

**Bayer: OPA sobre Monsanto. A mayor precio mayor dilución.****Reducimos desde Neutral a Vender. La OPA sería dilutiva para el accionista.****Resumen y opinión.-**

Reducimos desde Neutral a Vender mientras no se conozca el desenlace del intento de OPA sobre Monsanto que ayer rechazó la oferta de 122,0\$/acc. por considerarla insuficiente. De manera que, a la espera de una mejora del precio, la operación - *a priori* - llevaría aparejada una ampliación de capital que sería dilutiva para el accionista y un incremento del endeudamiento que dispararía los ratios de apalancamiento. Además, se enfrenta a obstáculos regulatorios que podrían bloquear la operación. Durante este proceso el valor seguirá penalizado. ¿Cuánto debería mejorar Bayer su oferta? Según nuestras estimaciones entre 15%/20%.

**1. Detalle de la operación rechazada ayer por Monsanto.-**

Bayer confirmó el pasado 23 de mayo su interés por adquirir el 100% de Monsanto por 122,0€/acc. (53.290M\$) lo que suponía pagar una prima de +20% según el precio de cierre del viernes (20/05) y mejorar la oferta inicial desde aproximadamente unos 40.000M\$ (cifra que no llegó a confirmarse). La financiación se llevaría a cabo mediante una operación combinada de deuda y capital. Bayer estimaba que la parte correspondiente a capital (nueva emisión de acciones) sería cerca del 25% del valor de la transacción y prevé unas sinergias totales cercanas a 1.500M\$ a partir el tercer año.

**2. Principales aspectos de la operación.-**

A continuación exponemos los argumentos que justifican el cambio de recomendación (el 23 de mayo) hasta Vender desde Neutral, siendo el **principal motivo la dilución para el accionista:**

- (i) Operación combinada (75% deuda y 25% *equity*).- En una primera aproximación la operación sería dilutiva para los actuales accionistas de Bayer, al menos durante los dos primeros años. Suponiendo que la operación finalmente se completase en 2017, hasta 2019 no se generarían sinergias.

Ampliación de capital (25%)	13.322 M\$	Market cap. Bayer	80.292 M\$
% capital ampliado	17%	cierre 24/05	97,1 \$/acc.
% nuevas acciones	18%		
# accs. Nueva emitidas	152 M	Descuento	87,4 \$/acc.
# accs post	979 M	10%	
<b>Deuda (75%)</b>			
	39.967 M\$		
# accs post	979 M		979 M
Coste financ. (kd)	4,5%		5,0%
Costes financ. (neto impuestos)	1.385 M\$		1.539 M\$
BNA '16 post	7.332 M\$		7.178 M\$
BPA '16 post	7,5 \$/acc		7,3 \$/acc
<b>Dilución</b>	<b>-7,4%</b>		<b>-9,3%</b>
# accs post	979 M		979 M
Coste financ. (kd)	4,5%		5,0%
Costes financ. (neto impuestos) 30	1.385 M\$		1.539 M\$
BNA '17 post	8.331 M\$		8.177 M\$
BPA '17 post	8,5 \$/acc		8,3 \$/acc
<b>Dilución</b>	<b>-3,8%</b>		<b>-5,6%</b>

Fuente: Bloomberg y Analisis Bankinter.

Bankinter Análisis (sujetos al RIC): Analista principal de este informe: Ana de Castro

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

Ramón Forcada Jesús Amador Rafael Alonso Esther G. de la Torre

Eva del Barrio Ramón Carrasco Belén San José Ana Achau (Asesoramiento)

Avda de Bruselas, 12

Todos los informes disponibles en: <http://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+asesoramiento?secc=NRAP&subs=NRAP>

28108 Alcobendas

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

(Madrid)

<http://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.

Según nuestras estimaciones, aplicando un coste financiero entre 4,5%/5% y un descuento en la ampliación de capital de -10% (descuento que consideramos razonablemente optimista), Bayer tendría que emitir 157M de acciones (+19%). **De manera que la dilución del BPA se situaría en el rango -7%/-9% en 2016 y -4%/-6% en 2017.** La operación seguiría siendo dilutiva incluso si la ampliación se realizase sin descuento (hasta -6%/-8% en 2016 y -2%/-4% en 2017).

- (ii) Asumiendo que el 75% de la adquisición se financia con deuda, aproximadamente 40.000M\$. **los ratios de endeudamiento sobre Ebitda y Fondos Propios después de la operación se disparan.** Bayer tiene Deuda Financiera Neta (dic.15) de 17.347M\$, lo que supone un ratio DFN/Ebitda de 1,66x y un ratio DFN/PN de 0,68x, que son niveles de apalancamiento más bien cómodos. Después de la operación el ratio DFN/Ebitda aumentaría hasta 4,2x y la DFN/PN hasta 1,6x. Ambos ratios sitúan el apalancamiento en unos niveles que parecen muy elevados que podría dificultar su gestión y la operativa de Bayer, además de comprometer negativamente el *rating* crediticio.

