

2 de agosto de 2016

Cierre de este informe:

7:54 AM

Claves del día:

✓ Rtdos. Empresariales. Ingresos y gastos personales (USA)

Ayer: "Los stress tests no son suficientes"

Retroceso de las bolsas europeas, penalizadas por un sector financiero que registró pérdidas generalizadas. Los inversores continúan siendo escépticos acerca de la validez de estas pruebas y permanecen muy cautos con el sector financiero en una etapa de tipos bajos, presión de márgenes y mayores exigencias regulatorias y de capital. Las entidades con menores ratios de capital fueron las más castigadas ayer (con la excepción de Monte Paschi, que anunció un plan de recapitalización). Wall Street ofreció nuevas muestras de su resistencia, cerrando prácticamente plano a pesar de la fuerte caída del precio del petróleo (-20% desde máximos de junio) y de unos datos macro inferiores a las expectativas. En el mercado de renta fija, los bonos americanos perdieron terreno tras las declaraciones de Dudley (ver Entorno Económico) mientras que la TIR del bono español a 10 años se mantiene próxima al 1%.

Bolsas	Último (*)	Anterior	% día	% año
Dow Jones Ind.	18.405	18.432	-0,2%	5,6%
S&P 500	2.171	2.174	-0,1%	6,2%
NASDAQ 100	4.756	4.730	0,5%	3,5%
Nikkei 225	16.447	16.636	-1,1%	-13,6%
EuroStoxx50	2.967	2.991	-0,8%	-9,2%
IBEX 35	8.513	8.587	-0,9%	-10,8%
DAX (ALE)	10.331	10.338	-0,1%	-3,8%
CAC 40 (FRA)	4.409	4.440	-0,7%	-4,9%
FTSE 100 (GB)	6.694	6.724	-0,5%	7,2%
FTSE MIB (ITA)	16.555	16.847	-1,7%	-22,7%
Australia	5.549	5.587	-0,7%	4,8%
Shanghai A	3.093	3.092	0,0%	-16,5%
Shanghai B	340	340	0,0%	-20,3%
Singapur	2.862	2.893	-1,1%	-0,7%
Corea	2.021	2.030	-0,4%	3,1%
Hong Kong	22.129	21.891	1,1%	1,0%
India	28.118	28.003	0,4%	7,7%
Brasil	56.756	57.308	-1,0%	30,9%
México	46.807	46.661	0,3%	8,9%

* Pueden no quedar recogidos los cierres de los índices asiáticos.

Mejores subidas y bajadas

Ibex 35	% diario	% diario
AMADEUS IT H	1,8%	BANCO POPULA -5,9%
GAMESA	1,2%	BBVA -3,7%
TECNICAS REU	1,2%	ACCIONA SA -3,0%
EuroStoxx 50	% diario	% diario
SAFRAN SA	2,0%	UNICREDIT SP -9,4%
INDITEX	0,7%	BBVA -3,7%
ORANGE	0,5%	SOC GENERALE -3,7%
Dow Jones	% diario	% diario
APPLE INC	1,8%	EXXON MOBIL -3,5%
PFIZER INC	1,1%	CHEVRON CORP -3,3%
WAL-MART STO	1,1%	VERIZON COMM -1,6%

Futuros	Último	Var. Pts.	% día
*Var. desde cierre no turno.			
1er Vcto. mini S&P	2.167,50	2,00	0,09%
1er Vcto. EuroStoxx50	2.967	18,0	0,61%
1er Vcto. DAX	10.336,50	49,50	0,00%
1er Vcto. Bund	167,45	-0,01	-0,01%

Bonos	01-ago	29-jul	+/- día	+/- año
Alemania 2 años	-0,62%	-0,63%	0,9pb	-27,10
Alemania 10 añc	-0,10%	-0,12%	2,1pb	-72,70
EEUU 2 años	0,68%	0,66%	2,9pb	-36,3
EEUU 10 años	1,52%	1,45%	6,8pb	-74,80
Japón 2 años	-0,233%	-0,250%	1,7pb	-22,40
Japón 10 años	-0,136%	-0,192%	5,6pb	-40,10

