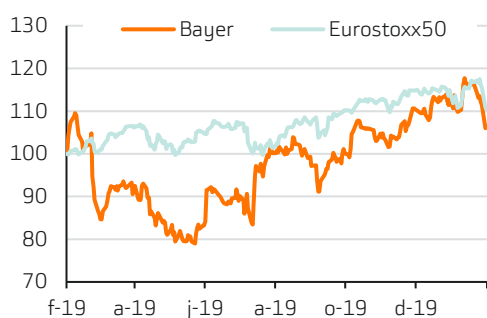


Sector: *Farmacéuticas*Recomendación: **Comprar***Los resultados 2019 cumplen objetivos, las perspectivas para 2020 son atractivas***Bayer**Precio Objetivo: **82,00€**Analista: **Pedro Echeguren****Datos Básicos**

Precio (€)	66,91
Nº acciones (Mn)	932,6
Capitalización (Mn€)	62.397,1
Máx/Mín (52 sem.)(€)	78,29 / 52,53
Cód. Reuters/Bloomberg	BAYGn.DE / BAYN.GY

Mn€	2019	2020e	2021e	2022e
Bº neto grupo	4.091	574	5.796	6.458
% inc.	141,4	-86,0	910,5	11,4
EBITDA	9.554	13.009	13.581	14.643
% inc.	-1,5	36,2	4,4	7,8
BPA (€)	1,27	0,62	6,22	6,92
% inc.	-29,4	-51,6	910,5	11,4
DPA (€)	2,8	3,0	3,1	3,2
% inc.	0,0	7,1	3,3	3,2
PER (x)	57,3	108,8	10,8	9,7
VE/EBITDA (x)	10,6	7,6	7,0	6,2
Rentab. div.	3,8	4,5	4,6	4,8
P/V (x)	1,4	1,4	1,3	1,2

Ratios	2019	2020e	2021e	2022e
DFN/EBITDA	3,5	2,8	2,4	1,9
DFN/FF.PP. (x)	0,7	0,8	0,7	0,5
CF Op./DFN (%)	24,4	19,5	33,9	41,6
DFN/CE (x)	0,4	0,4	0,4	0,4
EBITDA/CE (x)	0,1	0,2	0,2	0,2
ROCE (%)	4,4	2,0	8,5	9,3
ROE (%)	8,6	1,3	12,0	12,5

**Evolución bursátil**

Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	-11,6	-2,9	-4,8
Relativo	-4,5	3,8	-9,6

**Accionariado**

BlackRock:	6,4%
Temasek:	3,7%
Vanguard:	3,1%
Norges Bank:	3,0%
Harris Associates:	3,0%

Fuentes: *Bankinter Análisis y Mercados, Bloomberg, CNMV*

Los resultados 2019 alcanzan los objetivos internos y las expectativas del consenso. Resaltamos el crecimiento orgánico de un negocio de bajo riesgo y alta recurrencia al igual que la mejora en los márgenes, Bayer espera mantener esta tendencia positiva en los próximos años, nosotros lo vemos factible y así lo reflejan nuestras estimaciones. Las guías para 2020 también son atractivas. Valoramos positivamente el reenfoque estratégico en tres divisiones tras las desinversiones recientes. Vemos cercano el final de los litigios por el Glifosato, hemos considerado que se alcanzan acuerdos extrajudiciales en 2020 con un coste de 10.000 Mn€. Recientemente elevamos nuestro precio objetivo a 82,00 €/acción, estos resultados nos reafirman en nuestra valoración. Nuestra recomendación se mantiene invariada en **Comprar**

**Buen crecimiento orgánico en 2019**

Las **ventas en 2019** alcanzan 43.545 Mn€ (+18,5% y +3,5% orgánico, consenso 44.161 Mn€). Las ventas por divisiones son: agricultura 19.832 (+39,0% y +3% orgánico), farma 17.962 Mn€ (+7,3%) y salud 5.462 (+0,2%). Las **principales cifras de 2019** son: **beneficio bruto** 26.078 Mn€ (+22,1%), margen bruto 59,9% (58,1% en 2018), **EBITDA recurrente** 11.503 Mn€ (+28,3%, consenso 11.576 Mn€) con un margen de 26,4% (24,4% en 2018), **EBITDA** 9.554 Mn€ (-1,5%), **EBIT recurrente** 7.007 Mn€ (+16,5%, consenso 7.414 Mn€), **EBIT** 4.189 Mn€ (+21,3%), **BAI** 2.880 Mn€ (+52,7%), **beneficio neto del grupo** 4.0914 Mn€ (+141%), *cash flow* libre 4.214 Mn€ (-9,4%), deuda financiera neta 34.068 Mn€ (-4,5%) y *ratio* DFN/EBITDA 3,0x (4,0x en 2018). El **dividendo** 2019 queda invariado en 2,80 €/acción (rentabilidad 4,2%). La **evolución en el 4T19 estanco** también es favorable, el beneficio bruto crece +25% (+21% en 9M19) y el margen bruto avanza a 54,7% (+9,2pp), EBIT recurrente +27% (+14% en 9M19). Los resultados extraordinarios distorsionan la comparación interanual.

