

Sector: *Farmacéuticas*Recomendación: **Neutral**Precio Objetivo: **56,00€**Potencial: **+1,6%**Analista: **Pedro Echeguren****Resultados 4T20 ligeramente inferiores a lo esperado, no variamos nuestra opinión**

Bayer

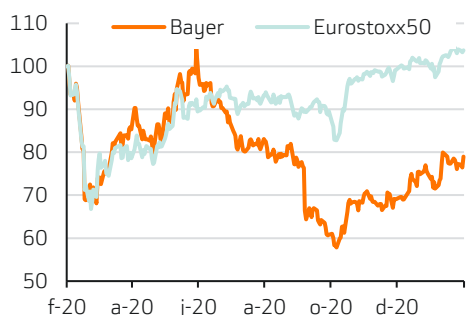
Datos

Precio (€)	55,11
Nº acciones (M)	982,4
Capitalización (M€)	54.141,4
Máx/Mín (52 sem.)(€)	72,6 / 40,36
Comportamiento en	14,4%
Cód.	BAYGn.DE / BAYN GY

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

Ratios	2020	2021e	2022e	2023e
DFN/EBITDA (x)	n.r.	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 (%)	n.r.	9,3	9,3	9,8
ROE (%)	n.r.	17,9	16,7	16,4

Evolución bursátil



Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	7,0	12,1	-21,0
Relativo	2,7	6,6	-24,8

Accionariado

BlackRock:	4,1%
Natixis:	3,0%
Norges Bank:	3,0%
Vanguard:	2,9%
Deutsche Bank:	2,0%

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

Pocas novedades en los resultados 4T20, son algo inferiores a lo esperado y sufren el efecto adverso del tipo de cambio (el 32% del negocio de Bayer está fuera de Europa). Los márgenes de explotación mejoran, prevemos que la evolución de los resultados a futuro dependerá en buena medida de eficiencias en costes. En 2020 culmina el proceso de desinversiones, la compañía hace caja para poder afrontar los casi 12.000M\$ de indemnizaciones previstas por el uso del glifosato y aprovecha para rotar su cartera de participadas y aumentar su exposición a biotecnología. No hay novedades en los procesos judiciales por el glifosato, esta contingencia podría resolverse en 2021. Las guías 2021 apuntan a crecimientos moderados que reflejamos en nuestras estimaciones. El recorte del dividendo es algo desfavorable. No modificamos nuestra recomendación Neutral ni el Precio Objetivo de 56,00 €/acción.

Los resultados 4T20 algo inferiores a lo esperado, recorta el dividendo -29%

Los principales cifras de 4T20 son: Ventas 9.995M€ (-7,0% y +2,6% ajustado a tipo de cambio y perímetro, consenso 10.055M€), donde Farma 4.476M€ (-4,4%), Agricultura 4.176M€ (-10,2%) y Salud 1.250M€ (-6,5%). EBITDA recurrente 2.392M€ (-3,4%, consenso 2.425M€) y margen 23,9% (+0,9pp), EBITDA 2.024M€ (+1,5%), EBIT recurrente 1.148M€ (+1,5%, consenso 1.555 M€), EBIT 1.515M€ (vs. +389M€ en 4T19), BNA 308M€ (-72,4%, consenso 580M€), BPA recurrente 1,32€ (+2,3%, consenso 1,74€), *cash flow* libre -503M€ (+1.692M€ en 4T19%). El **dividendo se recorta a 2,00 €/acción** (-28,5%, rentabilidad 3,6%). **Por lo tanto, en el año 2020**, las ventas disminuyen a 41.400M€ (-4,9% y +0,6% ajustado) donde Farma 17.243M€ (-4,0%), Agricultura 18.840M€ (-5,0%) y Salud 5.054M€ (-7,5%). EBITDA recurrente 11.461M€ (-0,1%) y margen 27,7% (+1,4pp), EBITDA -2.910M€ (+9.529M€ en 2019), EBIT recurrente 7.095M€ (+1,7%), EBIT -161.169M€ (vs. +4.162M€ en 2019), BNA -10.495M€ (+4.091M€ en 2019), BPA recurrente 6,39€ (+0,2%), BPA -10,88€ (vs. +4,17€ en 2019), *cash flow* libre +1.343M€ (-68,1%), deuda financiera neta 30.041M€ (+6% desde 3T20 y -12% en 2020), DFN/EBITDA recurrente 2,6x. [Link a los resultados.](#)

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

Los resultados son algo inferiores a lo esperado, están impactados por la evolución desfavorable del tipo de cambio EUR USD (el 32% del negocio está en Europa). Además está el efecto de las provisiones por los litigios del uso del glifosato que fuerzan la entrada en pérdidas en el año. No hay novedades en este tema, la última propuesta eleva la indemnización total en 750M\$ a 11.500 M\$ y sigue en estudio por el juzgado competente en EE.UU. Resaltamos el fuerte recorte del dividendo (-29%). Las guías para 2021 son ventas 42.000M€ -43.000M€ (+3%), EBITDA recurrente 11.200-11.500M€ (-1%), BPA recurrente 6,10-6,30€ (-3%), están en línea con nuestras estimaciones.

