Sector: Farmacéuticas

Grifols

Se confirma la caída de márgenes en1S 2021, recortamos Precio Objetivo. Neutral

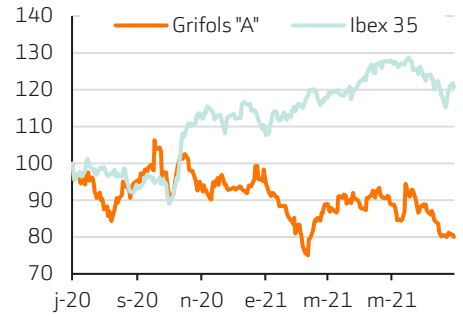
Recomendación:	Neutral
Precio Objetivo:	24,25€
Potencial:	+16,3%
Analista:	Pedro Echeguren

Datos	
Precio (€)	20,85
Nº acciones (M)	426,1
Capitalización (M€)	12.280,7
Máx/Mín (52 sem.)(€)	27,33 / 19,285
Comportamiento 2021	-12,7%
Cód. Reuters/Bloomberg	GRLS.MC / GRF SM

Mn€	2020	2021e	2022e	2023e
BNA	617	1.285	665	720
% inc.	-1,4	108,5	-48,3	8,3
EBITDA	1.324	1.390	1.479	1.575
% inc.	-7,7	4,9	6,5	6,4
BPA (€)	0,90	1,88	0,97	1,05
% inc.	-1,4	108,5	-48,3	8,3
DPA (€)	0,36	0,37	0,38	0,41
% inc.	0,8	1,6	3,4	8,4
PER (x)	23,0	9,6	18,5	17,1
VE/EBITDA (x)	15,6	12,8	11,8	10,9
Rentab. div. (%)	1,5	1,8	1,8	2,0
P/VC (x)	2,8	2,0	1,9	1,8

Ratios	2020	2021e	2022e	2023e
DFN/EBITDA (x)	4,9	4,0	3,5	3,1
DFN/FF.PP. (x)	1,3	0,9	0,8	0,7
CF Op./DFN (%)	17,2	33,6	18,5	21,4
DFN/CE (x)	0,5	0,4	0,4	0,4
EBITDA/CE (x)	0,1	0,1	0,1	0,1
ROCE (%)	6,1	6,4	6,7	7,1
ROE (%)	12,1	21,4	10,3	10,5

Evolución bursátil



Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	-8,1	-7,9	-18,9
Relativo	-6,1	-6,9	-40,1

Accionariado	
Familia Grifols:	31,1%
Capital Research and Management:	5,1%
BlackRock:	3,4%
Europacific Growth Fund:	3,1%
Fidelity:	2,0%

Fuentes: Bankinter Análisis y Mercados, Bloomberg, CNMV

Los resultados 1S 2021 pueden parecer positivos, están en línea con lo esperado y destaca una reducción de la caída de ventas y la mejora de márgenes de explotación. No obstante, los márgenes ajustados (en 2020 hubo un deterioro de existencias contra el margen bruto) caen y el margen EBITDA se estabiliza en el 25% vs 28% promedio de los últimos seis años. Entendemos que la caída de márgenes refleja al aumento del precio pagado por las recogidas de plasma, puede ser definitiva y entonces nuestra hipótesis de un margen EBITDA de 28% en los próximos años sería demasiado ambiciosa. El *cash flow* libre es negativo en 1S 2021 y opinamos que el endeudamiento de 5,3x EBITDA es excesivo aunque se aliviará con la desinversión parcial de Biomat. Recortamos nuestro Pr. Objetivo a 24,25 €/acc. desde 25,20 €/acc. ahora es para diciembre 2022, y mantenemos invariada la recomendación en Neutral.

