

Sector: Farmacéuticas

Los resultados 3T 2021 superan a lo esperado pero su calidad no es elevada

# Bayer

Recomendación: Neutral  
 Precio Objetivo: 56,00€  
 Potencial: +10,3%  
 Analista: Pedro Echeguren

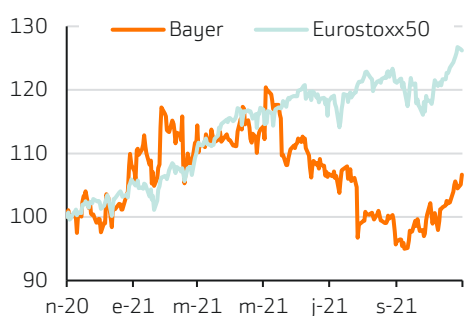
## Datos

Precio 09/11/2021; 17:35h (€)	50,75
Nº acciones (M)	982,4
Capitalización (M€)	49.858,0
Máx/Mín (52 sem.)(€)	57,3 / 45,21
Comportamiento 2021	5,4%
Cód. Reuters/Bloomberg	BAYGn.DE / BAYN

Mn€	2020	2021e	2022e	2023e
BNA	-10.495	1.897	5.390	5.573
% inc.	n.r.	n.r.	184,1	3,4
EBITDA	-2.910	7.384	11.886	12.302
% inc.	n.r.	n.r.	61,0	3,5
BPA (€)	-10,68	1,93	5,49	5,67
% inc.	n.r.	n.r.	184,1	3,4
DPA (€)	2,00	2,00	2,20	2,35
% inc.	-28,6	0,0	10,0	6,8
PER (x)	n.r.	26,3	9,3	8,9
VE/EBITDA (x)	n.r.	11,2	7,9	7,2
Rentab. div. (%)	4,2	3,9	4,3	4,6
P/V (x)	1,5	1,6	1,5	1,3

Ratios	2020	2021e	2022e	2023e
DFN/EBITDA (x)	n.r.	4,5	3,7	3,2
DFN/FF.PP. (x)	1,0	1,1	1,3	1,1
CF Op./DFN (%)	16,3	23,3	4,3	27,1
DFN/CE (x)	0,5	0,5	0,6	0,5
EBITDA/CE (x)	0,0	0,1	0,2	0,2
ROCE (%)	n.r.	3,6	8,2	8,3
ROE (%)	n.r.	6,2	15,9	14,9

## Evolución bursátil



Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	4,4	7,3	6,6
Relativo	-2,3	3,6	-19,6

## Accionariado

BlackRock:	6,2%
Harris Associates:	3,0%
MFS:	3,0%
Vanguard:	2,7%
Dodge & Cox:	1,4%

Fuentes: Bankinter Análisis y Mercados, Bloomberg, Reuters

Nuestra lectura de los resultados 3T 2021 es neutral. A pesar de que son mejores de lo esperado, su calidad no nos parece que sea elevada. Aunque las ventas y el EBITDA y EBIT recurrente se recuperan, la mejoría se da en la división de agricultura que tuvo unos resultados excepcionalmente bajos en 3T 2020. La evolución en las demás divisiones (farma y salud) es solamente moderada. El BPA recurrente aumenta +29,6% en 3T 2021 y +3,6% en 9M 2021. Bayer retoca muy ligeramente al alza sus guías 2021. No añade en 3T nuevas provisiones a los 12.800M€ ya provisionados a junio 2021 por el uso del glifosato y tampoco hay novedades apreciables en este frente que sigue abierto. Parece que los pagos se retrasan a 2022 ante la ausencia de un acuerdo global. Mantenemos sin cambios nuestra recomendación Neutral y el Precio Objetivo de 56,00 €/acción.

