

24 de diciembre de 2014

Cierre de este informe:

7:39 AM

Clave del día:

✓ Grecia sigue sin elegir Presidente y hoy Nochebuena.

## Ayer: "Macro americana ok y DJI en 18.000."

En un día tonto como el de ayer, al final tuvimos bastante macro americana con tono más bien sólido, de manera que el DJI batió por primera vez los 18.000 puntos. El PIB 3T americano se revisó hasta nada menos que +5%, cuando el preliminar había sido +3,6% y la primera revisión +3,9%. Eso ayudó bastante. Después se publicaron unos Duraderos flojos (-0,7% vs +3% esperado), unas Ventas de Casas Nuevas por debajo de expectativas (438k vs 460k esperado), un Deflactor del Consumo en línea (PCE +1,2%) y unos Ingresos/Gastos Personales buenos (+0,4%/+0,6%)... de manera que el saldo neto de todo ello podía ser confuso, pero las mejoras del PIB y de los Ingresos/Gastos Personales eran lo más importante, así que las bolsas se animaron y se produjo una especie de "rebote sereno". El USD se apreció, castigando indirectamente al euro hasta 1,217 cuando nosotros habíamos dicho ayer que tal vez testearía el nivel 1,220 si el PIB salía bueno... así que el movimiento fue más intenso de lo que esperábamos. El bono a 10 años español se puso a 1,67%, así que no se puede pedir mucho más para cerrar 2014...

Día/hora	País	Indicador	Periodo	Tasa	(e)	Ant.
14:30h	EEUU	Paro Semanal	Sem.	Miles	290k	289k
14:30h	EEUU	Paro Larqa Duración	Sem.	Miles	2.375k	2.373k

Día/hora	País	Indicador	Periodo	Tasa	(e)	Ant.
----------	------	-----------	---------	------	-----	------

J; s/h Mercado Cerrado Europa y EE.UU.

V; s/h Mercado Cerrado en Europa

## Hoy: "Más tranquilidad y feliz Navidad."

La sesión de hoy debería dejarse llevar por la inercia de suave rebote que proporciona la pérdida del dramatismo con respecto al petróleo, Rusia y Grecia, así como por el "rebote sereno" de ayer tras la publicación de un magnífico PIB 3T americano (ii+5%!!). Sólo sufren los bonos griegos (B10A +11pb de TIR ayer, hasta 8,43%) porque no parece posible el nombramiento de un Presidente (la 2ª votación realizada ayer tampoco tuvo éxito) y eso llevaría a elecciones anticipadas en febrero. El mercado va a cerrar el año rebotando suavemente, que es el desenlace por el que apostábamos en nuestra Estrategia de Inversión de anteayer lunes.

Hoy no se publica nada relevante... afortunadamente, puesto que es Nochebuena y la lógica dice que habrá poca actividad en una sesión más corta en la práctica. El 3 de julio pasado el DJI batió los 17.000 puntos y ayer los 18.000, lo que significa que ha disfrutado del segundo avance más rápido de la historia para ganar 1.000 puntos: 172 días vs 35 cuando alcanzó los 11.000 puntos en mayo de 1999. No está mal para una bolsa que, en teoría, teme las consecuencias de la primera subida de tipos en 2015. Tal y como acabamos de publicar en nuestra Estrategia 2015/16

([https://docs.bankinter.com/stf/plataformas/broker/analisis/home/nota\\_especial.pdf](https://docs.bankinter.com/stf/plataformas/broker/analisis/home/nota_especial.pdf)), estimamos un potencial de revalorización del S&P 500 hasta el rango 2.288/2.401 puntos ó +10%/+15%... lo que parece razonable después de ver la sesión de ayer y, sobre todo, el PIB americano creciendo al 5%.

Poco más se puede decir sobre la sesión de hoy, pero ya parece bastante: hemos ganado tranquilidad hasta, al menos, después de Navidad. ¡Feliz Navidad!

