

Sector: *Farmacéuticas*

Recomendación: **Comprar**  
 Precio Objetivo: **106,00€**  
 Potencial: **+16,1%**  
 Analista: **Pedro Echeguren**

*Los resultados 4T 2021 son mejores de lo esperado, elevamos nuestro Precio Objetivo*

## Sanofi

Nuestra valoración de los resultados 4T 2021 es positiva. Estos batan a lo esperado, Buena evolución en las ventas de farma (+10% a/a) donde destaca Dupixent (+55% a tipo de cambio constante) y consumo (+8%). El crecimiento orgánico en 4T es +4,1% y el tipo de cambio añade +2,1%. Mejora el margen operativo del negocio, reflejo del esfuerzo en control de costes y. El ratio de endeudamiento sigue contenido en 1,0x Beneficio Operativo del Negocio, es un ejemplo de disciplina financiera. La compañía presenta sus guías 2022, espera que el BPA del negocio aumente c.+12% y que la divisa aporte +2%/+3%. Son mejores que nuestra estimación de +9% y nos parecen factibles. Esto nos hace revisar al alza nuestro Precio Objetivo a 106,00 €/acción desde 103,00 €/acción. Reiteramos nuestra recomendación de Comprar y destacamos el carácter defensivo del valor.

### Los resultados 4T 2021 son mejores de lo esperado

En el **4T 2021 estanco** las ventas son 9.994M€ (+6,5% y +4,1% a tipo de cambio constante, consenso 10.457M€), beneficio bruto 6.944M€ (+10,3%), margen bruto 69,5% (+2,4 p.p.), beneficio operativo del negocio (métrica de Sanofi asimilable a EBIT) 2.256M€ (+9,9%, consenso 2.211M€), beneficio neto del negocio (equivalente al beneficio neto sin extraordinarios) 1,730M€ (+13,3%, consenso 1.655M€), BPA negocio 1,38€ (+13,1% y +9,8% a tipo constante). Los restantes resultados bajo IFRS son: EBIT 1,474M€ (-1,1%), BAI 1,391M€ (-0,5%), BNA 1,131M€ (+6,0%). *Cash flow* libre 2,541M€ (+66,1%). Consecuentemente, **en el año 2021** las ventas s 37,761M€ (+4,8% y +7,1% a tipo de cambio constante), beneficio bruto 26,924M€ (+6,6%), margen bruto 71,3% (+1,2 p.p.), beneficio operativo del negocio 10,714M€ (+9,8%), beneficio neto del negocio 8,213M€ (+11,8%), BPA negocio 5,56€ (+11,9% y +15,5% a tipo constante). Los restantes resultados bajo IFRS están distorsionados por la venta de Regeneron en 2020: EBIT 8,126M€ (-42,4%), BAI 7,798M€ (-43,4%), BNA 6,223M€ (-49,4%). *Cash flow* libre 8.096M€ (+16,0%), deuda financiera 9,983M€ (+13,6% desde 4T20, 0,9x beneficio operativo del negocio). DPA 3,33€ (+4,1%). [Link a los resultados.](#)

### Valoramos positivamente el crecimiento de ventas y la mejora de márgenes

Nuestra valoración de los resultados es **positiva**. Están impulsados por una combinación del **crecimiento de ventas**, donde vuelven a destacar Dupixent (+55% a tipo constante en 4T), consumo y, **eficiencias operativas** (730M€ de ahorros de costes). Prosigue el esfuerzo en **I+D** y, la cartera de proyectos evoluciona favorablemente. Espera tener los resultados de los ensayos fase III de su **vacuna COVID-19** en 1T 2022. La ratio de **endeudamiento** se mantiene en 1x EBITDA y, resalta la disciplina financiera.

