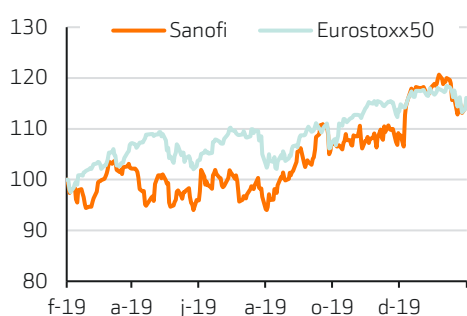


Sector: *Farmacéuticas*Recomendación: **Comprar***La mejora en el margen operativo es positiva para el objetivo 2022***Sanofi**Precio Objetivo: **103,00€**Analista: **Pedro Echeguren****Datos Básicos**

Precio (€)	89,93
Nº acciones (Mn)	1.253,2
Capitalización (Mn€)	112.700,1
Máx/Min (52 sem.)(€)	92,72 / 72,24
Cód. Reuters/Bloomberg	SASY.PA / SAN FP

Mn€	2018	2019e	2020e	2021e
Bº neto grupo	4.306	2.806	5.991	6.871
% inc.	-48,8	-34,8	113,5	14,7
EBITDA	8.939	6.179	9.908	10.642
% inc.	-8,4	-30,9	60,4	7,4
BPA (€)	3,43	2,24	4,78	5,48
% inc.	-48,3	-34,6	113,0	14,7
DPA (€)	3,07	3,15	3,20	3,25
% inc.	1,3	2,6	1,6	1,6
PER (x)	22,1	39,9	18,8	16,4
VE/EBITDA (x)	12,5	20,6	12,9	11,7
Rentab. div. (%)	4,1	3,5	3,6	3,6
P/V (x)	1,6	1,9	1,8	1,8

Ratios	2018	2019e	2020e	2021e
DFN/EBITDA (x)	2,0	2,4	1,5	1,1
DFN/FF.PP. (x)	0,3	0,3	0,2	0,2
CF Op./DFN (%)	31,3	49,8	64,2	92,4
DFN/CE (x)	0,2	0,2	0,2	0,2
EBITDA/CE (x)	0,1	0,1	0,1	0,1
ROCE (%)	5,4	4,0	8,0	9,3
ROE (%)	7,3	4,8	9,8	10,8

**Evolución bursátil**

Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	-1,6	8,0	18,3
Relativo	-2,2	5,6	0,7

**Accionariado**

L'Oreal:	9,4%
BlackRock:	5,7%
Vanguard:	2,8%
Autocartera:	5,7%

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

Lo mejor de los resultados del año 2019 es la mejora en el margen operativo del negocio al 27,0% (+1,2pp). El nuevo CEO anunció en diciembre un objetivo del 30% para 2022 como resultado de un plan para mejorar la eficiencia de la compañía y recortar gastos, algo que vemos factible y que hemos incorporado a nuestras estimaciones. El beneficio operativo del negocio aumenta +9,8%, crecimiento elevado para una empresa farmacéutica. El *cash flow* libre crece +49%, la deuda financiera cae -14% y el dividendo mejora (rentabilidad 3,5%). Los provisiones por reestructuración y los deterioros deslucen los resultados bajo criterios IFRS. Opinamos que la reacción en bolsa a estos resultados será favorable para la cotización. Nosotros revisamos nuestro precio objetivo al alza a 103,00 €/acción desde el anterior 93,50 €/acción. Mantenemos invariada nuestra recomendación de Comprar.