Bolsas	Último (*)	Anterior	% día	% año
Dow Jones Ind.	18.024	17.959	0,4%	8,7%
S&P 500	2.082	2.079	0,2%	12,6%
NASDAQ 100	4.279	4.294	-0,3%	19,1%
Nikkei 225	17.854	17.635	1,2%	9,6%
EuroStoxx50	3.192	3.155	1,2%	2,7%
IBEX 35	10.478	10.371	1,0%	5,7%
DAX (Ale)	9.922	9.866	0,6%	3,9%
CAC 40 (Fr)	4.315	4.254	1,4%	0,4%
FTSE 100 (GB)	6.598	6.577	0,3%	-2,2%
FTSE MIB (It)	19.352	19.074	1,5%	2,0%
Australia	5.395	5.381	0,3%	0,8%
Shanghai A	3.104	3.177	-2,3%	40,2%
Shanghai B	281	280	0,5%	10,8%
Singapur (Straits)	3.346	3.333	0,4%	5,6%
Corea	1.947	1.939	0,4%	-3,2%
Hong Kong	23.349	23.334	0,1%	0,2%
India (Sensex30)	27.410	27.506	-0,3%	29,5%
Brasil	50.890	50.121	1,5%	-1,2%
México	43.123	42.873	0,6%	0,9%

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

Mayores subidas y bajadas	% diario	% diario
IBEX 35	3,4%	BOLSAS Y MER -1,4%
INDRA SISTEM	2,5%	FCC -0,7%
OBRASCON HUA	2,1%	ABENGOA SA-B -0,7%
EuroStoxx 50	2,6%	BAYER AG-REG -0,2%
CARREFOUR SA	2,4%	DANONE 0,3%
ING GROEP NV	2,3%	ALLIANZ SE-V 0,3%
Dow Jones	1,7%	MERCK & CO -3,0%
CHEVRON CORP	1,5%	JOHNSON&JOHN -2,3%
COCA-COLA CO	1,4%	PFIZER INC -2,0%
DU PONT (EI)		

Futuros	Último	Var. Pts.	% día
*Var. desde cierre nocturno.			
1er Vcto. mini S&P	2.081,50	3,00	0,14%
1er Vcto. EuroStoxx50	3.189	0,0	0,00%
1er Vcto. DAX	9.930,00	13,00	0,00%
1er Vcto. Bund	155,17	0,23	0,15%

Bonos	23-dic	22-dic	+/- día	+/- año
Alemania 2 años	-0,09%	-0,09%	0,1pb	-30,50
Alemania 10 años	0,59%	0,60%	-0,9pb	-133,70
EEUU 2 años	0,74%	0,66%	8,1pb	35,9
EEUU 10 años	2,26%	2,16%	10,3pb	-76,68
Japón 2 años	-0,032%	-0,036%	0,4pb	-12,60
Japón 10 años	0,340%	0,36%	-1,8pb	-39,60

Diferenciales renta fija en punto básicos

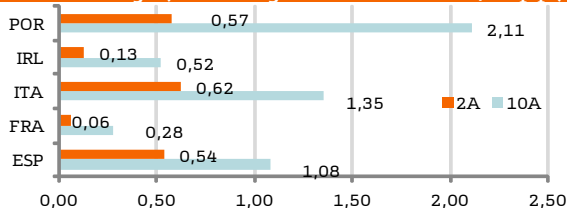
Divisas	23-dic	22-dic	+/- día	% año
Euro-Dólar	1,2172	1,2230	-0,006	-11,4%
Euro-Libra	0,7843	0,7844	0,000	-5,5%
Euro-Yen	146,90	146,82	0,080	1,5%
Dólar-Yen	120,43	120,69	-0,260	14,4%

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

Materias primas	23-dic	22-dic	% día	% año
CRBs	239,20	237,19	0,8%	-14,8%
Brent (\$/b)	59,67	59,05	1,0%	-46,2%
West Texas(\$/b)	56,9	54,96	3,5%	-42,2%
Oro (\$/onza)*	1176,65	1176,45	0,0%	-2,4%

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

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



Equipo de Análisis de Bankinter (Sujetos al RIC)

Ramón Forcada  
Ana de Castro

Eva del Barrio  
Jesus Amador

Pilar Aranda  
Rafael Alonso

Belén San José  
Esther G. de la Torre

Ramón Carrasco  
Ana Achau (Asesoramiento)

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

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

Avda de Bruselas, 12

28108 Alcobendas (Madrid)

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

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 del su ratón.

