

Sector: *Farmacéuticas**Resultados 1T21 retroceden algo menos de lo esperado, no variamos nuestra opinión***Bayer**

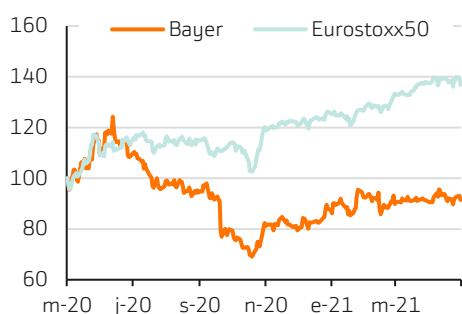
Recomendación: **Neutral**  
 Precio Objetivo: **56,00€**  
 Potencial: **+4,8%**  
 Analista: **Pedro Echeguren**

**Datos Básicos**

Precio (€)	53,43
Nº acciones (M)	982,4
Capitalización (M€)	52.490,9
Máx/Mín (52 sem.)(€)	72,6 / 40,36
Comportamiento 2021	11,0%
Cód. Reuters/Bloomberg	BAYGn.DE / BAYN GY

Mn€	2020	2021e	2022e	2023e
BNA	-10.495	6.210	6.477	7.098
% inc.	-356,5	-159,2	4,3	9,6
EBITDA	-2.910	11.475	12.257	13.076
% inc.	-130,5	-494,3	6,8	6,7
BPA (€)	-10,68	6,32	6,59	7,22
% inc.	-356,1	-159,2	4,3	9,6
DPA (€)	2,0	2,5	2,6	2,7
% inc.	-28,6	25,0	4,0	3,8
PER (x)	-4,5	8,5	8,1	7,4
VE/EBITDA (x)	-26,6	7,7	7,0	6,1
Rentab. div. (%)	4,2	4,7	4,9	5,1
P/V (x)	1,5	1,5	1,4	1,2

Ratios	2020	2021e	2022e	2023e
DFN/EBITDA (x)	-10,3	3,1	2,7	2,1
DFN/FF.PP. (x)	1,0	1,0	0,9	0,6
CF Op./DFN (%)	16,3	2,8	32,4	38,9
DFN/CE (x)	0,5	0,5	0,5	0,4
EBITDA/CE (x)	0,0	0,2	0,2	0,2
ROCE (%)	-24,0	9,3	9,3	9,8
ROE (%)	-34,4	17,9	16,7	16,4

**Evolución bursátil**

Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	0,9	-1,0	-8,5
Relativo	1,3	-7,7	-45,4

**Accionariado**

BlackRock:	4,3%
Natixis:	3,0%
Norges Bank:	3,0%
Vanguard:	2,8%
Deutsche Bank:	2,0%

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

Nuestra lectura de los resultados 1T21 es neutral. Aunque cosméticamente crecen a buen ritmo, los crecimientos están distorsionados por gastos negativos no recurrentes en 1T20. El BPA recurrente retrocede -3,0%. Las ventas están perjudicadas por el tipo de cambio y los márgenes de explotación son algo inferiores a los de hace un año. El *cash flow* libre es negativo y aumenta notablemente por el efecto del pago de indemnizaciones por litigios, sin este efecto también empeora respecto a 1T20. El endeudamiento aumenta a 3,0x EBITDA desde 2,6x en 4T20. No hay novedades en los litigios por el uso del glifosato, hay una vista señalada para este mes de mayo. La compañía reitera sus guías de resultados (crecimientos moderados) que están incorporadas en nuestras estimaciones. Mantenemos sin cambios nuestra recomendación Neutral y el Precio Objetivo de 56,00 €/acción.

**Los resultados recurrentes 1T21 retroceden pero menos de lo esperado**

Las **principales cifras de 1T21** son: ventas 12.328M€ (-4,0% a/a y +2,8% ajustado a tipo de cambio y perímetro, consenso 12.078M€), que se dividen en ventas agricultura 6.646M€ (-2,8% y +6,4% a tipos constantes), ventas farma 4.365M€ (-4,0% y -0,4% a tipos constantes) y ventas consumo 1.252M€ (-10,4% y -4,4% a tipos constantes), EBITDA recurrente 4.118M€ (-6,2%, consenso 3.908M€), margen EBITDA recurrente 33,4% vs 34,2% en 1T20, EBITDA 4.169M€ (+10,4%), EBIT recurrente 3.068M€ (-2,2%, consenso 2.942M€), EBIT 3.083M€ (+23,4%, consenso 2.942M€), BNA 2.089M€ (+40,3%, consenso 1.884M€), BPA recurrente 2,59€ (-3,0%, consenso 2,35€), *cash flow* libre -3.226M€ (-793M€ en 1T20), deuda financiera neta 33.933M€ (+13% desde 4T20), DFN/EBITDA recurrente 3,0x (2,6x a 4T20). [Link a los resultados.](#)

