

Grifols 3T22: aumentan las ventas, pero la presión en márgenes se mantiene.

Martes, 8 de noviembre de 2022

Álvaro Arístegui Echevarría

Grifols ha publicado unos resultados trimestrales que muestran un importante crecimiento del volumen de negocio, sobre todo en lo referente a la actividad de Biopharma (la actividad de Diagnóstico continúa impactada por la difícil comparativa), pero que no obstante continúa mostrando la presión en los márgenes derivada del elevado coste de la materia prima en el periodo anterior. Prevedemos que esta presión en el margen bruto mejore considerablemente con la reducción del coste unitario de las donaciones mientras se mantenga el buen tono de los ingresos y consecuentemente impulsando la rentabilidad en los próximos trimestres. Consideramos los resultados 3T22 como un buen punto de partida para la posterior recuperación de los resultados y con ellos de la cotización de la acción. Reiteramos **recomendación de SOBREPONDERAR, y P.O. 19 eur/acc.**

	Q3'22			Q3 YTD'22		
	Grifols	Biotest	Combined ¹	Grifols	Biotest	Combined ¹
Revenues	1,433	108	1,541	4,145	206	4,351
<i>% growth</i>	+27.4%	-	+37.0%	+13.2%	-	+18.8%
<i>% growth at cc²</i>	+13.7%	-	+23.2%	+3.8%	-	+9.5%
Gross Profit	531 ³	24	560	1,585	47	1,632
<i>% margin</i>	37.0%	22.0%	36.3%	38.2%	22.9%	37.5%
Opex	353	33	386	1,058	58	1,116
<i>% growth at cc²</i>	-10.3%	-	-	-3.5%	-	-
EBITDA	304 ³	-1	308	922	5	927
<i>% margin</i>	21.2%	-	20.0%	22.2%	2.3%	21.3%
EBITDA Adj.	296 ³	21	322	858	41	899

Destacamos:

- ▶ Resultados 3T22 que en nuestra opinión son positivos al mostrar una **muy fuerte recuperación de los ingresos** (+37% reportado, +23,2% c.c. y +13,7% c.c. a mismo perímetro), así como del **volumen de donaciones** (+25% ytd), y que permiten intuir que el crecimiento de ingresos continuará en los próximos trimestres.
- ▶ Sin embargo, los márgenes no han evolucionado de forma positiva, situándose en el 3T22 estanco, por debajo de las cifras publicadas en el semestre (**margen EBITDA GRF comprobante 21,2% vs 22,8% en 6M22**). Así, el margen bruto, que en GRF se ha situado en 37% en términos comparables, comparando negativamente con el 38,9% del 1S22 (por el mayor coste medio del plasma en los productos vendidos en el 3T22 y por caída de ventas de mayor margen de diagnóstico). Esta es una situación que no nos preocupa en

exceso, ya que entendemos es puntual, y se debe a la **duración del proceso productivo de Grifols** y por lo tanto al mayor coste unitario de las donaciones durante el periodo anterior, una situación que ya viene revirtiéndose, con la **caída del coste de las donaciones** (-7% ytd y -15% desde máximos del mes de julio), y el **aumento de los volúmenes de plasma recuperado**, lo que también contribuirá a reducir el coste unitario por donación. Grifols ha sido capaz de compensar en buena medida este menor margen bruto gracias a las mejoras de eficiencia implementadas en el periodo (racionalización del I+D y recortes de gastos generales) lo que ha permitido que el **margen EBITDA ajustado**, que excluye “one offs” computados en el 1S22 **se ha mantenido prácticamente estable, 20,6% en 3T22 estanco vs 20,7% en 1S22**.

- ▶ Vemos muy positivamente la evolución secuencial de los ingresos. A tipos de cambio constantes e igual perímetro de consolidación, **los ingresos han aumentado un 13,7% durante el 3T22 estanco (+27,4% reportado)**, y comparan con: -2,2% en 2T22, +1,4% en 1T22 y -4,3% en 4T21 a nivel de Grifols a mismo perímetro y tipos de cambio. Atendiendo a la **división de Biopharma**, el **crecimiento de los ingresos alcanzaría el 21,3%** a tipos de cambio constantes vs +0,1% en 2T22, +7,1% en 1T22 y -3,3% en 4T21. Prevemos que, esta positiva evolución de los ingresos durante el 3T22, pueda mantenerse en los próximos trimestres, gracias a la **fortaleza de la demanda** de hemoderivados, las positivas **dinámicas de precios**, la **comparativa menos exigente en la división de diagnóstico** y sobre todo el **crecimiento en el volumen de donaciones**.
- ▶ En referencia a las donaciones, el **volumen de plasma recuperado ha aumentado +25% YTD**, gracias al **crecimiento L-4-L** y la **apertura de nuevas aperturas y adquisición de centros** (no hay desglose de las contribuciones). Como punto positivo, **se prevé que la recuperación del volumen de donaciones se mantenga** en próximos trimestres permitiendo visualizar la continuidad del crecimiento de los ingresos. La actual situación económica, en un entorno de elevada inflación y menor de renta disponible, y la vuelta de las donaciones de ciudadanos con visados B-1/B-2, contribuirán a mantener el crecimiento.
- ▶ En cuanto a la **DFN**, **esta se ha situado en 9.380 mln eur** que implica un multiplicador de **8,6x DFN/EBITDA**. La compañía confía en que a cierre del ejercicio esta métrica se sitúe en **7,9x (FY 22e)**. Asimismo, GRF ha mencionado que **no requerirá de capital adicional** para desarrollar su plan de crecimiento a largo plazo, centrando su estrategia actual en la **reducción de costes**, la **generación de caja** y el **desapalancamiento financiero**.
- ▶ A pesar de que **las cifras reportadas no alcanzan las expectativas del mercado**, principalmente debido a unos márgenes que se sitúan por debajo de las previsiones, consideramos que las cifras son positivas. Las principales razones para el optimismo son en nuestra opinión, que mientras consideramos

la **caída del margen bruto como algo puntual** (como parecen indicar el fuerte aumento de las donaciones y la consiguiente reducción del coste unitario por litro de plasma), apreciamos una **fuerte recuperación de los ingresos**, que entendemos se mantendrá en el futuro gracias a la **disponibilidad de materia prima y la fortaleza de la demanda**. De cara a más largo plazo, el **desapalancamiento financiero**, así como la **aportación del negocio de Biotest**, serán claves para la consolidación del crecimiento de los resultados y la generación de valor para el accionista. Por el momento reiteramos nuestra recomendación de **SOBREPONDERAR** y **P.O. de 19 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), Making Science (asesor registrado) e Inversa Prime Socimi (asesor registrado). Asimismo, tiene un contrato de servicios bancarios, inversión y/o gestión con Grupo Ezentis, S.A., Atrys Health, **Repsol**, Making Science, Inversa Prime Socimi 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 Opdenenergy.

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: 73% Sobreponderar, 20% Mantener y 7% Infraponderar.