**El beneficio neto ajustado a partidas no recurrentes crece +9,8% en 2019**

Las **ventas en 2019** alcanzan 36.126 Mn€ (+4,8% y +3,6% a tipo de cambio constante). Las ventas por divisiones son: **farma** 25.708 Mn€ (+4,1%), **vacunas** 5.731 (+12,0% año excepcional por la campaña antigripal en EE.UU.) y **productos de consumo** 4.687 Mn€ (+0,6%). Las **principales cifras de 2019** son: **beneficio bruto** 25.657 Mn€ (+5,3%), **beneficio operativo del negocio** (una métrica de Sanofi asimilable a EBIT) 9.758 Mn€ (+9,8%), **beneficio neto del negocio** (equivalente al beneficio neto sin extraordinarios) 7.489 Mn€ (+9,8%), **beneficio por acción del negocio sin extraordinarios** 5,99€ (+9,5%). Los resultados 2019 bajo IFRS están distorsionados por gastos no recurrentes: -1.062 Mn€ provisiones para reestructuración, -3.600 Mn€ en un deterioro de Elocate (antihemofílico), llevan el EBIT y BAI a pérdidas en 4T19 y a caídas en 2019. El **EBIT** es 3.125 Mn€ (-33,2%), **BAI** 2.822 Mn€ (-35,9%), **beneficio neto grupo** 2.806 Mn€ (-34,8%), **beneficio por acción** (2,24€ (-35,1%)). **Cash flow libre** 6.026 Mn€ (+48,6%). La **deuda financiera neta** se reduce en 2.521 Mn€ a 15.107 Mn€ (1,5x beneficio operativo del negocio). El **dividendo** contra los resultados 2019 es de 3,15€ (+2,6%).

**Resultados positivos: suben los márgenes, cash flow libre y dividendo. Baja la deuda**

Son unos **resultados que calificamos de positivos**. Los **principales impulsores de las ventas** son el recientemente lanzado **Dupixent** (2.074 Mn€, +152%, un fármaco indicado para la dermatitis atópica que tiene una expectativa de ventas pico a nivel mundial superior a 10 Bn€) y el negocio de **vacunas** (3.626 Mn€, +12,0%). El **margen operativo del negocio** crece al 27,0% (25,8% en 2018) y da buenas perspectivas para el objetivo fijado por el nuevo CEO de **alcanzar el 30% en 2022**. La mejora del *cash flow* libre (6.026 Mn€, +48,6%) es positiva y posibilita recortar la deuda neta y rebajar el endeudamiento a 1,5x beneficio operativo del negocio. El dividendo crece a 3,15 €/acción (+2,6%), la rentabilidad es el 3,5%.

**Recomendación: Comprar. Revisamos nuestro Precio Objetivo al alza a 103 €/acción**

Los resultados son positivos y opinamos que van a favorecer la evolución de la cotización. **Revisamos nuestro precio objetivo para diciembre 2020e a 103,00 €/acción** desde 95,50 €/acción (+8,4%). Nuestra recomendación se mantiene invariada en **Comprar**.

## Buena evolución a nivel operativo deslucida por partidas no recurrentes

- Resultados en 4T19 afectados negativamente por partidas no recurrentes: provisiones por reestructuraciones (-1.062 Mn€), y el deterioro de Elocatate (-3.600 Mn€). Sin estos efectos, el beneficio neto 4T19 aumenta +23,5%.
- Este efecto supone que EBIT, BAI y el beneficio neto grupo retroceden c. -35% en 2019. Excluyendo estos, el beneficio neto aumenta +9,8%.
- Muy buena evolución del margen operativo del negocio que aumenta +3,5 pp en 4T19 y +1,2 pp en 2019. Esto da buenas perspectivas para el objetivo fijado por el nuevo CEO de alcanzar el 30% en 2022, que vemos factible y hemos incorporado a nuestras estimaciones.
- El cash flow libre aumenta +48,6% en 2019 y posibilita recortar el endeudamiento -14,3%. El ratio deuda financiera neta / beneficio operativo del negocio es 1,5x (2,0x en 2018) y resalta la disciplina financiera de la compañía.