**Impactados por el tipo de cambio, las guías 2021 y la estacionalidad**

Los **resultados son ligeramente mejores de lo esperado**, están impactados por la **evolución desfavorable del tipo de cambio EUR USD** (algo esperado) y comparan frente a un 1T20 distorsionado por extraordinarios negativos (reestructuraciones y provisiones por el uso del glifosato). **EBITDA y EBIT recurrentes y el margen EBITDA caen ligeramente**. El *cash flow* libre es negativo y aumenta por el pago de -2.200M€ en indemnizaciones por litigios, sin estas seguiría en negativo. **Sin novedades en las negociaciones por el glifosato**, prevemos un pago por indemnizaciones c. 10.000M€. Hay una nueva vista fijada para este mes de mayo. La **deuda financiera neta aumenta** y el ratio de endeudamiento se eleva a 3,0x desde 2,6x en 4T20. La **compañía mantiene las guías 2021** (Ventas 42.000-43.000M€, +3%, EBITDA recurrente 11.200-11.500M€, BPA recurrente 6,10-6,30€) que están en línea con nuestras estimaciones. **Nuestra lectura de los resultados es neutral**, la mejoría en resultados se compensa con el deterioro de los márgenes, del balance y la falta de noticias por los litigios del glifosato.

**Recomendación: Neutral Precio Objetivo: 56,00 €/acción**

No vemos catalizadores a corto plazo, este debería ser la noticia de un acuerdo en las negociaciones con los afectados por el uso del glifosato. **Mantenemos invariada nuestra recomendación en Neutral y Precio Objetivo de 56,00 €/acción.**

## Los resultados recurrentes 1T21 retroceden algo menos de lo esperado

- Crecimiento moderado de ventas a tipo de cambio y perímetro constante (+2,8% a/a) pero -4,0% al incluir estos efectos. Tan sólo el 32% del negocio de Bayer está en Europa.
- El márgenes bruto disminuye a 61,9% (-2,1pp).
- Los resultados están distorsionados por provisiones no recurrentes en 1T20 por el uso del glifosato. Sin el efecto extraordinarios, EBITDA retrocede -6,2%, EBIT -2,2% y BPA -3,0%. Los resultados son ligeramente mejores que lo esperado por el consenso.
- El cash flow libre cae a -3.226M€ vs -793M€ en 1T20 por pagos de -2.200M€ relacionados con litigios. Sin este efecto, también sería negativo.
- La deuda financiera neta aumenta +13% desde 4T20 y el ratio a 3,0x EBITDA desde 2,6x en 4T20.

