

Grifols previo 2T21: inicia la recuperación.

Miércoles, 28 de julio de 2021

Álvaro Aristegui Echevarría

Ana Gómez Fernández

Grifols presentará resultados 2T21 el jueves 29 de julio antes de apertura. Prevemos unos resultados que aunque lejos del potencial de la compañía supongan un **claro punto de inflexión con respecto al 1T21**, que consideramos fue el suelo en resultados, y que también mejoren los del 4T20, con una **recuperación de los ingresos**, en línea con la recuperación de las donaciones, **un margen bruto aún presionado y en línea con el 1T21**, unos **mayores gastos de I+D** consecuencia de las adquisiciones (GigaGen y Alkahest) y una **reducción del OPEX que contribuya a la mejora del EBITDA**. Nuestra previsión se sitúa por encima de la del consenso del mercado, que espera que los resultados en este 2T21 se sitúen todavía por debajo de los del 4T20. **Reiteramos nuestro P.O. 31,68 eur/acc. y recomendación de SOBREPONDERAR.**

GRIFOLS						Sobreponderar				
(mín de euros)	2T20	2T21 R4e	Var % R4e	2T21e consenso	Var % consenso	2020	2021 R4e	Var % R4e	2021e consenso	Var % consenso
Ingresos	1.384	1.339	-3%	1.307	-6%	5.340	5.234	-2%	5.277	-1%
Biociencia	1.119	1.047	-6%			4.243	4.079	-4%		
Diagnóstico	172	201	17%			776	827	7%		
Hospitales	27	29	8%			119	125	6%		
Bio Supplies	63	58	-7%			224	222	-1%		
Otros	14	14	0%			32	34	6%		
Intersegmentos	-10	-10	0%			-53	-53	0%		
Beneficio bruto	447	603	35%	589	32%	2.255	2.405	7%	2.402	7%
Margen bruto	32,3%	45,1%	12,8 pp	45,1%	12,7 pp	42,2%	46,0%	3,7 pp	45,5%	3,3 pp
EBITDA	229	351	54%	324	42%	1.324	1.393	5%	1.352	2%
Margen EBITDA	16,5%	26,3%	9,7 pp	24,8%	8,3 pp	24,8%	26,6%	1,8 pp	25,6%	0,8 pp
EBITDA core *	399	351	-12%	324	-19%	1.494	1.393	-7%	1.352	-9%
Margen EBITDA core	28,8%	26,3%	-2,5 pp	24,8%	-4,0 pp	28,0%	26,6%	-1,4 pp	25,6%	-2,4 pp
Resultado neto	32	142	346%	119	273%	619	569	-8%	586	-5%

* EBITDA core estimado

Variables del trimestre:

- La evolución de las operaciones durante el 2T21 continuará **marcada por la fortaleza de la demanda de hemoderivados y del negocio de diagnóstico, la presión en el margen bruto como consecuencia de los mayores gastos de abastecimiento de plasma y el control de los gastos de explotación ex I+D**, lo que estimamos resulte en la obtención de **un EBITDA que supere ampliamente al registrado en el 1T21, pero que también se sitúa por encima del obtenido en el 4T20**, al contrario de lo que opina el consenso del mercado. La generación de caja en el trimestre estanco y un nivel de inversiones más normalizado, permitirá **cierta reducción del endeudamiento**, a la espera de que en el tercer trimestre cristalice la transacción de venta de una participación minoritaria en el negocio de obtención de plasma Biomat al fondo soberano GIC de Singapur, permitiendo alcanzar el primer objetivo de fijar el **ratio de apalancamiento por debajo de 4x DFN/EBITDA**.

Previo de Resultados

Principales cifras:

- ▶ Preveamos una **caída interanual de los ingresos del -3,3% hasta los 1.339 mln eur** (vs consenso de 1.307 mln eur) en el **2T21** estanco. Estimamos que los ingresos del área de **Biociencia** caerán en torno al **-6,4% hasta 1.047 mln eur**, en una combinación de **menores volúmenes** (consecuencia de las dificultades de abastecimiento de plasma y no de las dinámicas de la demanda), compensadas en buena medida por el **incremento de los precios medios y el mix de producto**, y un **significativo impacto de las variaciones de los tipos de cambio**, que esperamos vaya moderándose según avance el ejercicio. El área de **Diagnóstico** esperamos que continúe con las positivas cifras de trimestres anteriores registrando un **incremento interanual de ventas del +16,9% hasta 201 mln eur**, impulsado por la recuperación de las donaciones y los kits de diagnóstico para el COVID-19. También preveamos **cierta recuperación de las ventas de Hospital y algo de caída de BioSupplies**, por las menores ventas de plasma a terceros.
- ▶ En referencia al **margen bruto**, continuará **presionado por el mayor coste de las donaciones**, compensado en parte por los mayores precios y el mix de producto. Estimamos que se situará en el **45,1% de las ventas, en línea con el registrado en el 1T21** y también con la estimación del consenso de mercado. La recuperación de los volúmenes de obtención de plasma, con el consiguiente apalancamiento operativo, junto con la progresiva normalización de la retribución a las donaciones, deberían permitir cierta expansión del mismo de cara a la segunda mitad del ejercicio.
- ▶ En cuanto al **margen EBITDA recurrente**, preveamos una clara recuperación con respecto al **1T21 de 120 p.b hasta 26,3%**, más en línea con el registrado en el 4T20, ya que esperamos que **el control de los gastos permita más que compensar la mayor dotación de I+D** derivada de las adquisiciones realizadas (GigaGen y Alkahest), además de una mayor contribución de SRAAS, que al consolidar a nivel de EBITDA, no puede sino expandir los márgenes en la medida que aumente su contribución. Esta mejora del margen EBITDA con respecto al 1T21 **continúa implicando una caída de 250 p.b. con respecto al margen EBITDA core registrado en el 2T20** (28,8% ex partidas no recurrentes). Quizás nuestra estimación resulta optimista, pero consideramos que la previsión del mercado, que espera una caída de 400 p.b. con respecto al 2T20 core y de 45 p.b. con respecto al 1T21, es excesivamente pesimista en un entorno de mayores ingresos y margen bruto estable. Nuestra previsión apunta a un **EBITDA de 351 mln eur en el 2T21** (vs 324 mln eur del consenso del mercado), que supone una **mejora interanual del 53,6%, pero que realmente implica una caída del 11,8%** tras ajustar los efectos extraordinarios que lastraron el EBITDA del 2T20.