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 4T siguen impactados por el tipo de cambio

- Las ventas en 4T20 y en el año 2020 retroceden en todas las divisiones. Se suman menos volumen, precios y el efecto adverso del tipo de cambio. Tan sólo el 32% del negocio de Bayer está en Europa.
- El márgenes bruto aumenta en 4T20 a 63,3% (+9,1pp).
- Efecto negativo de desinversiones y ajustes de valoración en 2020 -14.293M€.
- El efecto negativo por las provisiones para indemnizaciones derivadas del uso del glifosato y ajustes de valoración es -14.371M€ en 2020, la mayoría de este impacto se contabilizó en 2T20. Excluyendo los extraordinarios, el BPA aumenta +0,2% en 2020.
- La deuda financiera neta cae -11,8% en 2020, la ratio de endeudamiento disminuye ligeramente a 2,6x. Los fondos de la venta del negocio de veterinaria a Elanco (3T20) por c.6.770M\$ se compensan parcialmente con inversiones.

Cuadro 1. Comparativa de resultados

Millones de euros	4T19	4T20	Var. %	Consenso	2019	2020	Var. %
Farma	4.682	4.476	-4,4		17.962	17.243	-4,0
Salud	1.337	1.250	-6,5		5.462	5.054	-7,5
Agricultura	4.652	4.176	-10,2		19.832	18.840	-5,0
Ventas	10.750	9.995	-7,0	10.055	43.545	41.400	-4,9
Crecimiento volumen (%)	2,3	5,4			2,6	3,0	
Crecimiento precios (%)	1,1	-2,8			0,9	-2,4	
Efecto tipo de cambio (%)	1,3	-9,4			1,5	-4,4	
Efecto perímetro (%)	-0,9	-20,0			13,5	-1,1	
Aprovisionamientos	-4.920	-3.669	-25,4		-17.613	-19.138	8,7
Beneficio bruto	5.830	6.326	8,5		25.932	22.262	-14,2
% ventas	54,2	63,3			59,6	53,8	
EBITDA antes de extraordinarios	2.476	2.392	-3,4	2.425	11.474	11.461	-0,1
% ventas	23,0	23,9			26,3	27,7	
Extraordinarios	-482	-368	-23,7		-1.945	-14.371	638,9
EBITDA	1.994	2.024	1,5		9.529	-2.910	-130,5
Amortizaciones y resultado desinversiones	-1.605	-509	-68,3		-5.367	-13.259	147,0
EBIT antes de extraordinarios	1.311	1.448	10,5	1.555	6.975	7.095	1,7
% ventas	12,2	14,5			16,0	17,1	
EBIT	389	1.515	289,5		4.162	-16.169	-488,5
% ventas	3,6	0,0			9,6	-39,1	
Resultado financiero	-378	-142	-62,4		-1.309	-1.081	-17,4
BAI	11	1.373	n.r.		2.853	-17.250	-704,6
Impuestos	-43	-987			-443	1.689	
Discontinuas	1.457	-75			1.700	5.074	
Minoritarios	-11	-3			-19	-8	
Beneficio neto atribuible	1.414	308	-78,2	580	4.091	-10.495	-356,5
BPA recurrente (€)	1,29	1,32	2,3	1,24	6,38	6,39	0,2
Cash flow de explotación	3.246	751			8.207	4.903	-40,3
Inversión recurrente	-1.068	-893			-2.650	-2.418	
Intereses netos	-486	-411			-1.343	-1.192	
Cash flow libre	1.692	-503	n.r.		4.214	1.343	-68,1
Inversión no recurrente neta	1.064	641			1.844	-1.789	
Dividendos	0	0			-2.615	-2.768	
Otros	1.036	-1.911			-1.832	7.241	
Variación deuda financiera neta	-3.792	1.773			-1.611	-4.027	
Deuda financiera neta	34.068	30.041	-11,8		34.068	30.041	-11,8
DFN/EBITDA recurrente año móvil (x)	3,0	2,6			3,0	2,6	

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 2. Resumen de resultados y valoración

(M€)	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	
Cuenta de resultados							
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	
Beneficio neto atribuible	-10.495,0	6.210,2	6.477,3	7.097,8	7.502,3	7.668,0	
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	
Estado de flujo de caja							
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	
Cash flow libre	830,0	-3.896,4	5.586,0	7.547,6	7.136,4	6.763,9	
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	
Variación deuda financiera neta	-4.027,0	5.881,5	-2.907,1	-5.129,5	-4.967,9	-4.835,7	
Balance							
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	
Capital empleado	60.740,0	70.866,8	71.980,9	71.394,9	71.276,8	71.358,2	
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	
Valoración (DCF)							
(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	
Cash flow libre			5.552,5	7.574,8	7.257,4	6.994,2	
Valor terminal						103.046,0	
Flujo a descontar			5.552,5	7.574,8	7.257,4	110.040,2	
Factor descuento			0,94	0,88	0,82	0,77	
VAN del flujo			5.199,6	6.642,5	5.959,6	84.619,4	
Valor empresa		102.421,2					
Inversiones financieras		2.291,5					
Deuda neta		-35.922,5					
Provisiones		-12.776,0					
Minoritarios y otros		-997,5					
Valor equity (Dic-2021e)		55.016,6					
Precio objetivo (€ por acción)		56,00					
Matriz de sensibilidad (€ por acción)							
			Crecimiento perpetuo "q"				
			-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%
WACC	7,8%		34,82	38,44	42,53	47,18	52,51
	7,3%		39,91	44,07	48,80	54,23	60,53
	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

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

Rafael Diogo - Portugal

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

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