**Resultados positivos y las guías para 2020 son atractivas**

Son unos **resultados que calificamos de positivos**, cumplen con las guías de la compañía y con el consenso. El crecimiento en ventas y resultados refleja la estrategia de concentrarse en las tres divisiones actuales tras las desinversiones recientes (Derma Rx, Coppertone, Dr. Scholl, Currenta a la que se añadirá veterinaria en 2020). Las guías 2020 apuntan a unas ventas entre 44.000 Mn€ y 45.000 Mn€, margen EBITDA 28% (desde 26,4% en 2019), *cash flow* libre 5.000 Mn€ y deuda neta 27.000 Mn€ (2,2x EBITDA). Nuestras estimaciones reflejan estas guías. Valoramos positivamente la gestión extrajudicial de las demandas por **glifosato**, nuestras estimaciones asumen un acuerdo 2020e y 10.000 Mn€ de indemnizaciones.

**Recomendación: Comprar. Precio Objetivo 82,00 €/acción**

Los resultados son positivos al igual que las guías de 2020. **Recientemente elevamos nuestro precio objetivo a 82,00 €/acción**, estos resultados nos reafirman en nuestra valoración. Nuestra recomendación se mantiene invariada en **Comprar**.

## Buen crecimiento orgánico, reforzado con adquisiciones

- La evolución en el 4T19 estanco es favorable, el beneficio bruto crece +25% (+21% en 9M19) y el margen bruto avanza a 54,7% (+9,2pp), el EBIT recurrente se incrementa +27% (+14% en 9M19). Los resultados extraordinarios (desinversiones) distorsionan la comparación interanual.
- Buena evolución del negocio en 2019, con un crecimiento orgánico de ventas +3,5% y reforzado con los cambios en el perímetro (aportan +13,5% al crecimiento). Los márgenes de explotación (EBITDA y EBIT recurrente) aumentan en el año.
- El *cash flow* libre se reduce -9,5% pero la ausencia de inversiones de expansión posibilita recortar el endeudamiento -4,5%. El ratio deuda financiera neta / EBITDA se reduce a 3,0x (4,0x en 2018) y Bayer prevé reducirlo a 2,2x en 2020, lo que resalta la disciplina financiera de la compañía.

Cuadro 1. Resumen de resultados

Millones de euros	4T18	4T19	Var. %	2018	2019	Var. %	Consenso
Farma	4.291	4.682	9,1	16.746	17.962	7,3	
Salud	1.331	1.337	0,5	5.450	5.462	0,2	
Agricultura	4.661	4.652	-0,2	14.266	19.832	39,0	
<b>Ventas</b>	<b>10.355</b>	<b>10.750</b>	<b>3,8</b>	<b>36.742</b>	<b>43.545</b>	<b>18,5</b>	<b>44.161</b>
Crecimiento volumen (%)	5,4	2,3		4,5	2,6		
Crecimiento precios (%)	-0,1	1,1		-1,0	0,9		
Efecto tipo de cambio (%)	-0,3	1,3		-4,3	1,5		
Efecto perímetro (%)	25,0	-0,9		13,7	13,5		
Aprovisionamientos	-5.644	-4.875	-13,6	-15.381	-17.467	13,6	
<b>Beneficio bruto</b>	<b>4.711</b>	<b>5.875</b>	<b>24,7</b>	<b>21.361</b>	<b>26.078</b>	<b>22,1</b>	
% ventas	45,5	54,7		58,1	59,9		
<b>EBITDA antes de extraordinarios</b>	<b>1.965</b>	<b>2.483</b>	<b>26,4</b>	<b>8.969</b>	<b>11.503</b>	<b>28,3</b>	<b>11.576</b>
% ventas	19,0	23,1		24,4	26,4		
Extraordinarios	-2.018	-481	-76,2	726	-1.949	-368,5	
<b>EBITDA</b>	<b>-53</b>	<b>2.002</b>	<b>n.r.</b>	<b>9.695</b>	<b>9.554</b>	<b>-1,5</b>	
Amortizaciones	-4.153	-1.606	-61,3	-6.241	-5.365	-14,0	
<b>EBIT antes de extraordinarios</b>	<b>1.043</b>	<b>1.319</b>	<b>26,5</b>	<b>6.013</b>	<b>7.007</b>	<b>16,5</b>	<b>7.474</b>
% ventas	10,1	12,3		16,4	16,1		
<b>EBIT</b>	<b>-4.206</b>	<b>396</b>	<b>n.r.</b>	<b>3.454</b>	<b>4.189</b>	<b>21,3</b>	
% ventas	-40,6	3,7		9,4	9,6		
Resultado financiero	-720	-378	-47,5	-1.568	-1.309	-16,5	
<b>BAI</b>	<b>-4.926</b>	<b>18</b>	<b>-100,4</b>	<b>1.886</b>	<b>2.880</b>	<b>52,7</b>	<b>3.962</b>
Impuestos	964	-45	-104,7	-496	-450	-9,3	
Discontinuas	40	1.452	3530,0	321	1.680	423,4	
Minoritarios	-2	-11	450,0	-16	-19	18,8	
<b>Beneficio neto</b>	<b>-3.924</b>	<b>1.414</b>	<b>-136,0</b>	<b>1.695</b>	<b>4.091</b>	<b>141,4</b>	<b>3.309</b>
Cash flow de explotación				7.917	8.207	3,7	
Inversión recurrente				-2.593	-2.650		
Intereses netos				-672	-1.343		
<b>Cash flow libre</b>				<b>4.652</b>	<b>4.214</b>	<b>-9,4</b>	
Inversión no recurrente neta				-31.806	1.844		
Dividendos				-2.407	-2.615		
Otros				-2.523	-1.832		
<b>Variación deuda financiera neta</b>				<b>32.084</b>	<b>-1.611</b>		
<b>Deuda financiera neta</b>				<b>35.679</b>	<b>34.068</b>	<b>-4,5</b>	<b>33.965</b>
DFN/EBITDA recurrente año móvil (x)				4,0	3,0		

