márgenes y ajustamos el **Precio Objetivo a los 25,20 €/acción** (desde Comprar y 34,00 €/acción). **No vemos motivos para modificar nuestro objetivo ni la recomendación que mantenemos en Neutral.**

## Sigue frenándose el crecimiento orgánico, el margen EBITDA retrocede

- El crecimiento orgánico de las ventas se desacelera en 1T20 a -0,9% desde +1,9%, 6,0%, +7,6% y +9,3% en los cuatro trimestres anteriores. El efecto tipo de cambio resta -7,5pp al crecimiento en 1T21.
- El margen EBITDA en 1T21 cae a 25,1% desde 27,01% en 1T20. Esto es a pesar del plan de contención de gastos operativos por un importe estimado de 112M€ anuales.
- El cash flow libre es negativo, reflejo principalmente de los pagos por inversiones en el último trimestre.
- La deuda financiera neta aumenta en 1T21, el ratio DFN/EBITDA es 5,5x EBITDA incluyendo deuda IFRS-16 (4,9x en 4T20) y 5,1x excluyendo el efecto IFRS-16, se aleja del objetivo de 4,0x.

Cuadro 1. Comparativa de resultados

Millones de Euros	1T20	2T20	3T20	4T20	1T21	Var. %	Consenso
Biociencia	1.039,9	1.118,9	1.083,6	1.000,0	901,3	-13,3	
Diagnóstico	167,9	172,1	206,4	229,5	203,3	21,1	
Hospital	30,7	27,2	26,6	34,2	31,2	1,7	
Suministros	64,1	62,6	42,3	55,1	56,3	-12,2	
Otros	5,1	13,5	5,3	8,0	7,2	39,5	
Eliminaciones	-14,5	-10,3	-10,9	-17,4	-14,5	0,2	
<b>Ventas</b>	<b>1.293,3</b>	<b>1.384,0</b>	<b>1.353,4</b>	<b>1.309,3</b>	<b>1.184,7</b>	<b>-8,4</b>	<b>1.225,0</b>
Variación a tipos constantes (%)	9,3	7,6	6,0	1,9	-0,9		
Efecto tipo de cambio (%)	2,5	1,7	-3,0	-5,7	-7,5		
<b>Beneficio bruto</b>	<b>591,2</b>	<b>447,4</b>	<b>626,0</b>	<b>590,5</b>	<b>533,3</b>	<b>-9,8</b>	
% ventas	45,7	32,3	46,3	45,1	45,0		
<b>EBITDA</b>	<b>351,1</b>	<b>228,8</b>	<b>403,7</b>	<b>340,4</b>	<b>296,8</b>	<b>-15,5</b>	<b>288,7</b>
% ventas	27,1	16,5	29,8	26,0	25,1		
Amortización	-77,5	-80,7	-80,9	-88,8	-83,8	8,2	
<b>EBIT</b>	<b>273,6</b>	<b>148,1</b>	<b>322,8</b>	<b>251,6</b>	<b>213,0</b>	<b>-22,2</b>	<b>225,5</b>
% ventas	21,2	10,7	23,9	19,2	18,0		
Resultado financiero	-16,8	-59,1	-57,5	-44,2	-58,7		
Resultado inversiones	-5,5	-13,2	83,6	-4,8	34,5		
<b>BAI</b>	<b>251,3</b>	<b>75,9</b>	<b>348,9</b>	<b>202,6</b>	<b>188,7</b>	<b>-24,9</b>	<b>198,0</b>
Impuestos	-47,7	-17,8	-62,9	-41,2	-37,7		
Minoritarios	-17,2	-26,3	-18,4	-28,6	-21,1		
<b>Beneficio neto atribuible</b>	<b>186,4</b>	<b>31,9</b>	<b>247,4</b>	<b>152,9</b>	<b>129,9</b>	<b>-30,3</b>	<b>112,0</b>
<b>Beneficio neto grupo ajustado</b>	<b>153,1</b>	<b>197,0</b>	<b>217,2</b>	<b>169,1</b>	<b>117,5</b>	<b>-23,3</b>	
Flujo neto explotación	105,4	435,3	311,0	258,7	177,7		
Flujo neto inversión	-113,3	-109,8	-83,1	-552,0	-567,0		
<b>Flujo de caja libre</b>	<b>-7,9</b>	<b>325,6</b>	<b>227,9</b>	<b>-293,3</b>	<b>-389,3</b>	<b>n.r.</b>	
Dividendos	0,0	0,0	6,4	-109,5	0,0		
Otros	-84,0	-10,0	-7,5	-29,4	-150,7		
<b>Variación deuda financiera neta</b>	<b>91,9</b>	<b>-315,6</b>	<b>-226,8</b>	<b>432,2</b>	<b>540,0</b>		
<b>Deuda financiera neta</b>	<b>6.557,3</b>	<b>6.241,7</b>	<b>6.014,9</b>	<b>6.447,1</b>	<b>6.987,1</b>	<b>6,6</b>	
DFN/EBITDA año móvil	4,4	4,7	4,5	4,9	5,5		

