

Grifols 1S22: inicia la recuperación con una importante mejora secuencial que debería acentuarse en el 2S22.

Jueves, 28 de julio de 2022

Álvaro Arístegui Echevarría

No comprendemos muy bien la reacción del mercado a unos resultados que muestran una clara recuperación secuencial operativa y que en su mayor parte ya fueron comunicados al mercado con motivo del CMD celebrado el pasado 30 de junio. La recuperación de las cifras, proveniente del crecimiento de los volúmenes de plasma recuperados y de las positivas dinámicas de la demanda y precios de las principales proteínas plasmáticas es patente e incluso debería hacerse más patente de cara a la segunda mitad del ejercicio y ya en 2023. La delicada situación financiera de la compañía, que según nuestra previsión cerrará el ejercicio con una ratio de apalancamiento cercano a las 7x también es innegable, pero se trata de una situación conocida que no debiera sorprender a nadie. Reiteramos **recomendación de SOBREPONDERAR, y P.O. 26 eur/acc.**

GRIFOLS				Sobreponderar		
(mln de euros)	1S21	2S21	1S22 GRF Aj	Var %	1S22 GRF	Var %
Ingresos	2.537	2.397	2.712	7%	2.810	11%
Biociencia	1.986	1.829	2.314	17%	2.314	17%
Diagnóstico	396	384	329	-17%	329	-17%
Hospitales	68	73				
Bio Supplies	107	119	53	-51%	53	-51%
Intersegmentos	-20	-8	124	n.a.	223	n.a.
Beneficio bruto	1.114	848	1.054	-5%	1.073	-4%
Margen bruto	43,9%	35,4%	38,9%	-5 pp	38,2%	-6 pp
EBITDA	635	327	618	-3%	618	-3%
Margen EBITDA	25,0%	13,6%	22,8%	-2 pp	22,0%	-3 pp
Beneficio neto	267	-84	153	-43%	144	-46%

Destacamos:

- ▶ Resultados que muestran una clara recuperación secuencial con el margen EBITDA recuperando hasta +900 p.b. (22,8% vs 13,6%) en relación a un segundo semestre del ejercicio anterior en que la falta de producto junto con diversos costes extraordinarios llevó los márgenes a cotas mínimas. Adicionalmente, sería de esperar que esta mejora secuencial continúe en el segundo semestre del ejercicio gracias a la fuerte recuperación del volumen de donaciones (+22% en las primeras 28 semanas de 2022), que se sitúa ya en niveles pre-COVID-19 y que permitirá contar con más volumen de producto en el futuro. Esta tendencia viene acelerándose en las últimas semanas por el

mayor incentivo a donar procedente del empeoramiento económico de las familias producto de la elevada inflación.

- ▶ En este primer semestre la compañía ha registrado un incremento de los ingresos del 11% en términos reportados (+7% excluyendo dos meses de consolidación de Biotest). A tipos de cambio constante, el crecimiento de los ingresos se reduce al +3,4% y hasta el -0,5% al excluir la incorporación de Biotest (similar al -1% al que apuntaba la compañía el pasado 30 de junio en su CMD).

Las ventas de la división de Biopharma han aumentado un 16,5%, aunque esta cifra se reduce al +11,5% al excluir Biotest y hasta tan solo el +3,3% a tipos de cambio constantes, ligeramente por encima del +2% al que guió la compañía recientemente en su CMD (excluyendo el impacto positivo de la integración de productos de GRF en la plataforma de Shangai RAAS durante el 2T21 los ingresos de Biopharma hubieran aumentado un 19,8% y hasta +11,3% a tipos constantes). Las ventas de la división de diagnóstico ceden un 16,7% (-21% a tipos constantes) como era de esperar debido por la menor utilización de test de COVID-19 y Zika (-5,2% a tipos de cambio constantes excluyendo el impacto de la finalización del test TMA para detección de COVID-19). Los principales impulsores del crecimiento de los ingresos son: las variaciones de tipos de cambio, la incorporación de Biotest y el aumento de volúmenes y precios en las principales proteínas plasmáticas. La división de Hospital deja de reportarse independientemente tras la desinversión en MedKeeper en el mes de julio.