## Los resultados 3T 2021 son mejores de lo esperado

Las principales cifras del 3T 2021 estanco son: ventas 9.781M€ (+15,0% y +14,3% ajustado a tipo de cambio y perímetro, consenso 9.151M€), donde EBITDA antes de extraordinarios 2.089M€ (+16,4%, consenso 1.986M€), margen EBITDA sin extras 21,4% (+0,3p.p.), EBITDA 1.400M€ (+56,6%), EBIT antes de extraordinarios 1.224M€ (+56,5%, consenso 741M€), EBIT 530M€ (vs. -9.399M€), BNA 85M€ (vs. -2.744M€), BPA recurrente 1,05€ (+29,6%, consenso 0,76€), cash flow libre 1.954M€ (+58,0%). Por lo tanto, los resultados 9M 2021 son: ventas 32.963M€ (+5,0% y +9,2% ajustado a tipo de cambio y perímetro), EBITDA antes de extraordinarios 8.784M€ (-3,1%), margen EBITDA sin extras 26,6% (-2,3p.p.), EBITDA 4.678M€ (vs. -4.934M€), EBIT antes de extraordinarios 5.912M€ (+4,7%), EBIT 1.332M€ (vs. -17.864M€), BNA -161M€ (vs. -10.803M€), BPA recurrente 5,25€ (-3,6%), cash flow libre -120M€ (vs. +1.846M€), deuda financiera neta 33.981M€ (+13% desde 4T 2020), DFN/EBITDA recurrente 3,0x (2,6x a 4T 2020). [Link a los resultados.](#)

## Pero la base de comparación en 3T 2020 es excepcionalmente baja

Nuestra valoración de los resultados es neutral. A pesar de ser mejores de lo esperado, la recuperación en EBITDA y EBIT recurrentes viene del negocio de agricultura al comparar con un 3T 2020 que fue excepcionalmente bajo, mientras que farma retrocede y salud se estanca. Los gastos no recurrentes de -689M€ en EBITDA 3T 2021 incluyen -605M€ por reestructuraciones. No hay noticias en este frente que sigue abierto, salvo que los pagos (hay 12.800M€ provisionados) se retrasan a 2022 ante la ausencia de un acuerdo global. La compañía eleva ligeramente las guías para 2021 a ventas de 44.000M€ (anterior 43.000M€), margen EBITDA sin extraordinarios 25,5% (anterior 25%) y BPA recurrente 6,10€/6,30€ (ant. 6,00€/6,20€). Nuestra estimación BPA recurrente 2021, que no modificamos, es 6,30€.

## Recomendación: Reiteramos Neutral y Precio Objetivo de 56,00 €/acción

Los resultados están siendo acogidos con neutralidad, las acciones apenas han oscilado tras la publicación. Nuestra recomendación se mantiene invariada en Neutral y el Precio Objetivo en 56,00 €/acción.

## Los resultados 3T 2021 comparan frente a una base muy baja en 2020

- Recuperación de ventas en 3T 2021 (+15,0%, +14,3% a tipo de cambio y perímetro constante) y en 9M 2021 +5,0% y +9,2% respectivamente.
- El EBITDA recurrente 3T 2021 pasa a positivo aumenta en agricultura (la base de comparación es excepcionalmente baja), +2% en Salud y -10% en farma. El margen EBITDA antes de extraordinarios en 3T 2021 es 21,4% (+0,3p.p.).
- Los resultados están distorsionados por provisiones no recurrentes en 1T 2020 y 2T 2021 por el uso del glifosato. Sin el efecto extraordinarios, El BPA recurrente aumenta +29,6% en 3T 2021 y +3,6% en 9M 2021. Los resultados son mejores de lo esperado.
- El *cash flow* libre es +1.954 M€ en 3T 2021 (+58%) y -120M€ en 9M 2021 (vs +1.846M€). La deuda financiera neta aumenta a 33.981M€ desde 4T 2020 (+13%) y el ratio de endeudamiento a 3,0x EBITDA (2,6x en 4T 2020).