## 1.- Entorno Económico

**ESPAÑA.-** Ayer se publicaron un par de datos con buen tono, aunque fueran de segunda línea: (i) **Precios Producción** (a/a) de Nov.: -1,5% vs -0,4% esperado vs -1,2% Oct. (revisado a la baja desde -0,2%). No deberían interpretarse negativamente aunque estén en negativo porque podrían indicar mejora de eficiencia/costos empresariales, que es una vía lógica para ganar competitividad en este contexto; (ii) **Hipotecas** en Oct.: N° de hipotecas concedidas +18% vs +29,8% Sept. e importe entregado (a/a) +17,7% vs +42,8% Sept.; (iii) **Finalmente y lo más importante de todo, anoche publicó el BdE su Boletín Económico de Diciembre** (<http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/14/Dic/Fich/be1412.pdf>), en el cual estima que el PIB 2014 será +1,3% (exactamente lo estimado por nosotros desde hace varios trimestres: [https://docs.bankinter.com/stf/plataformas/broker/analisis/home/nota\\_especial.pdf](https://docs.bankinter.com/stf/plataformas/broker/analisis/home/nota_especial.pdf)) y +2,0% en 2015 (vs +2,2% estimado por nosotros), con el Consumo Privado creciendo en ambos años +1,6% y la Inversión Empresarial +8,7% y +7,7% respectivamente. En 2015 la Inversión en Construcción regresaría a positivo: -3,2% en 2014 y +1,7% en 2015. Su enfoque sobre el sector inmobiliario parece más bien constructivo (se encuentra en las págs. 20 y 30) al afirmar que *"...la trayectoria de recuperación de la actividad constructora de los últimos trimestres es atribuible al mayor ritmo de crecimiento del componente no residencial, al que, más recientemente, se habría sumado también el residencial. De cara a futuro, cabe esperar una prolongación de estas tendencias en ambos segmentos..."*. También, en la pág.4, al principio del informe, se dice: *"El gasto de los hogares ha aumentado en el cuarto trimestre, tanto en su componente de consumo, , cuya tasa intertrimestral podría haberse situado en el 0,6%, como en el de inversión residencial, que podría haber experimentado un pequeño incremento, tras la tasa positiva que experimentó en el tercer trimestre (por primera vez desde 2007)."*

**FRANCIA.-** Ayer se confirmó en +0,4% (a/a) el PIB 3T, lo que implica una modesta mejora desde 0% en 2T.

**ITALIA.-** Ventas Por Menor de Oct. muy flojas: -0,8% (a/a) vs -0,6% Sept. (revisado a peor desde -0,5% preliminar).

**IRLANDA.-** Precios inmobiliarios en Nov.: +16,2% (a/a) vs +16,3% Oct., lo que significa que la recuperación está consolidándose.

**REINO UNIDO.-** Decepcionante registro final de su PIB 3T: +2,6% (a/a) vs +3,0% esperado, que era el preliminar. A efectos de mercado puede tener consecuencias positivas porque enfriaría la actitud del BoE con respecto a una probable subida de tipos en 2015.

**EE.UU.-** Ayer se publicaron una serie de indicadores macro consecutivos, casi todos ellos buenos, sobre todo el PIB: (i) **PIB 3T'14 final**, revisado hasta +5% desde +3,9% (el preliminar fue +3,6%), por encima de lo esperado (+4,3%). Nota completa disponible en: ; (ii) **Pedidos de Bienes Duraderos** de Nov.: -0,7% vs +3,0% esperado vs +0,3% Oct. (revisado a la baja desde +0,3%). Nota completa disponible en: . (iii) **Índice de Confianza de la Universidad de Michigan** de Dic., dato final revisado hasta 93,6 vs 93,5 esperado vs 93,8 preliminar; (iv) **Ventas de Casas Nuevas** en Nov.: 438k vs 460k esperado vs 445k Oct. (revisado a la baja desde 458k); (v) **Deflactor del Consumo Privado (PCE)** de Nov.: a/a +1,2%, como esperado, frente a +1,4% anterior; tasa subyacente (a/a): +1,4% vs +1,5% esperado vs +1,5% anterior (revisado a la baja desde +1,6% preliminar). Esto indica que no hay tensiones inflacionistas, lo que debería enfriar el supuesto deseo de la Fed de subir tipos en 2015; (vi) **Buenos Ingresos y Gastos Personales** en Nov.: Ingresos +0,4%, como esperado, vs +0,3% Oct. (revisado a mejor desde +0,2%) y Gastos +0,6% vs +0,5% esperado vs +0,3% anterior (revisado también a mejor desde +0,2% preliminar). Nota completa disponible en:

