

Sector: *Farmacéuticas*Recomendación: **Neutral**Precio Objetivo: **58,00€**Potencial: **-0,5%**Analista: **Pedro Echeguren****Recortamos nuestro Precio Objetivo tras los resultados 1T 2023. Recomendación Neutral**

Bayer

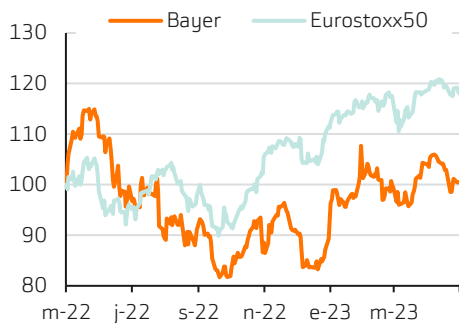
Datos

Precio 10/05/2023; 17:35h (€)	58,29
Nº acciones (M)	982,4
Capitalización (M€)	57.265,5
Máx/Mín (52 sem.)(€)	66,74 / 47,42
Comportamiento en 2023	20,6%
Cód. Reuters/Bloomberg	BAYGn.DE/BAYN

Mn€	2022	2023e	2024e	2025e
BNA	4.150	4.104	5.468	5.710
% inc.	315,0	-1,1	33,2	4,4
EBITDA	13.515	12.200	12.813	13.395
% inc.	110,9	-9,7	5,0	4,5
BPA (€)	4,22	4,18	5,57	5,81
% inc.	313,7	-1,0	33,2	4,4
DPA (€)	2,40	2,50	2,60	2,70
% inc.	20,0	4,2	4,0	3,8
PER (x)	11,5	14,0	10,5	10,0
VE/EBITDA (x)	5,9	7,5	6,9	6,4
Rentab. div.	5,0	4,3	4,5	4,6
P/V (x)	1,2	1,4	1,3	1,2

Ratios	2022	2023e	2024e	2025e
DFN/EBITDA	2,4	2,8	2,5	2,1
DFN/FF.PP. (x)	0,8	0,9	0,7	0,6
CF Op./DFN (%)	22,3	27,9	33,5	37,6
DFN/CE (x)	0,4	0,5	0,4	0,4
EBITDA/CE (x)	0,2	0,2	0,2	0,2
ROCE (%)	8,8	7,3	9,0	9,1
ROE (%)	10,7	10,1	12,6	12,2

Evolución bursátil



Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	-3,4	-2,1	0,4
Relativo	-2,8	-3,7	-17,6

Accionariado

BlackRock:	4,6%
Vanguard:	3,7%
Temasek:	3,5%
Norges Bank:	3,2%
Massachusetts Financial:	3,0%

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

Los resultados 1T 2023 retroceden en línea con lo esperado, los valoramos negativamente y resaltamos la caída del margen bruto y de los márgenes EBITDA y EBIT recurrentes. Bayer advierte de una próxima bajada de precios en el glifosato que impactará sobre su división de herbicidas. Las consecuencias son un ajuste negativo en valoración y, más importante, que la compañía sitúa sus previsiones en el rango inferior de las guías 2023. La reacción en el mercado ha sido desfavorable, las acción cae c. -7% tras publicarse los resultados. Ajustamos nuestra estimaciones a la baja para reflejar este escenario y, como consecuencia, recortamos nuestro Precio Objetivo hasta 58,00€/acción desde 60,00€/acc. No vemos potencial de revalorización ni catalizadores a corto plazo. Mantenemos invariada nuestra recomendación Neutral.

Los resultados 1T 2023 retroceden en línea con lo esperado

Las **principales cifras 1T 2023** son: ventas 14.389M€ (-1,7% a/a y -1,1% ajustado a tipo de cambio y perímetro, consenso 14.594M€), Ventas por divisiones: Agricultura 8.351M€ (-1,1%), Farma 4.407M€ (-4,7%), Consumo 1.573M€ (+4,0%), Otros 58M€. EBITDA antes de extraordinarios 4.471M€ (-14,9%, consenso 4.491M€), margen 31,1% (-4,8 p.p.), EBITDA 4.318M€ (-18,4%), EBIT antes de extraordinarios 3.404M€ (+18,4%, consenso 2.284M€), EBIT 2.973M€ (-29,4%), BNA 2.178M€ (-33,8%, consenso 2.094M€), BPA recurrente 2,95€ (-16,8%, consenso 2,745€), *cash flow* libre -1.402M€ (-1.187M€ en 4T 2021), deuda financiera neta 36.077M€ (+4,5% en 2023), DFN/EBITDA recurrente 2,8x (2,4x en 4T 2022). [Link a los resultados.](#)