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados, Bloomberg

### Cuadro 2. Resumen de resultados y valoración

(Mn€)	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	
<b>Cuenta de resultados</b>							
Ventas	35.015,0	36.742,0	43.545,0	46.459,1	47.620,6	48.811,1	
Beneficio bruto	23.633,0	21.361,0	26.078,0	28.944,0	29.715,3	30.506,9	
EBITDA	8.563,0	9.695,0	9.554,0	13.008,6	13.581,4	14.643,3	
Amortización del inmovilizado	-2.660,0	-6.241,0	-5.365,0	-10.657,0	-3.805,0	-3.963,0	
EBIT	5.903,0	3.454,0	4.189,0	2.351,6	9.776,4	10.680,3	
Resultado financiero	-1.326,0	-1.568,0	-1.309,0	-1.532,1	-1.496,3	-1.455,2	
<b>Beneficio antes de impuestos</b>	<b>4.577,0</b>	<b>1.886,0</b>	<b>2.880,0</b>	<b>819,4</b>	<b>8.280,1</b>	<b>9.225,1</b>	
Impuesto de sociedades	-1.329,0	-496,0	-450,0	-245,8	-2.484,0	-2.767,5	
Operaciones discontinuadas y Otros	4.846,0	321,0	1.680,0	0,0	0,0	0,0	
Minoritarios	-758,0	-16,0	-19,0	0,0	0,0	0,0	
<b>Beneficio neto atribuible</b>	<b>7.336,0</b>	<b>1.695,0</b>	<b>4.091,0</b>	<b>573,6</b>	<b>5.796,1</b>	<b>6.457,6</b>	
BPA (€)	8,29	1,80	1,27	0,62	6,22	6,92	
DPA (€)	2,76	2,80	2,80	3,00	3,10	3,20	
<b>Estado de flujo de caja</b>							
Cash flow neto	7.905,0	3.519,0	8.919,0	5.762,7	11.097,4	11.875,8	
Variaciones de NOF	229,0	4.398,0	1.624,0	1.233,2	-123,0	-121,0	
Inversión	-432,0	-34.152,0	-671,0	-5.200,0	-3.100,0	-3.300,0	
<b>Cash flow libre</b>	<b>7.702,0</b>	<b>-26.235,0</b>	<b>9.872,0</b>	<b>1.796,0</b>	<b>7.874,4</b>	<b>8.454,9</b>	
Remuneración al accionista	-2.364,0	-2.407,0	-2.615,0	-2.611,1	-2.797,7	-2.890,9	
Otras variaciones	2.845,0	-3.442,0	-5.161,0	-1.532,1	-1.496,3	-1.455,2	
<b>Variación deuda financiera neta</b>	<b>-8.183,0</b>	<b>32.084,0</b>	<b>-2.096,0</b>	<b>2.347,3</b>	<b>-3.580,4</b>	<b>-4.108,7</b>	
<b>Balance</b>							
Activo fijo neto	39.373,0	92.940,0	91.641,0	90.884,0	90.179,0	89.516,0	
Inmovilizado financiero	5.641,0	2.727,0	2.058,0	4.358,0	4.358,0	4.358,0	
Necesidades operativas de fondos (NOF)	7.305,0	6.404,0	6.015,0	4.781,8	4.904,7	5.025,7	
Otros activos/(pasivos) neto	-11.863,0	-20.244,0	-18.614,0	-18.614,0	-18.614,0	-18.614,0	
<b>Capital empleado</b>	<b>40.456,0</b>	<b>81.827,0</b>	<b>81.100,0</b>	<b>81.409,8</b>	<b>80.827,7</b>	<b>80.285,7</b>	
Recursos propios	36.801,0	45.977,0	47.337,0	45.299,5	48.297,9	51.864,5	
Minoritarios	60,0	171,0	180,0	180,0	180,0	180,0	
Deuda financiera neta	3.595,0	35.679,0	33.583,0	35.930,3	32.349,9	28.241,2	
<b>Valoración (DCF)</b>							
(Mn€)		2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	
NOPLAT			6.843,5	7.476,2	7.556,6	7.566,1	
Amortización			3.805,0	3.963,0	4.141,0	4.351,6	
NOF			-123,0	-121,0	-50,8	-190,2	
Inversión			-3.100,0	-3.300,0	-3.500,0	-4.352,0	
<b>Cash flow libre</b>			<b>7.425,5</b>	<b>8.018,3</b>	<b>8.146,8</b>	<b>7.375,4</b>	
Valor terminal						123.067,5	
<b>Flujo a descontar</b>			<b>7.425,5</b>	<b>8.018,3</b>	<b>8.146,8</b>	<b>130.443,0</b>	
Factor descuento			0,94	0,89	0,84	0,79	
<b>VAN del flujo</b>			<b>6.998,6</b>	<b>7.122,8</b>	<b>6.820,9</b>	<b>102.934,1</b>	
Valor empresa		123.876,3					
Inversiones financieras		4.017,6					
Deuda neta		-35.930,3					
Provisiones		-15.230,0					
Minoritarios y otros		-260,0					
<b>Valor equity (Dic-2020e)</b>		<b>76.473,7</b>					
<b>Precio objetivo (€ por acción)</b>		<b>82,00</b>					
<b>Matriz de sensibilidad (€ por acción)</b>							
		<b>Crecimiento perpetuo "q"</b>					
			-0,9%	-0,4%	0,1%	0,6%	1,1%
	7,1%	52,43	57,45	63,18	69,80	77,52	
	6,6%	59,28	65,12	71,87	79,74	89,04	
WACC	6,1%	67,11	73,99	<b>82,00</b>	91,48	102,86	
	5,6%	76,15	84,32	93,98	105,58	119,75	
	5,1%	86,69	96,54	108,36	122,80	140,87	