Leer más en: [https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis/analisis\\_bankinter/indicadores\\_macro](https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis/analisis_bankinter/indicadores_macro)

## 2.- Bolsa española

**BBVA (Comprar; Cierre: 8,04€; Pr.Obj.: 9,41€):** Vende el 29,68% que mantenía en Citic International Financial Holdings (CIFH) por 845 M€. El comprador de la participación es Citic Bank Corporation, sociedad en la que BBVA aún mantiene el 9,9% del capital (llegó a tener el 15,0%) y que se hace con el control de CIFH (sociedad holding). La venta se ha realizado con una pérdida de -25 M€ por lo que tendrá un impacto negativo en la cuenta de P&G de 2015 (la operación se cerrará previsiblemente en el 2T'15) aunque permitirá mejorar en +20 pb la ratio de capital "fully loaded" hasta el 10,20% estimado. **Impacto Neutral.**

**BANCO SANTANDER (Comprar; Cierre: 7,17€; Pr.Obj.8,20€):** Estudia la compra de Novo Banco. La filial en Portugal de Santander ha confirmado su interés en la compra de Novo Banco que aglutina los activos no-tóxicos del antiguo BES (Banco Espírito Santo). Cabe destacar que Santander ha confirmado en varias ocasiones que se encuentra comfortable con la evolución de su filial en Portugal, pero entendemos que si las condiciones de venta son favorables (en términos de precio), SAN se encuentra entre los mejor posicionados para comprar Novo Banco debido al tamaño de ambas entidades y a la capacidad de generación de sinergias. **Impacto: Neutral.**

**LIBERBANK (Cierre: 0,67€; Var. Día: +1,65%):** Amortiza 124 M€ en CoCo's (bonos contingentes convertibles en acciones) que fueron suscritos por el FROB. La entidad devuelve así las ayudas financieras recibidas tras la constitución del Sistema Institucional de Protección (SIP) en 2011 y cumple con el primer requisito para poder repartir dividendos. Cabe recordar que el Consejo de Administración aspira a repartir entre el 30% y el 50% del BNA en dividendos lo que implicaría según nuestras estimaciones una rentabilidad por dividendo comprendida entre el

Equipo de Análisis de Bankinter (Sujetos al RIC)

Ramón Forcada    Eva del Barrio    Pilar Aranda    Ramón Carrasco    Ana Achau (Asesoramiento)

Ana de Castro    Jesús Amador    Rafael Alonso    Belén San José    Esther G. de la Torre

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

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

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

Avda de Bruselas, nº 12

28108 Alcobendas (Madrid)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<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 del su ratón.

2,0% y el 3,3% siempre que el banco reciba el visto bueno del BCE (Banco Central Europeo) para sobrepasar el límite recomendado hasta ahora por el BdE para el pago de dividendos en efectivo (25,0%). **Impacto: Neutral.**

**REE (Comprar; Pº obj.: 82,4€; Cierre: 74,29€): Dividendo a cuenta por encima de lo esperado.**- El consejo de administración acordó el reparto de un dividendo a cuenta de 0,83 €/acc (+15,0%), el próximo 2 de enero, por encima de lo esperado (repetir 0,72€/acc). Esta mejora es gracias a la caja obtenida de Bolivia, tras cerrarse el conflicto con este país por la expropiación de la filial del grupo español. De esta forma, el DPA'14 superará nuestra estimación: 2,68€/acc (rentabilidad por dividendo: +3,6%). **Impacto: Positivo.**

**NH HOTELES (Neutral, Pr. Obj: 4,25€; Cierre: 3,99€; Var. Día: +1,53%): Hesperia traspasa al Santander el 8,56% de su participación para reducir su deuda.** - Hesperia reduce su participación desde el 17,6% hasta 9,1%, mediante la cesión de 30M de acciones al Banco Santander (equivalente a 8,56% del capital de NH) y que le permitirá cancelar deuda (ascendía a 477M€ a dic'13) por importe de 147M€. Ésta cifra nos parece muy elevada, ya que supone valorar las acciones a un precio de 4,9€/acc y una prima de 24,6% a cierre del 22 de dic. El acuerdo, además, contempla un año de carencia del pago del principal y la refinanciación de los hoteles que Hesperia mantiene en propiedad. Tras esta operación la deuda con el Santander pasará de 407M€ a 260M€ y, los restantes 70M€, se renegociarán durante los próximos días en un sindicato entre Bankia, Popular, BBVA y Sabadell. En definitiva, el accionariado de NH queda - por el momento - de la siguiente manera: Grupo chino HNA 29,5%, Hesperia 9,1%, Santander 8,56% e Intesa Sanpaolo 7,64%. Aunque el primer impacto ha sido favorable para el valor, que ayer rebotó tras conocerse la noticia del acuerdo, lo importante es saber el destino de las acciones que ahora tiene el Banco Santander. Por otro lado, sigue existiendo riesgo de salida de papel a mercado (negativo para NH) ya que Hesperia no ha finalizado el proceso de refinanciación con el resto de acreedores, y podría seguir cediendo acciones de NH como canje. **Impacto: Negativo.**

