

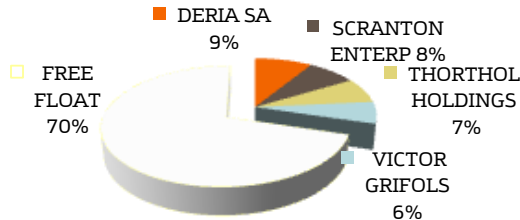
Sector: Farma

Exposición al dólar, doble riesgo: menos ingresos y más gasto financiero.

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €):	13.966 M€
Último (serie A)	45,19 €/acc.
Último (serie B)	33,20 €/acc.
Nº Acciones (serie A):	213.065 M acc.
Nº Acciones (serie B):	130.713 M acc.
Max / Min Serie A (52 sem):	44,54/30,15 €/acc.
Cód. Reuters / Bloomberg:	GRLS.MC / GRF.SM

Accionariado



Principales cifras y ratios

	2014r	2015e	2016e	2017e	TAMI(1)
Ingresos	3.355	3.700	3.902	4.118	7,1%
Ebitda	1.047	1.114	1.153	1.213	5,0%
Mg. Ebitda	31,2%	30,1%	29,5%	29,5%	
BNA	470	511	477	521	3,5%
BPA (€/acc.)	1,37	1,49	1,38	1,51	3,3%
DPA (€/acc.)	0,55	0,59	0,55	0,60	3,3%
Rent. Divid.	1,2%	1,3%	1,2%	1,3%	
DFN	3.246	3.658	3.509	3.291	
PER	24,2x	30,4x	32,8x	30,0x	
ROE	17,7%	17,2%	14,6%	14,5%	
DFN/Ebitda	3,1x	3,3x	3,0x	2,7x	
DFN/FF.PP.	1,2x	1,2x	1,1x	0,9x	
EV/Ebitda	14,0x	15,8x	15,2x	14,2x	

(1) TAMI 14/17 (Tasa Anual Media de Incremento)

Valor más probable

Crecimiento sostenible estimado (g)	0,75%
Coste de capital (Ke)	5,2%
Coste de la deuda (Kd)	5,2%
Prima de riesgo (Rp)	5,60%
Tasa libre de riesgo (RFR)*	2,2%
Weighted Average Cost of Capital (WACC)	5,2%
Beta (5 años)	0,53

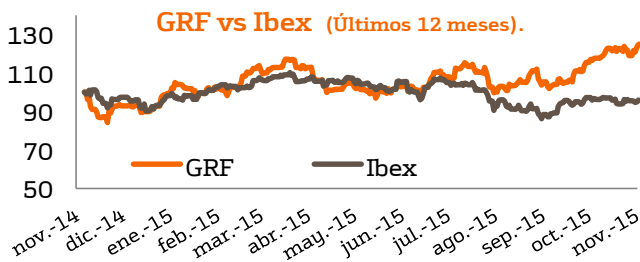
Precio objetivo (€/acc.) 46,7

Cotización (€/acc.) 45,2

Potencial de revalorización 3%

* Referencia utilizada: T-Note ya que el 93% de la deuda está en dólares.

Comparativa con Ibex35



Fuentes: Bloomberg y Análisis Bankinter.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Ana de Castro (analista principal de este informe)

Ramón Forcada	Jesús Amador	Rafael Alonso
Eva del Barrio	Pilar Aranda	Belén San José

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<http://broker.ebankinter.com/www/es-es/cqi/broker+binarios?secc=OPVS&subs=DISC&nombre=disclaimer.pdf>

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.

Grifols

Precio Objetivo: 46,7 €

Recomendación: Neutral

Mantenemos nuestra recomendación en Neutral a pesar de revisar el Precio Objetivo desde 40,0 €/acc. hasta 46,7 €/acc. Este precio apenas ofrece potencial de revalorización (+3%) y los múltiplos sugieren que el valor no está barato. Las cosas no han cambiado desde los últimos meses y el futuro inmediato apunta a que los márgenes seguirán presionados a la baja. La exposición al dólar ya no será un viento de cola ("menos apreciación de los ingresos"). Mientras que sí supondrá un incremento directo de los gastos financieros y mayor dificultad para reducir el apalancamiento.