Diferenciales renta fija en puntos básicos

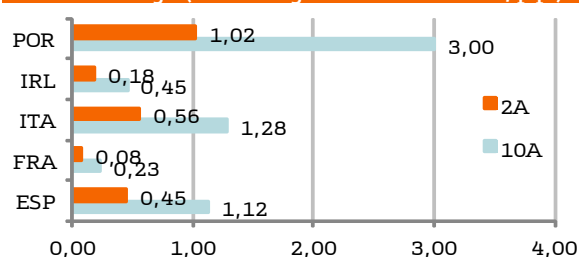
Divisas	01-ago	29-jul	%Var.día	% año
Euro-Dólar	1,1163	1,1174	-0,1%	+2,8%
Euro-Libra	0,8470	0,8446	+0,3%	+14,9%
Euro-Yen	114,30	114,06	+0,2%	-12,5%
Dólar-Yen	102,27	102,39	-0,1%	-14,9%

+/- día: en pb; %año: Var. desde cierre de año anterior

Materias primas	01-ago	29-jul	% día	% año
CRBs	179,06	181,87	-1,5%	1,3%
Brent (\$/b)	40,81	41,01	-0,5%	14,2%
West Texas(\$/b)	40,06	41,60	-3,7%	8,2%
Oro (\$/onza)*	1353,15	1351,00	0,2%	27,5%

* Para el oro \$/onza troy; cotización Mdo. de Londres

Primas de riesgo (bonos 10 y 2 años vs Alemania, p.p.)



Hora	País	Indicador	Periodo	Tasa	Est.	Ant.
9:00h	ESP	Var. Parados	Jul	m/m	-70k	-124,3
11:00h	UEM	Precios producción	Jun	a/a	-3,4%	-3,9%
14:30h	EEUU	Deflactor consumo	Jun	a/a	0,9%	0,9%
14:30h	EEUU	Ingresos personales	Jun	m/m	0,3%	0,2%
14:30h	EEUU	Gasto personal	Jun	m/m	0,3%	0,4%

Próximos días, referencias más relevantes:

X; 11:00	UEM	Ventas Minoristas	Junio	a/a	+1,8%	+1,6%
X; 14:15	EEUU	Encuesta Empleo ADP	Julio	'000	170k	172k
X; 16:00h	EEUU	ISM no manufact.	Jul	Ind.	55,9	56,5
J; 10:00	UEM	BCE: Boletín Económico				
J; 13:00	R.U.	Reunión BoE: 0,25% vs 0,50%; mantener QE en 375bn				
J; 16:00	EEUU	Pedidos a Fábrica	Junio	m/m	-1,8%	-1,0%
V; 14:30	EEUU	Creación Empleo No Agr.	Julio	'000	180k	287k
V; 14:30	EEUU	Tasa de Paro	Julio	s/p.a.	4,8%	4,9%

Hoy: "Goteo a la baja por petróleo y resultados"

Las bolsas afrontan una jornada con un sesgo bajista, condicionado por los siguientes factores: (i) Los índices europeos deberían reflejar hoy el efecto negativo de la fuerte caída del precio del petróleo (-3,7% en el WTI) y los retrocesos de esta madrugada en Asia. (ii) Los resultados empresariales seguirán siendo poco brillantes. En Europa, Commerzbank ha anunciado un *profit warning* y en EE.UU. los resultados de Devon Energy y Procter&Gamble no cambiarán el rumbo descendente del BPA en 2T16 (-2,5% en las compañías que han publicado hasta el momento frente a -5,6% estimado). (iii) Los datos macro que se no tendrán la suficiente entidad para sostener las bolsas, ya que el aumento de ingresos y gastos personales en EE.UU. parece ya descontado por la fortaleza del consumo en EE.UU. (iv) El mercado puede optar por la prudencia en las jornadas previas a las decisiones del BoE (jueves) y los datos de empleo en EE.UU. (viernes). En definitiva, escasos catalizadores en una jornada propicia para la toma de beneficios en bolsas y avances en los bonos soberanos.

Equipo de Análisis de Bankinter (Sujetos al RIC)

Ramón Forcada Eva del Barrio Ramón Carrasco Belén San José
Ana de Castro Jesus Amador Rafael Alonso Esther G. de la Torre Ana Achau (Asesoramiento)

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

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

Todos nuestros informes disponibles en: <https://broker.bankinter.com/www/es-es/cqj/broker+asesoramiento> 28108 Alcobendas (Madrid)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal

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

1.- Entorno Económico

JAPÓN.- El Gobierno de Japón se reúne hoy y podría aprobar un conjunto de medidas económicas por un importe total de 28,1 billones de yenes, entre los que destacarían 13,5 billones de yenes de estímulos fiscales y mayor gasto público de las administraciones central y regionales. Aunque no se han publicado las cifras oficiales, fuentes del mercado apuntan a que 6,2 billones de yenes se destinarían a infraestructuras, 3,4 billones de yenes a medidas para mejorar la demografía del país, 2,7 billones de yenes para aliviar las consecuencias de recientes terremotos, 1,3 billones de yenes para mitigar riesgos del Brexit y ayudar a las Pymes y 7,5 billones de yenes en nuevo gasto por determinar, además de un paquete de préstamos a coste muy reducido. Este paquete de medidas tendría como objetivo estimular el crecimiento económico, después de que el Banco de Japón no anunciara las medidas esperadas en su reunión del pasado viernes.