- ▶ El margen bruto registra una mejora secuencial de 280 p.b. hasta 38,2% (+350 p.b. hasta 38,9% excluyendo la incorporación de Biotest) gracias a la mayor absorción de costes fijos, una situación que debería acentuarse de cara a la segunda mitad del ejercicio gracias al fuerte aumento del volumen de donaciones y a pesar de que la retribución a estas continúa en niveles anormalmente elevados por el momento, otra situación que debería tender a relajarse y por lo tanto contribuir a la expansión del margen bruto.
- ▶ El EBITDA ajustado (que excluye el impacto positivo de la adquisición de Access Biologicals, que realmente no está vinculado a las operaciones ni supone entrada de caja, se sitúa en 562 mln eur con un margen sobre ventas del 20% y 20,7% excluyendo Biotest (mejora de 710 p.b. vs 2S21 pero aún 430 p.b. por debajo del registrado en 1S21 y que tendría que ser el objetivo de la compañía a corto plazo). Esta cifra supone una caída del 11,4% con respecto al 1S21 y a la vez una mejora del 72% con respecto al semestre anterior.

El EBITDA reportado ha mejorado secuencialmente hasta los 618 mln eur, cifra que tan solo supone una caída del 3% con respecto al 1S21 y una importante mejora secuencial en relación al 2S21. El margen EBITDA

reportado de Grifols excluyendo la incorporación de Biotest (+22,8%), mejora 920 p.b. secuencial con respecto al 2S21 aunque se sitúa aún por debajo del 25% registrado en el 1S21. En todo caso, la dilución de los costes fijos derivada del fuerte aumento del volumen de donaciones, junto con la previsible positiva evolución de los ingresos de cara al segundo semestre del ejercicio, nos llevan a prever que el margen EBITDA continuará su fuerte recuperación de cara a la segunda mitad del ejercicio, en términos comparables ya que la incorporación de Biotest será en principio dilutiva en términos de margen.

- ▶ El apartado de resultados por puesta en equivalencia incluye 73 mln eur tras la ejecución de la opción de compra del 51% restante de Access Biologicals, que se espera contribuya al desarrollo de la división de Bio Supplies. El resultado financiero ha aumentado considerablemente como consecuencia de la mayor deuda financiera tras la adquisición de Biotest y la subida de tipos de interés, situándose en 198 mln eur en el 1S22 (vs 119,4 mln eur en 1S21 y 158 mln eur en 2S21). Del total de deuda que mantiene el grupo hasta un 65% de la misma esta referenciada a tipo fijo, estando tan solo un 22% de la misma vinculada a tipos de interés variables en dólares estadounidenses.
- ▶ El beneficio neto se ha situado en 143,6 mln eur en términos reportados y 153 mln eur excluyendo la incorporación de Biotest que implica una caída del 43% con respecto al mismo periodo del año anterior y que se explica en gran medida por un menor EBITDA (-3%) y los mayores gastos financieros.
- ▶ Como punto de gran preocupación, que viene propiciando que el mercado venga descuenta la necesidad de afrontar una ampliación de capital, y en gran medida responsable de los actuales niveles de cotización, la deuda financiera neta del grupo se ha situado a 30 de junio en 8.994,1 mln eur (incluyendo IFSR 16 sería 1.068 mln eur más), que implica un ratio de endeudamiento de 9,5x el EBITDA de los últimos doce meses, pero que según nuestra previsión se reducirá al entorno de las 6,8x a cierre del ejercicio e incluso por debajo de 6x a cierre de 2023 (la deuda de Grifols está libre de covenants). El desapalancamiento financiero continúa representando una prioridad estratégica para Grifols, una situación que requerirá de la mejora de los resultados operativos y de la aplicación de una disciplinada asignación de capital.
- ▶ De cara al segundo semestre prevemos que continúe la recuperación de los resultados gracias al crecimiento de los volúmenes de plasma recuperados, la fortaleza de la demanda de las principales proteínas plasmáticas y las positivas dinámicas de precios de las mismas, recuperación que debería extenderse a 2023. Reiteramos nuestra recomendación de **SOBREPONDERAR y P.O. de 26 eur/acc.**

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 tiene contratos de liquidez con Clínica Baviera, Castellana Properties (asesor registrado), Millenium Hotels (asesor registrado), Gigas (asesor registrado) y Almagro (asesor registrado). Asimismo, tiene un contrato de servicios bancarios, inversión y/o gestión con Grupo Ezentis, S.A., Atrys Health, Making Science, Almagro y Enerside, y cobertura de Análisis en Azkoyen e Inmobiliaria del Sur, servicios por los que cobra honorarios, a la vez que presta servicios de inversión y colocación a Grupo Ecoener, S.A. y/o accionistas o consejeros, y a Opdenergy.

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: 79% Sobreponderar, 15% Mantener y 6% Infraponderar.