Las ventas minoran su caída en 2T 2021, los márgenes en declive

Las principales cifras del 2T 2021 estanco son ventas 1.352M€ (-2,3% a/a y +5,3% a tipo de cambio constante, consenso 1.306M€). Ventas por divisiones: biociencia 1.085M€ (-3,1%), diagnóstico 192M€ (+11,7%), hospital 37M€ (+34,4%), plasma 27M€ (-8,4%), otros suministros 24M€ (-27,3%), otros -13M€. Margen bruto 43,0% (vs 32,3% y 48,6% ajustado en 2T 2020), EBITDA 337,7M€ (+47,6%, consenso 318M€) con el margen en 25,0% vs 16,5% y 28,0% ajustado, EBIT 251M€ (+69,2%, consenso 241M€), BAI 190M€ (+150%), BNA 137M€ (+330%, consenso 110M€) y BNA ajustado 162M€ (-18,0%). **Por lo tanto en 1S 2021**, las ventas alcanzan 2.537M€ (+-5,3% y +2,3% a tipo de cambio constante). Ventas por divisiones: biociencia 1.986M€ (-8,0%), diagnóstico 395M€ (+16,3%), hospital 68M€ (+17,1%), plasma 56M€ (-15,0%), otros suministros 52M€ (-15,7%), otros -20M€. Margen bruto 43,9% (vs 38,8% y 47,2% ajustado), EBITDA 634,5M€ (+9,4%) con el margen en 25,0% vs 21,7% y 27,3% ajustado en 1S 2020, EBIT 464M€ (+9,9%), BAI 378M€ (+15,6%), BNA 267M€ (+22,3%) y BNA ajustado 279,1M€ (-20,3%), *cash flow* libre -284M€ (vs +318M€ en 1S 2020). La deuda financiera neta (incluyendo IFRS-16) aumenta +12,6% a 7.259M€ equivale a 5,7x EBITDA. Link a los resultados.

2021 es un año de transición, juzgamos el endeudamiento de excesivo

Nuestra valoración de los resultados es neutral. Resaltamos la desaceleración en la caída de ventas y el deterioro de márgenes. 2021 es un año de transición, las nuevas aperturas no se reflejan en una mejora de resultados. Las ventas a tipo constante crecen (+5,3% en 2T 2020 y +2,3% en 1S 2021 vs -0,9% en 1T 2020 y +8,4% en 1S 2020), pero los márgenes de explotación (en 2020 ajustados al deterioro negativo de existencias) siguen cayendo y son inferiores a los de 1S 2020 y 1S 2019. El *cash flow* libre negativo y el aumento del endeudamiento por encima del objetivo de 4x EBITDA son otros aspectos negativos. La desinversión parcial de Biomat aliviará esta carga.

Recortamos nuestro Precio Objetivo a 24,25€/acc., recomendación Neutral

Mantenemos invariada nuestra recomendación en Neutral y ajustamos nuestro precio objetivo a de 24,25 €/acc. desde 25,20 €/acc., este es ahora para dic-2022.

Se frena la caída de ventas pero se consolida el deterioro de márgenes

- El crecimiento de las ventas a tipo de cambio constante entra en positivo en 2T 2021 (+5,3%) vs -0,9% en 1T 2021. El efecto tipo de cambio resta -7,6pp al crecimiento en 2T 2021 y 1S 2021.
- El margen bruto (ajustado en 2020 a un deterior de inventarios) cae en 2T 2021 a 43,0% (-5,6pp9 y 43,9% (3,3pp) en 1S 2021. El margen EBITDA ajustado también retrocede: 25,0% (-3,0pp) en 2T 2021 y también 25,0% (-2,3pp) en 1S 2021. Esta repetición apunta a que la caída de márgenes puede ser definitiva y nuestra hipótesis de un margen EBITDA de 28% en los próximos años puede resultar excesiva.
- El cash flow libre es negativo, reflejo principalmente de los pagos por inversiones en el último trimestre.
- La deuda financiera neta aumenta nuevamente. El ratio DFN/EBITDA es 5,3x EBITDA (4,7x en 1S 2020), incluye la deuda IFRS-16 y se aleja del objetivo de 4,0x.

