



Disclaimer: A la fecha de publicación de este informe, DRACO GLOBAL, SICAV, S.A (“DRACO GLOBAL”), tiene una posición larga en Grifols, S.A. (“GRF-P”). DRACO GLOBAL puede obtener ganancias en caso de que aumente el precio de las acciones de GRF-P. Tras la publicación de este informe, DRACO GLOBAL puede realizar operaciones de compra/venta de acciones en GRF-P. Todas las opiniones aquí escritas están sujetas a cambios sin previo aviso, y DRACO GLOBAL no se compromete a actualizar este informe ni ninguna información contenida en el mismo.

GRIFOLS CLASE B (GRF.P) – PHARMA/BIOTECH - 01/09/2020

RESUMEN EJECUTIVO

Grifols (GRF-P) ofrece una atractiva oportunidad de inversión con un potencial de revalorización superior al 75%. GRF-P presenta todas las cualidades que nos gusta encontrar en una empresa: 1) Negocio escalable – potencial de crecimiento en todas sus proteínas plasmáticas, 2) tendencia secular de crecimiento a largo plazo – envejecimiento poblacional, 3) atractiva estructura sectorial – oligopolio de cuatro empresas que controlan más del 80% del mercado y 4) el menor precio posible – 16,5x nuestra estimación de beneficios a 2022e.

DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA.

Grifols (GRF) es una empresa recolectora de proteínas plasmáticas que fabrica y vende productos derivados del plasma a nivel global.

El plasma sanguíneo representa el 55% de la sangre humana y se utiliza para crear terapias para el tratamiento de enfermedades crónicas y complicadas. La donación de plasma sanguíneo conlleva entre una hora y tres horas y se puede realizar dos veces a la semana. La sangre pura en cambio no ocupa más de 30 minutos, aunque solo se puede realizar una vez cada ocho semanas. El plasma utilizado en Estados Unidos debe proceder de donantes americanos, generando una barrera de entrada regulatoria.

Los centros de donación de plasma en Estados Unidos son un oligopolio formado por unas pocas empresas (entre ellas GRF) que controlan más del 80% del mercado. El sector ha crecido a una tasa compuesta anual (CAGR) del +9% durante los últimos 8 años y se espera que siga creciendo a un ritmo del +5%. En 2019, existían 805 centros de donación de plasma de los cuales 300 eran operados por GRF, por tanto, **dispone de una cuota de mercado superior al 37%.**

¿PORQUÉ NOS GUSTA GRIFOLS?

En 2011, GRF realizó un movimiento clave con la adquisición de Talecris por 3,7bn USD y hoy junto a Takeda y CSL; controlan dos tercios del mercado global de plasma con porcentajes similares. **GRF es el líder mundial en el segmento de inmunoglobulina**, tratamiento de inmunodeficiencias primarias y enfermedades neurológicas poco comunes, y también está presente en Albúminia, Factor VIII y Alpha-1.

En el sector de la biotecnología y dentro del grupo de empresas más consolidadas donde encontramos a GRF, las ventajas competitivas se encuentran en forma de activo intangible y ventaja en costes. La recolección y el fraccionamiento del plasma es un proceso complejo, y como tal requiere de una elevada inversión inicial que actúa como barrera de entrada a la competencia. La inversión en I+D es menor que en las compañías farmacéuticas tradicionales, ya que se trata de enfermedades extrañas y poco comunes donde existe poca competencia. Que exista poca competencia es el factor clave para disponer de poder de fijación de precios y no tener que realizar una fuerte inversión en equipos comerciales. La regulación también actúa como barrera de entrada, ya que para incrementar capacidad instalada se necesita la aprobación del regulador y puede demorarse entre cinco y siete años.

GRF también es líder mundial en el negocio de análisis de plasma y sangre en EE.UU. (división de diagnóstico) sobre todo gracias a la adquisición de la plataforma Tecnología VAT en 2017.

¿PORQUÉ HA CAÍDO LA COTIZACIÓN DE GRIFOLS?

