

Sector: *Farmacéuticas*Recomendación: **Neutral**Precio Objetivo: **93,50€**Potencial: **+4,4%**Analista: **Pedro Echeguren***Los resultados 4T son inferiores a lo esperado, la acción cae -4% tras su publicación*

Sanofi

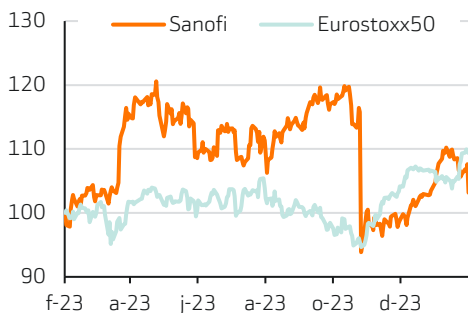
Datos

Precio 01/02/2024; Cierre (€)	89,53
Nº acciones (M)	1.264,8
Capitalización (M€)	113.237,5
Máx/Mín (52 sem.)(€)	104,62 / 81,44
Comportamiento 2024	-0,3%
Cód. Reuters/Bloomberg	SASY.PA / SAN FP

M€	2023p	2024e	2025e	2025e
BNA	5.400	7.883	8.706	9.470
% inc.	-35,5	46,0	10,4	8,8
EBITDA	11.488	14.058	14.761	15.499
% inc.	-18,2	22,4	5,0	5,0
BPA (€)	4,28	6,23	6,88	7,49
% inc.	-35,5	45,8	10,4	8,8
DPA (€)	3,76	3,85	3,95	4,00
% inc.	5,6	2,4	2,6	1,3
PER (x)	21,0	14,4	13,0	12,0
VE/EBITDA (x)	10,6	8,3	7,6	6,9
Rentab. div. (%)	4,2	4,3	4,4	4,5
P/V (x)	1,5	1,5	1,4	1,3

Ratios	2023p	2024e	2025e	2025e
DFN/EBITDA (x)	0,7	0,2	Caja	Caja
DFN/FF.PP. (x)	0,1	0,0	Caja	Caja
CF Op./DFN (%)	148,3	n.r.	Caja	Caja
DFN/CE (x)	0,1	0,0	Caja	Caja
EBITDA/CE (x)	0,1	0,2	0,2	0,2
ROCE (%)	7,4	10,3	11,3	12,3
ROE (%)	7,3	10,2	10,7	11,1

Evolución bursátil



Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	-1,5	2,7	3,2
Relativo	-4,3	-8,6	-6,2

Accionariado

BlackRock:	14,3%
L'Oreal:	9,4%
Credit Agricole:	5,2%
Dodge & Cox:	5,0%
Vanguard:	3,3%

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

Los resultados 4T son inferiores a lo esperado y decepcionan al mercado que castiga a la acción con una caída de -4,1% el día de su publicación. Reitera la guía 2024 que en su momento calificamos de decepcionante y apunta a que, al igual que 2023, éste será un segundo año de transición, con un crecimiento bajo de ventas y un retroceso en beneficio recurrente. No hay noticias de las medidas anunciadas hace unos meses (programa de ahorro de costes, refuerzo de la inversión en I+D y, segregación y salida a bolsa del negocio de Consumo) que podrían impulsar al valor. Seguimos sin ver catalizadores en el corto plazo y creemos que Sanofi debe trabajar estas medidas para mejorar su atractivo ante los inversores. Reiteramos nuestra recomendación Neutral y precio Objetivo de 93,50 €/acción, el potencial resultante es de un escaso +4%.

Los resultados 4T están impactados por ajustes no recurrentes en valoración

En el **4T 2023 estanco** las ventas alcanzan 10.919€ (+1,8% a/a y +9,3% a tipo de cambio constante, consenso 11.105M€, est. BKT 11.491M€), beneficio operativo del negocio (una métrica de Sanofi asimilable a EBIT) 2.583M€ (-5,2%, consenso 2.828M€), beneficio neto del negocio (equivalente al beneficio neto sin extraordinarios) 2.083M€ (-2,7% y +8,2% a tipo constante, consenso 2.145M€), BNA -555M€ (vs. +3.111M€ en 4T 2022, consenso 2.068M€, est. BKT 2.070M€), *Cash flow* libre 3.496M€ (+37,3%). Consecuentemente, **en el año 2023** las ventas alcanzan 43.070M€ (+0,2% a/a y +5,3% a tipo de cambio constante), beneficio operativo del negocio 12.670M€ (-2,8%), beneficio neto del negocio 10.155M€ (-1,8% y +5,4% a tipo constante), BNA 5.400M€ (-35,5%), BPA recurrente a tipos constantes +5,4%, *Cash flow* libre +8.478M€ (-0,1%), deuda financiera neta 7.793M€ (+21,1% en 2023, 0,6x beneficio operativo del negocio). Mantiene las **guías 2024**: espera que el BNA recurrente a tipo de cambio constante se mantenga plano y que caiga c. -5% con el efecto tipos. **Eleva el dividendo anual** a 3,76 €/acc. (+5,6%, rentabilidad 4,0%). [Link a los resultados](#).

