

Sector: Farma

Más tiempo del esperado para remontar.

Grifols

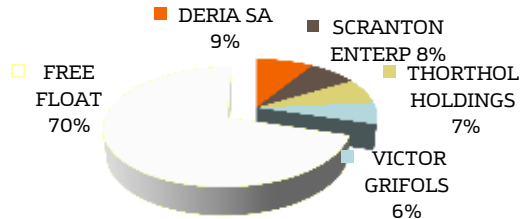
Precio Objetivo: 23,4 €

Recomendación: Neutral

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €): 12.605 M€
 Último (serie A) 20,15 €/acc.
 Último (serie B) 15,37 €/acc.
 N° Acciones (serie A): 426.130 M acc.
 N° Acciones (serie B): 261.425 M acc.
 Max / Min Serie A (52 sem): 23,0/17,0 €/acc.
 Cód. Reuters / Bloomberg: GRLS.MC / GRF.SM

Accionariado



Principales cifras y ratios

	2015r	2016e	2017e	TAMI(1)
Ingresos	3.935	4.066	4.231	3,7%
Ebitda	1.160	1.253	1.279	5,0%
Mg. Ebitda	29,5%	30,8%	30,2%	
BNA	532	583	581	4,4%
BPA (€/acc.)	0,77	0,85	0,84	4,4%
DPA (€/acc.)	0,31	0,34	0,34	4,4%
Rent. Divid. (serie A)	1,5%	1,7%	1,7%	
Rent. Divid. (serie B)	2,1%	2,2%	2,2%	
DFN	3.685	3.100	2.817	
PER	27,5x	23,8x	23,9x	
ROE	16,1%	16,0%	14,5%	
ROIC	9,2%	9,6%	9,7%	
DFN/Ebitda	3,2x	2,5x	2,2x	
DFN/FF.PP.	1,1x	0,9x	0,7x	
EV/Ebitda	13,7x	12,2x	11,8x	

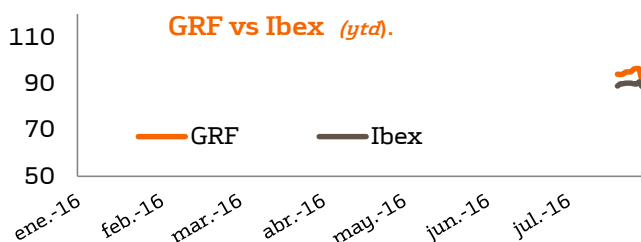
(1) TAMI 15/17 (Tasa Anual Media de Incremento)

Valor más probable

Crecimiento sostenible estimado (g)	0,75%
Coste de capital (Ke)	5,3%
Coste de la deuda (Kd)	4,9%
Prima de riesgo (Rp)	6,30%
Tasa libre de riesgo (RFR)*	1,9%
Weighted Average Cost of Capital (WACC)	5,1%
Beta (5 años)	0,54
Precio objetivo (€/acc.)	23,4
Cotización (€/acc.)	20,2
Potencial de revalorización	14%

* Ref. utilizada: T-Note ya que más del 90% de la deuda está en dólares.

Comparativa con Ibex35



Fuentes: Bloomberg y Análisis Bankinter.

Resultados muy flojos y por debajo de expectativas. Como esperábamos persiste la debilidad con la que arrancó el año. Grifols parece bloqueada por su dos principales obstáculos: el estrechamiento de márgenes y el elevado apalancamiento. Podría tardar más tiempo del que estimábamos en remontar. Mantenemos nuestra recomendación en Neutral y el Precio Objetivo en 23,4€/acc. (potencial +14%).