Cuadro 1. Comparativa de resultados

Millones de Euros	2T20	2T21	Var. %	Consenso	1S20	1S21	Var. %
Biociencia	1.118,9	1.084,7	-3,1		2.158,9	1.986,0	-8,0
Diagnóstico	172,1	192,2	11,7		340,0	395,5	16,3
Hospital	27,2	36,5	34,4		57,9	67,8	17,1
Plasma	29,0	26,5	-8,4		65,7	55,8	-15,0
Otros suministros	33,6	24,4	-27,3		61,0	51,5	-15,7
Otros	13,5	8,3	-38,5		18,7	15,5	-17,0
Eliminaciones	-10,3	-20,9	102,6		-24,8	-35,4	42,9
Ventas	1.384,0	1.351,9	-2,3	1.306,3	2.677,3	2.536,6	-5,3
Variación a tipos constantes (%)	7,6	5,3			8,4	2,3	
Efecto tipo de cambio (%)	1,7	-7,6			2,1	-7,6	
Beneficio bruto	**447,4**	**580,8**	**29,8**		**1.038,6**	**1.114,1**	**7,3**
% ventas	*32,3*	*43,0*			*38,8*	*43,9*	
% ventas ajustado 2020	*48,6*				*47,2*		
EBITDA	**228,8**	**337,7**	**47,6**	**318,0**	**579,9**	**634,5**	**9,4**
% ventas	*16,5*	*25,0*			*21,7*	*25,0*	
% ventas ajustado 2020	*28.0*				*27.3*		
Amortización	-80,7	-87,1			-158,2	-171,0	
EBIT	**148,1**	**250,6**	**69,2**	**240,5**	**421,7**	**463,6**	**9,9**
% ventas	*10,7*	*18,5*			*15,8*	*18,3*	
Resultado financiero	-59,1	-60,7			-75,9	-119,4	57,3
Resultado inversiones	-13,2	-0,4			-18,6	34,1	-283,2
BAI	**75,9**	**189,5**	**149,8**	**205,0**	**327,1**	**378,2**	**15,6**
Impuestos	-17,8	-37,9			-65,5	-75,6	15,5
Minoritarios	-26,3	-14,7			-43,4	-35,8	-17,6
Beneficio neto atribuible	31,9	136,9	329,5	110,4	218,2	266,8	22,3
Beneficio neto grupo ajustado	197,0	161,6	-18,0	172,0	350,1	279,1	-20,3
Flujo neto explotación	435,3	161,6			540,7	339,3	
Flujo neto inversión	-109,8	-56,4			-223,1	-623,4	
Flujo de caja libre	**325,6**	**105,2**	**-67,7**		**317,6**	**-284,1**	**-189,4**
Dividendos	0,0	-256,5			0,0	-256,5	
Otros	-10,0	-120,1			-94,0	269,2	
Variación deuda financiera neta	**-315,6**	**271,4**			**-223,7**	**271,4**	
Deuda financiera neta	6.241,7	7.258,5	16,3		6.241,7	7.258,5	16,3
DFN/EBITDA año móvil	4,7	5,3			4,7	5,3	

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 2. Resumen de resultados y valoración

