

Grifols 4T20: trimestre valle, con mejores márgenes de lo esperado.

Viernes, 26 de febrero de 2021

Álvaro Arístegui Echevarría

Ana Gómez Fernández

Los resultados del 4T20 de Grifols han quedado ligeramente por encima de nuestras estimaciones y las de consenso a lo largo de la cuenta de resultados. Reflejan el menor crecimiento de Biociencia (+1,4% en divisa constante vs 4T19), en el primer trimestre que refleja el impacto en la operativa de la compañía, con el efecto de la pandemia por su impacto en la cadena de suministro, así como el negativo impacto de los tipos de cambio, que se ha compensado solo parcialmente por la mejor evolución de Diagnóstico (+20% en divisa constante vs 4T19) gracias a los test de detección del Covid en nuestro país. Por su parte, el margen bruto avanza +0,4pp hasta el 45,1% (vs 45,5% R4e y 42,4% de consenso), mientras que el margen EBITDA lo hace en 1 pp hasta el 26% (margen EBITDA R4e del 26% y consenso en 25,2%). Pese a que previsiblemente el impacto durante el 1T21 sea algo superior al visto en 4T20, junto con cierta presión en el margen bruto debido a los mayores costes de abastecimiento, consideramos que el impacto es transitorio debido a un shock de oferta y no a un deterioro en los fundamentales del negocio. Hacemos una lectura positiva de los resultados, teniendo en cuenta que a pesar de que los resultados han supuesto un reto en la operativa del negocio, la caída ha estado acotada y en línea con lo previsto. P.O. 33,67 eur/acc. Sobreponderar.

GRIFOLS

Sobreponderar

(mín de euros)	4T19	4T20	Var %	Real vs R4e	Real vs consenso	2019	2020	Var %	Real vs R4e	Real vs consenso
Ingresos	1.361	1.309	-4%	3%	-1%	5.099	5.340	5%	1%	0%
Biociencia	1.048	1.000	-5%	2%	-2%	3.993	4.243	6%	0%	
Diagnóstico	199	229	15%	3%	5%	734	776	6%	1%	
Hospitales	41	34	-16%	-7%	1%	134	119	-12%	-2%	
Bio Supplies	80	55	-31%	30%	6%	267	224	-16%	6%	
Otros	7	8	11%	-6%	33%	23	32	40%	-1%	
Intersegmentos	-15	-17	18%	18%	190%	-52	-53	2%	5%	
Beneficio bruto	609	591	-3%	2%	5%	2.341	2.255	-4%	0%	1%
Margen bruto	44,7%	45,1%	0,4 pp	-0,4 pp	2,7 pp	45,9%	42,2%	-3,7 pp	-0,1 pp	0,7 pp
EBITDA	341	340	0%	3%	2%	1.407	1.324	-6%	1%	0%
Margen EBITDA	25,0%	26,0%	1,0 pp	0,0 pp	0,8 pp	27,6%	24,8%	-2,8 pp	0,0 pp	0,2 pp
Beneficio neto	202	223	10%	27%	62%	649	709	9%	-2%	14%

Destacamos:

- ▶ Grifols ha presentado un **trimestre valle en resultados**, reflejando los efectos adversos de la pandemia en la operativa de la compañía y que quedan **ligeramente por encima de nuestras estimaciones y las de consenso a lo largo de toda la cuenta de resultados** (con la excepción de los ingresos que han quedado un -1% por debajo del consenso). Los resultados son una **muestra de la resiliencia de los ingresos a pesar del difícil entorno de mercado**.

Primeras impresiones

- ▶ El **impacto del Covid-19 en la cadena de suministro**, con menor acceso a su principal materia prima, **ha dificultado la respuesta a una demanda de hemoderivados que ha continuado siendo sólida**. Los ingresos de la división de **Biociencia ceden un -5% en el 4T20** (vs R4e -6% y consenso -3%), aunque muestran **crecimiento positivo a divisa constante del +1,4%** (cifra que por otro lado contrasta con los ritmos históricos de crecimiento cercanos a doble dígito). La división de **Diagnóstico compensa parcialmente la peor evolución de Biociencia**, con un crecimiento de los **ingresos del +15%** (R4e +12% y consenso +9%) que alcanza el +20,1% en divisa constante, gracias a las **ventas del test de detección del SARS-CoV-2 en España**. Por su parte, **Hospitales** (-16% vs 4T19) es la división **más afectada por el impacto del Covid-19** debido a la ralentización de inversiones y tratamientos realizados en hospitales. Por último, los ingresos de **Biosupplies** se vieron impactados por el **vencimiento de contratos de venta de plasma a terceros, plasma que será utilizado in-house**. Con todo, los **ingresos del 4T20 estanco ceden un -3,8% (+1,9% en divisa constante) hasta los 1.309 mln eur**. **En el conjunto de 2020, los ingresos avanzan un +5% hasta 5.340 mln eur**. Si bien entendemos que la atípica evolución de los resultados se extenderá durante 1S21 (con el 1T21 siendo previsiblemente el peor trimestre), consideramos que la **situación es transitoria y debiera revertirse a partir de 2S21, y no identificamos deterioro en los fundamentales del negocio a medio plazo**.
- ▶ **Buenas noticias por el lado de los márgenes**, con un **margen bruto en el 4T20 del 45,1%** ligeramente inferior a nuestra previsión de 45,5% R4e, pero **ampliamente por encima del 42,4% de consenso**. Esto junto con la **contención del Opex llevan a un EBITDA plano vs 4T19 en 340 mln eur**, equivalente a un **margen del 26%** (en línea con nuestra previsión y 81 pbs por encima de consenso). En **2020 el margen bruto se sitúa en 42,2%** en línea con nuestra estimación y 66 pbs por encima de consenso y el **margen EBITDA en 24,8%**. La compañía estima que el **impacto neto del Covid-19 en EBITDA ha sido de 155 mln eur**, por lo que el EBITDA reportado de 1.324 mln eur, habría sido de 1.479 mln eur.
- ▶ Respecto al **endeudamiento**, otro de los **grandes focos de atención del mercado**, la **deuda neta se sitúa en 5.714 mln eur**, equivalente a un ratio **DN/EBITDA de 4,5x**, que excluyendo el impacto del Covid-19 se situaría en 4,0x.
- ▶ La compañía ha cuantificado el **impacto del Covid-19 en una caída de los volúmenes de plasma del -15% en 2020** y de cara a **2021 prevé un crecimiento significativo de los niveles de plasma a medida que avanzan las campañas de vacunación y disminuyen las restricciones a la movilidad**. En términos de **crecimiento orgánico**, esperan abrir entre 15/20 centros de donación de plasma en 2021.

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 Liberbank, Inmobiliaria Colonial, Castellana Properties (asesor registrado), Rovi, Millenium Hotels (asesor registrado); asimismo, tiene un contrato de servicios bancarios e inversión con Grupo Ezentis, S.A., asesoramiento a accionista significativo en Mediaset España y cobertura de Análisis en Clínica Baviera 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: 59% Sobreponderar, 31% Mantener y 10% Infraponderar.