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

## Cuadro 2. Resumen de resultados y valoración

(M€)	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	
<b>Cuenta de resultados</b>							
Ventas	5.340,0	5.687,1	6.056,8	6.450,5	6.869,8	7.316,3	
Beneficio bruto	2.255,2	2.559,2	2.725,6	2.902,7	3.091,4	3.292,3	
EBITDA	1.324,0	1.581,1	1.698,0	1.823,2	1.945,5	2.072,0	
Amortización del inmovilizado	-327,9	-340,9	-358,8	-375,5	-392,2	-408,8	
EBIT	996,1	1.240,2	1.339,2	1.447,7	1.553,4	1.663,1	
Resultado financiero	-119,5	-176,7	-173,3	-168,8	-163,4	-157,6	
Beneficio antes de impuestos	876,6	1.063,6	1.165,8	1.278,9	1.389,9	1.505,5	
Impuesto de sociedades	-169,6	-212,7	-233,2	-255,8	-278,0	-301,1	
Operaciones discontinuadas y Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Minoritarios	-90,4	-104,0	-114,0	-125,0	-135,9	-147,2	
<b>Beneficio neto atribuible</b>	<b>616,5</b>	<b>746,9</b>	<b>818,7</b>	<b>898,1</b>	<b>976,0</b>	<b>1.057,2</b>	
BPA (€)	0,90	1,09	1,19	1,31	1,42	0,00	
DPA (€)	0,36	0,43	0,47	0,52	0,56	0,00	
<b>Estado de flujo de caja</b>							
Cash flow neto	1.004,1	1.131,5	1.231,3	1.338,5	1.444,0	1.553,1	
Variaciones de NOF	106,3	6,1	-60,8	-61,2	-61,4	-119,8	
Inversión	-858,1	-518,8	-452,6	-452,6	-452,6	-452,6	
<b>Cash flow libre</b>	<b>252,2</b>	<b>618,8</b>	<b>718,0</b>	<b>824,7</b>	<b>930,0</b>	<b>980,8</b>	
Remuneración al accionista	-113,2	-250,1	-298,7	-327,5	-359,2	-390,4	
Otras variaciones	-120,7	-125,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>Variación deuda financiera neta</b>	<b>-18,3</b>	<b>-243,7</b>	<b>-419,2</b>	<b>-497,2</b>	<b>-570,8</b>	<b>-590,3</b>	
<b>Balance</b>							
Activo fijo neto	9.214,0	9.392,0	9.485,8	9.562,8	9.623,2	9.667,0	
Inmovilizado financiero	2.067,2	2.127,3	2.187,5	2.247,7	2.307,8	2.368,0	
Necesidades operativas de fondos (NOF)	1.674,8	1.668,7	1.729,5	1.790,7	1.852,1	1.971,8	
Otros activos/(pasivos) neto	211,1	211,1	211,1	211,1	211,1	211,1	
<b>Capital empleado</b>	<b>13.167,1</b>	<b>13.399,2</b>	<b>13.613,9</b>	<b>13.812,3</b>	<b>13.994,3</b>	<b>14.217,9</b>	
Recursos propios	5.108,4	5.480,1	6.000,1	6.570,7	7.187,5	7.854,3	
Minoritarios	1.611,7	1.715,7	1.829,6	1.954,7	2.090,6	2.237,8	
Deuda financiera neta	6.447,1	6.203,4	5.784,2	5.287,0	4.716,2	4.125,9	
<b>Valoración (DCF)</b>							
(M€)		2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	
NOPLAT			1.071,3	1.158,1	1.242,7	1.330,5	
Amortización			358,8	375,5	392,2	408,8	
NOF			-60,8	-61,2	-61,4	-119,8	
Inversión			-452,6	-452,6	-452,6	-452,6	
<b>Cash flow libre</b>			<b>916,8</b>	<b>1.019,9</b>	<b>1.120,9</b>	<b>1.167,0</b>	
Valor terminal					0,0	23.816,8	
<b>Flujo a descontar</b>			<b>916,8</b>	<b>1.019,9</b>	<b>1.120,9</b>	<b>24.983,8</b>	
Factor descuento			0,94	0,89	0,84	0,80	
<b>VAN del flujo</b>			<b>865,7</b>	<b>909,4</b>	<b>943,8</b>	<b>19.864,4</b>	
Valor empresa		22.583,3					
Inversiones financieras		519,7					
Deuda neta		-6.203,4					
Provisiones		-38,4					
Minoritarios y otros		-4.451,6					
<b>Valor equity (Dic-2021e)</b>		<b>14.191,5</b>					
<b>Precio objetivo (€ por acción)</b>		<b>25,20</b>					
<b>Matriz de sensibilidad (€ por acción)</b>							
			Crecimiento perpetuo "q"				
			0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
WACC	6,9%	14,42	16,21	18,32	20,81	23,80	
	6,4%	16,76	18,90	21,44	24,49	28,24	
	5,9%	19,50	22,08	25,20	29,02	33,82	
	5,4%	22,74	25,92	29,81	34,70	41,03	
	4,9%	26,65	30,62	35,61	42,06	50,74	

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% (sin cambios).

### Escenarios de precio objetivo

#### Base: 25,20 €

- TAAC ventas 2020-2025e: +6,5%
- Margen EBIT 2025e: 22%

#### Positivo: 32,00 €

- TAAC ventas 2019-2024e: +8,0%
- Margen EBIT 2025e: 25%

#### Negativo: 19,60 €

- TAAC ventas 2019-2024e: +5,0%
- Margen EBIT 2024e: 20,0%

### 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

- Endeudamiento elevado
- Posibles conflictos de intereses con el accionista mayoritario que es suministrador de materia prima
- Aumento del coste del suministro de plasma

### 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 & Aerolíneas

Esther Gutiérrez de la Torre - Autos & Media

Luis Piñas - Alimentación/Distribución

Aránzazu Bueno - Eléctricas

Rafael Diogo - Portugal

Aránzazu Cortina - Industriales

Juan Moreno - Inmobiliarias & Hoteles

Pedro Echeguren - Farma & Salud

Juan Tuesta - Construcción & Tecnología

Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo y Telecom

Eduardo Cabero - Seguros

Susana André - Portugal, Assistant

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