Bayer sitúa sus previsiones en el rango inferior de las guías 2023

El principal motivo es una esperada bajada de precios en el glifosato, que afectará negativamente las ventas de sus herbicidas. En 1T y ante esta expectativa, ha deteriorado la valoración de esta línea de negocio en -278M€. El ajuste equivale al -9,4% del EBIT y, es el principal impacto no recurrente negativo. **Las guías 2023 nos decepcionaron al publicarse, apuntan a un estancamiento de ventas y retroceso de beneficios:** ventas 50.000/51.000M€ (-1,5%/+0,5%), EBITDA recurrente 12.500/13.000M€ (-7,5/-4%), BPA recurrente 7,20/7,40€ (-9,3/-6,8%). Ajustamos nuestras estimaciones a la baja para recoger este efecto.

Nuestra valoración de los resultados es negativa

Las ventas retroceden principalmente por el efecto una caída (-5,8%) en el volumen, mientras que los precios aumentan +4,7%, el efecto tipo de cambio añade +0,7% y las desinversiones restan -1,3%. Farma se resiente por una caída de ventas en China. Los márgenes EBITDA y EBIT recurrente empeoran en casi -5 p.p. desde 1T 2022.

Rebajamos nuestro Pr. Objetivo a 50€/acc. vs 60€/acc. Recomendación Neutral

Como consecuencia del recorte de estimaciones, **rebajamos nuestro Precio Objetivo a 58,00€/acc.** desde 60,00€/acc. No vemos potencial y reiteramos nuestra recomendación Neutral.

Las ventas y beneficios retroceden, aunque en línea con lo esperado

- Las ventas caen a 14.389M€ (-1,7%) tras siete trimestres de crecimiento ininterrumpido. La variación de ventas se descompone en: volumen -5,8%; precios +4,7%; tipo de cambio +0,7%; perímetro -1,3%.
- El margen bruto retrocede a 60,2% (-4,5 p.p.), margen EBITDA recurrente 31,1% (-4,8 p.p.), margen EBIT recurrente 23,7% (-4,8 p.p.).
- El EBIT recurrente retrocede a 3.404M€ (-18,4%), el EBIT incluye -431M€ de gastos extraordinarios (la principal partida es un ajuste en valoración del negocio de herbicidas) y retrocede a 2.973M€ (-29,4%).
- BPA recurrente 2,95€ (-16,8%), supera al 2,745€) esperado.
- *Cash flow* libre -1.402M€ (-1.187M€ en 4T 2021), deuda financiera neta 36.077M€ (+4,5% en 2023), DFN/EBITDA recurrente 2,8x (2,4x en 4T 2022).