Presión sobre márgenes: Según nuestras estimaciones el Margen Ebitda mantendrá la tendencia bajista que ha mostrado en los últimos trimestres, al menos durante 2016 y 2017 (Mg. Ebitda estimado 29,5%). Nos parece poco probable que logre romper la barrera del 30% en busca del objetivo 31%/33%, identificando los siguientes factores (no varían sustancialmente desde nuestra anterior estimación) como los principales riesgos al alza:

(i) Los ingresos recurrentes de su tres divisiones presenta una situación comprometida en el corto plazo (se explica con más detalle en la pag. 2 de este informe).

(ii) El efecto dólar, que ha venido favoreciendo los ingresos de GRF por su apreciación, presenta un **doble riesgo**: por un lado, parece razonable pensar que en los próximos meses su apreciación podría ser menos acusada (eurodólar -18% en 2014 y -6% YTD) y por otro, la subida de tipos en EE.UU. (casi toda su deuda está emitida en dólares) aumentará significativamente los gastos financieros de su ya elevada deuda. Según nuestras estimaciones en 2016 la DNF será 3,3x su Ebitda y 1,2x sus Fondos Propios. Por tanto, el efecto dólar podría estar agotándose y explicaría la caída del BNA'16 estimado (menos ingresos y más costes).

(iii) El coste operativo permanecerá abultado por el mantenimiento simultáneo de las dos plantas de fraccionamiento en Clayton (EE.UU.), hasta que la nueva absorba progresivamente toda la producción (gastos operativos +20% en 9M'15).

(iv) Los **royalties** percibidos de Novartis, tras la adquisición de su unidad de diagnóstico transfusional, son cada vez menores (aprox. -80%).

Dividendos: Mantiene la remuneración al accionista con un *pay-out* de 40% aproximadamente, que supone una *yield* 2015(e) de 1,4% vs. 1,2% en 2014. Recordemos que GRF retomó el pago de dividendo el año pasado (dejó de pagar tras la compra de Talecris, es decir, en 2011 y 2012) y que no podrá repartir dividendos si el ratio de apalancamiento DFN/Ebitda ajustado > 4,5x.

Múltiplos comparables: El cuadro que se muestra en la pag. 3 refleja que GRF cotiza por encima de sus compañías comparables, indicando que el valor podría estar relativamente caro. Según nuestras estimaciones el PER'16 será 33x vs. 22x el sector, el múltiplo Ebitda'16 se mantendría en línea (15,2x GRF y 14,7x el sector) y se estaría pagando 4,5x sus ventas en 2016 vs. 3,5x en el sector. Por otra parte, el ROE abandona el máximo poscrisis de 18% de 2014 (2015 e: 17% GRF vs. 22% sector) para dirigirse hacia 15% en 2016 y 14% en 2020.

<http://broker.bankinter.com/>

<http://www.bankinter.com/>

Esther Gutiérrez de la Torre

Ramón Carrasco Ana Achau (Asesoramiento)

(Pág. 1 de 3)

Avda. Bruselas 12

28108 Alcobendas

Madrid

Distribución geográfica	9M '15	%vtas	a/a	9M '14	%vtas	2014	%vtas	2013	%vtas	2012	%vtas
USA + CANADÁ	629	65%	23%	513	63%	2.042	63%	1.694	63%	1.632	64%
UE	154	16%	1%	153	19%	663	21%	556	21%	551	22%
RESTO MUNDO	161	17%	25%	129	16%	523	16%	426	16%	372	15%
SUBTOTAL	944	97%	19%	795	97%	3.228	96%	2.676	98%	2.555	97%
MAT. PRIMAS	28	3%	30%	22	3%	127	4%	65	2%	66	3%
TOTAL	972	100%	19%	817	100%	3.355	100%	2.741	100%	2.621	100%