#### Ratios de apalancamiento.

	Bayer	Monsanto	Bayer Post
Ebitda 2016 est.(M\$)	12.055	3.880	15.935
Ebitda 2017 est. (M\$)	12.922	4.425	17.347
DNF '15	18.809	7.966	
DFN post			66.742
FFPP (M\$)	27.649	7.005	40.971
<b>DFN/Ebitda</b>	<b>1,6x</b>		<b>4,2x</b>
<b>DFN/FFPP</b>	<b>0,68x</b>		<b>1,6x</b>

Fuente: Bloomberg y Analisis Bankinter.

- (iii) **¿Cuánto debería mejorar Bayer su oferta?**- Las opciones de Bayer se reducen a desistir o presentar una oferta hostil mejorada. Tomando como referencia una operación similar, como la reciente adquisición de Syngenta por Chemchina por algo más de 43.000M\$, Bayer tendría que mejorar su oferta entre 15%20% para igualar los múltiplos pagados por la compra Syngenta. En concreto, el precio acordado supone pagar 16x el Ebitda '16 estimado para Syngenta (vs. 14x que pagaría Bayer por Monsanto) y 14,5x el Ebitda '17 estimado (vs. 12x en la operación Bayer/Monsanto).

#### Múltiplos operación similar.

Chemchina (2 feb)	Syngenta
Valor operación	43.654 M\$
# accs Syngenta	93
Precio/acc.	465 \$/acc
Dividendo especial	4,9 \$/acc
	Total 470 \$/acc
Ebitda 16 estimado	2.755
<i>Precio operación/Ebitda</i>	<b>15,85x</b>
Ebitda 17 estimado	3.008
<i>Precio operación/Ebitda</i>	<b>14,51x</b>

Fuente: Bloomberg y Analisis Bankinter.

**Bankinter Análisis** (sujetos al RIC): Analista principal de este informe: Ana de Castro

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

Ramón Forcada Jesús Amador Rafael Alonso Esther G. de la Torre

Eva del Barrio Ramón Carrasco Belén San José Ana Achau (Asesoramiento)

Avda de Bruselas, 12

Todos los informes disponibles en: <http://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+asesoramiento?secc=NRAP&subs=NRAP>

28108 Alcobendas

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

(Madrid)

<http://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.

De manera que si aplicamos estos múltiplos, Bayer tendría que **mejorar su oferta entre 15%/20%, lo que equivale a pagar 140/147\$ por cada acción de Monsanto**. En este escenario la dilución para los accionistas de Bayer sería todavía mayor. Además, no parece que Monsanto esté dispuesta a ceder en precio, tras haber rechazado en cinco ocasiones (siendo las dos últimas las de Bayer), las ofertas recibidas desde 2011 cuando no acepto la de Syngenta.

Múltiplos oferta Bayer		Igualamos múltiplos	Precio op. M\$	Precio/acc.	% mejora oferta
Precio op./Ebitda '16	<b>13,7x</b>	15,8x	61.304	140,3 \$/acc	15%
Precio op./Ebitda '17	<b>12,0x</b>	14,5x	64.163	146,9 \$/acc	20%

Fuente: Bloomberg y Analisis Bankinter.

Por otra parte, un tercer jugador podría unirse a la partida, Basf. Que también ha mostrado su interés por Monsanto, lo que complicaría más el éxito para Bayer.

### 3. Conclusión.-

La operación sigue rodeada de una gran especulación y poca definición, frustrando el objetivo de Bayer en convertirse el líder mundial en productos farmacéuticos y químicos. La fusión daría lugar a la mayor empresa de transgénicos y pesticidas del mundo, oportunidad que no parece que Bayer quiera dejar pasar. Sin embargo, **cualquier acuerdo potencial deberá incorporar una oferta mejorada**, lo que financieramente **no será valorado por los accionistas**, ya que requerirá una ampliación de capital que, como se ha mostrado en esta Nota, **será dilutiva** para el accionista de Bayer. Lo mejor para estos sería que Bayer finalmente se retirase y no suba su apuesta, pero parece la opción menos probable por su historial de compras caras (después del daño que le está causando la compra de Syngenta. Por último, la operación se enfrentará a problemas de competencia, que hará sufrir al valor hasta que se autorice. Por tanto, en este contexto **recomendamos no estar en el valor**, por lo que ayer **bajamos la recomendación hasta Vender desde Neutral**. Recordamos que Bayer **no está en nuestras carteras modelo de acciones** desde el pasado mes de marzo.

Bankinter Análisis (sujetos al RIC): Analista principal de este informe: Ana de Castro

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

Ramón Forcada Jesús Amador Rafael Alonso Esther G. de la Torre

Eva del Barrio Ramón Carrasco Belén San José Ana Achau (Asesoramiento)

Avda de Bruselas, 12

Todos los informes disponibles en: <http://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+asesoramiento?secc=NRAP&subs=NRAP>

28108 Alcobendas

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

(Madrid)

<http://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.