Cuadro 1. Comparativa de resultados

Millones de euros	3T20	3T21	Var. %	Consenso	9M20	9M21	Var. %
Farma	4.229	4.539	7,3		12.767	13.398	4,9
Salud	1.205	1.346	11,7		3.804	3.888	2,2
Agricultura	3.028	3.850	27,1		14.664	15.517	5,8
<b>Ventas</b>	<b>8.506</b>	<b>9.781</b>	<b>15,0</b>	<b>9.151</b>	<b>31.405</b>	<b>32.963</b>	<b>5,0</b>
Crecimiento volumen (%)	-1,6	10,6			2,2	7,8	
Crecimiento precios (%)	-3,5	3,7			-2,3	1,4	
Efecto tipo de cambio (%)	-7,7	0,8			-2,8	-4,4	
Efecto perímetro (%)	-0,7	-0,1			-1,3	0,2	
Aprovisionamientos	-6.795	-3.887	-42,8		-15.469	-13.131	-15,1
<b>Beneficio bruto</b>	<b>1.711</b>	<b>5.894</b>	<b>244,5</b>		<b>15.936</b>	<b>19.832</b>	<b>24,4</b>
% ventas	20,1	60,3			50,7	60,2	
<b>EBITDA antes de extraordinarios</b>	<b>1.795</b>	<b>2.089</b>	<b>16,4</b>	<b>1.986</b>	<b>9.069</b>	<b>8.784</b>	<b>-3,1</b>
Donde: Farma	1.515	1.366	-9,8		4.477	4.273	-4,6
Salud	301	308	+2,3		856	878	2,6
Agricultura	-34	471	n.r.		3.942	3.937	-0,1
Corporativo y Otros	13	-56	16,4		-206	-304	47,6
% ventas	21,1	21,4			28,9	26,6	
Extraordinarios	-901	-689	-23,5		-14.003	-4.106	-70,7
<b>EBITDA</b>	<b>894</b>	<b>1.400</b>	<b>56,6</b>		<b>-4.934</b>	<b>4.678</b>	<b>n.r.</b>
Amortizaciones y resultado desinversiones	-10.293	-870	-91,5		-12.750	-3.346	-73,8
<b>EBIT antes de extraordinarios</b>	<b>782</b>	<b>1.224</b>	<b>56,5</b>	<b>741</b>	<b>5.647</b>	<b>5.912</b>	<b>4,7</b>
<b>EBIT</b>	<b>-9.399</b>	<b>530</b>	<b>n.r.</b>	<b>927</b>	<b>-17.684</b>	<b>1.332</b>	<b>n.r.</b>
Resultado financiero	-11	-336			-939	-783	
<b>BAI</b>	<b>-9.410</b>	<b>194</b>	<b>n.r.</b>	<b>27</b>	<b>-18.623</b>	<b>549</b>	<b>n.r.</b>
Impuestos	1.705	-104			2.676	-697	
Discontinuas	4.958	0			5.149	0	
Minoritarios	3	-5			-5	-13	
<b>Beneficio neto atribuible</b>	<b>-2.744</b>	<b>85</b>	<b>n.r.</b>	<b>243</b>	<b>-10.803</b>	<b>-161</b>	<b>-98,5</b>
<b>BPA recurrente (€)</b>	<b>0,81</b>	<b>1,05</b>	<b>29,6</b>	<b>0,76</b>	<b>5,07</b>	<b>5,25</b>	<b>3,6</b>
Cash flow de explotación	1.967	2.811			4.152	2.043	-50,8
Inversión recurrente	-549	-649			-1.525	-1.471	
Intereses netos	-181	-208			-781	-692	
<b>Cash flow libre</b>	<b>1.237</b>	<b>1.954</b>	<b>58,0</b>		<b>1.846</b>	<b>-120</b>	<b>n.r.</b>
Inversión no recurrente neta	3.976	-1.212			3.926	-1.020	
Dividendos	-17	-4			-2.768	-1.969	
Otros	2.529	-358			2.796	-831	
<b>Variación deuda financiera neta</b>	<b>-7.725</b>	<b>-380</b>			<b>-5.800</b>	<b>3.940</b>	
<b>Deuda financiera neta</b>	<b>28.268</b>	<b>33.981</b>	<b>20,2</b>		<b>28.268</b>	<b>33.981</b>	<b>20,2</b>
DFN/EBITDA recurrente año móvil (x)	2,4	3,0			2,4	3,0	