EE.UU.- (i) El **ISM Manufacturero** de julio se situó en 52,6 frente a 53,0 estimado. Es un dato inferior a expectativas y supone un retroceso con respecto al dato de junio, que marcó un máximo anual con un registro de 53,2. No obstante, el indicador se mantiene por 5º mes consecutivo en niveles superiores a 50,0, lo que anticipa expansión. (ii) El **Gasto en Construcción** descendió en junio -0,6% frente a +0,5% estimado, aunque la cifra de mayo se revisó a mejor desde -0,8% hasta -0,1%. (iii) Dudley (Fed de Nueva York) afirmó ayer que el mercado está infravalorando cuántas veces puede subir tipos la Fed en 2016 y 2017, mientras Kaplan (Fed de Dallas) afirmó que una subida de tipos en la reunión de septiembre todavía es posible, lo que penalizó a los bonos del Tesoro americanos.

PETRÓLEO (OPEP).- Los primeros sondeos indican que en julio la OPEP ha alcanzado un nuevo incremento de producción, hasta 33,41M brr/d (+0,3%). El techo teórico de producción de la OPEP es de 30Mbrr/d. Esta noticia presionará la cotización del crudo a la baja en el corto plazo.

UEM.- El **PMI Manufacturero (final)** de julio se revisó una décima al alza hasta 52,0 frente a 51,9 estimado.

REINO UNIDO.- El **PMI Manufacturero (final)** del mes de junio fue revisado a la baja desde 49,1 hasta 48,2, lo que pone de relieve el deterioro de perspectivas para la economía británica tras el referéndum del Brexit.

AUSTRALIA.- El Banco Central recortó su tipo de interés de referencia desde 1,75% hasta 1,50%, un movimiento esperado por el mercado. El RBA argumenta que la inflación se mantiene en niveles bajos (+1,0% a/a en junio) y las presiones de costes salariales son reducidas, por lo que se puede aplicar una política monetaria más expansiva para estimular el crecimiento (+3,1% a/a en 1T16)

COREA DEL SUR.- El IPC frente repuntó +0,1% frente a +0,2% estimado y +0,0% anterior. La tasa interanual es inferior a las estimaciones y se sitúa en +0,7% frente +0,8% estimado y anterior.

Leer más en nuestra web:

<https://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+asesoramiento?secc=ASES&subs=IMAS>

2.- Bolsa española

REPSOL (Vender; Cierre: 11,11€; Var. Diaria -1,46%): Coloca 700M€ a tipos muy competitivos.- Habría colocado 700M€ (5,5% de su deuda neta) mediante dos colocaciones privadas (600M€ a 2 años y 100M€ a 3 años) a tipos muy atractivos (por debajo del 0,4%). **OPINIÓN:** Buena noticia ya que obtiene financiación a un tipo muy reducido lo que reducirá sus gastos financieros.

IAG (Neutral; Cierre 4,72€; Var. Día: -2,13%): Qatar Airways confirma su decisión de incrementar su participación en IAG al 20% (vs 15% actual). La fuerte caída de la cotización de IAG tras el Brexit es principal motivo de esta decisión. **OPINIÓN:** Como recordatorio mencionar que Qatar compró el primer 9,9% a 7,25€/acc, en enero 2015 y posteriormente un 4,5% adicional a 6,6€/acc en mayo. Esta noticia no debería tener mucho impacto ya que se esperaba que antes o después se materializase. No obstante, no deja de mostrar el interés de Qatar Airways en la estrategia de IAG. Además, despierta el atractivo de otros accionistas, como Standar Life (actualmente con 6% del capital), que podrían aumentar su posición. Por último, si Qatar Airways siguiera aumentando su participación (hasta el 30%) se vería obligada a lanzar una OPA, que no podría ser por el 100% porque la legislación aérea europea que lo limitaría al 49%.