### Reiteramos Comprar y elevamos Precio Objetivo a 106 €/acc desde 103 €/acc.

La compañía presenta sus **guías 2022**, espera que el BPA del negocio aumente a un tipo bajo de doble dígito a tipo de cambio constante y que el efecto divisa aporte +2%/+3% al crecimiento. **Son mejores que nuestra estimación** de +9% y nos parecen factibles. Esto nos hace **revisar al alza nuestro Precio Objetivo a 106,00 €/acción** desde 103,00 €/acción y reiteramos nuestra recomendación de Comprar.

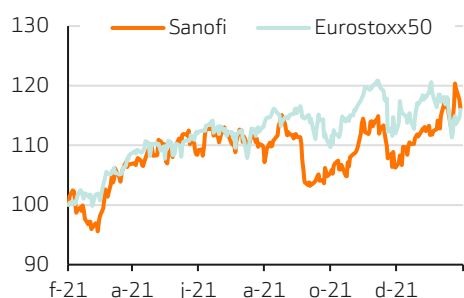
#### Datos

Precio 03/02/2022; 17:35h (€)	91,29
Nº acciones (M)	1.263,6
Capitalización (M€)	115.350,5
Máx/Mín (52 sem.)(€)	94,89 / 75,35
Comportamiento 2022	+3,1%
Cód. Reuters/Bloomberg	SASY.PA / SAN FP

Mn€	2021	2022e	2023e	2024e
BNA	6.223	8.682	9.385	10.200
% inc.	-49,4	39,5	8,1	8,7
EBITDA	10.955	12.699	13.625	14.306
% inc.	6,8	15,9	7,3	5,0
BPA (€)	4,93	6,87	7,43	8,07
% inc.	-49,6	39,3	8,1	8,7
DPA (€)	3,30	3,45	3,60	3,80
% inc.	3,1	4,5	4,3	5,6
PER (x)	18,0	13,3	12,3	11,3
VE/EBITDA (x)	11,2	9,6	8,6	7,8
Rentab. div. (%)	3,7	3,8	3,9	4,2
PVC (x)	1,6	1,6	1,5	1,4

Ratios	2021	2022e	2023e	2024e
DFN/EBITDA (x)	1,0	0,5	0,1	-0,3
DFN/FF.PP. (x)	0,2	0,1	0,0	0,0
CF Op./DFN (%)	n.r.	n.r.	n.r.	n.r.
DFN/CE (x)	0,1	0,1	0,0	0,0
EBITDA/CE (x)	0,1	0,2	0,2	0,2
ROCE (%)	8,1	11,1	12,0	12,9
ROE (%)	9,1	11,9	12,0	12,2

#### Evolución bursátil



Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	3,7	1,8	15,8
Relativo	8,8	6,2	2,1

#### Accionariado

BlackRock:	14,9%
L'Oreal:	9,4%
Credit Agricoles	6,0%
Dodge & Cox:	5,6%
Caisse des Dépôts:	4,2%

Fuentes: Bankinter Análisis y Mercados, Bloomberg, CNMV

## Destacamos el aumento de los márgenes de explotación

- El crecimiento de las ventas a tipo de cambio constante se mantienen en el entorno de +4% en 4T 2021, similar al año pasado y, para el año 2021 aumenta a +7,1% vs +3,3% anterior. Las ventas aumentan +6,5% en 4T 2021 y +4,8% en 2021.
- Mejora el margen operativo del negocio en 4T 2021 al 22,6% (+0,7 p.p.) gracias a mejoras en costes y, a 28,4% (+1,3 p.p.) en el año 2021.
- El beneficio neto del negocio aumenta +13,3% en 4T 2021 y +11,8% en el año 2021. El BNA +4,6% en 4T 2021 pero cae -49,4% en 2021 debido a la ausencia de extraordinarios (desinversión de la mayoría de la participación en Regeneron en 2020).
- El ratio de endeudamiento neto se mantiene invariado en 0,9x Beneficio Operativo, reflejo de la disciplina financiera.

