

Sector: *Farmacéuticas*Recomendación: **Neutral**Precio Objetivo: **17,00€**Potencial: **+7,6%**Analista: **Pedro Echeguren***Genera pérdidas en 2S 2021 por el efecto negativo del COVID-19*

## Grifols

Los resultados 2021 son inferiores a lo esperado y reflejan los problemas derivados de las dificultades del suministro de plasma durante la pandemia. El BNA entra en pérdidas en 2s 2021 y cae -70% en el año. El endeudamiento se eleva a casi 7x EBITDA (incluyendo deuda por arrendamientos). Tras la adquisición de Biotest, esperada para 1S 2022, Grifols no hará nuevas adquisiciones y, elimina el pago del dividendo hasta lograr que esta ratio baje de 4x. El reto pasa por recuperarse en una normalidad post COVID, lograr que las adquisiciones mejoren el suministro de plasma y, los resultados se recuperen. Tras caer el valor -9% en relativo en los últimos tres meses, no vemos catalizadores que mejoren este comportamiento y recomendamos esperar hasta que haya signos de una recuperación. Mantenemos nuestra recomendación en Neutral y precio objetivo en 17,00 €/acc.

### El BNA entra en pérdidas en 2S 2021 ante las dificultades en el suministro de plasma

Las **principales cifras 2S 2021 estanco** son ventas 2.397M€ (-10,0% a/a), margen bruto 35,4% (-10,3 p.p.), EBITDA ajustado 377M€ (-49,6%) con el margen 15,7% (-12,4 p.p.), EBITDA 327M€ (-56,1%), EBIT 132M€ (-77,1%), BNA -84M€ (vs +400M€ en 2S20). Por lo tanto **en el año 2021**, las ventas alcanzan 4.933M€ (7,6% y -3,7% a tipo de cambio constante, consenso 5.194M€, estimación BKT 5.200M€), margen bruto 39,8% (-2,4 p.p.), EBITDA ajustado 1.014M€ (-31,4%), margen 19,5% (-5,3 p.p.), EBITDA 962M€ (-27,4% consenso 1.259M€, estimación BKT 1.300M€), EBIT 595M€ (-40,3%), BNA 183M€ (-70,4% consenso 460,8M€, estimación BKT 529M€), *cash flow* libre +568M€ (+128%). La deuda financiera neta incluyendo IFRS-16 (la compañía excluye este efecto) aumenta +0,9% a 6.492M€ equivale a 6,8x EBITDA (4,9x en 2020).

[Link a los resultados.](#)

### El reto está en beneficiarse de una mejoría en una fase post COVID-19

Nuestra valoración de los resultados es negativa, son inferiores a lo esperado, el 2S es peor que el 1S y el endeudamiento (incluyendo deuda IFRS-16) se sitúa al borde de 7x EBITDA. El suministro de plasma cae -4% en 2021 aunque aumenta +4% en abril-diciembre, cuantifica el impacto en -503M€ (52% del EBITDA anual). Ahorra 40M€ en costes operativos en 2021 y prevé llegar a 100M€ en 2022-2023. El reto pasa por recuperarse en una normalidad post COVID y lograr que las adquisiciones recientes y la futura compra de Biotest (prevé cerrarla en 1S 2022) posibiliten recuperar el suministro de plasma, generen valor, impulsen el ROCE que ha caído en 2021 a 3,0% en 2021 vs 7,9% en 2017-2020 y, se reduzca la deuda neta y regrese el pago de dividendos.

### Recomendación: Neutral, mantenemos el Precio Objetivo en 17,00 €/acción

Mantenemos nuestro Precio Objetivo sin cambios en 17,00 €/acción. El valor pierde -9% en relativo en los últimos tres meses, pero no vemos catalizadores a corto plazo que puedan mejorar este comportamiento. Seguimos opinando que hay que esperar a ver los signos de una recuperación y mantenemos nuestra recomendación en Neutral.

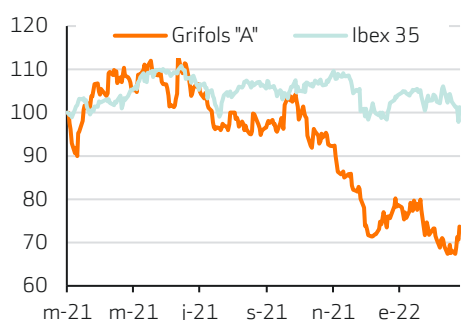
#### Datos

Precio 25/02/2022; 17:35h (€)	15,80
Acciones serie A (M)	426,1
Capitalización (M€)	9.456,9
Máx/Mín (52 sem.)(€)	24,28 / 14,44
Comportamiento 2022	-6,4%
Cód. Reuters/Bloomberg	GRLS.MC / GRF SM