Equipo de Análisis de Bankinter (Sujetos al RIC)

Ramón Forcada
Ana de Castro

Eva del Barrio
Jesús Amador

Ramón Carrasco
Rafael Alonso

Esther G. de la Torre
Belén San José

Ana Achau (Asesoramiento)

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

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

Avda de Bruselas, nº 12

Todos nuestros informes disponibles en: <https://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+asesoramiento>

28108 Alcobendas (Madrid)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal

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

3.- Bolsa europea

INFINEON (Cierre: 14,69€; Var. Diaria -0,71%): Resultados 3T'16 buenos aunque en línea con lo esperado.- Resultados del 3T frente a consenso Bloomberg: Ventas 1.632M€ (+2,9%) vs 1.650M€ esperados; Ebitda 193M€ (+62,2%); margen operativo 15,6% (vs 15,4% en 3T'15); BPA 0,16€ (+60%); BPA ajustado 0,19€ (+5,6%) vs 0,181€ esperado. La demanda ha venido principalmente del sector autos y energías renovables. Para el 4T espera un incremento en ventas del +3% con un margen del 17%. **OPINIÓN:** Buenos resultados aunque en línea con lo esperado. Pensamos que la cotización ya los habría descontado (YTD +8,8%). Acceso directo a los [resultados](#).

COMMERZBANK (Vender; Cierre: 8,09 €; Var. Dia -2,2%): El banco registrará pérdidas en 2016.- **OPINIÓN:** La entidad espera obtener pérdidas debido a la debilidad de los ingresos. La evolución de los tipos de interés y el aumento de la incertidumbre económica son los principales factores que explican el registro de pérdidas según el banco. La revisión de expectativas es sustancial ya que las perspectivas de BNA para 2016 se sitúan en torno a 880 M€ y el banco alcanzó un BNA de 163 M€ en el 1T'16. Entendemos que el banco podría registrar provisiones extraordinarias relacionadas con saneamientos y/o costes adicionales de reestructuración. El banco adelanta además que el BNA del 2T'16 alcanzará 209 M€ en 2T'16 (vs 307 M€ en 2T'15) con un deterioro de la ratio de capital CET I "fully loaded" de -50 pb el 11,5%.

4.- Bolsa americana y otras

S&P por sectores.-

Los mejores: Salud +0,6%; Tecnología +0,4%; *Consumo* +0,1%;

Los peores: Energía -3,3%; Telecomunicaciones -0,9%; Materiales -0,6%

AYER publicaron (compañías más relevantes, BPA 2T'16 frente a lo esperado por el consenso del mercado según Bloomberg): Loews (0,59\$ vs 0,57\$e); Diamond Offshore (0,16 \$ vs 0,00\$e), Dun & Bradstreet (1,37 \$ vs 1,18\$ e).

HOY publican (BPA esperado por el consenso según Bloomberg). Emerson Electric (0,843\$) y Royal Caribbean Cruises (1,021 \$).

Hasta la fecha han publicado 328 compañías del S&P500 registrando una variación de su BPA de -2,47% vs -5,6% estimado al inicio de la temporada. Un 72,8% de las compañías que han publicado resultados ha superado las expectativas, un 15,9% ha presentado cifras inferiores a las estimaciones y un 11,3% ha estado en línea con las expectativas del consenso.

Entre las **compañías que MEJOR EVOLUCIÓN** presentaron ayer destacan: (i) **BIOGEN INC (301,83\$; +4,1%)** gracias a los avances realizados en un fármaco relacionado con la atrofia muscular en niños pequeños, (ii) **ALEXION PHARMACEUTICALS (11,5\$;+3,8%)** cotizaba con alzas el aumento de posiciones en la compañía por parte de grandes fondos de inversión como Eaton Vance y Fidelity Select Biotechnology, (iii) **DELTA AIRLINES (39,48\$;+1,8%)** apoyada por la caída en el precio del petróleo y las mejoras de eficiencia realizadas por la compañía.

Entre los **valores que PEOR EVOLUCIÓN** ofrecieron ayer se encuentran: (i) **DIAMOND (20,98\$; -7,6%)** a pesar de batir expectativas en sus resultados ya que el BPA (ajustado) se mantiene plano vs una pérdida esperada de -0,09\$, (ii) **TRANSOCEAN (10,25\$;-6,7%)** tras anunciar la compra de su filial Transocean Partners LLC por 249 M\$ mediante una ampliación de capital y (iii) **MURPHY OIL (25,63\$;-6,56%)** penalizado por la caída en el precio del petróleo (el West Texas perdía la barra de los 40,0\$).