Nuestra valoración es negativa

Los resultados son peores de lo esperado debido al efecto desfavorable del tipo de cambio, ajustes en valoración y aumento de los gastos generales. Cumple con las guías 2023 (aumentar el Beneficio recurrente del negocio a un dígito medio a tipo de cambio constante), que esperábamos se superase. La guía 2024 es poco alentadora y refleja un nuevo año de transición para Sanofi. Lo más positivo es la evolución de Dupixent, cuyas ventas aumentan +29% en 2023 y representan el 25% del total vs. 19% en 2022. La aprobación de nuevas indicaciones para este fármaco, como el EPOC, mejoran sus expectativas de ventas a la vez que aumenta la dependencia de la compañía de este producto. Las acciones caen -4,1% en el día de la publicación de los resultados.

Mantenemos recomendación Neutra y Precio Objetivo en 93,50€/acc.

Seguimos sin ver catalizadores en el valor a corto plazo. No hay noticias respecto a la OPV del negocio de Consumo. Reiteramos nuestra recomendación Neutral y Precio Objetivo de 93,50€/acc.

El estancamiento de ventas, el tipo de cambio, gastos generales y los ajustes en valoración impactan sobre los resultados

- Las ventas aumentan en 4T a 10.919M€ (+1,8% a/a y +9,3% a tipo de cambio constante) y en el año 2023 a 43.070M€ (+0,2% y +5,3% a tipos constantes).
- El margen operativo del negocio retrocede en 4T a 23,7% (-1,7 p.p.) y en 2023 a 29,4% (-0,7 p.p.). El margen bruto en 4T es 74,7% (+2,7 p.p.) y en 2023 74,8% (+1,1 p.p.).
- El BNA en 4T es -555M€ (vs. +3.311M€ en 4T 22) y, en 2023 5.400M€ (-35,5%). El beneficio neto recurrente en 4T 2.083M€ (-2,7%) y en 2023 10.155 (-1,8%). BPA recurrente en 2023 a tipos de cambio constantes +5,4%.
- El *cash flow* libre aumenta en 4T a +3.496M€ (+37,3%) y en 2023 es 8.478M€ (-0,1%).
- La deuda financiera neta retrocede a 7.793M€ (-26,3% vs. 3T y +21,1% en 2023). La ratio de endeudamiento es 0,6x Beneficio Operativo del Negocio (0,8x en 3T 2023 y 0,5x en 4T 2022).