Cuadro 1. Comparativa de resultados

Millones de euros	1T20	2T20	3T20	4T20	1T21	Var. a/a %	Consenso
Farma	4.546	3.992	4.229	4.476	4.365	-4,0	
Salud	1.398	1.201	1.205	1.250	1.252	-10,4	
Agricultura	6.834	4.802	3.028	4.176	6.646	-2,8	
<b>Ventas</b>	<b>12.845</b>	<b>10.054</b>	<b>8.506</b>	<b>9.995</b>	<b>12.328</b>	<b>-4,0</b>	<b>12.078</b>
Crecimiento volumen (%)	6,6	0,9	-1,6	5,4	3,1		
Crecimiento precios (%)	-0,6	-3,1	-3,5	-2,8	-0,3		
Efecto tipo de cambio (%)	0,3	-2,0	-7,7	-9,4	-7,3		
Efecto perímetro (%)	-1,5	-1,7	-0,7	-20,0	0,5		
Aprovisionamientos	-4.656	-4.018	-6.795	-3.669	-4.698		
<b>Beneficio bruto</b>	<b>8.189</b>	<b>6.036</b>	<b>1.711</b>	<b>6.326</b>	<b>7.630</b>	<b>-6,8</b>	
% ventas	63,8	60,0	20,1	63,3	61,9		
<b>EBITDA antes de extraordinarios</b>	<b>4.391</b>	<b>2.883</b>	<b>1.795</b>	<b>2.392</b>	<b>4.118</b>	<b>-6,2</b>	<b>3.908</b>
% ventas	34,2	28,7	21,1	23,9	33,4		
Extraordinarios	-615	-12.487	-901	-368	51	-108,3	
<b>EBITDA</b>	<b>3.776</b>	<b>-9.604</b>	<b>894</b>	<b>2.024</b>	<b>4.169</b>	<b>10,4</b>	
Amortizaciones y resultado desinversiones	-1.277	-1.180	-10.293	-509	-1.086	-15,0	
<b>EBIT antes de extraordinarios</b>	<b>3.138</b>	<b>1.727</b>	<b>782</b>	<b>1.448</b>	<b>3.068</b>	<b>-2,2</b>	<b>2.942</b>
% ventas	24,4	17,2	9,2	14,5	24,9		
<b>EBIT</b>	<b>2.499</b>	<b>-10.784</b>	<b>-9.399</b>	<b>1.515</b>	<b>3.083</b>	<b>23,4</b>	<b>2.942</b>
% ventas	19,5	-107,3	-110,5	15,2	25,0		
Resultado financiero	-652	-276	-11	-142	-348	-46,6	
<b>BAI</b>	<b>1.847</b>	<b>-11.060</b>	<b>-9.410</b>	<b>1.373</b>	<b>2.735</b>	<b>48,1</b>	
Impuestos	-479	1.450	1.705	-987	-645	34,7	
Discontinuas	120	71	4.958	-75	0	-100,0	
Minoritarios	1	-9	3	-3	-1	-200,0	
<b>Beneficio neto atribuible</b>	<b>1.489</b>	<b>-9.548</b>	<b>-2.744</b>	<b>308</b>	<b>2.089</b>	<b>40,3</b>	<b>1.884</b>
<b>BPA recurrente (€)</b>	<b>2,67</b>	<b>1,59</b>	<b>0,81</b>	<b>1,32</b>	<b>2,59</b>	<b>-3,0</b>	<b>2,35</b>
Cash flow de explotación	-229	2.414	1.967	751	-2.765		
Inversión recurrente	-391	-585	-549	-893	-329		
Intereses netos	-173	-427	-181	-411	-132		
<b>Cash flow libre</b>	<b>-793</b>	<b>1.402</b>	<b>1.237</b>	<b>-503</b>	<b>-3.226</b>	<b>306,8</b>	
Inversión no recurrente neta	-70	20	3.976	-1.688	96		
Dividendos	0	-2.751	-17	0	0		
Otros	-468	735	2.529	418	-762		
<b>Variación deuda financiera neta</b>	<b>1.331</b>	<b>594</b>	<b>-7.725</b>	<b>1.773</b>	<b>3.892</b>		
<b>Deuda financiera neta</b>	<b>35.399</b>	<b>35.993</b>	<b>28.268</b>	<b>30.041</b>	<b>33.933</b>	<b>-4,1</b>	
DFN/EBITDA recurrente año móvil (x)	3,0	3,0	2,4	2,6	3,0		