Mn€	2021	2022e	2023e	2024e
BNA	183	408	529	607
% inc.	-70,4	123,0	29,7	14,9
EBITDA	962	1.344	1.579	1.760
% inc.	-27,4	39,8	17,5	11,4
BPA (€)	0,27	0,59	0,77	0,89
% inc.	-70,4	123,0	29,7	14,9
DPA (€)	0,00	0,00	0,00	0,35
% inc.	-100,0	n.r.	n.r.	n.r.
PER (x)	53,8	23,2	17,9	15,6
VE/EBITDA (x)	19,3	13,4	11,1	9,6
Rentab. div. (%)	0,0	0,0	0,0	2,2
P/V (x)	1,6	1,5	1,3	1,2

Ratios	2021	2022e	2023e	2024e
DFN/EBITDA (x)	9,1	6,4	5,1	4,2
DFN/FF.PP. (x)	1,4	1,3	1,1	1,0
CF Op./DFN (%)	6,8	30,7	11,2	13,7
DFN/CE (x)	0,5	0,5	0,5	0,4
EBITDA/CE (x)	0,1	0,1	0,1	0,1
ROCE (%)	2,7	4,5	5,4	5,9
ROE (%)	3,0	6,3	7,5	7,9

#### Evolución bursátil



Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	-1,3	-8,0	-26,3
Relativo	0,3	-9,0	-27,6

#### Accionariado

Familia Grifols:	31,1%
Capital Research and Management:	5,7%
BlackRock:	3,5%
Vanguard:	2,1%
Norges Bank:	2,0%

Fuentes: Bankinter Análisis y Mercados, Bloomberg, CNMV

## La comparativa de resultados refleja las dificultades del año 2021

- Las ventas disminuyen -10% a/a en 2S 2021 y -7,6% en el año completo (-3,7% a tipo de cambio constante).
- El margen bruto cae -30% en 2S 2021 y -13% en 2021. El EBITDA ajustado -49,6% en 2S 2021 y -31,4% en el año. El EBITDA -56,1% en 2S 2021 y -27,4% en el año.
- EBIT cae -77,1% en 2S 2021 y -40,3% en 2021. El BNA entra en pérdidas en 2S 2021 aunque en el año es positivo con una caída de -70%.
- El *cash flow* libre aumenta a 567M€ en 2021 (+125%). El endeudamiento neto (incluyendo deuda por arrendamientos) es eleva a 6,8x EBITDA vs 4,9x en 2020 pero solamente aumenta +1% en el año. El deterioro de esta ratio se debe a la disminución del EBITDA. No hay vencimientos relevantes de deuda hasta 2025 (ese año vence 1.905M€) y 2027 (3.951M€).