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

## Metodología de valoración

### Método de valoración

Modelo de descuento de flujos de caja (DCF). Las participaciones minoritarias en filiales cotizadas se valoran a su valor de mercado.

### Hipótesis principales

WACC 6,1% y crecimiento terminal "g" 0,1%.

### Escenarios de precio objetivo

#### Base €82,00

- TAAC EBIT recurrente 2019-2024e: 9,1%
- Margen EBIT 2022e: 21%

#### Positivo €92,65

- TAAC EBIT 2019-2024e: 11,0%
- Margen EBIT 2023e: 23%

#### Negativo €69,45

- TAAC EBIT 2019-2024e: 7,0%
- Margen EBIT 2023e: 19%
- 

### Principales vectores

- Reenfoque hacia los negocio de agricultura, farma y salud
- Capacidad de desarrollo de nuevos fármacos

### Catalizadores

- Sinergias por la fusión con Monsanto
- Crecimiento sostenido del negocio farma

### Riesgos

- Coste de indemnizaciones por del uso de glifosato
- Retrasos en aprobarse medicamentos en desarrollo

### INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website: <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>
- Las metodologías de valoración más frecuentes aplicadas en nuestro análisis de compañías son las siguientes (lista no exhaustiva): VAN FCF, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, Ratios Comparables, Valor Neto Liquidativo, Warranted Equity Value y PER Teórico

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/codigos\\_internos](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos)

### NOTAS DE COMPAÑÍAS

Todas nuestras notas están disponibles en: [Link a los informes de compañías](#)

### EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada - Director

Rafael Alonso - Bancos

Pilar Aranda - Petróleo

Esther Gutiérrez de la Torre - Autos

Luis Piñas - Consumo

Elena Fernández-Trapiella - Consumo

Aránzazu Cortina - Industriales

Juan Moreno - Inmobiliarias

Pedro Echeguren - Farma & Salud

Juan Tuesta - Construcción & Tecnología

Ana de Castro - Seguros

Aránzazu Bueno - Eléctricas

Tel.: 912759421

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por todo el Equipo:

- Macroeconomía
- Estrategia de Inversión
- Bonos
- Divisas
- Fondos de Inversión
- ETFs
- Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable