

Sector: *Farmacéuticas**Incertidumbres en los resultados 4T20, rebajamos la recomendación a Neutral*

Grifols

Recomendación: **Neutral**
 Precio Objetivo: **25,20€**
 Potencial: **+15,0%**
 Analista: **Pedro Echeguren**

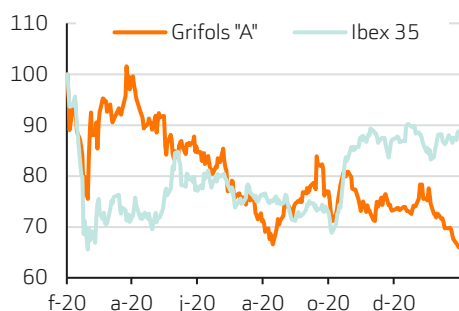
Datos

Precio acciones "A" (€)	21,92
Acciones series A+B (M)	687,6
Capitalización (M€)	12.822,9
Máx/Mín (52 sem.)(€)	33,09 / 21,49
Comportamiento 2021	-8,2%
Cód. Reuters/Bloomberg	GRLS.MC / GRF SM

Mn€	2020	2021e	2022e	2023e
BNA	619	674	811	892
% inc.	-1,1	8,9	20,4	10,0
EBITDA	1.324	1.488	1.692	1.802
% inc.	-7,7	12,4	13,7	6,5
BPA (€)	0,90	0,98	1,18	1,30
% inc.	-1,1	8,9	20,4	10,0
DPA (€)	0,36	0,39	0,47	0,52
% inc.	-1,2	9,0	20,6	10,0
PER (x)	23,0	19,0	15,8	14,4
VE/EBITDA (x)	15,6	13,0	11,2	10,3
Rentab. div. (%)	1,5	1,8	2,1	2,4
P/V (x)	2,8	2,3	2,1	1,9

Ratios	2020	2021e	2022e	2023e
DFN/EBITDA (x)	4,9	4,4	3,6	3,1
DFN/FF.PP. (x)	1,3	1,2	1,0	0,9
CF Op./DFN (%)	17,2	9,2	18,9	21,0
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	6,6	7,6	8,0
ROE (%)	12,1	12,2	13,4	13,6

Evolución bursátil



Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	-10,5	-9,6	-32,7
Relativo	-14,9	-12,2	-22,0

Accionariado

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

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

Nuestra valoración de los resultados de Grifols es negativa y junto con un cambio en el apetito de los inversores hacia sectores de crecimiento, nos impulsa a rebajar nuestra recomendación a Neutral desde Comprar y el Precio Objetivo a 25,20€/acción desde 34,00 €/acción. Valoramos negativamente la incertidumbre que supone la brusca desaceleración del crecimiento de ventas a tipo de cambio constante (+1,9% en 4T20; +9,3% en 1T20) y el deterioro del margen EBITDA (26,0% en 4T20, -1,0pp vs. 4T19), esto a pesar del plan de contención de gastos operativos. Creemos que el aumento del coste de recogida de plasma se ha consolidado y que impactará negativamente sobre los márgenes a futuro. Además, los inversores rotan sus carteras hacia compañías de crecimiento en detrimento de sectores y compañías tipo "value" como es el caso de Grifols.

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

Las **ventas en 4T20** retroceden a 1.309,3M€ (-3,8% a/a y +1,9% a tipo de cambio constante, consenso 1.317M€) y por **divisiones** son: biociencia 1.000,0M€ (-4,6%), diagnóstico 229,5M€ (+15,1%), suministros 55,1M€ (-31,3%), hospital 34,2M€ (-16,1%), otros y eliminaciones -9,4M€. Las **principales cifras** son: margen bruto 45,1% (+0,4pp), **EBITDA** 340,4M€ (-7,4%, consenso 426M€), margen EBITDA 26,0% (-1,0pp), **EBIT** 251,6M€ (-13,0%, consenso 316M€), **BAI** 202,6M€ (-21,8%), **BNA** 152,9M€ (-24,2%, consenso 167M€), **BNA ajustado** 169,1M€ (-27,1%), **cash flow libre** -293,3M€ (+74,1M€ en 4T19). Por lo tanto, **en 2020** las **ventas** son 5.340,0M€ (+4,7% y +6,1% a tipo de cambio constante). **Ventas por divisiones**: biociencia 4.245,5M€ (+6,2%), diagnóstico 775,9M€ (+5,8%), suministros 224,1M€ (-15,9%), hospital 118,7M€ (-11,7%), otros y eliminaciones -21,1M€. Las **principales cifras** son: margen bruto 42,2% (45,9% en 2019), **EBITDA recurrente** 1.479,0M€ (+5,1%) y margen 27,7 (+0,1pp), **EBITDA** 1.324,0M€ (-7,7%), **EBIT** 996,1M€ (-12,0%), **BAI** 878,6M€ (+7,5%), **BNA** 618,5M€ (-1,1%), **BNA ajustado** 736,4M€ (+2,5%), **cash flow libre** +1.152,1M€ (+20,1M€ en 2019). La **deuda financiera neta** es 6.447,1M€ (-0,3%) y equivale a 4,9x EBITDA (4,5x en 2020) y 4,5x excluyendo el efecto IFRS-16. [Link a los resultados.](#)

Nuestra valoración de los resultados es negativa

Destacamos la desaceleración del crecimiento de ventas a tipo de cambio constante (+1,9% en 4T20; +9,3% en 1T20) y la **caída del margen EBITDA** en 4T20 a pesar del plan de contención de gastos en un trimestre sin ajustes extraordinarios. Entendemos que la subida del **precio pagado por las recogidas de plasma** se consolida y que seguirá impactando sobre los márgenes. La estrategia no varía, combina crecimientos inorgánicos con alianzas para entrar en nuevos mercados y el desarrollo de productos.

Rebajamos recomendación a Neutral y el Precio Objetivo a 25,20 €/acción

Ajustamos nuestras previsiones a un escenario de menores márgenes. También vemos que el mercado se focaliza en valores de crecimiento, esto es negativo para valores como Grifols. Recortamos nuestra recomendación a Neutral desde Comprar y el **Precio Objetivo a 25,20 €/acción desde 34,00 €/acción.**

Se frena el crecimiento orgánico y empeora el margen EBITDA en 4T20

- El crecimiento orgánico de las ventas se desacelera en 4T20 a +1,9% desde +6,0%, +7,6% y +9,3% en los tres trimestres anteriores. El efecto tipo de cambio resta -5,7pp al crecimiento en 4T20.
- El margen EBITDA en 4T estanco cae a 26,0% desde 27,0% en 4T19 y 29,8% en 3T20. 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 (las más relevantes son Alkahest y Green Cross), pero positivo en el año 2020.
- La deuda financiera neta aumenta en 4T20 pero queda prácticamente invariada en 2020, el ratio DFN/EBITDA es a 4,9x EBITDA (4,5x en 2020) y 4,5x excluyendo el efecto IFRS-16, se aparta del objetivo de 4,0x

Cuadro 1. Comparativa de resultados

Millones de Euros	4T19	4T20	Var. %	Consenso	2019	2020	Var. %
Biociencia	1.048,2	1.000,0	-4,6		3.993,5	4.242,5	6,2
Diagnóstico	199,3	229,5	15,1		733,6	775,9	5,8
Hospital	40,7	34,2	-16,1		134,4	118,7	-11,7
Suministros	80,2	55,1	-31,3		266,5	224,1	-15,9
Otros	7,2	8,0	11,4		22,8	32,0	40,2
Eliminaciones	-14,7	-17,4	18,3		-52,2	-53,1	1,8
Ventas	1.360,9	1.309,3	-3,8	1.317,3	5.098,7	5.340,0	4,7
Variación a tipos constantes (%)	7,9	1,9			9,2	6,1	
Efecto tipo de cambio (%)	3,4	-5,7			4,4	-1,4	
Beneficio bruto	608,6	590,5	-3,0		2.341,2	2.255,2	-3,7
% ventas	44,7	45,1			45,9	42,2	
EBITDA recurrente					1.406,9	1.479,0	5,1
% ventas					27,6	27,7	
EBITDA	367,7	340,4	-7,4	426,4	1.433,8	1.324,0	-7,7
% ventas	27,0	26,0			28,1	24,8	
Amortización	-78,3	-88,8	13,3		-302,4	-327,9	8,4
EBIT	289,4	251,6	-13,0	315,5	1.131,4	996,1	-12,0
% ventas	21,3	19,2			22,2	18,7	
Resultado financiero	-9,3	-44,2	373,2		-274,7	-177,7	-35,3
Resultado inversiones	-20,9	-4,8	-76,9		-39,5	60,2	-252,2
BAI	259,1	202,6	-21,8	227,6	817,1	878,6	7,5
Impuestos	-56,9	-41,2	-27,5		-168,5	-169,6	0,7
Minoritarios	-0,5	-28,6	n.r.		-23,5	-90,4	n.r.
Beneficio neto atribuible	201,7	152,9	-24,2	167,1	625,1	618,5	-1,1
Beneficio neto grupo ajustado	232,1	169,1	-27,1		718,3	736,4	2,5
Flujo neto explotación	229,7	258,7			568,9	1.110,3	
Flujo neto inversión	-155,6	-552,0			-548,8	-858,1	
Flujo de caja libre	74,1	-293,3	n.r.		20,1	252,2	n.r.
Dividendos	-135,8	-109,5			-234,3	-103,1	
Otros	123,2	-29,4			366,1	-130,8	
Variación deuda financiera neta	-61,5	432,2	n.r.		-152,0	-18,3	-87,9
Deuda financiera neta	6.465,4	6.447,1	-0,3		6.465,4	6.447,1	-0,3
DFN/EBITDA	4,5	4,9			4,5	4,9	