Cuadro 1. Comparativa de resultados

Millones de Euros	2S20	2S21	Var. %	2020	2021	Var. %	Consenso	Est. BKT
Biociencia	2.083,7	1.829,0	-12,2	4.242,5	3.815,0	-10,1		
Diagnóstico	435,9	383,6	-12,0	775,9	779,1	0,4		
Hospital	60,8	73,4	20,8	118,7	141,2	19,0		
Otros	148,0	110,5	-25,4	203,0	197,8	-2,5		
<b>Ventas</b>	<b>2.662,7</b>	<b>2.396,5</b>	<b>-10,0</b>	<b>5.340,0</b>	<b>4.933,1</b>	<b>-7,6</b>	<b>5.194</b>	<b>5.200</b>
Variación a tipos constantes (%)	7,9	n.d.		6,1	-3,7			
Efecto tipo de cambio (%)	-8,7	n.d.		-1,4	-3,9			
<b>Beneficio bruto</b>	<b>1.216,5</b>	<b>848,5</b>	<b>-30,3</b>	<b>2.255,2</b>	<b>1.962,6</b>	<b>-13,0</b>		
% ventas	45,7	35,4		42,2	39,8			
<b>EBITDA ajustado</b>	<b>747,6</b>	<b>377,0</b>	<b>-49,6</b>	<b>1.479,0</b>	<b>1.014,0</b>	<b>-31,4</b>		
% ventas	28,1	15,7		27,7	20,6			
<b>EBITDA</b>	<b>744,1</b>	<b>327,0</b>	<b>-56,1</b>	<b>1.324,0</b>	<b>961,5</b>	<b>-27,4</b>	<b>1.295</b>	<b>1.300</b>
% ventas	0,0	13,6		24,8	19,5			
Amortización	-169,7	-195,5	15,2	-327,9	-366,4	11,8		
<b>EBIT</b>	<b>574,4</b>	<b>131,5</b>	<b>-77,1</b>	<b>996,1</b>	<b>595,1</b>	<b>-40,3</b>	<b>938</b>	<b>960</b>
% ventas	0,0	5,5		18,7	12,1			
Resultado financiero	-101,7	-158,4		-177,7	-277,8	56,4		
Resultado inversiones	78,8	-0,9		60,2	33,2	-44,8		
<b>BAI</b>	<b>551,5</b>	<b>-27,8</b>	<b>n.r.</b>	<b>878,6</b>	<b>350,5</b>	<b>-60,1</b>	<b>689</b>	<b>781</b>
Impuestos	-104,1	-9,5		-169,6	-85,1	-49,8		
Minoritarios	-47,0	-46,8		-90,4	-82,5	-8,8		
<b>Beneficio neto atribuible</b>	<b>400,3</b>	<b>-84,0</b>	<b>n.r.</b>	<b>618,5</b>	<b>182,8</b>	<b>-70,4</b>	<b>460</b>	<b>529</b>
Flujo neto explotación	569,6	257,7	-54,8	1.110,3	597,0	-46,2		
Flujo neto inversión	-635,1	594,0	n.r.	-858,1	-29,4	-96,6		
<b>Flujo de caja libre</b>	<b>-65,4</b>	<b>851,6</b>	<b>n.r.</b>	<b>252,2</b>	<b>567,6</b>	<b>125,0</b>		
Dividendos	-103,1	9,0		-103,1	-247,5			
Otros	-38,0	-103,9		-119,7	-376,2			
<b>Variación deuda financiera neta</b>	<b>206,5</b>	<b>-756,7</b>		<b>-29,5</b>	<b>56,2</b>			
<b>Deuda financiera neta</b>	<b>6.435,9</b>	<b>6.492,1</b>	<b>0,9</b>	<b>6.435,9</b>	<b>6.492,1</b>	<b>0,9</b>		
DFN/EBITDA año móvil	4,9	6,8		4,9	6,8			

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

## Cuadro 2. Resumen de resultados y valoración

(M€)	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	
<b>Cuenta de resultados</b>							
Ventas	4.933,1	5.796,4	6.207,9	6.607,8	6.938,2	7.222,2	
Beneficio bruto	1.962,6	2.434,5	2.607,3	2.775,3	2.914,0	3.033,3	
EBITDA	961,5	1.343,7	1.579,4	1.760,2	1.843,0	1.929,7	
Amortización del inmovilizado	-366,4	-371,6	-399,8	-450,5	-467,8	-498,9	
EBIT	595,1	972,1	1.179,6	1.309,7	1.375,2	1.430,8	
Resultado financiero	-244,6	-284,4	-287,8	-285,1	-282,5	-280,2	
<b>Beneficio antes de impuestos</b>	<b>350,5</b>	<b>687,7</b>	<b>891,8</b>	<b>1.024,6</b>	<b>1.092,7</b>	<b>1.150,6</b>	
Impuesto de sociedades	-85,1	-137,5	-178,4	-204,9	-218,5	-230,1	
Operaciones discontinuadas y Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Minoritarios	-82,5	-142,6	-184,9	-212,5	-226,6	-238,6	
<b>Beneficio neto atribuible</b>	<b>182,8</b>	<b>407,6</b>	<b>528,5</b>	<b>607,2</b>	<b>647,6</b>	<b>681,9</b>	
BPA (€)	0,27	0,59	0,77	0,89	0,95	1,00	
DPA (€)	0,00	0,00	0,00	0,35	0,37	0,39	
<b>Estado de flujo de caja</b>							
Cash flow neto	737,9	888,7	1.064,0	1.182,3	1.248,7	1.307,1	
Variaciones de NOF	-140,9	1.727,0	-163,0	-162,2	-134,0	-115,2	
Inversión	-29,4	-2.426,7	-426,7	-426,7	-426,7	-426,7	
<b>Cash flow libre</b>	<b>567,6</b>	<b>189,0</b>	<b>474,3</b>	<b>593,3</b>	<b>688,0</b>	<b>765,1</b>	
Remuneración al accionista	-258,9	0,0	0,0	0,0	-242,9	-259,0	
Otras variaciones	-2.583,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>Variación deuda financiera neta</b>	<b>2.274,7</b>	<b>-189,0</b>	<b>-474,3</b>	<b>-593,3</b>	<b>-445,1</b>	<b>-506,1</b>	
<b>Balance</b>							
Activo fijo neto	10.413,3	12.468,3	12.511,3	12.542,2	12.561,2	12.568,1	
Inmovilizado financiero	2.371,6	2.404,8	2.438,0	2.471,2	2.504,4	2.537,6	
Necesidades operativas de fondos (NOF)	3.809,2	2.082,2	2.245,1	2.407,4	2.541,4	2.656,7	
Otros activos/(pasivos) neto	274,7	274,7	274,7	274,7	274,7	274,7	
<b>Capital empleado</b>	<b>16.868,8</b>	<b>17.230,0</b>	<b>17.469,1</b>	<b>17.695,5</b>	<b>17.881,7</b>	<b>18.037,0</b>	
Recursos propios	6.096,6	6.504,2	7.032,7	7.640,0	8.044,6	8.467,5	
Minoritarios	2.050,4	2.193,0	2.377,9	2.590,4	2.816,9	3.055,5	
Deuda financiera neta	8.721,8	8.532,8	8.058,5	7.465,2	7.020,1	6.514,0	
<b>Valoración (DCF)</b>							
(M€)		2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	
NOPLAT			943,7	1.047,8	1.100,2	1.144,6	
Amortización			383,8	395,8	407,8	419,8	
NOF			-163,0	-162,2	-134,0	-115,2	
Inversión			-426,7	-426,7	-426,7	-426,7	
<b>Cash flow libre</b>			<b>737,7</b>	<b>854,6</b>	<b>947,2</b>	<b>1.022,4</b>	
Valor terminal				0,0		20.655,0	
<b>Flujo a descontar</b>			<b>737,7</b>	<b>854,6</b>	<b>947,2</b>	<b>21.677,4</b>	
Factor descuento			0,94	0,89	0,84	0,80	
<b>VAN del flujo</b>			<b>696,6</b>	<b>762,0</b>	<b>797,5</b>	<b>17.235,5</b>	
Valor empresa		19.491,7					
Inversiones financieras		1.854,3					
Deuda neta		-8.532,8					
Provisiones		-55,5					
Minoritarios y otros		-3.312,9					
<b>Valor equity (Dic-2022e)</b>		<b>9.444,7</b>					
<b>Precio objetivo (€ por acción)</b>		<b>16,60</b>					
<b>Matriz de sensibilidad (€ por acción)</b>							
			Crecimiento perpetuo "q"				
			-0,1%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
	6,8%		7,62	9,18	11,01	13,18	15,79
	6,3%		9,65	11,52	13,72	16,39	19,65
WACC	5,8%		12,03	14,29	17,00	20,33	24,51
	5,3%		14,86	17,62	21,01	25,28	30,80
	4,8%		18,26	21,72	26,06	31,69	39,26