Cuadro 1. Comparativa de resultados

Millones de euros	1T22	2T22	3T22	4T22	1T23	Var. a/a %	Consenso
Farma	4.624	4.818	4.955	4.855	4.407	-4,7	
Salud	1.512	1.496	1.548	1.524	1.573	4,0	
Agricultura	8.447	6.461	4.692	5.569	8.351	-1,1	
Ventas	14.639	12.819	11.281	12.000	14.389	-1,7	14.594
Crecimiento volumen (%)	5,6	0,1	-2,9	-0,6	-5,8		
Crecimiento precios (%)	8,7	9,5	8,6	4,7	4,7		
Efecto tipo de cambio (%)	4,2	8,4	9,6	5,5	0,7		
Efecto perímetro (%)	0,2	0,1	0,0	-1,7	-1,3		
Aprovisionamientos	-5.176	-5.680	-4.247	-4.768	-5.733	10,8	
Beneficio bruto	9.463	7.139	7.034	7.232	8.656	-8,5	
% ventas	64,6	55,7	62,4	60,3	60,2		
EBITDA antes de extraordinarios	5.251	3.349	2.451	2.462	4.471	-14,9	4.419
% ventas	35,9	26,1	21,7	20,5	31,1		
Extraordinarios	41	-698	-155	814	-153	-473,2	
EBITDA	5.292	2.651	2.296	3.276	4.318	-18,4	
Amortizaciones y resultado desinversiones	-1.080	-2.482	-1.097	-1.844	-1.345	24,5	
EBIT antes de extraordinarios	4.172	2.280	1.352	1.453	3.404	-18,4	3.284
% ventas	28,5	17,8	12,0	12,1	23,7		
EBIT	4.212	169	1.199	1.432	2.973	-29,4	
% ventas	28,8	1,3	10,6	11,9	20,7		
Resultado financiero	-490	-692	-598	-562	-367	-25,1	
BAI	3.722	-523	601	870	2.606	-30,0	
Impuestos	-428	234	-49	-261	-424	-0,9	
Minoritarios	-3	-9	-6	2	-4	33,3	
Beneficio neto atribuible	3.291	-298	546	611	2.178	-33,8	2.094
BPA recurrente (€)	3,53	1,93	1,13	1,35	2,95	-16,4	2,745
Cash flow de explotación	-726	2.104	2.654	3.061	-3.550	389,0	
Inversión recurrente	-349	-550	-726	-1.324	-466		
Intereses netos	-112	-414	-190	-317	-86		
Cash flow libre	-1.187	1.140	1.738	1.420	-4.102	245,6	
Inversión no recurrente neta	196	246	123	2.763	-146		
Dividendos	0	-1.966	-4	-15	0		
Otros	-399	-1.468	-1.166	-93	-20		
Variación deuda financiera neta	1.390	2.048	-691	-4.075	4.268		
Deuda financiera neta	34.527	36.575	35.884	31.809	36.077	4,5	
DFN/EBITDA recurrente (x)	2,8	2,8	2,7	2,4	2,8		

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 2. Resumen de resultados y valoración

(M€)	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	
Cuenta de resultados							
Ventas	50.739,0	50.000,0	51.250,0	52.531,3	53.844,5	55.190,6	
Beneficio bruto	30.868,0	30.250,0	31.262,5	32.306,7	33.383,6	33.666,3	
EBITDA	13.515,0	12.200,0	12.812,5	13.395,5	13.999,6	14.349,6	
Amortización del inmovilizado	-6.503,0	-5.102,6	-4.028,8	-4.084,0	-4.167,6	-4.181,4	
EBIT	7.012,0	7.097,4	8.783,7	9.311,5	9.832,0	10.168,2	
Resultado financiero	-2.342,0	-1.767,3	-1.682,0	-1.595,7	-1.502,0	-1.420,3	
Beneficio antes de impuestos	4.670,0	5.330,1	7.101,7	7.715,8	8.330,0	8.747,8	
Impuesto de sociedades	-504,0	-1.225,9	-1.633,4	-2.006,1	-2.165,8	-2.449,4	
Operaciones discontinuadas y Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Minoritarios	-16,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Beneficio neto atribuible	4.150,0	4.104,2	5.468,3	5.709,7	6.164,2	6.298,4	
BPA (€)	4,22	4,18	5,57	5,81	6,27	6,41	
DPA (€)	2,40	2,50	2,60	2,70	2,80	2,90	
Estado de flujo de caja							
Cash flow neto	11.352,0	10.804,1	11.179,1	11.389,4	11.833,8	11.900,2	
Variaciones de NOF	-4.259,0	-1.202,2	-599,0	-586,7	-603,7	-876,7	
Inversión	-2.381,0	-3.450,0	-3.600,0	-3.776,0	-3.952,5	-4.129,5	
Cash flow libre	4.712,0	6.151,8	6.980,1	7.026,6	7.277,6	6.894,0	
Remuneración al accionista	-1.985,0	-2.357,8	-2.456,1	-2.554,3	-2.652,5	-2.750,8	
Otras variaciones	-1.399,0	-6.439,3	-1.682,0	-1.595,7	-1.502,0	-1.420,3	
Variación deuda financiera neta	-1.328,0	2.645,3	-2.842,0	-2.876,6	-3.123,0	-2.722,9	
Balance							
Activo fijo neto	84.175,0	82.922,4	82.493,6	82.185,6	81.970,6	81.918,6	
Inmovilizado financiero	2.942,0	2.942,0	2.942,0	2.942,0	2.942,0	2.942,0	
Necesidades operativas de fondos (NOF)	694,0	1.896,2	2.495,2	3.082,0	3.685,7	4.562,3	
Otros activos/(pasivos) neto	-17.076,0	-12.634,0	-12.634,0	-12.634,0	-12.634,0	-12.634,0	
Capital empleado	70.735,0	75.126,6	75.296,8	75.575,6	75.964,2	76.789,0	
Recursos propios	38.773,0	40.519,4	43.531,6	46.687,0	50.198,6	53.746,2	
Minoritarios	153,0	153,0	153,0	153,0	153,0	153,0	
Deuda financiera neta	31.809,0	34.454,3	31.612,2	28.735,6	25.612,6	22.889,7	
Valoración (DCF)							
(M€)		2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	
NOPLAT			6.763,4	6.890,5	7.275,7	7.321,1	
Amortización			4.028,8	4.084,0	4.167,6	4.181,4	
NOF			-599,0	-586,7	-603,7	-876,7	
Inversión			-3.600,0	-3.776,0	-3.952,5	-4.129,5	
Cash flow libre			6.593,2	6.611,7	6.887,1	6.496,3	
Valor terminal						99.805,0	
Flujo a descontar			6.593,2	6.611,7	6.887,1	106.301,3	
Factor descuento			0,94	0,88	0,83	0,78	
VAN del flujo			6.190,3	5.828,3	5.700,0	82.602,5	
Valor empresa		100.321,2					
Inversiones financieras		2.942,0					
Deuda neta		-34.454,3					
Provisiones		-11.671,0					
Minoritarios y otros		-153,0					
Valor equity (Dic-2023e)		56.984,9					
Precio objetivo (€ por acción)		58,00					
Matriz de sensibilidad (€ por acción)							
			Crecimiento perpetuo "q"				
			-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%
WACC	7,5%		36,72	40,35	44,46	49,17	54,59
	7,0%		41,77	45,96	50,75	56,28	62,72
	6,5%		47,49	52,37	58,00	64,57	72,33
	6,0%		54,03	59,77	66,46	74,37	83,86
	5,5%		61,58	68,40	76,46	86,13	97,94