**SALIDAS A BOLSA.**- Parece que M.Stanley prepara una OPS del 50% de Madrileña de Gas por 500M€ (lo que implica recapitalizar la compañía en ese importe mediante la emisión de acciones nuevas), controlada por su propio fondo de inversión en infraestructuras (69%), pero dirigida sólo a institucionales. El resto de socios actuales son: fondo soberanos de Singapur (17%), Grupo March (9%) y Partners Group (5%). Madrileña de Gas fue creada en 2010 con los activos de distribución y comercialización de gas natural en 38 municipios de la Comunidad de Madrid (500.000 clientes) que asumía Gas Natural con la compra de U. Fenosa y que las autoridades de competencia le forzaron a vender. Posteriormente compró a Iberdrola en 2012 la distribución de gas en 5 ayuntamientos madrileños (335.000 clientes más, hasta 835.000).

### 3.- Bolsa europea

No hay noticias relevantes.

### 4.- Bolsa americana y otras

**S&P por sectores.-**

**Los mejores:** Petróleo y Gas +1,27%; Materiales Básicos +0,90%; Bienes de Consumo +0,71%.

**Los peores:** Salud -2,28%; Tecnología +0,27%; *Utilities* +0,29%.

Entre las **compañías que MEJOR EVOLUCIÓN** presentaron ayer destacan: (i) **HERTZ (24,47\$; +8,23%)**, comunicó la subida de tarifas de coches de alquiler a partir del 1 de enero para todas las filiales. A su vez, hizo público el nuevo programa de reducción de costes a futuro, cuantificado en al menos 100M\$ al año; (ii) **CONOCOPHILLIPS (71,05\$; +2,20%)** y **CHEVRON (113,95\$; +1,71%)**, tras la positiva evolución del precio del crudo en la sesión de ayer; (iii) **COCA-COLA (42,97\$; +1,46%)**, informó que reducirá la plantilla a nivel mundial entre 1.000 y 2.000 trabajadores.

Entre los **valores que PEOR EVOLUCIÓN** ofrecieron ayer se encuentran: (i) **MERCK (57,21\$; -2,97%)**, tras conocerse que el vicepresidente de la compañía comunicase que ha vendido 3,1M\$ en acciones de la compañía; (ii) **NIKE (95,97\$; 0,04%)**, tras comunicar una revisión al alza en precio objetivo a 101\$ por parte de una casa de análisis americana.

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

Pilar Aranda

Ramón Carrasco Ana Achau (Asesoramiento)

Ana de Castro Jesús Amador

Rafael Alonso

Belén San José Esther G. de la Torre

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

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

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

Avda de Bruselas, nº 12

28108 Alcobendas (Madrid)

**Por favor, consulte importantes advertencias legales en:**

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

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

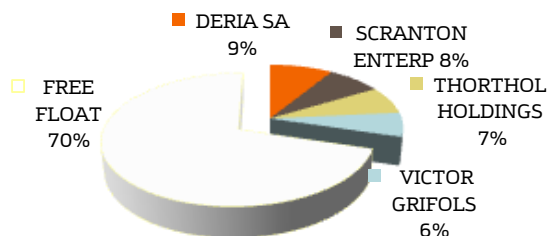
Sector Farma

Mantenemos la recomendación en Comprar con Precio Objetivo de 37,6€ y potencial +10%