Los resultados del primer semestre resgistran un incremento de los ingresos inferior a 3%, el Ebitda retrocede ligeramente (-1%), el Margen sobre Ebitda (uno de los problemas de la compañía) continúa estrechándose (más de 100 p.b. hasta 28,4%) a pesar de haber recortado los gastos en I+D (-6,3%). Además, el *capex* del periodo disminuye hasta 112,5M€ (-16,5%). Así, el Ebit empeora casi -4%. Mientras que el BNA registra un ligero aumento de +1% por el efecto positivo de determinadas inversiones financieras, principalmente por el menor impacto de las diferencias de tipos cambio.

Los márgenes siguen en el punto de mira. Destacamos tres factores que lo explican. (i) la dificultad para acelerar las ventas, sobre todo en la división de Diagnostic y de Hospitales, a un ritmo suficiente para compensar los menores ingresos por *royalties*. (ii) Incremento de los gastos por el plan intensivo en *capex* (16/20) y por la duplicidad de costes fijos por mantener dos plantas fraccionamiento en funcionamiento en Clayton. (iii) Mayor coste de acceso a la materia prima (el plasma humano) por la apertura acelerada de nuevos centros de donación en EE.UU. (pasarán de 166 a 225 centros).

El aspecto positivo es que su negocio core (el negocio plasmático) se verá respaldado por una tendencia alcista el sector y la robusta posición de liderazgo de Grifols a nivel mundial.

Evolución geográfica: Las ventas en Europa presentan el peor comportamiento (-6% a/a). Este retroceso es compensado por el aumento en EE.UU. + Canadá (+6% a/a) y en el resto del mundo, donde avanzaron a un ritmo de +7% (+11% cc). De manera que, en el reparto sobre ingresos totales, Europa pierde posiciones (desde 18% hasta 16%) que se traslada a EE.UU. + Canadá (desde 63% hasta 65%) y al resto del mundo (desde 16% hasta 17%). Ver cuadro en la pág. 2.

La Deuda Financiera Neta: Aumenta hasta 3.921M€ (+6% desde dic.15) y el ratio de endeudamiento se eleva hasta 3,4x Ebitda (últimos 12 meses) desde 3,2x Ebitda en dic.15 y 3,1x en 1T'16. En relación a los FFPP se incrementa hasta 1,2x desde 1,1x en dic.15. Consideramos el elevado apalancamiento un obstáculo para la compañía. La generación de caja parece no ser suficiente para reducirlo. Además, hay que tener en cuenta que en este periodo, la variación del tipo de cambio ha jugado en su favor (el dólar se ha depreciado 2,25% durante el 1S'16). Por tanto, la exposición al dólar no ha contribuido a engrosar el endeudamiento, sino lo contrario.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Ana de Castro (analista principal de este informe)

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

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.

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

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

Ana Achau (Asesoramiento)

Esther Gutiérrez de la Torre

(Pág. 1 de 2)

Avda. Bruselas 12

28108 Alcobendas

Madrid

Resultados 1S'16 más débiles de lo esperado (presentó resultados el 28/072016).

Principales cifras de 1S'16 comparadas con el consenso de Reuters: Ingresos 1.951,6M€ (+2,7%) vs. 1.962M€ estimado, Ebitda 553,6M€ (-1,3%) vs. 563,6M€ estimado, Margen Ebitda 28,4% vs. 29,5% en 1S 2015; Ebit 452,7M€ (-3,8%); BNA 264,4M€ (+1,1%) vs. 256,5M€ estimado y BPA 0,39€ (+1,1%).

Ingresos por Divisiones de negocio: Bioscience 1.559M€ (+7%, +6,7% cc*), Diagnostic 317M€ (-8%, -8% cc), Hospital 46M€ (-6%, -4% cc) y Materias Primas y otros 29M€ (-42%, -43% cc).