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

## Cuadro 2. Resumen de resultados y valoración

(M€)	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Cuenta de resultados</b>						
Ventas	41.400,0	42.500,4	43.775,4	45.088,7	46.342,2	47.630,5
Beneficio bruto	22.262,0	26.520,3	27.359,6	28.180,4	29.195,6	30.007,2
EBITDA	-2.910,0	11.475,1	12.257,1	13.075,7	13.902,6	14.289,1
Amortización del inmovilizado	-13.259,0	-4.356,9	-4.414,0	-4.339,8	-4.383,6	-4.461,7
EBIT	-16.169,0	7.118,3	7.843,1	8.736,0	9.519,0	9.827,4
Resultado financiero	-1.081,0	-426,3	-222,8	136,3	484,0	822,5
Beneficio antes de impuestos	-17.250,0	6.692,0	7.620,3	8.872,2	10.003,1	10.650,0
Impuesto de sociedades	1.689,0	-481,8	-1.143,0	-1.774,4	-2.500,8	-2.982,0
Operaciones discontinuadas y Otros	5.074,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Minoritarios	-8,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Beneficio neto atribuible</b>	<b>-10.495,0</b>	<b>6.210,2</b>	<b>6.477,3</b>	<b>7.097,8</b>	<b>7.502,3</b>	<b>7.668,0</b>
BPA (€)	-10,68	6,32	6,59	7,22	7,64	7,81
DPA (€)	2,00	2,50	2,60	2,70	2,80	2,90
<b>Estado de flujo de caja</b>						
Cash flow neto	-3.730,0	10.993,3	11.114,1	11.301,3	11.401,9	11.307,2
Variaciones de NOF	8.633,0	-9.989,7	-428,1	-453,7	-365,5	-443,2
Inversión	-4.073,0	-4.900,0	-5.100,0	-3.300,0	-3.900,0	-4.100,0
<b>Cash flow libre</b>	<b>830,0</b>	<b>-3.896,4</b>	<b>5.586,0</b>	<b>7.547,6</b>	<b>7.136,4</b>	<b>6.763,9</b>
Remuneración al accionista	-2.768,0	-1.964,8	-2.456,1	-2.554,3	-2.652,5	-2.750,8
Otras variaciones	5.965,0	-20,3	-222,8	136,3	484,0	822,5
<b>Variación deuda financiera neta</b>	<b>-4.027,0</b>	<b>5.881,5</b>	<b>-2.907,1</b>	<b>-5.129,5</b>	<b>-4.967,9</b>	<b>-4.835,7</b>
<b>Balance</b>						
Activo fijo neto	79.340,0	79.883,2	80.569,1	79.529,4	79.045,8	78.684,0
Inmovilizado financiero	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	5.360,7	5.788,8	6.242,5	6.608,0	7.051,2
Otros activos/(pasivos) neto	-16.017,0	-16.423,0	-16.423,0	-16.423,0	-16.423,0	-16.423,0
<b>Capital empleado</b>	<b>60.740,0</b>	<b>70.866,8</b>	<b>71.980,9</b>	<b>71.394,9</b>	<b>71.276,8</b>	<b>71.358,2</b>
Recursos propios	30.524,0	34.769,3	38.790,5	43.334,0	48.183,8	53.101,0
Minoritarios	175,0	175,0	175,0	175,0	175,0	175,0
Deuda financiera neta	30.041,0	35.922,5	33.015,4	27.885,9	22.918,0	18.082,3
<b>Valoración (DCF)</b>						
(M€)		2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
NOPLAT			6.666,6	6.988,8	7.139,3	7.075,7
Amortización			4.414,0	4.339,8	4.383,6	4.461,7
NOF			-428,1	-453,7	-365,5	-443,2
Inversión			-5.100,0	-3.300,0	-3.900,0	-4.100,0
<b>Cash flow libre</b>			<b>5.552,5</b>	<b>7.574,8</b>	<b>7.257,4</b>	<b>6.994,2</b>
Valor terminal						103.046,0
<b>Flujo a descontar</b>			<b>5.552,5</b>	<b>7.574,8</b>	<b>7.257,4</b>	<b>110.040,2</b>
Factor descuento			0,94	0,88	0,82	0,77
<b>VAN del flujo</b>			<b>5.199,6</b>	<b>6.642,5</b>	<b>5.959,6</b>	<b>84.619,4</b>
Valor empresa		102.421,2				
Inversiones financieras		2.291,5				
Deuda neta		-35.922,5				
Provisiones		-12.776,0				
Minoritarios y otros		-997,5				
<b>Valor equity (Dic-2021e)</b>		<b>55.016,6</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%	34,82	38,44	42,53	47,18	52,51
	7,3%	39,91	44,07	48,80	54,23	60,53
WACC	6,8%	45,64	50,47	56,00	62,42	69,94
	6,3%	52,17	57,81	64,34	72,01	81,12
	5,8%	59,66	66,32	74,13	83,42	94,64

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%

### Escenarios de precio objetivo

#### Base €56,00

- TAAC EBIT recurrente 2021e-2025e: +8,4%
- Margen EBIT 2025e: 21%

#### Positivo €67,40

- TAAC EBIT 2020e-2025e: +11%
- Margen EBIT 2025e: 23%

#### Negativo €41,50

- TAAC EBIT 2020e-2025e: +4%
- Margen EBIT 2024e: 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
- Sinergias por la fusión con Monsanto
- Crecimiento sostenido del negocio farma

### Riesgos

- Mayor coste de indemnizaciones por del uso de glifosato
- Retrasos en aprobarse medicamentos en desarrollo
- Depreciación del USD

### 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 & Aerolíneas

Esther Gutiérrez de la Torre - Autos & Media

Luis Piñas - Alimentación/Distribución

Aránzazu Bueno - Eléctricas

Susana André - Portugal, Assistant

Aránzazu Cortina - Industriales

Juan Moreno - Inmobiliarias & Hoteles

Pedro Echeguren - Farma & Salud

Juan Tuesta - Construcción & Tecnología

Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo y Telecom

Eduardo Cabero - Seguros

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