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €): 10.974 M€  
 Último (serie A) 33,84 €/acc.  
 Último (serie B) 28,80 €/acc.  
 Nº Acciones (serie A): 213.065 M acc.  
 Nº Acciones (serie B): 130.713 M acc.  
 Max / Min Serie A (52 sem): 42,53/27,91 €/acc.  
 Cód. Reuters / Bloomberg: GRLS.MC / GRF.SM

Accionariado



Principales cifras y ratios

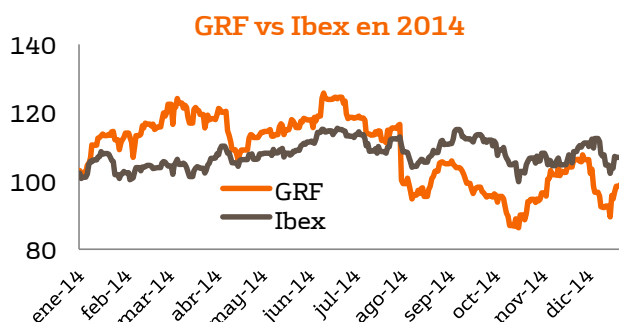
	2013r	2014 e	2015e	2016e	TAMI(1)
Ingresos	2.742	3.405	3.525	3.682	10%
Ebitda	865	1.039	1.073	1.122	9%
Mg. Ebitda	32%	31%	30%	30%	
BAI	498	723	738	745	14%
BNA	339	561	572	581	20%
BPA (€/acc.)	0,98	1,63	1,66	1,68	19%
DPA (€/acc.)	0,42	0,65	0,67	0,67	
DFN	2.103	3.027	2.703	2.391	
PER	28,1x	20,8x	19,2x	18,9x	
ROE	16%	23%	21%	18%	
DFN/Ebitda	2,4x	2,9x	2,5x	2,1x	
EV/Ebitda	16,2x	13,5x	12,8x	11,9x	

(1) TAMI 13/16

Valor más probable

Crecimiento sostenible estimado (g)	1,25%
Coste de capital (Ke)	6,4%
Coste de la deuda (Kd)	4,5%
Prima de riesgo (Rp)	5,75%
Tasa libre de riesgo (RFR)	2,1%
Weighted Average Cost of Capital (WACC)	5,4%
Beta (5 años)	0,75
Precio objetivo (€/acc.)	37,6
Cotización (€/acc.)	33,8
Potencial de revalorización	10%

Comparativa con Ibx35



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: 37,6 €  
 Recomendación: Neutral

Bajamos nuestra recomendación hasta Neutral desde Comprar y situamos el precio objetivo en 37,6€ (potencial de revalorización de +10%). Identificamos la exposición a dólar como un riesgo que podría penalizar los resultados de la compañía por la apreciación de la divisa (saldo neto Ingresos/Gastos negativo) y por estar vinculada a las expectativas de subidas de tipos en EE.UU. (el 93% de la deuda está denominada en dólares). A continuación, detallamos los aspectos más destacados en los que apoyamos nuestra recomendación:

**Resultados 9M14:** Principales cifras comparadas con el consenso de Bloomberg: Ingresos 2.438M€ (+19,1%), EBITDA 631,2M€ (+11,4%), Margen Ebitda 31,5% y BNA 339M€ (+10%) vs. 340,8M€ estimado. En nuestra opinión, la evolución de las cifras es favorable, destacando la recuperación del Margen Ebitda tras haber disminuido en 2T afectado por la contabilización de gastos derivados de la adquisición de la unidad de diagnóstico de Novartis y por el aumento en I+D. Por áreas de negocio mejora considerablemente la de diagnóstico, gracias a dicha adquisición, llegando a representar el 20% del negocio. La división de hermoderivados continúa siendo su actividad *core* (75% sb/vtas), no obstante, parece haberse estancado durante este ejercicio.