Cuadro 1. Resumen de resultados

Millones de euros	4T18	4T19	Var. %	2018	2019	Var. %	Consenso
Farma	6.276	6.548	4,3	24.685	25.708	4,1	
Vacunas	1.527	1.908	25,0	5.118	5.731	12,0	
Productos de consumo	1.194	1.152	-3,5	4.660	4.687	0,6	
<b>Ventas</b>	<b>8.997</b>	<b>9.608</b>	<b>6,8</b>	<b>34.463</b>	<b>36.126</b>	<b>4,8</b>	<b>36.582</b>
Beneficio bruto	6.188	6.560	6,0	24.242	25.655	5,8	
<i>Margen bruto %</i>	<i>68,8</i>	<i>68,3</i>		<i>70,3</i>	<i>71,0</i>		
I+D	-1.678	-1.686	0,5	-5.894	-6.018	2,1	
Administración	-2.730	-2.737	0,3	-9.859	-9.883	0,2	
Otros	-920	-161	-82,5	-1.042	-1.117	7,2	
Amortización intangibles	-634	-510	-19,6	-2.170	-2.146	-1,1	
Deterioros	-426	-1.585	272,1	-601	-3.366	460,1	
<b>EBIT</b>	<b>-200</b>	<b>-119</b>	<b>-40,5</b>	<b>4.676</b>	<b>3.125</b>	<b>-33,2</b>	
<i>Margen EBIT %</i>	<i>-2,2</i>	<i>-1,2</i>		<i>13,6</i>	<i>8,7</i>		
Financieros	-60	-73	21,7	-271	-303	11,8	
<b>BAI</b>	<b>-260</b>	<b>-192</b>	<b>-26,2</b>	<b>-4.405</b>	<b>2.822</b>	<b>-164,1</b>	
Puesta en equivalencia	301	48	-84,1	499	255	-48,9	
Impuestos	243	142	-41,6	-481	-139	-71,1	
Discontinuados	-9	-1	-88,9	-13	-101	676,9	
Minoritarios	-21	-7	-66,7	-104	-31	-70,2	
<b>Beneficio neto grupo</b>	<b>254</b>	<b>-10</b>	<b>n.r.</b>	<b>4.306</b>	<b>2.806</b>	<b>-34,8</b>	
<b>Beneficio operativo del negocio (comparable a EBITDA)</b>	<b>1.740</b>	<b>2.192</b>	<b>26,0</b>	<b>8.884</b>	<b>9.758</b>	<b>9,8</b>	<b>9.648</b>
<i>% de ventas</i>	<i>19,3</i>	<i>22,8</i>		<i>25,8</i>	<i>27,0</i>		<i>26,4</i>
<b>Beneficio neto negocio (comparable a neto recurrente)</b>	<b>1.364</b>	<b>1.684</b>	<b>23,5</b>	<b>6.819</b>	<b>7.489</b>	<b>9,8</b>	<b>7.930</b>
Cash flow neto				7.834	9.239		
Var. NOF				-1.099	-580		
Inversión recurrente neta				-1.787	-1.491		
Reestructuraciones				-894	-1.142		
<b>Cash flow libre</b>				<b>4.054</b>	<b>6.026</b>	<b>48,6</b>	
Inversión en expansión (neta)				-11.136	672		
Dividendos				-3.773	-3.834		
Otros				-1.612	-343		
<b>Variación deuda financiera neta</b>				<b>12.467</b>	<b>-2.521</b>		
<b>Deuda financiera neta</b>				<b>17.628</b>	<b>15.107</b>	<b>-14,3</b>	<b>15.691</b>
DFN / Beneficio operativo del negocio (x)				2,0	1,5		