(M€)	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Cuenta de resultados							
Ventas	**5.340,0**	**5.019,6**	**5.320,8**	**5.640,1**	**5.950,3**	**6.241,8**	**6.547,7**
Beneficio bruto	**2.255,2**	**2.258,8**	**2.394,4**	**2.538,0**	**2.677,6**	**2.808,8**	**2.946,5**
EBITDA	**1.324,0**	**1.389,5**	**1.479,2**	**1.574,5**	**1.661,1**	**1.742,5**	**1.827,9**
Amortización del inmovilizado	-327,9	-340,2	-356,0	-370,4	-384,8	-399,2	-409,3
EBIT	**996,1**	**1.049,3**	**1.123,2**	**1.204,2**	**1.276,4**	**1.343,4**	**1.418,6**
Resultado financiero	-119,5	659,9	-170,6	-172,4	-172,7	-170,4	-167,9
Beneficio antes de impuestos	**876,6**	**1.709,2**	**952,6**	**1.031,8**	**1.103,7**	**1.172,9**	**1.250,8**
Impuesto de sociedades	-169,6	-341,8	-190,5	-206,4	-220,7	-234,6	-250,2
Operaciones discontinuadas y Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Minoritarios	-90,4	-82,0	-97,5	-105,6	-113,0	-120,0	-128,0
Beneficio neto atribuible	616,5	1.285,3	664,6	719,8	770,0	818,3	872,6
BPA (€)	0,90	1,88	0,97	1,05	1,12	1,19	1,27
DPA (€)	0,36	0,37	0,38	0,41	0,44	0,47	0,50
Estado de flujo de caja							
Cash flow neto	1.004,1	1.647,4	1.057,9	1.135,6	1.207,6	1.277,3	1.349,7
Variaciones de NOF	106,3	198,3	-95,1	-100,8	-98,0	-92,1	-96,6
Inversión	-858,1	-518,8	-402,6	-402,6	-402,6	-402,6	-370,3
Cash flow libre	**252,2**	**1.326,9**	**560,2**	**632,2**	**707,0**	**782,7**	**882,8**
Remuneración al accionista	-113,2	-250,1	-257,1	-265,8	-287,9	-308,0	-327,3
Otras variaciones	-120,7	-125,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variación deuda financiera neta	-18,3	-951,7	-303,1	-366,3	-419,1	-474,7	-555,5
Balance							
Activo fijo neto	9.214,0	9.392,6	9.439,2	9.471,5	9.489,3	9.492,7	9.453,7
Inmovilizado financiero	2.067,2	2.127,3	2.187,5	2.247,7	2.307,8	2.368,0	2.428,2
Necesidades operativas de fondos (NOF)	1.674,8	1.476,5	1.571,6	1.672,4	1.770,4	1.862,5	1.959,1
Otros activos/(pasivos) neto	211,1	211,1	211,1	211,1	211,1	211,1	211,1
Capital empleado	13.167,1	13.207,6	13.409,5	13.602,7	13.778,7	13.934,4	14.052,1
Recursos propios	5.108,4	6.018,6	6.426,1	6.880,1	7.362,1	7.872,4	8.417,7
Minoritarios	1.611,7	1.693,7	1.791,2	1.896,8	2.009,7	2.129,8	2.257,8
Deuda financiera neta	6.447,1	5.495,3	5.192,2	4.825,9	4.406,8	3.932,2	3.376,6

Valoración (DCF)

(M€)			2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
NOPLAT				963,3	1.021,1	1.074,7	1.134,9
Amortización				370,4	384,8	399,2	409,3
NOF				-100,8	-98,0	-92,1	-96,6
Inversión				-402,6	-402,6	-402,6	-370,3
Cash flow libre				**830,3**	**905,3**	**979,2**	**1.077,3**
Valor terminal					0,0		24.483,9
Flujo a descontar				**830,3**	**905,3**	**979,2**	**25.561,1**
Factor descuento				0,95	0,90	0,85	0,81
VAN del flujo				787,7	814,9	836,3	20.711,8
Valor empresa			23.150,7				
Inversiones financieras			386,9				
Deuda neta			-5.192,2				
Provisiones			-38,4				
Minoritarios y otros			-6.318,3				
Valor equity (Dic-2022e)			**13.666,9**				
Precio objetivo (€ por acción)			**24,25**				

Matriz de sensibilidad a productos en comercialización(€ por acción)

		Crecimiento perpetuo "g"				
		0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
	6,4%	12,21	14,19	16,53	19,34	22,80
	5,9%	14,74	17,12	19,99	23,52	27,94
WACC	5,4%	17,73	20,66	24,25	28,76	34,60
	4,9%	21,33	24,99	29,59	35,54	43,55
	4,4%	25,76	30,45	36,51	44,67	56,23

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: 24,25 €

- TAAC ventas 2020-2026e: +3,5%
- Margen EBITDA 2026e: 28%

Vectores principales

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

Positivo: 27,35€

- TAAC ventas 2020-2026e: +4,5%
- Margen EBIT 2025e: 28%

Catalizadores

- Nuevas aplicaciones
- Evolución del desarrollo para tratamiento de la enfermedad de Alzheimer

Negativo: 18,90 €

- TAAC ventas 2020-2026e: +3,0%
- Margen EBIT 2024e: 25%

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
Jorge Pradilla - Logística
Álvaro Lence
Susana Andrè – Portugal, Assistant
Aránzazu Cortina - Industriales
Juan Moreno – Inmobiliarias & Hoteles
Pedro Echeguren - Farma & Salud
Juan Tuesta - Construcción & Tecnología
Elena Fernández-Trapiella – Consumo/Lujo y Telecos
Eduardo Cabero – Seguros
Filipe Aires - Químicas & Papel
Adrián González

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