Cuadro 1. Resumen de resultados

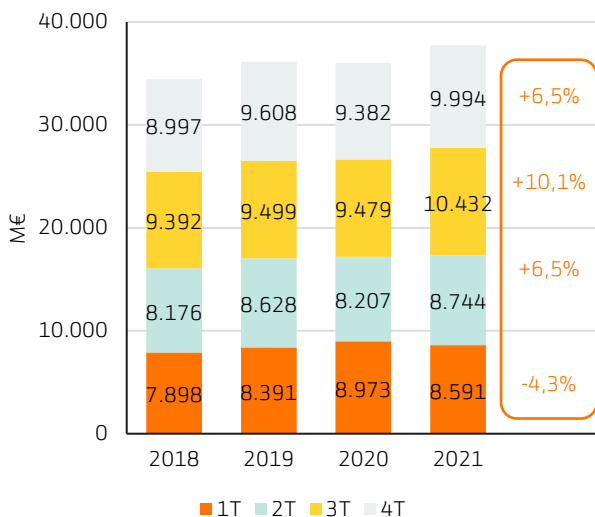
Millones de euros	4T20	4T21	Var. %	Consenso	2020	2021	Var. %
Farma	6.293	6.919	9,9		25.674	26.970	5,0
Vacunas	2.060	1.964	-4,7		5.973	6.323	5,9
Productos de consumo	1.029	1.111	8,0		4.394	4.468	1,7
<b>Ventas</b>	<b>9.382</b>	<b>9.994</b>	<b>6,5</b>	<b>10.457</b>	<b>36.041</b>	<b>37.761</b>	<b>4,8</b>
<i>Variación excluyendo tipo de cambio (%)</i>	<i>4,2</i>	<i>4,1</i>			<i>3,3</i>	<i>7,1</i>	
Otros ingresos	354	421			1.328	1.414	
<b>Total ingresos</b>	<b>9.736</b>	<b>10.415</b>	<b>7,0</b>		<b>37.369</b>	<b>39.175</b>	<b>4,8</b>
<b>Beneficio bruto</b>	<b>6.298</b>	<b>6.940</b>	<b>10,2</b>		<b>25.210</b>	<b>26.920</b>	<b>6,8</b>
<i>Margen bruto %</i>	<i>67,1</i>	<i>69,4</i>			<i>69,9</i>	<i>71,3</i>	
I+D	-1.516	-1.585	4,6		-5.530	-5.692	2,9
Administración	-2.601	-2.758	6,0		-9.391	-9.555	1,7
Otros	-321	-683	112,8		5.711	-1.771	-131,0
Amortización intangibles	-395	-420	6,3		-1.681	-1.580	-6,0
Deterioros	43	-20	-146,5		-206	-188	-8,7
<b>EBIT</b>	<b>1.509</b>	<b>1.474</b>	<b>-2,3</b>		<b>14.113</b>	<b>8.126</b>	<b>-42,4</b>
<i>Margen EBIT %</i>	<i>16,1</i>	<i>14,7</i>			<i>39,2</i>	<i>21,5</i>	
Financieros	-94	-83	-11,7		-335	-328	-2,1
<b>BAI</b>	<b>1.415</b>	<b>1.391</b>	<b>-1,7</b>		<b>13.778</b>	<b>-7.798</b>	<b>-156,6</b>
Puesta en equivalencia	4	18	350,0		359	39	-89,1
Impuestos	-329	-268	-18,5		-1.807	-1.558	
Discontinuados	0	0			0	0	
Minoritarios	-9	-10	11,1		-36	-56	
<b>Beneficio neto atribuible</b>	<b>1.081</b>	<b>1.131</b>	<b>4,6</b>	<b>1.356</b>	<b>12.294</b>	<b>6.223</b>	<b>-49,4</b>
<b>Beneficio operativo del negocio (comparable a EBITDA)</b>	<b>2.052</b>	<b>2.256</b>	<b>9,9</b>	<b>2.211</b>	<b>9.759</b>	<b>10.714</b>	<b>9,8</b>
<i>% de ventas</i>	<i>21,9</i>	<i>22,6</i>			<i>27,1</i>	<i>28,4</i>	
<b>Beneficio neto negocio (comparable a B° neto recurrente)</b>	<b>1.527</b>	<b>1.730</b>	<b>13,3</b>	<b>1.655</b>	<b>7.346</b>	<b>8.213</b>	<b>11,8</b>
Cash flow neto	1.338	2.199			8.875	9.902	
Var. NOF	898	1.257			-35	1.475	
Inversión recurrente neta	-456	-636			-948	-2.221	
Reestructuraciones	-250	-279			-910	-1.060	
<b>Cash flow libre</b>	<b>1.530</b>	<b>2.541</b>	<b>66,1</b>		<b>6.982</b>	<b>8.096</b>	<b>16,0</b>
Inversión en expansión (neta)	19	-1.913			4.584	-5.298	
Dividendos	0	0			-3.937	-4.008	
Otros	-695	-184			-1.312	17	
<b>Variación deuda financiera neta</b>	<b>-854</b>	<b>-444</b>			<b>-6.317</b>	<b>1.193</b>	
<b>Deuda financiera neta</b>	<b>8.790</b>	<b>9.983</b>	<b>13,6</b>		<b>8.790</b>	<b>9.983</b>	<b>13,6</b>
DFN / Beneficio operativo del negocio año móvil (x)	0,9	0,9			0,9	0,9	