Horas de cierres de mercados: España y resto Eurozona 17:30h, Alemania 19h, EE,UU, 22:00h, Japón 8:00h

Metodologías de valoración aplicadas (lista no exhaustiva): VAN FCF, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, ratios comparables, Valor Neto Liquidativo, Warranted Equity Value, PER teórico.

Equipo de Análisis de Bankinter (Sujetos al RIC)

Ramón Forcada Eva del Barrio Ramón Carrasco Esther G. de la Torre
Ana de Castro Jesús Amador Rafael Alonso Belén San José Ana Achau (Asesoramiento)

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

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

Todos nuestros informes disponibles en: <https://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+asesoramiento> 28108 Alcobendas (Madrid)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal

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

Sector: Farma

Más tiempo del esperado para remontar.

Grifols

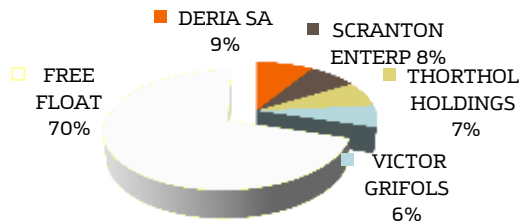
Precio Objetivo: 23,4 €

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	

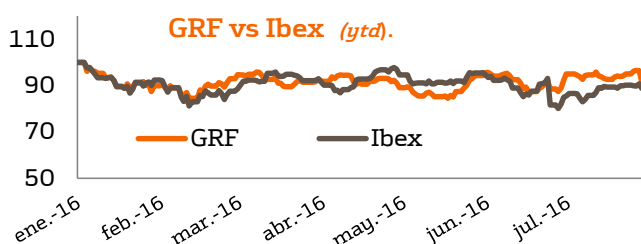
(1) TAMI 15/17 (Tasa Anual Media de Incremento)

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.bankinter.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 están 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)

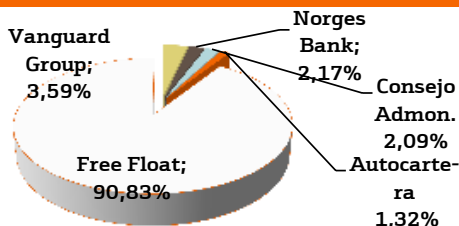
Sector Farma

En busca de la oportunidad.

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €): 895,1 M€
 Último: 3,51 €/acc.
 N° Acciones: 255,0 M acc.
 Max / Min (52 sem): 3,80/2,25
 Cód. Reuters / Bloomberg: FAE.MC / FAE SM

Accionariado



Principales cifras y ratios

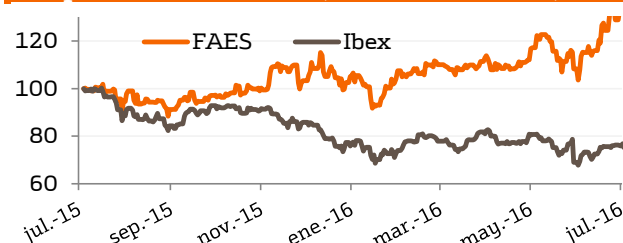
(M euros)	2014r	2015r	2016e	2017e	TAMI ⁽¹⁾
Ingresos	198	214	219	228	4,8%
Ebitda	42	47	50	52	7,4%
Mg. Ebitda	21,9%	22,0%	23%	23%	
BAI	33	39	42	44	
BNA	25	30	32	34	10,1%
BPA (€/acc.)	0,108	0,122	0,126	0,133	7,1%
DPA (€/acc.)	0,080	0,092	0,095	0,099	
Rent. Divid.	4,8%	3,3%	2,7%	2,8%	
PER	15,6x	22,6x	27,8x	26,5x	
-DFN/+Caja Neta	+4	+31	+35	+62	
DFN/Ebitda	0,10x	n.a.	n.a.	n.a.	
EV/Ebitda	9,5x	13,9x	17,3x	16,0x	
P/ VC	1,7x	2,7x	3,4x	3,2x	

⁽¹⁾ TAMI 14/17 Fuente: Análisis Bankinter.
⁽²⁾ DIVIDENDO FLEXIBLE: el 93,85% de los accionistas eligieron pago en acciones.

Valoración

Crecimiento sostenible esperado (g)	0,85%
Coste de capital (Ke)	6,7%
Coste de la deuda (Kd)	n.a.
Prima de riesgo (Rp)	6,4%
Tasa libre de riesgo (RFR)	1,4%
Weighted Average Cost of Capital (WACC)	6,7%
Beta (5 años)	0,83
Precio objetivo (€/acc.)	3,6
Cotización (€/acc.)	3,51
Potencial de revalorización	4%

Comparativa con Ibex35 (últimos 12 meses)



Fuentes: Bloomberg y Análisis Bankinter.

