

Sector: *Farmacéuticas*Recomendación: **Comprar**Precio Objetivo: **103,00€**Potencial: **+30,3%**Analista: **Pedro Echeguren***Buen crecimiento en los resultados 3T20, El desarrollo de una vacuna COVID-19 es un plus*

Sanofi

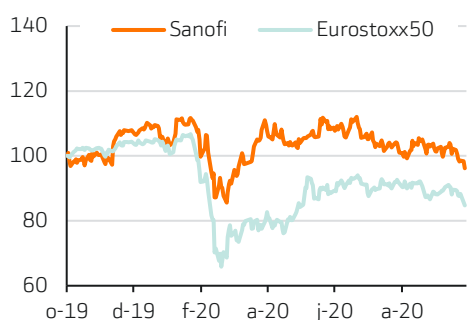
Datos Básicos

Precio (€)	79,04
Nº acciones (M)	1.256,2
Capitalización (M€)	99.289,4
Máx/Mín (52 sem.)(€)	94,29 / 72,05
Comportamiento 2020	-11,8%
Cód. Reuters/Bloomberg	SASY.PA / SAN FP

Mn€	2019	2020e	2021e	2022e
BNA	2.806	13.525	7.017	8.091
% inc.	-34,8	382,0	-48,1	15,3
EBITDA	10.184	10.052	10.818	11.604
% inc.	13,9	-1,3	7,6	7,3
BPA (€)	2,24	10,78	5,59	6,44
% inc.	-34,6	380,3	-48,2	15,3
DPA (€)	3,15	3,20	3,25	3,30
% inc.	2,6	1,6	1,6	1,5
PER (x)	39,9	7,3	14,2	12,3
VE/EBITDA (x)	12,5	10,5	9,4	8,3
Rentab. div. (%)	3,5	4,0	4,1	4,2
P/V (x)	1,9	1,4	1,4	1,3

Ratios	2019	2020e	2021e	2022e
DFN/EBITDA (x)	1,5	0,6	0,2	-0,2
DFN/FF.PP. (x)	0,3	0,1	0,0	0,0
CF Op./DFN (%)	51,3	55,3	528,3	-422,6
DFN/CE (x)	0,2	0,1	0,0	0,0
EBITDA/CE (x)	0,1	0,1	0,1	0,2
ROCE (%)	4,0	9,8	10,1	11,6
ROE (%)	4,8	19,7	9,8	10,7

Evolución bursátil



Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	-8,3	-12,1	-6,1
Relativo	-0,5	-1,9	12,1

Accionariado

L'Oreal:	9,4%
BlackRock:	5,9%
Caisse des Dépôts	2,9%
Vanguard:	2,5%
Norges Bank:	2,1%

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

Tras un 2T20 impactado por el COVID-19, la evolución mejora en el 3T20 y las ventas a tipo de cambio constante +5,4% crecen, el beneficio operativo recurrente aumenta +1%, el BNA lo hace +10,5% (por encima del consenso) y el cash flow libre +39,7%. La venta de Regeneron hincha el crecimiento 9M20 del BNA a +299% desde un atractivo +5,5% sin el efecto de los extraordinarios. La venta permite recortar el *ratio* de endeudamiento a la mitad (1,0x beneficio operativo del negocio) y abre la puerta a inversiones o adquisiciones relacionadas con I+D. Sanofi y GSK desarrollan conjuntamente en una vacuna contra el COVID-19 que podría llegar a fase III en diciembre 2020, un plus para el escenario inversor. Las guías de beneficio se revisan al alza. Nuestra estimaciones reflejan las guías, que vemos factibles. Mantenemos sin cambios nuestra recomendación de Comprar y el precio objetivo de 103,00 €/acción.