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

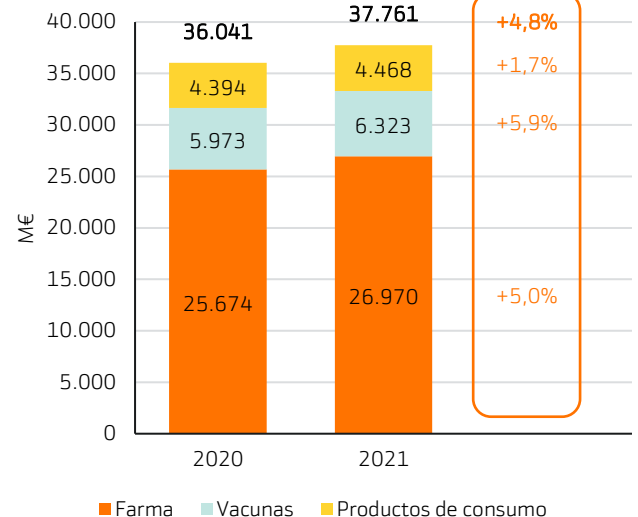
## Los cuatro principales indicadores evolucionan favorablemente

- Las ventas por trimestre reducen su crecimiento tras la ciclicidad del 3T 2021: 1T 2021 estanco -4,3%; 2T +6,5%; 3T +10,1% y, 4T +6,5%. La variación en el año es +4,8% y por divisiones: farma +5,0%, vacunas +5,9% y productos de consumo +1,7%.
- El Beneficio Operativo del Negocio también acelera su crecimiento si excluimos el cíclico 3T: +4,0% en 1T 2021; +5,5% en 2T; +17,5% en 3T y, +9,9% en 4T. En el año 2021, el incremento es +9,8%.
- El margen operativo del negocio tiene un efecto estacional, en 3T está influido positivamente por el aumento de las ventas de vacunas que corresponden a las campañas de vacunación de la gripe en 4T. Con la excepción de 2T, este margen aumenta en todos los trimestres de 2021 al compararlo contra el mismo periodo de 2020.