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 Rafael Alonso
 Eva del Barrio Ramón Carrasco 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.

Precio Objetivo: 3,6 €
 Recomendación: Neutral

Subimos el Precio Objetivo desde 3,0€/acc. hasta 3,6€/acc. debido a los buenos resultados del 1S'16. Faes se ha revalorizado +50% desde que recomendamos Comprar (sep'15). El rally desde comienzos de junio (+33%) ha agotado nuestro potencial. Por eso reducimos nuestra recomendación hasta Neutral desde Comprar. Si la Compañía realiza una operación corporativa que impulse el BPA revisaremos al alza Precio Objetivo y/o recomendación. Su posición de caja neta positiva permite que esto suceda en cualquier momento, si surge una oportunidad. Mientras tanto, su principal atractivo es una rentabilidad por dividendo de aproximadamente 3% en un entorno de tipos cero.

RESULTADOS (presentó el 26/07/2016)-

Principales cifras del 1S'16 (comparadas con el consenso de Bloomberg): Ventas Netas 113,5M€ (+7,6%) vs. 115,5M€ estimado y Otros Ingresos 1,1M€ (-10%); Ebitda 25,9M€ (+11%); Mg. Ebitda 23% vs. 22% en 1S'15; Ebit 22,4M€ (+18%), BNA 18,9M€ (+21%) y BPA 0,074€ (+19%).

Mantiene **guidance** para el conjunto de año: ingresos en el rango 221/227M€ (+8%/+11%), el Ebitda se moverá entre 50/53M€ (+6,5%/+12%), el Ebit en torno a 43/45M€ (+11%/+16%) y el BNA entre 35/37M€ (+16,5%/+21%).

CRECIENDO CON FIRMEZA.-

Se trata de **buenos resultados**. Mejoran las ventas (+8% a/a), los beneficios (+21%) y los márgenes (Mg. Ebitda + 1 p.b.). Muestran solidez y consistencia a pesar de que los ingresos han quedado ligeramente por debajo de las estimaciones.

La Deuda Financiera asciende en junio a 29M€ (+7% desde dic. '15). Sin embargo, su **posición de caja neta** mejora hasta 13M€ (vs. 6M€ a dic '15) por la mayor generación de tesorería (42M€; +27%). Esta liquidez se debe, en parte, por el menor reparto de dividendo en efectivo. Resultado de a la política de **dividendo flexible** que, desde 2012, utiliza la compañía para retribuir al accionista. En el último dividendo, el 93,85% de los accionistas ejerció la opción de suscripción de nuevas acciones en lugar del pago en efectivo. El concreto el dividendo correspondiente a 2015 ascendió a 0,0915€/acc. Equivale a una **rentabilidad por dividendo** en 2015 de 3,3%. Para 2016 estimamos que la **yield** se mantendrá próxima a 3%.

En el corto plazo, el objetivo de Faes es llevar a cabo **adquisiciones estratégicas** (ya sea de una compañía, de productos o de licencias) e impulsar el **plan de crecimiento orgánico** (nuevas plantas industriales, en las áreas productivas, de calidad y de investigación). El esfuerzo en reducir el apalancamiento se traduce en una **holgada posición financiera y una oportunidad para consolidar su expansión**.

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

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

Esther Gutierrez de la Torre
 Ana Achau (Asesoramiento)

Avda. Bruselas 12
 28108 Alcobendas
 Madrid

Renzi descarta inyectar fondos públicos a la banca, MPS suspende el test de estrés y Unicredit no llega al 8,0% (CETI *fully loaded*) en un escenario adverso Mantenemos nuestra recomendación de Vender bancos italianos

Nuestra visión: La operación de saneamiento anunciada por MPS (Monte dei Paschi di Siena) no es suficiente para despejar las dudas sobre el sistema financiero italiano. La negativa del ejecutivo a inyectar capital en los bancos con dificultades **alarga el proceso de saneamiento**. Los test de estrés realizados por la EBA aumentan la presión sobre entidades como MPS y Unicredit. **Mantenemos nuestra recomendación de venta en bancos italianos.**

Resultados del test de estrés: Banco Monte dei Paschi (MPS) di Siena (CET I "*Fully loaded*" -2.44%; -1.451 pb) es la única entidad que vería evaporado su capital de primera categoría en un escenario adverso. Unicredit supera las pruebas de esfuerzo realizadas por la EBA pero el CET I "*fully loaded*" en el escenario adverso se sitúa por debajo del 8,0% (7,10%;-329 pb). **Intesa confirma la fortaleza de su balance** y obtiene el mejor resultado entre los bancos italianos con un CETI "*fully loaded*" del 10,21% en el escenario adverso.