Resultados 3T20: Ventas excluyendo efecto divisa +5,7% y BNA +10,5%

En el 3T20 estanco las ventas son 9.499M€ (-0,2% y +5,4% a tipo de cambio constante, consenso 9.573M€), por divisiones Farma 6.361M€ (-1,1%), Vacunas 2.077M€ (+7,7%) y Consumo 1.041M€ (-8,3%) este afectado por el COVID-19. **Beneficio bruto** 6.703M€ (-1,2), **margen bruto** 70,7% vs 71,4%, **beneficio operativo del negocio "BOI"** (asimilable al EBITDA recurrente) 3.027M€ (+1,0%, consenso 2.934M€) y margen 31,9% (+0,3pp), **beneficio neto del negocio "BNN"** (asimilable al neto recurrente) 2.299M€ (+1,0%, consenso 1.760M€). Resultados IFRS: **EBIT** 2.524M€ (+18,4%), **BAI** 2.448M€ (+19,3%) y **BNA** 1.952M€ (+10,5%, consenso 1.760M€). **Por lo tanto, en 9M20 las ventas** alcanzan 26.659M€ (+0,5% y +3,0% a tipo de cambio constante), por divisiones Farma 19.381 (+1,2%), Vacunas 3.913M€ (+2,4%) y Consumo 3.365M€ (-4,8%). **Beneficio bruto** 18.914M€ (-0,9%), **margen bruto** 70,9% vs. 72,0%, **BOI** 7.710M€ (+5,6%) y margen 28,9% (+1,4pp), **BNN** 5.820M€ (+5,5%). Las magnitudes IFRS están distorsionadas por la venta de Regeneron en 2T20 por 10.512M€ y beneficio de +7.382M€. **EBIT** 12.632M€ (+289%), **BAI** 12.389M€ (+511%), **BNA** 11.233M€ (+299%). **Cash flow libre** 5.452M€ (+39,7%), **deuda financiera neta** 9.644M€ (-43,0% desde 4T19, 1,0x beneficio operativo del negocio). [Link a los resultados](#).

Las guías para 2020 nuevamente revisadas al alza

Los resultados son ligeramente mejores de lo esperado y de buena calidad, Sanofi eleva las guías 2020 y espera que el beneficio neto del negocio a divisa constante aumente entre +7% y +8% (anterior +6% a +7%) y que el efecto divisa reste al crecimiento entre -6% y -7%. La reducción del endeudamiento abre la puerta a inversiones o adquisiciones relacionadas con I+D. El desarrollo de Kevzara para tratar a pacientes de COVID-19 no ha sido satisfactorio. Sanofi y GSK desarrollan conjuntamente en una **vacuna contra el COVID-19** que podría llegar a fase III en diciembre 2020, aspecto muy positivo.

Recomendación: Comprar Precio Objetivo: 103 €/acción

Los resultados son positivos y opinamos que van a favorecer la evolución de la cotización. Mantenemos sin cambios nuestro precio objetivo en 103,00 €/acción al igual que la recomendación de Comprar.

Buena evolución de resultados que batan al consenso

- Crecimiento de ventas sano pero se modera tras el impacto desfavorable del efecto divisa. Los resultados batan a lo esperado por el consenso.
- Margen operativo del negocio mejora ligeramente gracias a la ejecución del plan de control de costes.
- La participación en Regeneron Pharma se vendió en 2T20 y generó un extraordinario positivo de +7.382M€ e ingresos de 10.512M€.
- Mejora del *cash flow* libre (+39,7%) a consecuencia de un mejor resultado operativo, menor inversión en NOF y una ligera caída de la inversión recurrente. Al añadir el ingreso de la venta de Regeneron Pharma y tras un aumento moderado del dividendo, el *cash flow* excedentario se multiplica por más de 7x y posibilita reducir el endeudamiento neto-43% desde 4T19. El *ratio* DFN / resultado operativo del negocio es 1,0x.