Evolución por divisiones	9M '15	%vtas	a/a	9M '14	%vtas	2014	%vtas	a/a	2013	%vtas	a/a
<i>Bioscience (Hemoterapia)</i>	2212	77%	21%	1.823	75%	2.514	75%	3%	2.449	89%	5%
<i>Diagnostic (Análisis Clínicos)</i>	510	18%	13%	453	19%	620	18%	376%	130	5%	-3%
<i>Hospital (Farmacia Hospitalaria)</i>	72	3%	1%	71	3%	95	3%	-2%	97	4%	1%
<i>Raw Materials & Otros</i>	78	3%	-14%	91	4%	127	4%	94%	65	2%	0%
TOTAL	2.872	100%	18%	2.438	100%	3.355	100%	22%	2.742	100%	3%

Comentarios y Opinión:

Principales cifras 9M '15: Ingresos 2.872M€ (+18%), EBITDA 857M€ (+11%), Margen Ebitda 29,8% vs. 31,6% en 9M '14; EBIT 718M€ (+14%); B° Neto 400M€ (+19%) y BPA 1,17€ (+19%).

La evolución de los ingresos sufre un nada despreciable debilitamiento, ya que el aumento del +18% se debe principalmente a la apreciación del dólar (más del 80% de los ingresos recurrentes se generan fuera de Europa). Así, a tipos de cambio constantes tan sólo aumentan +1,7%. Atendiendo a la evolución geográfica, de enero a septiembre, se observa que el peso de las ventas en EE.UU. pasa de 63% en 2014 a 65% y las del resto del mundo pasan a representar el 17% desde 16% el año pasado.

De cara a los próximos meses creemos que los ingresos seguirán penalizados por los siguientes factores:

(i) Como venimos mencionando desde hace tiempo, el **mercado de hemoderivados** en EE.UU. sufre una fuerte **presión en precios**, que se traduce automáticamente en estrechamiento de márgenes. Por tanto, aunque se espera que la fuerte demanda de Albúmina registrada en el 3T '15 en China continúe durante el 4T '15, no será suficiente para compensar la peor evolución del resto de derivados del plasma que forman la unidad de Biociencia (y supone el 75% de los ingresos de GRF).

(ii) En cuanto a la **división de Diagnóstico** (cuyos ingresos hasta sep.15 retrocedieron -1,2% a tipos de cambio constante) centrada en los análisis por tecnología NAT (análisis de ácidos nucleicos) seguirá penalizada por la desaceleración en algunos países desarrollados (menos presupuestos para sanidad, menos transfusiones, etc.) en un entorno altamente competitivo. Además, la prórroga hasta 2026 del acuerdo firmado con Abbott para la producción de antígenos por 700M\$, generará ingresos recurrentes, pero continuará impactado negativamente sobre las ventas como ha sucedido en el 3T '15.

(iii) La **división de hospitales** (Ventas 9M '15: -0,3% a tipos cambio const.) sólo representa el 3% sobre ingresos totales pero tendrá dificultades para crecer en un contexto global que avanza a menor ritmo.

Deuda Financiera Neta: Sigue mostrando dificultades para reducir el endeudamiento. En sep. '15 la DFN alcanzó los 3.700M€ (+16% desde dic.14) y el ratio de endeudamiento se situó en 3,3x Ebitda (últimos 12 meses) desde 3,1x el Ebitda en dic.14. El aumento de la deuda se debe tanto a la apreciación del dólar como a la disminución de tesorería, en parte dirigida a I+D (+24% respecto 9M '14).