Desde los máximos anuales de febrero, la cotización de GRF (clase A) ha caído un -27% y la clase B ha llegado a caer un -33%, ampliando el descuento entre ambas.

Existen principalmente tres razones para justificar la caída en cotización:

1) Recolección de plasma: Tanto la Covid-19 como el cheque pagado a todos los contribuyentes americanos (CARES ACT Benefits), ha afectado negativamente el suministro de plasma y sangre en EE.UU consecuencia de la cuarentena obligatoria a la población. La menor tasa de utilización de las plantas ha provocado una caída en volúmenes de plasma durante el primer semestre del -10% y del margen operativo al 16%. La dirección de GRF espera poder compensar el efecto durante el segundo semestre. De nuestra última conversación con Jim McCroy, director de estrategia corporativa de PaySign, conocemos que el fuerte incremento de la tasa de desempleo

En USA y la finalización de la bonificación por desempleo de CARES ACT, provocará que durante el segundo semestre del año la tasa de utilización crezca en todos los centros de donación por mayor afluencia de donantes dadas las pésimas condiciones económicas. Es importante recordar que cada donante recibe 46USD por donación y puede realizar dos donaciones a la semana, por tanto, puede llegar a ingresar unos 350 USD mensuales. Por último, el pasado 20 de julio, GRF anunció la compra de una planta de fraccionamiento de plasma en Montreal (Canadá), que incluye once centros de recolección de plasma en EEUU. **Con esta operación GRF se convertirá en el único productor comercial a gran escala de medicamentos plasmáticos en Canadá**, con capacidad para fraccionar 1,5 millones de litros de plasma al año.

2) Presión en precios por mayor competencia en Biociencia: Existe cierta competencia de empresas como Argenx, Momenta y Alexion en inmunoglobulina. Se trata de enfermedades poco comunes en nichos de mercado, entonces la ventaja en costes de GRF actúa como barrera de entrada. Pensamos que la fuerte demanda de inmunoglobulina y la inexistencia de productos substitutivos, garantizan el futuro crecimiento y rentabilidad de GRF.

Los precios siguen estables y ligeramente al alza, consecuencia de que se ha reducido la oferta por la Covid-19 aunque la demanda sigue siendo fuerte sobre todo en EE.UU, Canadá y algunos países en Europa.

3) Endeudamiento al alza: En los últimos seis años GRF ha realizados dos adquisiciones importantes, la división de plasma y diagnóstico de Novartis por 1,7bn USD en 2014 y la compra a Hologic de su división de tecnología NAT para diagnóstico transfusional e implantes en 2017. El importante esfuerzo inversor y la irrupción del Covid-19, han provocado que la ratio deuda neta sobre Ebitda se acerque peligrosamente al nivel de los convenants (5x). Aunque esta elevada deuda preocupa a muchos inversores, GRF ya demostró con la compra de Talecris en 2011, su capacidad para des apalancar su balance en menos de dos años vía generación orgánica de flujo de caja libre. **En noviembre del año pasado, GRF refinanció su deuda y se aseguró no tener ningún vencimiento ni amortización de deuda relevante hasta 2025 y la eliminación del covenant.** A cierre del primer semestre de este año, el nivel de deuda total es de 5.501 M EUR aunque habría que sumar las siguientes partidas: 1) Importe de los leasings operativos consecuencia del cambio contable de IAS 16 (750M EUR), 2) la compra de GC Pharma por 460M USD y 3) la ampliación de una línea de crédito desde 500M USD hasta 1.000M USD con vencimiento 2025 aunque hoy aún no hay nada dispuesto.