El Primer Ministro (Renzi) descarta una recapitalización del sistema financiero con dinero público y alude a una cuestión de justicia para defender a los ciudadanos. Cabe recordar que el ejecutivo italiano estaba decidido a inyectar hasta 40.000 M€ en el sistema financiero para fortalecer la solvencia de las entidades y facilitar la venta de activos improductivos. Mediante esta decisión, el ejecutivo italiano cumple con la normativa europea que considera la recapitalización de entidades con fondos públicos como ayuda de Estado. La decisión se anuncia tras conocerse las pruebas de esfuerzo realizadas por la EBA ("*European Banking Authority*") en las que Banca Monte dei Paschi di Siena es la única entidad que vería evaporado su capital CET I ("*fully loaded*") en un escenario adverso. MPS ha anunciado la titulización (venta) de 27.700 M€ en activos improductivos y una recapitalización por importe de 5.000 M€.

Entendemos que el fondo Atlante, tendrá un papel fundamental en el proceso de saneamiento de MPS. Este fondo está liderado por el ejecutivo pero en el capital participan las propias entidades financieras. Atlante apenas cuenta con unos recursos propios de 4.250 M€ por lo que tendrá que captar más capital en los mercados de capitales. Desde nuestro punto de vista, el plan anunciado por MPS permitirá que la situación financiera del banco mejore notablemente al reducir sus activos improductivos desde 50.000 M€ estimados hasta 22.300 M€ aproximadamente.

Dicho esto estimamos que la ampliación de capital conllevará una fuerte dilución para los accionistas actuales del banco (el importe de la ampliación supera el 50,0% del capital actual). Entendemos además que el sistema financiero italiano continúa sin solventar el necesario saneamiento de los balances ya que los activos improductivos del conjunto del sistema rozan los 350.000 M€, lo que representa en torno al 20,0% del PIB italiano.

Métricas de Gestión

Margen Bruto ⁽ⁱ⁾ : Var a/a	1T 15	2T 15	3T 15	4T 15	1T 16
Intesa	26,8%	4,3%	0,9%	-10,7%	-12,8%
Unicredito	2,9%	-0,2%	-3,9%	-0,2%	-4,8%
Mediobanca	36,6%	-7,0%	9,5%	8,5%	-18,6%
UBI	2,6%	-3,2%	-4,9%	1,7%	-10,1%
MPS	13,2%	-16,8%	26,5%	-15,1%	-9,4%
P.Milano	-1,8%	-4,5%	8,3%	6,4%	-9,9%
P.Emilia Romana	-5,0%	-9,4%	-2,0%	46,1%	-9,4%
Media Italia	11,6%	-1,1%	0,5%	-2,4%	-9,2%

(i) Margen Bruto (Trimestres estancos): Ingresos Totales, excluyendo Rdos por puesta en equivalencia.

Datos en % (Últimos 12 meses)	Gtos / APR 's		PPP ⁽ⁱⁱ⁾ / APR 's		CoR ⁽ⁱⁱⁱ⁾	
	1T 15	1T 16	1T 15	1T 16	1T 15	1T 16
Intesa	3,7%	3,6%	2,9%	2,5%	1,6%	0,9%
Unicredito	3,6%	3,6%	2,2%	2,2%	0,9%	0,8%
Mediobanca	2,1%	1,9%	2,4%	1,4%	3,3%	2,1%
UBI	6,2%	4,5%	0,1%	1,6%	1,0%	0,9%
MPS	5,4%	4,1%	0,8%	2,0%	7,1%	2,6%
P.Milano	3,4%	3,4%	1,7%	1,6%	1,2%	0,9%
P.Emilia Romana	3,6%	3,9%	2,0%	2,1%	1,5%	1,4%
Media Italia	4,0%	3,6%	1,7%	1,9%	2,4%	1,4%

(ii) Pre-Provisions Profit: (Rdo de explotación antes de Provisiones) / Activos Medios Ponderados por Riesgo.