Cuadro 1. Comparativa de resultados

Millones de euros	4T22	4T23	Var. %	Cons	2022	2023	Var. %
Biofarma	9.483	9.704	2,3		37.812	37.890	0,2
Productos de consumo	1.242	1.215	-2,2		5.185	5.180	-0,1
Ventas	10.725	10.919	1,8	11.105	42.997	43.070	0,2
<i>Variación excluyendo tipo de cambio (%)</i>	<i>2,6</i>	<i>9,3</i>			<i>7,0</i>	<i>5,3</i>	
Otros ingresos	731	1.282			2.392	3.374	
Total ingresos	11.456	12.201	6,5		45.389	46.444	2,3
Beneficio bruto	7.722	8.153	5,6		31.694	32.208	1,6
<i>Margen bruto %</i>	<i>72,0</i>	<i>74,7</i>			<i>73,7</i>	<i>74,8</i>	
I+D	-1.823	-1.872	2,7		-6.706	-6.728	0,3
Administración	-2.895	-2.931	1,2		-10.492	-10.692	1,9
Otros	-357	-1.492	317,9		-2.268	-3.752	65,4
Amortización intangibles	-683	-575	-15,8		-2.053	-2.172	5,8
Deterioros	2.139	-941	-144,0		481	-989	-305,6
EBIT	4.103	342	-91,7	2.803	10.656	7.875	-26,1
<i>Margen EBIT %</i>	<i>38,3</i>	<i>3,1</i>			<i>24,8</i>	<i>18,3</i>	
Financieros	-28	-463	1553,6		-234	-722	208,5
BAI	4.075	-121	-103,0		10.422	7.153	-31,4
Puesta en equivalencia	3	-128	-4366,7		68	-115	-269,1
Impuestos	-910	-309	-66,0		-2.006	-1.602	
Minoritarios	-57	3	-105,3		-113	-36	
Beneficio neto atribuible	3.111	-555	-117,8	2.068	8.371	5.400	-35,5
Beneficio operativo del negocio (comparable a EBITDA)	2.724	2.583	-5,2	2.828	13.040	12.670	-2,8
<i>% de ventas</i>	<i>25,4</i>	<i>23,7</i>			<i>30,3</i>	<i>29,4</i>	
Beneficio neto negocio (comparable a B° neto recurrente)	2.141	2.083	-2,7	2.145	10.341	10.155	-1,8
Cash flow neto	2.151	2.479			10.973	11.123	
Var. NOF	633	2.152			-477	478	
Inversión recurrente neta	16	-783			-887	-1.887	
Reestructuraciones	-254	-352			-1.126	-1.236	
Cash flow libre	2.546	3.496	37,3		8.483	8.478	-0,1
Inversión en expansión (neta)	0	-569			-1.091	-4.484	
Dividendos	0	0			-4.168	-4.454	
Otros	-235	-143			322	-896	
Variación deuda financiera neta	-2.311	-2.784			-3.546	1.356	
Deuda financiera neta	6.437	7.793	21,1		6.437	7.793	21,1
DFN / Beneficio operativo del negocio año móvil (x)	0,5	0,6			0,5	0,6	

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 2. Resumen de resultados y valoración

(M€)	2023p	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	
Cuenta de resultados							
Ventas	43.070,0	43.931,4	46.128,0	48.434,4	50.856,1	53.398,9	
Beneficio bruto	32.208,0	32.948,6	34.596,0	36.325,8	38.142,1	40.049,2	
EBITDA	11.488,0	14.058,0	14.761,0	15.499,0	16.273,9	17.087,6	
Amortización del inmovilizado	-3.613,0	-3.439,6	-3.121,1	-2.916,4	-2.688,0	-2.441,9	
EBIT	7.875,0	10.618,5	11.639,9	12.582,6	13.585,9	14.645,7	
Beneficio operativo del negocio	12.670,0	12.818,5	13.879,7	14.870,8	15.916,9	17.025,2	
Resultado financiero	-722,0	-465,3	-431,8	-395,0	-271,6	-225,3	
Beneficio antes de impuestos	7.153,0	10.153,1	11.208,1	12.187,6	13.314,3	14.420,4	
Impuesto de sociedades	-1.602,0	-2.233,7	-2.465,8	-2.681,3	-2.929,1	-3.172,5	
Discontinuas, Minoritarios y Otros	-151,0	-36,0	-36,0	-36,0	-36,0	-36,0	
Beneficio neto atribuible	5.400,0	7.883,5	8.706,3	9.470,3	10.349,2	11.211,9	
BPA (€)	4,28	6,23	6,88	7,49	8,18	8,86	
DPA (€)	3,76	3,85	3,95	4,00	4,05	4,10	
Estado de flujo de caja							
Cash flow neto	11.123,0	12.116,7	12.980,8	13.801,5	14.644,7	15.554,6	
Variaciones de NOF	478,0	540,7	-489,5	-514,0	-539,7	-521,8	
Inversión	-7.607,0	-2.600,0	-2.996,4	-3.296,4	-3.596,4	-3.896,4	
Cash flow libre	3.994,0	10.057,4	9.494,9	9.991,1	10.508,6	11.136,4	
Remuneración al accionista	-4.454,0	-4.755,6	-4.869,5	-4.996,0	-5.059,2	-5.122,4	
Otras variaciones	-785,0	-464,8	-431,6	-394,8	-272,0	-225,3	
Variación deuda financiera neta	1.245,0	-4.837,0	-4.193,7	-4.600,3	-5.177,4	-5.788,6	
Balance							
Activo fijo neto	85.387,0	84.219,1	83.372,8	82.733,0	82.305,5	82.084,5	
Inmovilizado financiero	4.634,0	4.634,0	4.634,0	4.634,0	4.634,0	4.634,0	
Necesidades operativas de fondos (NOF)	127,1	-413,6	75,9	589,9	1.129,5	1.651,4	
Otros activos/(pasivos) neto	-7.971,0	-7.971,0	-7.971,0	-7.971,0	-7.971,0	-7.971,0	
Capital empleado	82.177,1	80.468,4	80.111,6	79.985,9	80.098,0	80.398,9	
Recursos propios	74.040,4	77.168,2	81.005,0	85.479,4	90.769,4	96.858,8	
Minoritarios	313,0	313,0	313,0	313,0	313,0	313,0	
Deuda financiera neta	7.824,0	2.987,0	-1.206,7	-5.807,0	-10.984,3	-16.773,0	
Valoración (DCF)							
(M€)		2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	
NOPLAT			9.079,1	9.814,4	10.597,0	11.423,6	
Amortización			3.842,7	3.936,2	4.023,9	4.117,4	
NOF			-489,5	-514,0	-539,7	-521,8	
Inversión			-2.996,4	-3.296,4	-3.596,4	-3.896,4	
Cash flow libre			9.435,9	9.940,2	10.484,9	11.122,8	
Valor terminal						136.693,7	
Flujo a descontar			9.435,9	9.940,2	10.484,9	147.816,5	
Factor descuento			0,92	0,84	0,77	0,70	
VAN del flujo			8.645,9	8.345,5	8.065,8	104.192,0	
Valor empresa		129.249,1					
Inversiones financieras		4.550,0					
Deuda neta		-2.987,0					
Provisiones, minoritarios y otros		-12.552,0					
Valor equity (Dic-2024e)		118.260,1					
Precio objetivo (€ por acción)		93,50					
Matriz de sensibilidad (€ por acción)							
			Crecimiento perpetuo "q"				
			0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
WACC	10,1%	75,70	78,76	82,16	85,94	90,20	
	9,6%	80,19	83,64	87,50	91,83	96,73	
	9,1%	85,16	89,09	93,50	98,49	104,17	
	8,6%	90,72	95,21	100,29	106,08	112,74	
	8,1%	96,96	102,13	108,03	114,82	122,71	