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

## Cuadro 2. Resumen de resultados y valoración

(M€)	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>Cuenta de resultados</b>							
Ventas	41.400,0	44.170,0	45.716,0	47.316,0	48.972,1	50.686,1	52.460,1
Beneficio bruto	22.262,0	26.634,5	28.572,5	29.572,5	30.852,4	31.932,2	33.049,9
EBITDA	-2.910,0	7.384,2	11.886,1	12.302,2	12.977,6	13.685,2	14.426,5
Amortización del inmovilizado	-13.259,0	-4.356,9	-4.414,0	-4.327,3	-4.358,6	-4.424,2	-4.486,1
EBIT	-16.169,0	3.027,4	7.472,1	7.974,9	8.619,0	9.261,0	9.940,4
Resultado financiero	-1.081,0	-497,5	-1.131,3	-1.008,8	-978,8	-941,4	-899,7
<b>Beneficio antes de impuestos</b>	<b>-17.250,0</b>	<b>2.529,8</b>	<b>6.340,8</b>	<b>6.966,1</b>	<b>7.640,2</b>	<b>8.319,7</b>	<b>9.040,7</b>
Impuesto de sociedades	1.689,0	-632,5	-951,1	-1.393,2	-1.910,0	-2.329,5	-2.531,4
Operaciones discontinuadas y Otros	5.074,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Minoritarios	-8,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Beneficio neto atribuible</b>	<b>-10.495,0</b>	<b>1.897,4</b>	<b>5.389,7</b>	<b>5.572,9</b>	<b>5.730,1</b>	<b>5.990,2</b>	<b>6.509,3</b>
BPA (€)	-10,68	1,93	5,49	5,67	5,83	6,10	6,63
DPA (€)	2,00	2,00	2,20	2,35	2,55	2,65	2,85
<b>Estado de flujo de caja</b>							
Cash flow neto	-3.730,0	13.121,7	10.262,0	10.908,9	11.067,6	11.355,7	11.895,1
Variaciones de NOF	8.633,0	-5.384,4	-8.375,7	-271,9	-68,7	-265,1	-322,1
Inversión	-4.073,0	-4.900,0	-5.100,0	-3.200,0	-3.700,0	-3.900,0	-3.900,0
<b>Cash flow libre</b>	<b>830,0</b>	<b>2.837,4</b>	<b>-3.213,7</b>	<b>7.437,0</b>	<b>7.298,9</b>	<b>7.190,6</b>	<b>7.673,0</b>
Remuneración al accionista	-2.768,0	-1.964,8	-1.964,8	-2.161,3	-2.308,7	-2.505,2	-2.603,4
Otras variaciones	5.965,0	-4.031,5	-5.131,3	-1.008,8	-978,8	-941,4	-899,7
<b>Variación deuda financiera neta</b>	<b>-4.027,0</b>	<b>3.159,0</b>	<b>10.309,9</b>	<b>-4.266,9</b>	<b>-4.011,4</b>	<b>-3.744,1</b>	<b>-4.170,0</b>
<b>Balance</b>							
Activo fijo neto	79.340,0	79.883,2	80.569,1	79.441,9	78.783,3	78.259,0	77.672,9
Inmovilizado financiero	2.046,0	2.046,0	2.046,0	2.046,0	2.046,0	2.046,0	2.046,0
Necesidades operativas de fondos (NOF)	-4.629,0	755,4	9.131,0	9.402,9	9.471,6	9.736,7	10.058,8
Otros activos/(pasivos) neto	-16.017,0	-18.853,0	-14.180,0	-14.180,0	-14.180,0	-14.180,0	-14.180,0
<b>Capital empleado</b>	<b>60.740,0</b>	<b>63.831,5</b>	<b>77.566,2</b>	<b>76.710,8</b>	<b>76.120,9</b>	<b>75.861,7</b>	<b>75.597,7</b>
Recursos propios	30.524,0	30.456,5	33.881,3	37.292,9	40.714,3	44.199,3	48.105,2
Minoritarios	175,0	175,0	175,0	175,0	175,0	175,0	175,0
Deuda financiera neta	30.041,0	33.200,0	43.509,8	39.243,0	35.231,6	31.487,5	27.317,5
<b>Valoración (DCF)</b>							
(M€)			2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
NOPLAT				6.379,9	6.464,2	6.667,9	7.157,1
Amortización				4.327,3	4.358,6	4.424,2	4.486,1
NOF				-271,9	-68,7	-265,1	-322,1
Inversión				-3.200,0	-3.700,0	-3.900,0	-3.900,0
<b>Cash flow libre</b>				<b>7.235,3</b>	<b>7.054,2</b>	<b>6.927,1</b>	<b>7.421,1</b>
Valor terminal							109.335,4
<b>Flujo a descontar</b>				<b>7.235,3</b>	<b>7.054,2</b>	<b>6.927,1</b>	<b>116.756,5</b>
Factor descuento				0,94	0,88	0,82	0,77
<b>VAN del flujo</b>				<b>6.775,4</b>	<b>6.186,0</b>	<b>5.688,4</b>	<b>89.784,1</b>
Valor empresa			108.433,8				
Inversiones financieras			2.291,5				
Deuda neta			-43.509,8				
Provisiones			-11.203,0				
Minoritarios y otros			-997,5				
<b>Valor equity (Dic-2021e)</b>			<b>55.015,0</b>				
<b>Precio objetivo (€ por acción)</b>			<b>56,00</b>				
<b>Matriz de sensibilidad (€ por acción)</b>							
			Crecimiento perpetuo "q"				
			-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%
	7,8%		33,55	37,39	41,73	46,66	52,31
	7,3%		38,93	43,35	48,37	54,14	60,82
WACC	6,8%		45,01	50,13	56,00	62,80	70,79
	6,3%		51,92	57,91	64,84	72,97	82,64
	5,8%		59,85	66,92	75,21	85,06	96,98