El pasado 28 de julio, GRF anunciaba que había entregado sus primeros lotes de la inmunoglobulina hiperimmune anti-SARS-CoV-2 para uso en ensayos clínicos. Este medicamento específicamente desarrollado para tratar la infección por SARS-CoV-2 proporciona inmunización pasiva a los pacientes, fortaleciendo el sistema inmunitario y podría utilizarse tanto para la prevención como para el tratamiento de la enfermedad. El pasado domingo, Trump anunciaba en rueda de prensa la autorización de emergencia del uso del plasma con anticuerpos de enfermos de coronavirus Covid-19 como tratamiento contra el virus. Se trata de una noticia muy positiva para los intereses de GRF porque podría incrementar claramente sus ingresos por una mayor venta de medicamentos de inmunoglobulinas hiperinmunes.

Por último, pensamos que Ambar puede tener un impacto material en la facturación de GRF. Después de la finalización de la fase II y III, falta presentar los resultados alcanzados, por lo que ASFA debería de incluir el plasma génesis en algún momento. Ambar es importante porque incrementa la TAM de GRF de forma sustancial, ya que el Alzheimer es una oportunidad de mercado muy grande versus los nichos de mercado donde GRF acostumbra a operar. No existe patente y el resto de los competidores de GRF también puede tener acceso a este proceso productivo para tratar el Alzheimer.

VALORACIÓN FUNDAMENTAL

Detallamos nuestra valoración fundamental en base a nuestro escenario base y más importante aún nuestro escenario negativo.

1) Escenario base: El crecimiento de ventas vendrá sustentado por las inversiones estratégicas y los esfuerzos realizados en los últimos años, que están permitiendo tener una mayor disponibilidad de plasma y dar respuesta a la sólida demanda de las principales proteínas plasmáticas. La demanda de inmunoglobulina continúa fuerte en todas las geografías (sobre todo EE.UU. y Canadá) y GRF sigue desarrollando nuevas formulaciones e indicaciones como la inmunoglobulina subcutánea Xembify. En Albúmina, China lidera la venta de proteína plasmática y supone un potencial de crecimiento a futuro muy importante. **Para Biociencia, esperamos un crecimiento de ventas del +8% a 2020 y una CAGR a 2022 del 6,5% consecuencia de una mayor presión en precios.**

En el segmento de diagnóstico, esperamos que las ventas estén estables este año por las menores donaciones de plasma (Covid-19) pero que se recuperen y aumenten a futuro gracias a la entrada de nuevos productos.

Esperamos que el margen operativo (Ebit) descienda hasta el 20% este año para después recuperarse hasta el 22,5% en 2022. El gasto en capital (capex) debería de reducirse después del Esfuerzo de los últimos años y estimamos un 5,7 % de las ventas con un +2% de inversión en crecimiento.

Con un múltiplo de valoración sobre beneficio y flujo de caja de 22x y Ebit de 17x, múltiplo menor a competidores como CSL que cotiza a 32x beneficios, llegamos a un precio objetivo de 25 EUR (potencial superior al 75%) y TIR implícita del 22%.

2) Escenario negativo: Refleja una mayor presión en precios por parte de la competencia y no recuperación de los volúmenes de plasma durante el 2H20 consecuencia del Covid-19. El crecimiento de Biociencia decrece hasta niveles del 1%-2% y diagnóstico se mantiene plano hasta 2022 sin recuperación de márgenes a futuro. Las inversiones se deben mantener para no perder competitividad, pero el mercado no estaría dispuesto a pagar el múltiplo actual.

Con un múltiplo de valoración sobre beneficio y flujo de caja de 15x y Ebit de 12x, alcanzamos un precio objetivo de 14,5 EUR, precio superior a la cotización actual.



Gráfico 1: Evolución de la cotización clase A y clase B Grifols – Fuente: Bloomberg

Aviso Legal

DRACO GLOBAL SICAV está inscrita en el Registro de Sociedades de Inversión de Capital Variable con el número 1321 y con CIF A-95105227. Que tiene como entidad gestora GESIURIS ASSET MANAGEMENT SGIIC, S.A. inscrita en el registro de entidades de la Comisión Nacional de Mercados de Valores con el número 37. La sociedad depositaria, BNP PARIBAS SECURITIES. inscrita en el Registro Oficial de Bancos y Banqueros con el número 206.