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 2. Resumen de resultados y valoración

(M€)	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	
Cuenta de resultados							
Ventas	5.340,0	5.687,1	6.056,8	6.450,5	6.869,8	7.316,3	
Beneficio bruto	2.255,2	2.445,5	2.725,6	2.902,7	3.091,4	3.292,3	
EBITDA	1.324,0	1.487,7	1.691,8	1.801,8	1.918,9	2.043,6	
Amortización del inmovilizado	-327,9	-345,8	-363,2	-380,4	-398,5	-416,5	
EBIT	996,1	1.141,9	1.328,6	1.421,3	1.520,4	1.627,1	
Resultado financiero	-117,5	-183,6	-174,4	-152,2	-130,0	-105,4	
Beneficio antes de impuestos	878,6	958,3	1.154,2	1.269,1	1.390,4	1.521,8	
Impuesto de sociedades	-169,6	-191,7	-230,8	-253,8	-278,1	-304,4	
Operaciones discontinuadas y Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Minoritarios	-90,4	-92,9	-111,9	-123,1	-134,8	-147,6	
Beneficio neto atribuible	618,5	673,7	811,4	892,2	977,5	1.069,8	
BPA (€)	0,90	0,98	1,18	1,30	1,43	0,00	
DPA (€)	0,36	0,39	0,47	0,52	0,57	0,00	
Estado de flujo de caja							
Cash flow neto	951,8	993,9	1.168,1	1.277,2	1.392,2	1.515,4	
Variaciones de NOF	158,5	-394,8	-16,4	-91,9	-146,5	-156,0	
Inversión	-858,1	-423,7	-400,0	-410,0	-415,5	-415,5	
Cash flow libre	252,2	175,4	751,6	775,2	830,2	943,8	
Remuneración al accionista	-103,1	-259,5	-299,6	-342,3	-375,5	-411,2	
Otras variaciones	-130,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Variación deuda financiera neta	-18,3	84,1	-452,0	-433,0	-454,7	-532,6	
Balance							
Activo fijo neto	9.892,7	10.029,0	10.124,2	10.212,1	10.287,5	10.344,9	
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	2.069,6	2.086,0	2.178,0	2.324,5	2.480,5	
Otros activos/(pasivos) neto	-467,6	-467,6	-467,6	-467,6	-467,6	-467,6	
Capital empleado	13.167,1	13.758,4	13.930,1	14.170,2	14.452,3	14.725,9	
Recursos propios	5.108,4	5.522,6	6.034,4	6.584,4	7.186,3	7.844,9	
Minoritarios	1.611,7	1.704,6	1.816,6	1.939,6	2.074,5	2.222,1	
Deuda financiera neta	6.447,1	6.531,2	6.079,2	5.646,2	5.191,5	4.658,9	
Valoración (DCF)							
(M€)		2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	
NOPLAT			1.062,9	1.137,1	1.216,3	1.301,7	
Amortización			363,2	380,4	398,5	416,5	
NOF			-16,4	-91,9	-146,5	-156,0	
Inversión			-400,0	-410,0	-415,5	-415,5	
Cash flow libre			1.009,7	1.015,6	1.052,8	1.146,7	
Valor terminal					0,0	24.396,9	
Flujo a descontar			1.009,7	1.015,6	1.052,8	25.543,5	
Factor descuento			0,95	0,90	0,85	0,80	
VAN del flujo			955,2	909,0	891,5	20.463,5	
Valor empresa		23.219,2					
Inversiones financieras		536,1					
Deuda neta		-6.531,2					
Provisiones		-61,1					
Minoritarios y otros		-4.273,0					
Valor equity (Dic-2021e)		14.608,8					
Precio objetivo (€ por acción)		25,20					
Matriz de sensibilidad (€ por acción)							
			Crecimiento perpetuo "q"				
			0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
WACC	6,7%		14,11	15,95	18,11	20,68	23,81
	6,2%		16,49	18,69	21,31	24,49	28,43
	5,7%		19,28	21,96	25,20	29,21	34,31
	5,2%		22,61	25,92	30,01	35,20	42,02
	4,7%		26,66	30,82	36,12	43,07	52,60

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

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