(iii) CoR: Coste del riesgo: Provisiones / Inversión crediticia Media

Indicadores de Riesgo & Liquidez	NPL 's / Capital ^(iv)		L-t-D ratio		Pasivo Retail ^(v)	
	1T 15	1T 16	1T 15	1T 16	1T 15	1T 16
Intesa	139,8%	129,4%	0,0%	153,8%	57,2%	36,5%
Unicredito	154,9%	147,4%	124,6%	110,2%	50,0%	57,0%
Mediobanca	0,0%	12,0%	0,0%	0,0%	26,2%	28,8%
UBI	119,8%	126,1%	193,8%	175,9%	41,8%	47,2%
MPS	582,8%	463,0%	182,4%	0,0%	45,9%	72,6%
P.Milano	131,1%	130,8%	155,0%	145,5%	50,6%	53,7%
P.Emilia Romana	208,2%	202,9%	152,7%	147,3%	57,9%	60,2%
Media Italia	190,9%	173,1%	115,5%	104,7%	47,1%	50,8%

(iv) Dudosos / Recursos Propios Medios; (v) Recursos de clientes / Total financiación

Solvencia & Rentabilidad	TCE ^(vi) / ATM 's		RORWA 's ^(vii)		ROTE ^(viii)	
	1T 15	1T 16	1T 15	1T 16	1T 15	1T 16
Intesa	6,0%	6,0%	0,7%	0,9%	4,7%	6,1%
Unicredito	5,1%	5,0%	0,4%	0,4%	4,1%	3,7%
Mediobanca	11,0%	11,7%	1,2%	1,0%	6,9%	6,8%
UBI	6,6%	7,0%	-1,2%	0,1%	-8,8%	1,0%
MPS	4,1%	5,7%	-6,2%	0,0%	-63,5%	0,0%
P.Milano	9,1%	8,9%	0,7%	0,8%	5,3%	6,0%
P.Emilia Romana	6,9%	7,5%	0,1%	0,5%	0,8%	4,5%
Media Italia	7,0%	7,4%	-0,6%	0,5%	-7,2%	4,0%

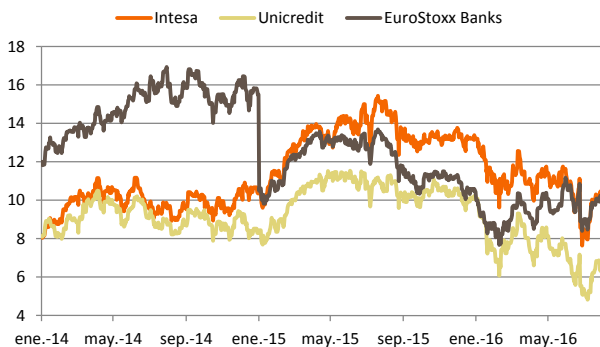
(vi) Capital Tangible Medio / ATM 's; (vii) BNA (12 m) / APR 's Medios; (viii) BNA (12 m) / TCE Medio

Múltiplos de Valoración

	% Revalor.		PER		P/VC e	Div Yield e
	1M	YTD	16 e	17 e		
Intesa	15,0	-37,4	10,3 x	8,7 x	0,7 x	9,4%
Unicredito	6,1	-61,3	6,1 x	4,5 x	0,2 x	5,7%
Media B. Grandes	10,5	-49,4	8,2 x	6,6 x	0,5 x	7,6%
Mediobanca	18,0	-30,9	9,1 x	8,4 x	0,6 x	4,4%
UBI	7,9	-57,8	n.s	7,6 x	0,2 x	4,2%
MPS	-16,7	-74,1	n.s	4,2 x	0,1 x	0,0%
P.Milano	13,0	-55,4	8,7 x	7,0 x	0,4 x	5,8%
P.Emilia Romana	13,0	-49,9	11,7 x	7,0 x	0,3 x	3,9%
Media B. Medianos	7,1	-53,6	9,9 x	6,8 x	0,3 x	3,7%
EuroStoxx Banks	5,7	-30,9	10,0 x	7,8 x	0,5 x	5,6%

Fuente: Bloomberg.

Evolución del PER (próximos 12 meses) estimado.



Rafael Alonso (analista principal de este informe)

Ramón Forcada
Eva del Barrio

Jesús Amador
Ana de Castro

Pilar Aranda
Esther Gutierrez

Belén San José
Ramón Carrasco

Ana Achau (Asesoramiento)

<http://www.bankinter.com/>
Avd. Bruselas, n° 12
28108, Alcobendas (Madrid)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<https://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+binarios?secc=NRAP&subs=NRAP&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.