Cuadro 2. Ventas por trimestre



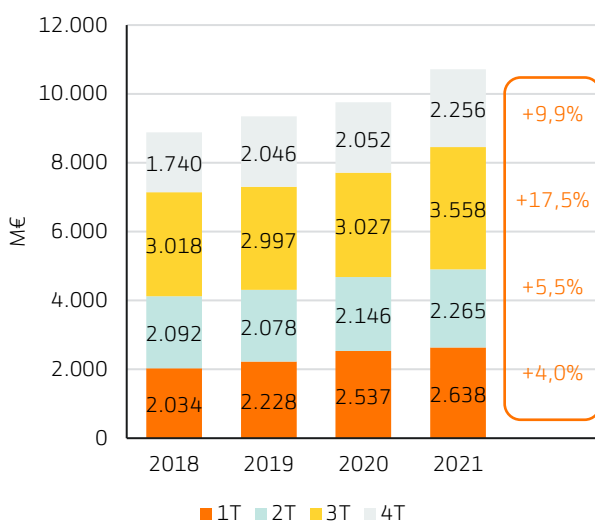
Cuadro 3. Ventas enero - diciembre



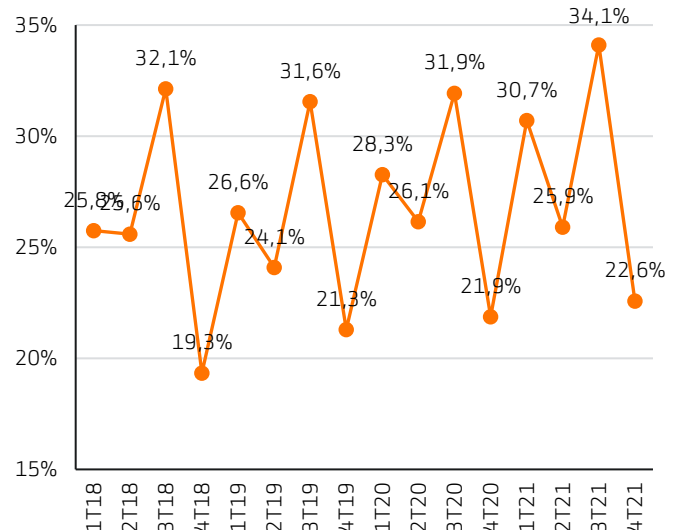
Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 4. El Beneficio Operativo del Negocio crece con fuerza