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

## Metodología de valoración

### Método de valoración

Modelo de descuento de flujos de caja (DCF).

### Hipótesis principales

WACC 6,8% y crecimiento terminal "g" 0% (sin cambios).

## Escenarios de precio objetivo

### Base €56,00

- TAAC EBIT recurrente 2021e-2026e: +7,0%
- Margen EBIT 2026e: 19%

### Positivo €66,00

- TAAC EBIT 2021e-2026e: +11%
- Margen EBIT 2026e: 21%

### Negativo €47,00

- TAAC EBIT 2021e-2026e: +7%
- Margen EBIT 2026e: 18%
- 

### Principales vectores

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

### Catalizadores

- Acuerdo con los afectados por el uso del glifosato
- Crecimiento sostenido del negocio farma

### Riesgos

- Mayor coste de indemnizaciones por del uso de glifosato
- Inflación de costes en agricultura
- Depreciación del USD

## Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
25/02/2021	Neutral	56,00
12/05/2021	Neutral	56,00

Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
05/08/2021	Neutral	56,00
10/11/2021	Neutral	56,00

## INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website: <https://www.bankinter.com/broker/analisis/informes>
- 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

La identificación de las fuentes de información empleadas más relevantes se ofrece en:

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/analisis/fuentes](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/fuentes)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/analisis/responsabilidad\\_legal](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal)

## NOTAS DE COMPAÑÍAS

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

## EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada - Director	Aránzazu Cortina - Industriales
Rafael Alonso - Bancos	Juan Moreno - Inmobiliarias & Hoteles
Pilar Aranda - Petróleo & Aerolíneas	Pedro Echeguren - Farma & Salud
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos & Media	Juan Tuesta - Construcción & Tecnología
Luis Piñas - Alimentación/Distribución	Elena Fernández-Tрпиella - Consumo/Lujo & Telecom
Aránzazu Bueno - Eléctricas	Eduardo Cabero - Seguros
Jorge Pradilla - Logística	Filipe Aires - Químicas y Papel
Mariana Queirós Ferro - Telecoms	Susana André - Portugal, Assistant

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