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Metodología de valoración

Método de valoración

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

Hipótesis principales

WACC 9,1% y, tasa de crecimiento terminal +1% (sin cambios).

Escenarios de precio objetivo

Base 93,50€

- TACC Ventas 2023-2028e: +4,4%
- Margen operativo negocio 2028e: 32%

Positivo 112,00€

- TACC EBIT 2022-2028e: +6%
- Margen operativo negocio 2028e: 35%

Negativo 81,90€

- TACC ventas 2020-2027: +2%
- Margen operativo negocio 2028e: 30%

Vectores principales

- Impulso de Dupixent (dermatitis atópica) y vacunas
- Entrada en inmuno-oncología con la adquisición de Synthorx

Catalizadores

- Programa de reducción de costes y mejora de la eficiencia
- Lanzamiento vacuna Virus Respiratorio Sincitial para bebés en EE.UU.

Riesgos

- Competencia de lebrikizumab (Eli Lilly) contra Dupixent a partir de 2024
- Pérdida de la patente de Aubagio y llegada de un genérico
- Evolución desfavorable tipo de cambio

Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
03/02/2023	Neutral	95,00
03/05/2023	Neutral	95,00
28/07/2023	Neutral	En Revisión

Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
31/07/2023	Neutral	98,00
27/10/2023	Neutral	En Revisión
30/10/2022	Neutral	93,50
02/02/2024	Neutral	93,50

INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website: <https://www.bankinter.com/broker/analisis/informes>
- 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

La identificación de las fuentes de información empleadas más relevantes se ofrece en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/fuentes

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal

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, Infraestructuras & Hoteles
Pilar Aranda - Petróleo & Aerolíneas	Pedro Echeguren - Farma & Salud
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos	Juan Tuesta - Construcción, Defensa & Tecnología
Aránzazu Bueno - Eléctricas	Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo & Telecoms.
Jorge Pradilla - Logística & Ciberseguridad	Eduardo Cabero - Seguros & Medios de Pago
Carlos Pellicer - Alimentación & Distribución	Pedro Ribeiro - Químicas & Papel

Tel.: 912759421

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por todo el Equipo:

- Macroeconomía
- Estrategia de Inversión
- Bonos
- Divisas
- Fondos de Inversión y Planes de Pensiones
- ETFs
- Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable
- Capital Advisor y Popcoin