**Perspectivas:** El principal riesgo al que se enfrenta es el impacto del dólar, ya que su fuerte apreciación tiene un efecto negativo sobre sus resultados. Según nuestros cálculos, el 76% del total de los gastos (coste de ventas, I+D, SG&A y financieros) se generan en dólares frente al 64% del total de los ingresos, obteniendo un saldo neto negativo. En el medio plazo esperamos un incremento de los ingresos con una TAMI 14/18 (Tasa Anual Media de Incremento) de +5,0%, fundamentalmente derivada de la mejora de la división de "Bioscience" (hemoderivados) gracias a la reciente aprobación de la FDA (Food and Drug Administration) para la nueva planta de fraccionamiento de plasma en Clayton (Carolina del Norte). Esto supone duplicar la actual capacidad de producción y alcanzar niveles que deberían favorecer la reducción de costes por la generación de economías de escala y sinergias entre plantas. Sin embargo, el efecto del dólar estrechará la mejora de los márgenes que se esperaba obtener de ésta división. En el resto de divisiones sucede lo mismo. La mejora de los márgenes se verá limitada, a pesar de que los ingresos deberían mostrar una evolución moderadamente positiva por los siguientes motivos: 1) adquisición de la unidad de diagnóstico de Novartis, 2) continua internacionalización del negocio hospitalario y 3) el impacto positivo de los *royalties* en la división de Materias Primas&Otros.

Por otra parte, el proceso de reestructuración de la deuda ha permitido una reducción del coste medio de la deuda bancaria de -200pb hasta situarse por debajo de 3,5%. No obstante, el apalancamiento sigue siendo elevado (3x Ebitda) y, aunque la amplia generación de caja debería facilitar su progresiva amortización, identificamos como otro riesgo al alza la denominación de la deuda en dólares (aprox. el 93% está en dólares) por dos motivos: (i) la apreciación del dólar podría seguir aumentando la Deuda Financiera (en el 3T'14 +283M€ respecto 2T'14) y (ii) la expectativa de incremento de tipos de interés en EE.UU. puede suponer mayores cargas financieras futuras. Por ello hemos aplicado una sobreprima de riesgo al modelo de valoración de Descuento de Fijos de Caja (RP 5,75% = Yield Ibx 4,7% + sobreprima 1,05%).

**Conclusión:** En nuestra opinión, la inversión estratégica (I+D), la internacionalización, la especialización del negocio (e implícitamente la diversificación de cada una de las áreas de actividad) debería permitir crecimientos sostenidos de los ingresos en los próximos años y consolidar la presencia de Grifols en EE.UU. Sin embargo, nos parece difícil que cumpla con el objetivo de estabilización del Margen Ebitda en torno a 31%/33%, porque la apreciación del dólar podría penalizar sus cuentas, manteniendo, según nuestras estimaciones, el Margen Ebitda próximo a 30%. Asimismo, si se producen incrementos de tipos de interés en EE.UU. se traducirán en mayores gastos financieros y estancamiento del BPA en el c/p (TAMI 14/18 +3,6%). Por otra parte, la compañía cotiza a múltiplos en línea con los de sus comparables. Como se muestra en el reverso de esta página, hemos calculado una media de los principales ratios de las compañías del sector, ponderados por el peso de las divisiones de negocio de Grifols. Por tanto, nuestro precio objetivo 37,6€, supone aceptar un PER'15 de 19x - superior al PER medio ponderado del sector de 17x - y un múltiplo Ebitda'15 de 12x - próximo al múltiplo Ebitda medio ponderado de 13x -. De lo que se concluye que el valor está en precio y el recorrido es escaso. Por ello, aunque obtenemos un potencial de +10%, nuestra recomendación sobre el valor es Neutral.

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

Esther Gutiérrez de la Torre Avda. Bruselas 12  
 Ramón Carrasco Ana Achau (Asesoramiento) 28108 Alcobendas  
 Madrid

PYG Resumida (M€)	2012r	2013r	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	TAMI 14/18
<b>Total Ingresos</b>	2.621	2.742	3.405	3.525	3.682	3.883	4.133	5,0%
Coste Ventas	1.291	1.324	1.634	1.692	1.767	1.864	1.984	
<b>Margen Bruto</b>	1.330	1.418	1.771	1.833	1.915	2.019	2.149	5,0%
<b>EBITDA</b>	789	865	1.039	1.073	1.122	1.176	1.245	4,6%
<b>Margen Ebitda</b>	30,1%	31,5%	30,5%	30,4%	30,5%	30,3%	30,1%	
Amortizaciones	129	128	144	161	171	175	183	
<b>EBIT</b>	660	736	896	912	951	1001	1063	4,4%
Rdo. Financiero	271	237	139	157	188	196	200	
<b>BAI</b>	388	498	723	738	745	785	843	3,9%
Impuesto de Sociedades	133	155	159	162	164	173	185	
<b>BNA</b>	254	339	561	572	577	609	654	3,9%
<b>BPA</b>	0,75	0,98	1,63	1,66	1,68	1,77	1,90	3,9%

Fuente: Análisis Bankinter y propia compañía.