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

## Cuadro 2. Resumen de resultados y valoración

(Mn€)	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Cuenta de resultados</b>						
Ventas	35.072,0	34.463,0	36.126,0	37.390,4	38.699,1	40.053,5
Beneficio bruto	24.608,0	24.242,0	25.655,0	26.547,2	27.863,3	29.479,4
EBITDA	9.761,0	8.939,0	6.179,1	9.908,5	10.642,2	11.415,3
Amortización del inmovilizado	-3.957,0	-4.263,0	-3.054,1	-2.083,5	-2.108,1	-1.892,4
EBIT	5.804,0	4.676,0	3.125,0	7.825,0	8.534,2	9.522,8
Beneficio operativo del negocio	9.323,0	8.884,0	9.758,0	10.257,7	10.990,2	12.002,2
Resultado financiero	-273,0	-271,0	-303,0	-431,9	-428,5	-424,6
Beneficio antes de impuestos	5.531,0	4.405,0	2.822,0	7.393,1	8.105,7	9.098,2
Impuesto de sociedades	-1.722,0	-481,0	-139,0	-1.626,5	-1.459,0	-1.637,7
Operaciones discontinuadas y Otros	4.728,0	486,0	154,0	255,0	255,0	255,0
Minoritarios	-121,0	-104,0	-31,0	-31,0	-31,0	-31,0
<b>Beneficio neto atribuible</b>	<b>8.416,0</b>	<b>4.306,0</b>	<b>2.806,0</b>	<b>5.990,6</b>	<b>6.870,7</b>	<b>7.684,5</b>
BPA (€)	6,64	3,43	2,24	4,78	5,48	6,13
DPA (€)	3,03	3,07	3,15	3,20	3,25	3,30
<b>Estado de flujo de caja</b>						
Cash flow neto	7.232,0	6.827,0	8.097,1	9.817,9	10.817,9	11.776,2
Variaciones de NOF	147,0	-1.280,0	-580,0	-320,8	-285,7	-244,9
Inversión	-2.896,0	-12.866,0	-714,0	-4.800,0	-2.700,0	-3.200,0
<b>Cash flow libre</b>	<b>4.483,0</b>	<b>-7.319,0</b>	<b>6.803,1</b>	<b>4.697,1</b>	<b>7.832,2</b>	<b>8.331,3</b>
Remuneración al accionista	-3.710,0	-3.773,0	-3.834,0	-3.947,6	-4.010,2	-4.072,9
Otras variaciones	-5.934,0	-1.375,0	-448,1	-431,5	-428,5	-424,6
<b>Variación deuda financiera neta</b>	<b>5.161,0</b>	<b>12.467,0</b>	<b>-2.521,0</b>	<b>-318,0</b>	<b>-3.393,5</b>	<b>-3.833,8</b>
<b>Balance</b>						
Activo fijo neto	62.923,0	75.775,0	72.107,7	73.512,3	72.693,5	72.226,5
Inmovilizado financiero	6.211,0	6.373,0	5.703,0	5.703,0	5.703,0	5.703,0
Necesidades operativas de fondos (NOF)	1.885,0	2.979,0	3.676,0	3.996,8	4.282,4	4.527,4
Otros activos/(pasivos) neto	-7.494,0	-8.377,0	-7.272,0	-7.272,0	-7.272,0	-7.272,0
<b>Capital empleado</b>	<b>63.525,0</b>	<b>76.750,0</b>	<b>74.214,7</b>	<b>75.940,0</b>	<b>75.407,0</b>	<b>75.184,8</b>
Recursos propios	58.070,0	58.876,0	58.934,0	60.977,1	63.837,5	67.449,1
Minoritarios	169,0	159,0	174,0	174,0	174,0	174,0
Deuda financiera neta	5.286,0	17.715,0	15.107,0	14.789,0	11.395,5	7.561,7
<b>Valoración (DCF)</b>						
(Mn€)		2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
NOPLAT			6.998,0	7.808,7	8.559,8	8.901,0
Amortización			3.518,7	3.667,1	3.875,4	4.053,7
NOF			-285,7	-244,9	-275,1	-391,3
Inversión			-2.700,0	-3.200,0	-3.800,0	-3.800,0
<b>Cash flow libre</b>			7.531,1	8.030,9	8.360,1	8.763,4
Valor terminal						156.490,0
<b>Flujo a descontar</b>			<b>7.531,1</b>	<b>8.030,9</b>	<b>8.360,1</b>	<b>165.253,5</b>
Factor descuento			0,94	0,89	0,84	0,80
<b>VAN del flujo</b>			<b>7.114,8</b>	<b>7.167,7</b>	<b>7.049,2</b>	<b>131.639,8</b>
Valor empresa		152.971,5				
Inversiones financieras		10.353,2				
Deuda neta		-14.789,0				
Provisiones, minoritarios y otros		-19.458,0				
<b>Valor equity (Dic-2020e)</b>		<b>129.077,7</b>				
<b>Precio objetivo (€ por acción)</b>		<b>103,00</b>				
<b>Matriz de sensibilidad (€ por acción)</b>						
		Crecimiento perpetuo "q"				
		-0,8%	-0,3%	0,3%	0,8%	1,3%
WACC	6,9%	73,59	78,57	84,29	90,95	98,81
	6,4%	80,25	86,09	92,88	100,88	110,45
	5,9%	87,93	94,85	<b>103,00</b>	112,75	124,62
	5,4%	96,86	105,17	115,11	127,21	142,26
	4,9%	107,39	117,52	129,85	145,19	164,79

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

## Metodología de valoración

### Método de valoración

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

### Hipótesis principales

Coste de capital 8,5%, apalancamiento 40% y tasa de crecimiento terminal 0,25%, El WACC resultante es 5,9%.

### 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
- 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](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

Esther Gutiérrez de la Torre - Autos

Luis Piñas - Consumo

Elena Fernández-Trapiella - Consumo

Aránzazu Cortina - Industriales

Juan Moreno - Inmobiliarias

Pedro Echeguren - Farma & Salud

Juan Tuesta - Construcción & Tecnología

Ana de Castro - Seguros

Aránzazu Bueno - Eléctricas

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