Inversiones (CAPEX): Alcanzó los 201M€ (sep.15) destinados a mejorar las instalaciones productivas (Parets del Vallés, Barcelona), al desarrollo de inversiones estratégicas (la reubicación de la División de *Bioscience* en Irlanda en busca de ventajas fiscales) y a la nueva planta integrada de producción de antígenos en Emeryville (San Francisco, EE.UU). Esta última, que forma parte del *Proyecto Horizon* del plan de inversiones 14/16 (dotación aprox. 600M€), se trasladará en 2017 la producción para Abbott.

PyG (M€)	9M 2014	%vtas	9M 2015	%vtas	a/a
TOTAL INGRESOS	2.438		2.872		18%
<i>Costes de ventas</i>	<i>1.182</i>	<i>48%</i>	<i>1.462</i>	<i>51%</i>	<i>24%</i>
MARGEN BRUTO	1.256	52%	1.409	49%	12%
<i>I+D</i>	<i>128</i>	<i>5%</i>	<i>158</i>	<i>6%</i>	<i>24%</i>
<i>SG&A</i>	<i>498</i>	<i>20%</i>	<i>533</i>	<i>19%</i>	<i>7%</i>
EBITDA	770	32%	857	30%	11%
Amortizaciones	139	6%	139	5%	0%
EBIT	631	26%	718	25%	14%
Coste financiero neto	202	8%	198	7%	-2%
BAI	426	17%	517	18%	21%
IS	89		116		
BNA	336	14%	401	14%	19%
Nº acciones (millones)	344		344		
BPA	0,98		1,17		

Fuente: Análisis Bankinter y propia compañía.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Ana de Castro (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Jesús Amador

Esther Gutiérrez de la Torre

Rafael Alonso

Avda. Bruselas 12

Eva del Barrio Pilar Aranda

Ramón Carrasco

Ana Achau (Asesoramiento)

28108 Alcobendas

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

(Pág. 2 de 3)

Madrid

<http://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+binarios?secc=OPVS&subs=DISC&nombre=disclaimer.pdf>

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.

<http://broker.bankinter.com/>

<http://www.bankinter.com/>

PYG Resumida (M€)	2013r	2014r	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	TAMI 15/20
Total Ingresos	2.742	3.355	3.700	3.902	4.118	4.350	4.599	4.867	5,6%
Coste Ventas	1.324	1.656	1.850	1.951	2.059	2.175	2.300	2.434	
Margen Bruto	1.418	1.699	1.850	1.951	2.059	2.175	2.300	2.434	5,6%
EBITDA	865	1.047	1.114	1.153	1.213	1.305	1.369	1.437	5,2%
Margen Ebitda	31,5%	31,2%	30,1%	29,5%	29,5%	30,0%	29,8%	29,5%	
Amortizaciones	128	189	218	216	225	261	265	269	
EBIT	736	858	895	936	988	1044	1104	1168	5,5%
Rdo. Financiero	237	261	244	333	328	323	318	314	
BAI	498	590	651	604	660	721	785	855	5,6%
Impuesto de Sociedades	155	123	137	127	139	151	165	179	
BNA	346	470	511	473	518	566	617	672	5,6%
BPA	1,01	1,37	1,49	1,38	1,51	1,65	1,79	1,95	5,6%

Fuente: Análisis Bankinter y propia compañía.

Balance Resumido (M€)	2013r	2014r	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Inmovilizado	3.701	5.537	6.337	6.461	6.550	6.651	6.760	6.871
Activo Corriente	1.412	1.810	1.780	1.858	1.891	1.976	2.067	2.165
Tesorería	727	1.103	1.061	1.128	1.192	1.249	1.325	1.407
TOTAL ACTIVO / PASIVO	5.841	8.450	9.179	9.447	9.633	9.877	10.153	10.443
Patrimonio Neto Total	2.107	2.663	2.969	3.254	3.564	3.904	4.274	4.677
Pasivo Corriente	457	885	756	800	815	864	916	973
Deuda Financiera	2.811	4.349	4.719	4.637	4.483	4.319	4.150	3.958
Pasivo No Corriente	465	553	734	756	771	790	812	835
Fondo de Maniobra (F.M.)	1.683	2.028	2.085	2.186	2.267	2.362	2.476	2.599

Fuente: Análisis Bankinter y propia compañía.