Balance Resumido (M€)	2012r	2013r	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
<b>Inmovilizado</b>	3.693	3.701	5.316	5.328	5.340	5.342	5.338
<b>Activo Corriente</b>	1.446	1.412	1.617	1.646	1.712	1.797	1.904
Tesorería	489	727	966	1.001	1.044	1.103	1.175
<b>TOTAL ACTIVO / PASIVO</b>	5.627	5.841	7.900	7.975	8.096	8.241	8.417
<b>Patrimonio Neto Total</b>	1.881	2.107	2.443	2.786	3.133	3.498	3.890
<b>Pasivo Corriente</b>	397	457	851	866	901	946	1.002
<b>Deuda Financiera</b>	2.886	2.811	3.973	3.684	3.415	3.138	2.851
<b>Pasivo No Corriente</b>	463	465	632	638	648	659	673
<b>Fondo de Maniobra (F.M.)</b>	598	955	766	780	811	851	902

Fuente: Análisis Bankinter y propia compañía.

Valoración DFC	2014	2015	2016	2017	2018
<b>BNA</b>	561	572	577	609	654
Amortiz. & Prov.	144	161	171	175	183
<b>CFN</b>	704	733	748	784	836
Financieros (I-T)	97	110	131	137	140
(-)Inversiones	200	203	206	209	212
+/- Var. F. M.	189	-13	-31	-40	-51
<b>CFLO</b>	791	626	643	672	713

Fuente: Análisis Bankinter.

## Matriz de Sensibilidad. Valoración DFCL

## Distribución de los Ingresos

Equity	g							Unidades de Negocio		
	0,75%	1,00%	1,25%	1,50%	1,75%	2,00%	2012	2013	9M 2014	
W	4,25%	19.848	21.175	22.723	24.553	26.748	29.431	Bioscience (Hemoterapia) 89% 89% 72%		
	4,50%	18.538	19.677	20.991	22.524	24.336	26.510	Diagnostics (Análisis Clínicos) 5% 5% 19%		
	4,75%	17.392	18.379	19.507	20.808	22.327	24.122	Hospital (Farmacia Hospitalaria) 4% 4% 3%		
	5,00%	16.381	17.244	18.222	19.339	20.628	22.132	Raw Materials & Otros 3% 2% 4%		
								<b>Geográfica</b>		
C	5,25%	15.484	16.243	17.098	18.066	19.173	20.450	EE.UU. + Canadá 64% 63% 64%		
	5,50%	14.681	15.354	16.107	16.953	17.913	19.009	Europa 22% 21% 21%		
	5,75%	13.960	14.560	15.227	15.972	16.811	17.761	Resto del Mundo 14% 16% 15%		

Fuente: Análisis Bankinter.

## Ratios Comparables

Compañía	PER			EV/Vtas 2014e.	EV/Vtas 2015e.	EV/Ebitda 2014e.	EV/Ebitda 2015e.	ROE 2013r.	Rent. Divid.2013r.
	PER13r	PER14e.	PER15e.						
GRIFOLS A	28,1 x	19,6 x	19,2 x	4,1 x	3,9 x	13,5 x	11,9 x	16,1%	20,57%
CSL LTD	26,3x	22,8x	20,6x	5,7x	6,4x	17,8x	16,7x	42,3%	1,59%
BAXTER	16,1 x	15,3 x	15,8 x	2,4 x	2,4 x	13,7 x	11,1 x	23,2%	2,70%
Media Compañías Hemoderivados	21,2 x	19,1 x	18,2 x	4,1x	4,4x	15,7x	13,9x	32,7%	2,15%
Media Compañías Diacnóstico	33,0 x	19,7 x	17,6 x	3,1 x	3,1 x	13,3 x	11,8 x	19,6%	0,82%
Media Compañías Material Médico	20,3 x	20,2 x	18,8 x	4,2x	4,3x	15,6x	13,1x	18,7%	1,79%
<b>Media sector</b>	24,8 x	19,6 x	18,2 x	3,8 x	3,9 x	14,9 x	12,9 x	23,7%	1,6%
<b>Media ponderada sg. negocios GRF</b>	22,0 x	17,9 x	16,9 x	3,6 x	3,9 x	14,2 x	12,6 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

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:

<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.