Previo de Resultados

Valoración resultados 2T21:

- ▶ **Nuestra estimación de EBITDA para el 2T21 supone una mejora del 18,5% con respecto al 1T21 y del 3,3% en relación al 4T20** (el consenso de mercado sitúa su previsión de EBITDA en 324 mln eur, por debajo de los 340 mln eur obtenidos en el 1T21) y por ello entendemos que los resultados del 2T21 son un **punto de inflexión** con respecto al bache de resultados propiciado por las dificultades de acceso al plasma provocado por el COVID-19. Si bien es cierto, la recuperación aún no está completamente consolidada, y deberemos esperar a que se mitiguen varios efectos para asistir a lo que entendemos puede ser un periodo de resultados normalizados para Grifols. Entre éstos, un menor impacto de las **variaciones de las divisas**, una **normalización de los volúmenes** y los **costes de aprovisionamiento** y que entendemos se combinarán con la **fortaleza de la demanda** y las **positivas dinámicas de precios** para impulsar los resultados en el futuro. **Reiteramos nuestra recomendación de SOBREPONDERAR y P.O. de 31,68 eur/acc.**

Previo de Resultados

DISCLAIMER

El presente informe no presta asesoramiento financiero personalizado. Ha sido elaborado con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. El inversor que tenga acceso al presente informe debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que éstos no han sido tomados en cuenta para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario.

El contenido del presente documento así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Grupo Renta 4, con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y está sujeto a cambios sin previo aviso. Este documento está basado en informaciones de carácter público y en fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por Grupo Renta 4 por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Grupo Renta 4 no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento. Ni el presente documento ni su contenido constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni puede servir de base a ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo. Grupo Renta 4 no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor tiene que tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

Recientemente se ha producido una reorganización en el equipo de analistas de Renta 4 Banco. Como consecuencia de ello, una parte de las sociedades emisoras sobre las que se efectúan informes se han asignado a nuevos analistas. Dado que las recomendaciones de los valores publicadas son opiniones de los analistas acerca de las perspectivas de negocio de cada uno de los emisores, la reasignación a otro miembro del equipo puede conllevar criterios diferentes a los publicados con anterioridad sobre este emisor.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes de los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

Cualquier Entidad integrante del Grupo Renta 4 o cualquiera de las IICs o FP gestionados por sus Gestoras, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable. El Grupo Renta 4 tiene implementadas barreras de información y cuenta con un Reglamento Interno de Conducta de obligado cumplimiento para todos sus empleados y consejeros para evitar o gestionar cualquier conflicto de interés que pueda aflorar en el desarrollo de sus actividades.

Grupo Renta 4 puede mantener posiciones o actuar como creador de mercado en los instrumentos financieros de cualquiera de los emisores aquí mencionados o actuar como asegurador, agente de colocación, asesor o prestamista de dichos emisores, liquidando honorarios por estos servicios.

Los empleados de Grupo Renta 4 pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opciones contrarias a las expresadas en el presente documento.

Renta 4 Banco es la entidad proveedora de liquidez de Inmobiliaria Colonial, Clínica Baviera, Castellana Properties (asesor registrado), Rovi, Millenium Hotels (asesor registrado), Gigas (asesor registrado), Almagro (asesor registrado) y Elecnor; asimismo, tiene un contrato de servicios bancarios e inversión con Grupo Ezentis, S.A., Atrys Health y Almagro, y cobertura de Análisis en Clínica Baviera, Deoleo y Azkoyen, servicios por los que cobra honorarios.

Ninguna parte de este documento puede ser: (1) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (2) redistribuida o (3) citada, sin permiso previo por escrito de Grupo Renta 4. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

El sistema retributivo del autor/es del presente informe no está basado en el resultado de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

Grupo Renta 4 es una entidad regulada y supervisada por la CNMV.

Renta 4 Banco. Paseo de la Habana, 74, 28036 Madrid

Departamento de Análisis

Tel: 91 398 48 05 Fax 91 384 85 07. e-mail: online@renta4.es

Del total de recomendaciones elaboradas por el Departamento de Análisis de Renta 4 Banco: 62% Sobreponderar, 32% Mantener y 6% Infraponderar.