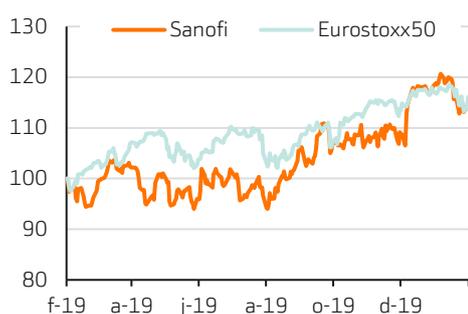


Sector: *Farmacéuticas*Recomendación: **Comprar***La mejora en el margen operativo es positiva para el objetivo 2022***Sanofi**Precio Objetivo: **103,00€**Analista: **Pedro Echeguren****Datos Básicos**

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	
Ventas	8.997	9.608	6,8	34.463	36.126	4,8	36.582
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	
EBIT	-200	-119	-40,5	4.676	3.125	-33,2	
<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	
BAI	-260	-192	-26,2	-4.405	2.822	-164,1	
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	
Beneficio neto grupo	254	-10	n.r.	4.306	2.806	-34,8	
Beneficio operativo del negocio (comparable a EBITDA)	1.740	2.192	26,0	8.884	9.758	9,8	9.648
<i>% de ventas</i>	<i>19,3</i>	<i>22,8</i>		<i>25,8</i>	<i>27,0</i>		<i>26,4</i>
Beneficio neto negocio (comparable a neto recurrente)	1.364	1.684	23,5	6.819	7.489	9,8	7.930
Cash flow neto				7.834	9.239		
Var. NOF				-1.099	-580		
Inversión recurrente neta				-1.787	-1.491		
Reestructuraciones				-894	-1.142		
Cash flow libre				4.054	6.026	48,6	
Inversión en expansión (neta)				-11.136	672		
Dividendos				-3.773	-3.834		
Otros				-1.612	-343		
Variación deuda financiera neta				12.467	-2.521		
Deuda financiera neta				17.628	15.107	-14,3	15.691
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
Cuenta de resultados						
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
Beneficio neto atribuible	8.416,0	4.306,0	2.806,0	5.990,6	6.870,7	7.684,5
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
Estado de flujo de caja						
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
Cash flow libre	4.483,0	-7.319,0	6.803,1	4.697,1	7.832,2	8.331,3
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
Variación deuda financiera neta	5.161,0	12.467,0	-2.521,0	-318,0	-3.393,5	-3.833,8
Balance						
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
Capital empleado	63.525,0	76.750,0	74.214,7	75.940,0	75.407,0	75.184,8
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
Valoración (DCF)						
(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
Cash flow libre			7.531,1	8.030,9	8.360,1	8.763,4
Valor terminal						156.490,0
Flujo a descontar			7.531,1	8.030,9	8.360,1	165.253,5
Factor descuento			0,94	0,89	0,84	0,80
VAN del flujo			7.114,8	7.167,7	7.049,2	131.639,8
Valor empresa		152.971,5				
Inversiones financieras		10.353,2				
Deuda neta		-14.789,0				
Provisiones, minoritarios y otros		-19.458,0				
Valor equity (Dic-2020e)		129.077,7				
Precio objetivo (€ por acción)		103,00				
Matriz de sensibilidad (€ por acción)						
		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	103,00	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

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