

Grifols 2T21: la recuperación gana tracción.

Jueves, 29 de julio de 2021

Álvaro Aristegui Echevarría

Ana Gómez Fernández

Los resultados suponen un **punto de inflexión y el inicio de una recuperación** que deberá consolidarse en los próximos trimestres de la mano de la **recuperación donaciones**, la **mejora de los precios** y el **mix de productos**, así como una **moderación en la retribución a los donantes** en 2S21 que permita una **mayor recuperación del margen bruto**. Los ingresos de la división de **Biociencia** crecen un **+5,1%** a divisa constante en el 2T21, dando muestras de la **fortaleza de la demanda de hemoderivados**, las buenas **dinámicas de precio** y el menor impacto provocado por la menor disponibilidad de plasma. Los **mayores costes por litro** teniendo en cuenta los esfuerzos por atraer donantes y la menor absorción de los costes fijos hacen que el **margen bruto continúe presionado**. A pesar del incremento de los gastos de I+D (por GigaGen y Alkahest) el **control de los “Otros gastos de explotación”** ha permitido que la **caída del margen bruto no se sintiera a nivel de EBITDA**, que prácticamente repite el margen del trimestre anterior situándose en el 25%.

P.O. **31,68 eur/acc. y recomendación de SOBREPONDERAR.**

GRIFOLS

Sobreponderar

(mín de euros)	2T20	2T21	Var %	Real vs R4e	Real vs consenso	2020	2021 R4e	Var % R4e	2021e consenso	Var % consenso
Ingresos	1.384	1.352	-2,3%	1%	3%	5.340	5.234	-2%	5.277	-1%
Biociencia	1.119	1.085	-3,1%	4%		4.243	4.079	-4%		
Diagnóstico	172	192	12%	-4%		776	827	7%		
Hospitales	27	37	34%	25%		119	125	6%		
Bio Supplies	63	51	-19%	-13%		224	222	-1%		
Otros	14	8	-38%	-38%		32	34	6%		
Intersegmentos	-10	-21	103%	103%		-53	-53	0%		
Beneficio bruto	447	581	30%	-4%	-1%	2.255	2.405	7%	2.402	7%
Margen bruto	32,3%	43,0%	10,6 pp	-2,1 pp	-2,1 pp	42,2%	46,0%	3,7 pp	45,5%	3,3 pp
EBITDA	229	338	48%	-4%	4%	1.324	1.393	5%	1.352	2%
Margen EBITDA	16,5%	25,0%	8,4 pp	-1,3 pp	0,2 pp	24,8%	26,6%	1,8 pp	25,6%	0,8 pp
Resultado neto	32	137	330%	-4%	15%	619	569	-8%	586	-5%

Destacamos:

- ▶ Los **ingresos del 2T21 han aumentado un 5,3% a tipos de cambio constantes y ceden un 2,3% hasta 1.352 mln eur** (-7,6 p.p. por el impacto de las divisas). Los ingresos de la división de **Biociencia** tan solo **caen un 3,3% vs -6,4% R4e** dando muestras de la **fortaleza de la demanda de hemoderivados**, las buenas **dinámicas de precio** y el menor impacto provocado por la **menor disponibilidad de plasma**, a **tipo de cambio constante**, los **ingresos de la división de Biociencia han aumentado un 5,1% en el conjunto del 2T21**. **Diagnóstico** incrementa sus ventas un **+12% en el 2T21** (vs R4e +17%) estanco hasta 192 mln eur y 395 mln eur en el conjunto del 1S21 (a tipos de cambio constante el crecimiento de los ingresos de la división en el semestre sería del +22,9%). Por su parte, **Hospitales** muestra un **crecimiento del +34%**, reflejo de

Primeras impresiones

la **recuperación de la actividad hospitalaria** (y aumenta hasta el +36,6% a divisa constante).

- ▶ El **margen bruto continúa presionado** por los **mayores costes de la materia prima**, dados los esfuerzos de la compañía por **atraer donantes**, que esta llevando a **aumentar la retribución** a los mismos. En el 2T21 estanco, el **margen bruto se ha situado en 43%, por debajo del nivel del 1T21 (45%) y no alcanzando nuestras previsiones ni las del consenso del mercado**, que preveían que la compañía repitiera el margen registrado en el trimestre precedente. En este sentido, **esperamos cierta mejora de cara al futuro**, toda vez que se **recuperen los volúmenes previos a la pandemia** (ya alcanzados en Europa, no todavía en EEUU donde continúan mejorando), con la consiguiente **dilución de costes fijos** y la vuelta a unos niveles más normalizados en referencia a la retribución a los donantes de plasma.
- ▶ El control de los **“Otros gastos de explotación”** (que ha pasado de representar el 21,7% sobre las ventas al 18,5%) ha permitido que la **caída del margen bruto no se sintiera a nivel de EBITDA**, que prácticamente **repite el margen del trimestre anterior situándose en el 25%**. Este margen se ha alcanzado **a pesar del incremento de los gastos de I+D que aumentan un +20,8%** con respecto al 1T21 hasta 86,7 mln eur (6,4% sobre ventas vs 6,1%). El **EBITDA del 2T21 se ha situado en 337,7 mln eur**, superando ampliamente los 297 mln eur registrados en 1T21 y prácticamente igualando los 340 mln eur registrados en el 4T20. El **Bº Neto atribuible** se ha situado en 136,9 mln eur, superando ampliamente la previsión del consenso que apuntaba a 119 mln eur.
- ▶ La **deuda financiera neta** se sitúa en **6.475,5 mln eur** con un **ratio de apalancamiento de 4,9x** (vs 5,1x en 1T21), **que sería del 4,3x en caso de incluir la transacción de venta de minoritarios pactada con GIC Singapur para la adquisición de un 23,8% de la filial Biomat** (incluye 296 centros de donación de plasma en EE.UU.), que esperamos se cierre en el 3T21 y que ha valorado esta filial en más de 4 bln eur.
- ▶ Valoramos positivamente los resultados que, **aunque se han situado por debajo de nuestras estimaciones por una mayor presión en el margen bruto** (y han superado las del consenso del mercado), demuestran que las **principales dinámicas del negocio continúan presentando buenas perspectivas** (sólida demanda de las principales proteínas, precios avanzando dígito medio y mix de productos (los nuevos productos representan el 5% de las ventas). De cara al **segundo semestre**, la compañía confía en que estas **positivas dinámicas continúen**, mientras que el **margen bruto debería ir mostrando cierta mejora** a medida que el **volumen de donaciones continúe la senda de recuperación** iniciada desde el cierre del 1T21 y aumente la **absorción de costes fijos**, al tiempo que se **modere la retribución a los donantes**. Adicionalmente, el **desapalancamiento financiero** dará un paso importante con el **cierre de la transacción de venta de una participación de Biomat**, lo que unido a la

Primeras impresiones

priorización de proyectos y la **generación de caja** de los próximos trimestres nos lleva a estimar que el **ratio de apalancamiento se situará por debajo de 4x al cierre del ejercicio**. En cuanto al **desarrollo y lanzamiento de nuevos productos** de cara a los próximos ejercicios confiamos en que éstos tengan un **potencial comercial mayor al riesgo que suponen los posibles nuevos productos sustitutivos**, más aún cuando han venido acumulando contratiempos en el desarrollo clínico de los mismos. Consideramos que los **resultados del 2T21 suponen un punto de inflexión y el inicio de una recuperación de las cifras que deberá consolidarse en los próximos trimestres**. Reiteramos nuestra recomendación de SOBREPONDERAR y P.O de 31,68 eur/acc.

Primeras impresiones

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.