Cuadro 1. Resumen de resultados

Millones de euros	3T19	3T20	Var.%	Consenso	9M19	9M20	Var.%
Farma	6.435	6.361	-1,1		19.160	19.381	1,2
Vacunas	1.929	2.077	7,7		3.823	3.913	2,4
Productos de consumo	1.135	1.041	-8,3		3.535	3.365	-4,8
Ventas	9.499	9.479	-0,2	9.573	26.518	26.659	0,5
<i>Variación excluyendo tipo de cambio (%)</i>			<i>5,7</i>				<i>3,0</i>
Beneficio bruto	6.787	6.703	-1,2		19.095	18.914	-0,9
<i>Margen bruto %</i>	<i>71,4</i>	<i>70,7</i>			<i>72,0</i>	<i>70,9</i>	
I+D	-1.360	-1.321	-2,9		-4.332	-4.013	-7,4
Administración	-2.311	-2.182	-5,6		-7.146	-6.789	-5,0
Otros	-333	-292	-12,3		-956	6.056	-733,5
Amortización intangibles	-520	-404	-22,3		-1.636	-1.287	-21,3
Deterioros	-131	20	-115,3		-1.781	-249	-86,0
EBIT	2.132	2.524	18,4	2.934	3.244	12.632	289,4
<i>Margen EBIT %</i>	<i>22,4</i>	<i>26,6</i>		<i>30,6</i>	<i>12,2</i>	<i>47,4</i>	
Financieros	-80	-76	-5,0		-230	-243	5,7
BAI	2.052	2.448	19,3	2.883	3.014	12.389	511,0
Puesta en equivalencia	91	1	-98,9		207	355	71,5
Impuestos	-268	-490	82,8		-281	-1.484	
Discontinuados	-100	0			-100	0	
Minoritarios	-9	-7	-22,2		-24	-27	
Beneficio neto atribuible	1.766	1.952	10,5	1.760	2.816	11.233	298,9
Beneficio operativo del negocio (comparable a EBITDA)	2.997	3.027	1,0	2.934	7.303	7.710	5,6
<i>% de ventas</i>	<i>31,6</i>	<i>31,9</i>		<i>30,6</i>	<i>27,5</i>	<i>28,9</i>	
Beneficio neto negocio (comparable a beneficio neto recurrente)	2.276	2.299	1,0	2.237	5.516	5.820	5,5
Cash flow neto					7.324	7.537	
Var. NOF					-1.365	-933	
Inversión recurrente neta					-1.139	-492	
Reestructuraciones					-917	-660	
Cash flow libre					3.903	5.452	39,7
Inversión en expansión (neta)					777	4.565	
Dividendos					-3.834	-3.937	
Otros					-128	-617	
Variación deuda financiera neta					-718	-5.463	
Deuda financiera neta					16.910	9.644	-43,0
DFN / Beneficio operativo del negocio año móvil (x)					1,9	1,0	

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 2. Resumen de resultados y valoración