Valoración DFC	2015	2016	2017	2018	2019	2020
BNA	511	473	518	566	617	672
Amortiz. & Prov.	218	216	225	261	265	269
CFN	729	690	743	827	882	940
Financieros (1-T)	193	264	260	256	318	314
(-)Inversiones	250	260	265	271	276	276
+/- Var. F. M.	-57	-101	-81	-95	-114	-122
CFLO	616	593	656	718	810	856

Fuente: Análisis Bankinter.

Matriz de Sensibilidad. Valoración DFCL

	Precio Objetivo GRF		g				
	0,45%	0,60%	0,75%	0,90%	1,05%	1,20%	
W	4,58%	51,9	53,9	56,1	58,4	61,0	63,8
A	4,78%	48,9	50,7	52,6	54,8	57,0	59,5
C	4,98%	46,1	47,8	49,5	51,4	53,5	55,7
C	5,18%	43,6	45,1	46,7	48,4	50,3	52,2
	5,38%	41,3	42,7	44,1	45,7	47,3	49,1
	5,58%	39,2	40,5	41,8	43,2	44,7	46,3
	5,78%	37,3	38,4	39,6	40,9	42,3	43,7

Fuente: Análisis Bankinter.

Hemos aplicado al modelo una sobreprima de riesgo de +2% sobre el Yield del Ixex (3,6%) por la elevada exposición al dólar (fortaleza de la divisa y probable subida de tipos de interés EE.UU. = impacto negativo sobre la deuda y los costes financieros). En coherencia con ello, tomamos como referencia la TIR del T-Note como la tasa libre de riesgo.

Ratios Comparables

Compañía	PER		EV/Ventas		EV/Ebitda		ROE	Rent. Divid.
	PER15e	PER16e	2015e	2016e	2015e	2016e	2015e	2015e
GRIFOLS A	30,4 x	32,8 x	4,8 x	4,5 x	15,8 x	15,2 x	17,2%	1,32%
CSL LTD	24,3x	21,0x	5,4x	6,1x	18,2x	17,9x	46,7%	1,72%
BAXTER	30,0 x	26,6 x	2,1 x	1,4 x	8,0 x	13,5 x	21,1%	4,45%
Media Compañías Hemoderivados	27,1 x	23,8 x	3,7x	3,7x	13,1x	15,7x	33,9%	3,08%
Media Compañías Diagnóstico	20,8 x	18,6 x	3,3 x	3,1 x	15,6 x	13,1 x	18,2%	1,22%
Media Compañías Material Médico	17,0 x	15,9 x	3,9x	4,0x	17,0x	11,9x	15,0%	2,26%
Media sector	21,7 x	19,4 x	3,6 x	3,6 x	15,2 x	13,6 x	22,4%	2,2%
Media ponderada sg. negocios GRF	25,0 x	22,0 x	3,5 x	3,5 x	13,3 x	14,7 x		

Fuente: Bloomberg y Análisis Bankinter.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Ana de Castro (analista principal de este informe)

Ramón Forcada

Jesús Amador

Esther Gutiérrez de la Torre

Rafael Alonso

Eva del Barrio

Pilar Aranda

Ramón Carrasco

Ana Achau (Asesoramiento)

<http://broker.bankinter.com/><http://www.bankinter.com/>

Avda. Bruselas 12

28108 Alcobendas, Madrid

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

(Pág. 3 de 3)

<http://broker.ebankinter.com/www/es-es/cqi/broker+binarios?secc=OPVS&subs=DISC&nombre=disclaimer.pdf>

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.