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 5,8%. Crecimiento perpetuo "g" 1,0%.

### Escenarios de precio objetivo

#### Base: 17,00€

- TAAC ventas 2021-2026e: +8%
- Margen EBIT 2026e: 20%

#### Positivo: 21,65€

- TAAC ventas 2021-2026e: +10%
- Margen EBIT 2026e: 22%

#### Negativo: 11,05€

- TAAC ventas 2021-2026e: +5%
- Margen EBIT 2026e: 18%

### Vectores principales

- Expansión inorgánica y apertura de nuevos centros de plasma
- Éxito I+D
- Evolución márgenes

### Catalizadores

- Recuperación suministro de plasma
- Aportación a beneficios de las adquisiciones recientes y Biotest
- Evolución del desarrollo para tratamiento de la enfermedad de Alzheimer

### Riesgos

- Negocio de crecimientos bajos que exige adquisiciones para crecer
- Endeudamiento elevado
- Posibles conflictos de intereses con el accionista mayoritario que es suministrador de materia prima
- Aumento del coste del suministro de plasma

### Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
04/05/2021	Neutral	25,20
29/07/2021	Neutral	24,25
17/09/2021	Neutral	20,00

Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
30/11/2021	Neutral	En Revisión
09/12/2021	Neutral	17,00
28/02/2022	Neutral	17,00

### INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website: <https://www.bankinter.com/broker/analisis/informes>
- 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

La identificación de las fuentes de información empleadas más relevantes se ofrece en:

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/analisis/fuentes](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/fuentes)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/analisis/responsabilidad\\_legal](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal)

### NOTAS DE COMPAÑÍAS

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

### EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada - Director	Aránzazu Cortina - Industriales
Rafael Alonso - Bancos	Juan Moreno - Inmobiliarias & Hoteles
Pilar Aranda - Petróleo & Aerolíneas	Pedro Echeguren - Farma & Salud
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos & Media	Juan Tuesta - Construcción & Tecnología
Luis Piñas - Alimentación/Distribución	Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo & Telecom
Aránzazu Bueno - Eléctricas	Eduardo Cabero - Seguros
Jorge Pradilla - Logística	Filipe Aires - Químicas y Papel
Mariana Queirós Ferro - Telecoms	

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