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Metodología de valoración

Método de valoración

Modelo de descuento de flujos de caja (DCF).

Hipótesis principales

WACC 6,5% y crecimiento terminal "g" 0% (sin cambios).

Escenarios de precio objetivo

Base €58,00

- TAAC EBIT recurrente 2022-2027e: +2%
- Margen EBIT 2027e: 18%

Positivo €70,80

- TAAC EBIT recurrente 2022-2027e: +6%
- Margen EBIT 2027e: 20%

Negativo €46,10

- TAAC EBIT recurrente 2022-2027e: +1,0%
- Margen EBIT 2027e: 17%

Principales vectores

- Líder en productos relacionados con el suministro de alimentos, farma y consumo de salud
- Aumento del tamaño de la población
- Capacidad de desarrollo de nuevos fármacos y otros productos

Catalizadores

- Fortaleza de precios
- Aprobación nuevos fármacos

Riesgos

- Litigios e indemnizaciones por del uso del glifosato
- Inflación de costes
- Debilidad el dólar
- Competencia de genéricos

Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
22/06/2022	Neutral	65,00
05/08/2022	Comprar	67,00
05/10/2022	Comprar	60,00

Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
08/11/2022	Comprar	60,00
28/02/2023	Neutral	60,00
31/03/2023	Neutral	60,00
11/05/2023	Neutral	58,00

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

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

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, Infraestructuras & Hoteles
Pilar Aranda - Petróleo & Aerolíneas	Pedro Echeguren - Farma & Salud
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos	Juan Tuesta - Construcción, Defensa & Tecnología
Aránzazu Bueno - Eléctricas	Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo & Telecoms.
Jorge Pradilla - Logística & Ciberseguridad	Eduardo Cabero - Seguros & Medios de Pago
Carlos Pellicer - Alimentación & Distribución	Pedro Ribeiro - Químicas & Papel

Tel.: 912759421

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por todo el Equipo:

- Macroeconomía
- Estrategia de Inversión
- Bonos
- Divisas
- Fondos de Inversión y Planes de Pensiones
- ETFs
- Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable
- Capital Advisor y Popcoin