(M€)	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Cuenta de resultados						
Ventas	37.932,3	39.339,6	40.716,5	42.141,6	43.405,8	44.708,0
Beneficio bruto	26.931,9	28.324,5	29.967,3	31.557,7	32.504,4	33.479,6
EBITDA	10.052,1	10.818,4	11.604,2	12.221,0	13.021,7	13.412,4
Amortización del inmovilizado	-2.060,7	-1.785,4	-1.265,8	-751,2	-1.192,3	-1.211,9
EBIT	7.991,4	9.033,0	10.338,4	11.469,9	11.829,5	12.200,5
Beneficio operativo del negocio	10.250,7	10.915,7	11.944,4	12.899,2	13.282,1	13.676,5
Resultado financiero	6.790,0	-444,2	-439,6	-434,7	-429,4	-424,3
Beneficio antes de impuestos	14.781,4	8.588,8	9.898,8	11.035,2	11.400,0	11.776,2
Impuesto de sociedades	-1.330,3	-1.546,0	-1.781,8	-1.986,3	-2.052,0	-2.119,7
Discontinuas, Minoritarios y Otros	74,0	-26,0	-26,0	-26,0	-26,0	-26,0
Beneficio neto atribuible	13.525,0	7.016,8	8.091,0	9.022,9	9.322,0	9.630,5
BPA (€)	10,78	5,59	6,44	7,18	7,42	7,67
DPA (€)	3,20	3,25	3,30	3,45	3,60	3,80
Estado de flujo de caja						
Cash flow neto	2.717,4	10.369,7	11.132,6	11.862,9	12.155,1	12.556,8
Variaciones de NOF	465,3	-92,8	90,6	-147,4	50,7	-309,5
Inversión	3.325,8	-2.000,0	-2.100,0	-2.200,0	-2.200,0	-2.200,0
Cash flow libre	6.508,4	8.276,9	9.123,2	9.515,5	10.005,8	10.047,3
Remuneración al accionista	-3.949,6	-4.019,8	-4.082,6	-4.145,4	-4.333,9	-4.522,3
Otras variaciones	5.391,0	-444,2	-439,6	-434,7	-429,4	-424,3
Variación deuda financiera neta	-7.949,8	-3.812,9	-4.601,0	-4.935,4	-5.242,5	-5.100,7
Balance						
Activo fijo neto	76.141,9	75.233,2	74.731,2	74.525,9	74.322,2	74.020,2
Inmovilizado financiero	2.916,0	2.916,0	2.916,0	2.916,0	2.916,0	2.916,0
Necesidades operativas de fondos (NOF)	2.072,7	2.165,5	2.074,9	2.222,3	2.171,7	2.481,2
Otros activos/(pasivos) neto	-6.689,0	-6.689,0	-6.689,0	-6.689,0	-6.689,0	-6.689,0
Capital empleado	74.441,6	73.625,8	73.033,2	72.975,2	72.720,9	72.728,4
Recursos propios	68.509,4	71.506,4	75.514,8	80.392,3	85.380,4	90.488,6
Minoritarios	174,0	174,0	174,0	174,0	174,0	174,0
Deuda financiera neta	5.758,2	1.945,3	-2.655,7	-7.591,0	-12.833,5	-17.934,2
Valoración (DCF)						
(M€)		2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
NOPLAT			8.477,5	9.405,3	9.700,2	10.004,4
Amortización			2.602,0	2.405,3	2.403,7	2.502,0
NOF			90,6	-147,4	50,7	-309,5
Inversión			-2.100,0	-2.200,0	-2.200,0	-2.200,0
Cash flow libre			9.070,1	9.463,2	9.954,5	9.996,9
Valor terminal						153.033,2
Flujo a descontar			9.070,1	9.463,2	9.954,5	163.030,1
Factor descuento			0,93	0,86	0,80	0,75
VAN del flujo			8.434,8	8.183,9	8.005,7	121.929,5
Valor empresa		146.553,9				
Inversiones financieras		6.242,1				
Deuda neta		-3.344,3				
Provisiones, minoritarios y otros		-20.062,0				
Valor equity (Dic-2021e)		129.389,7				
Precio objetivo (€ por acción)		103,00				

Matriz de sensibilidad (€ por acción)

		Crecimiento perpetuo "q"				
		0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
WACC	8,5%	78,54	82,72	87,46	92,88	99,12
	8,0%	84,34	89,16	94,68	101,04	108,45
	7,5%	90,91	96,52	103,00	110,55	119,47
	7,0%	98,41	105,01	112,70	121,79	132,68
	6,5%	107,06	114,90	124,16	135,26	148,80

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Metodología de valoración

Método de valoración

Modelo DCF. Las participaciones en filiales cotizadas (Regeneron) se valoran a su valor en bolsa.

Hipótesis principales

Coste de capital 8,5%, apalancamiento 15% y tasa de crecimiento terminal 1%, El WACC resultante es 7,5%.

Escenarios de precio objetivo

Base €103,00

- TACC ventas 2019-2024e: +4,4%
- Margen operativo negocio 2024e: 31,2%

Positivo €112,70

- TACC ventas 2019-2024e: 5,5%
- Margen operativo negocio 2024e: 32,5%

Negativo €87,00

- TACC ventas 2019-2023e: +4,0%
- Margen EBIT objetivo 2024e: 28,0%

Vectores principales

- Impulso de Dupixent (dermatitis atópica) y vacunas
- Mejora de márgenes anunciada en el plan de negocio
- Evolución del desarrollo de nuevos fármacos
- Entrada en inmuno-oncología con la adquisición de Synthorx

Catalizadores

- Programa de reducción de costes y mejora de la eficiencia
- Focalización en tratamientos de enfermedades poco habituales
- Cumplimiento del objetivo de incrementar el cash flow libre +50% en 2022

Riesgos

- Introducción de genéricos
- Riesgos asociados a posibles adquisiciones

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	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	Ana de Castro - Analista
Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo y Telecom	Aránzazu Bueno - Eléctricas
Eduardo Cabero - Seguros	Susana André - Portugal, Assistant
Rafael Diogo - Portugal	

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