Atendiendo a la evolución de los ingresos por divisiones, los resultados muestran un buen ritmo de crecimiento en su la división de Biociencia (+7% a/a), que concentra el negocio de plasma y es su principal fuente de ingresos (80% desde 77% en dic.15). En el resto de divisiones las ventas disminuyen: la de Diagnóstico, que agrupa la actividad de transfusiones, retrocede -8% a/a, con un peso sobre los ingresos nada despreciable (16% desde 18% en dic.15). Si bien, cabe destacar, que en el 1S'15 los ingresos aumentaron significativamente por los contratos de tecnología NAT (análisis de ácidos nucleicos) firmados en Japón y por el antiguo contrato con Abbott para la producción de antígenos (contrato renovado hasta 2026 por importe adicional de 200M\$). De manera que la comparación a/a estaría distorsionada, sin poder valorar con claridad la evolución de este negocio tras la adquisición a Novartis (enero de 2014). La división de Hospital, fuente residual de los ingresos, retrocede -6% a/a afectada por la ralentización de concursos relacionados con la línea de Pharmatech, que incluye logística hospitalaria. Por último, en los ingresos Resto del Mundo y Otros (-42% a/a) mencionar que la exposición en el Reino Unido no es significativa y no se espera ningún impacto relevante como consecuencia del Brexit. El retroceso se explica porque los menores royalties percibidos de Novartis por su unidad de diagnóstico transfusional cada vez son menores.

Capex: Grifols se encuentra inmersa en el plan de inversiones de 1.200M€ para el periodo 2016-2020 que afectará a todas las divisiones. En el corto plazo, es uno de los factores que está presionando los márgenes. De cara a los próximos ejercicios, debería revertir en un aumento de ingresos, ampliación de márgenes y mejora de eficiencia. Centrará los esfuerzos en impulsar las divisiones Diagnostic y Hospital. El objetivo es crecer de forma orgánica a través de la introducción de nuevos productos, la expansión geográfica y una mayor penetración en mercados donde ya opera.

Evolución por divisiones	1S 2015	% vtas	a/a	1S 2016	% vtas	a/a
Bioscience (Hemoterapia)	1.457	77%	21%	1.559	80%	7%
Diagnostic (Análisis Clínicos)	344	18%	17%	317	16%	-8%
Hospital (Farmacia Hospitalaria)	49	3%	-1%	46	2%	-6%
Raw Materials & Otros	50	3%	-16%	29	1%	-42%
TOTAL	1.901	100%	18%	1.952	100%	3%

Distribución geográfica	1S 2015	% vtas	1S 2016	%vtas	a/a
USA + CANADÁ	1.199	63%	1.269	65%	6%
UE	343	18%	323	17%	-6%
RESTO MUNDO	309	16%	330	17%	7%
SUBTOTAL	1.851	97%	1.923	99%	4%
MAT. PRIMAS	50	3%	29	1%	-42%
TOTAL	1.900	100%	1.952	100%	3%

PyG (M€)	1S 2015	% vtas	a/a	1S 2016	%vtas	a/a
TOTAL INGRESOS	1.901		18%	1.952	0%	3%
Costes de ventas	974		25%	1.010	52%	4%
MARGEN BRUTO	927	48,8%	12%	942	48%	2%
I+D	104	5,5%	22%	97	5%	-6%
SG&A	352	18,5%	8%	392	20%	11%
EBITDA	561	29,5%	10%	554	28%	-1%
Amortizaciones	90		0%	101	5%	12%
EBIT	471	24,8%	13%	453	23%	-4%
Coste financiero neto	137		0%	107	6%	21%
BAI	334	17,6%	15%	345	18%	3%
IS	73		0%	81	4%	0%
BNA	261	13,7%	17%	264	0%	1%
Nº acciones (millones)	688			688		
BPA	0,379			0,384		

Fuente: Análisis Bankinter u propia compañía.

La Compañía ha sido informada sobre esta recomendación antes de la publicación de esta nota.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Ana de Castro (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Jesús Amador

Esther Gutiérrez de la Torre

Eva del Barrio Rafael Alonso

Ramón Carrasco

Ana Achau (Asesoramiento)

Avda. Bruselas 12

28108 Alcobendas

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

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

Madrid

* 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/>

(Pág. 2 de 2)