

Grifols previo 4T20: un valle en resultados no tan profundo como cabía esperar.

Martes, 16 de febrero de 2021

Ana Gómez Fernández

Álvaro Arístegui Echevarría

Grifols presentará resultados 4T20 el viernes 26 de febrero antes de apertura. P.O. 33,67 eur/acc. Sobreponderar.

GRIFOLS						Sobreponderar		
(mln de euros)	4T19	4T20 R4e	Var % R4e	4T20e consenso	Var % consenso	2019	2020 R4e	Var % R4e
Ingresos	1.361	1.276	-6%	1.326	-3%	5.099	5.307	4%
Biociencia	1.048	981	-6%	1.022	-3%	3.993	4.223	6%
Diagnóstico	199	223	12%	218	9%	734	769	5%
Hospitales	41	37	-10%	34	-16%	134	121	-10%
Bio Supplies	80	42	-47%	52	-35%	267	211	-21%
Otros	7	8	18%	6	-17%	23	32	42%
Intersegmentos	-15	-15	0%		-100%	-52	-50	-3%
Beneficio bruto	609	581	-5%	562	-8%	2.341	2.245	-4%
Margen bruto	44,7%	45,5%	0,8pp	42,4%	-2,3pp	45,9%	42,3%	-3,6pp
EBITDA	341	332	-3%	334	-2%	1.407	1.315	-7%
Margen EBITDA	25,0%	26,0%	0,9pp	25,2%	0,1pp	27,6%	24,8%	-2,8pp
Beneficio neto	202	176	-13%	138	-32%	649	724	12%

Principales cifras:

- ▶ En el 4T20 Grifols inició un periodo valle en relación a la evolución de sus resultados financieros, al comenzar a **sentirse en mayor medida algunos de los efectos adversos de la pandemia en la evolución de su negocio**. Estimamos que esta situación se extenderá a lo largo de la primera parte del presente ejercicio, para retomar el crecimiento de cara a la segunda mitad.
- ▶ Los **reveses en el normal funcionamiento de la cadena de suministro**, como consecuencia de las medidas restrictivas impuestas durante el primer semestre, han condicionado el acceso de la compañía a su principal materia prima a **reducirse el volumen de donaciones**. Esta menor disponibilidad de producto, dificulta la capacidad de la compañía para responder a una demanda creciente y limita su capacidad de generación de beneficios. No es una situación que debiera sorprender a nadie, ya que viene anticipándose desde hace meses, no obstante, la cuantificación de su impacto en las cifras, viene centrando el debate en los últimos meses.

Previo de Resultados

- ▶ Según nuestras estimaciones, **el impacto en los resultados del 4T20, aunque es innegable, es inferior a lo que el mercado viene descontando**. Esperamos una **caída de las ventas de la división de Biociencia del 6% en el 4T20** que, si bien es cierto que se trata de una caída relevante teniendo en cuenta que la demanda de los productos de esta división viene creciendo a un ritmo de entre el +6/+8%, sabemos que es una **situación transitoria**, debido a la interrupción en el normal funcionamiento de cadena de suministro, y no a un deterioro de los fundamentales del negocio, por lo que debiera de tener esa consideración por el mercado.
- ▶ Por otro lado, otras actividades desarrolladas por la compañía han venido a compensar el menor volumen de negocio en el área de hemoderivados. La **división de diagnóstico**, y en concreto la comercialización en España de los kits de diagnóstico para el COVID-19 **han evolucionado de manera muy favorable** (y derivará en un mayor resultado atribuido a socios minoritarios), contribuyendo a amortiguar la caída del negocio de Biociencia. Una muy positiva evolución de los márgenes (**Margen Bruto 4T20 +80 p.b.**) y la **contención del OPEX**, llevarán la caída trimestral del **EBITDA a tan solo el -3%**.
- ▶ Es previsible que **el impacto durante el 1T21 sea algo superior** que lo visto en el 4T20, ya que podemos esperar cierta presión en el coste de abastecimiento que revierta la expansión del margen bruto experimentada en el 4T20, en todo caso, **no esperamos que este supere el doble dígito a nivel de EBITDA**, en el que podemos considerar será el peor resultado trimestral de los próximos ejercicios.
- ▶ Estaremos atentos a la generación de caja durante el periodo y dilucidar la **capacidad para mantener sus ratios de apalancamiento bajo control** tras un trimestre intensivo en inversiones que coincide con un periodo de resultados presionados. El elevado apalancamiento de la compañía, se encuentra entre los mayores focos de preocupación y escepticismo por parte del mercado.
- ▶ Consideramos que la **caída de los resultados, que entendemos transitoria**, es suficientemente limitada como para evidenciar que el ajuste realizado en los múltiplos a los que cotiza la compañía no está justificado. **El mercado ha dejado de valorar a Grifols como una compañía de crecimiento**, reduciendo los múltiplos a los que cotiza la compañía (**P/E 21e 19x vs. promedio 25x**), por tan solo 2-3 trimestres de valle en sus resultados, más que por un deterioro del negocio subyacente. Consideramos que, en el caso de cumplirse nuestra previsión de resultados, y una vez demostrado que este bache en los resultados tiene una intensidad limitada, el mercado tenderá a ponerlo en perspectiva.

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 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: 53% Sobreponderar, 37% Mantener y 10% Infraponderar.