Cuadro 5. Mejora el Margen Operativo del Negocio



Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

## Cuadro 6. Resumen de resultados y valoración

(M€)	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	
<b>Cuenta de resultados</b>							
Ventas	37.761,0	43.047,5	45.415,2	47.685,9	50.070,2	52.573,7	
Beneficio bruto	26.920,0	30.994,2	32.926,0	34.810,7	36.801,6	38.641,7	
EBITDA	10.955,0	12.699,0	13.624,5	14.305,8	15.021,1	15.772,1	
Amortización del inmovilizado	-2.829,0	-1.408,8	-1.311,6	-970,3	-601,0	-503,1	
EBIT	8.126,0	11.290,2	12.312,9	13.335,4	14.420,0	15.269,0	
Resultado financiero	10.714,0	12.878,2	13.926,4	14.974,4	16.092,5	16.983,0	
Beneficio antes de impuestos	-328,0	-278,7	-258,5	-236,3	-212,0	-186,4	
Impuesto de sociedades	7.798,0	11.011,6	12.054,4	13.099,2	14.208,1	15.082,6	
Operaciones discontinuadas y Otros	-1.558,0	-2.312,4	-2.652,0	-2.881,8	-3.125,8	-3.318,2	
Minoritarios	-17,0	-17,0	-17,0	-17,0	-17,0	-17,0	
<b>Beneficio neto atribuible</b>	<b>6.223,0</b>	<b>8.682,1</b>	<b>9.385,4</b>	<b>10.200,3</b>	<b>11.065,3</b>	<b>11.747,4</b>	
BPA (€)	4,93	6,87	7,43	8,07	8,76	9,30	
DPA (€)	3,30	3,45	3,60	3,80	4,00	4,00	
<b>Estado de flujo de caja</b>							
Cash flow neto	9.902,0	11.753,8	12.502,9	13.358,6	14.270,3	15.005,8	
Variaciones de NOF	1.475,0	-713,3	-274,1	-239,0	-248,1	-287,0	
Inversión	-8.579,0	-2.310,0	-2.570,0	-2.770,0	-2.930,0	-3.090,0	
<b>Cash flow libre</b>	<b>2.798,0</b>	<b>8.730,5</b>	<b>9.658,8</b>	<b>10.349,6</b>	<b>11.092,2</b>	<b>11.628,8</b>	
Remuneración al accionista	-4.008,0	-4.169,8	-4.359,3	-4.548,8	-4.801,5	-5.054,2	
Otras variaciones	-2.316,0	-278,6	-258,5	-236,3	-212,0	-186,4	
<b>Variación deuda financiera neta</b>	<b>3.526,0</b>	<b>-4.282,2</b>	<b>-5.041,0</b>	<b>-5.564,6</b>	<b>-6.078,7</b>	<b>-6.388,1</b>	
<b>Balance</b>							
Activo fijo neto	81.439,0	80.956,0	80.667,0	80.515,0	80.452,0	80.470,0	
Inmovilizado financiero	3.690,0	3.690,0	3.690,0	3.690,0	3.690,0	3.690,0	
Necesidades operativas de fondos (NOF)	1.503,9	2.217,1	2.491,3	2.730,3	2.978,4	3.265,4	
Otros activos/(pasivos) neto	-6.494,0	-6.494,0	-6.494,0	-6.494,0	-6.494,0	-6.494,0	
<b>Capital empleado</b>	<b>80.138,9</b>	<b>80.369,1</b>	<b>80.354,3</b>	<b>80.441,3</b>	<b>80.626,4</b>	<b>80.931,4</b>	
Recursos propios	68.681,0	73.193,4	78.219,5	83.871,0	90.134,8	96.828,0	
Minoritarios	350,0	350,0	350,0	350,0	350,0	350,0	
Deuda financiera neta	11.108,0	6.825,8	1.784,8	-3.779,8	-9.858,5	-16.246,6	
<b>Valoración (DCF)</b>							
(M€)		2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	
NOPLAT			9.604,1	10.401,6	11.247,6	11.909,8	
Amortización			2.859,0	2.922,0	2.993,0	3.072,0	
NOF			-274,1	-239,0	-248,1	-287,0	
Inversión			-2.570,0	-2.770,0	-2.930,0	-3.090,0	
<b>Cash flow libre</b>			<b>9.618,9</b>	<b>10.314,7</b>	<b>11.062,5</b>	<b>11.604,8</b>	
Valor terminal						161.401,4	
<b>Flujo a descontar</b>			<b>9.618,9</b>	<b>10.314,7</b>	<b>11.062,5</b>	<b>173.006,2</b>	
Factor descuento			0,93	0,86	0,80	0,74	
<b>VAN del flujo</b>			<b>8.918,8</b>	<b>8.867,8</b>	<b>8.818,5</b>	<b>127.873,7</b>	
Valor empresa		154.478,7					
Inversiones financieras		6.750,6					
Deuda neta		-8.033,8					
Provisiones		-19.260,0					
Minoritarios y otros							
<b>Valor equity (Dic-2021e)</b>		<b>133.935,5</b>					
<b>Precio objetivo (€ por acción)</b>		<b>106,00</b>					
<b>Matriz de sensibilidad (€ por acción)</b>							
			Crecimiento perpetuo "q"				
			-0,3%	0,2%	0,7%	1,2%	1,7%
WACC	8,9%	82,14	86,24	90,84	96,03	101,95	
	8,4%	87,95	92,63	97,92	103,95	110,88	
	7,9%	94,47	99,86	106,00	113,05	121,25	
	7,4%	101,84	108,09	115,28	123,63	133,45	
	6,9%	110,24	117,56	126,07	136,07	148,00	

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

Coste de capital 8,5%, apalancamiento objetivo 10% y tasa de crecimiento terminal 0,7%, El WACC resultante es 7,9%.

### Escenarios de precio objetivo

#### Base €106,00

- TACC ventas 2021-2026e: +6,8%
- Margen operativo negocio 2026e: 32%

#### Positivo €117,00

- TACC ventas 2021-2026: +8,5%
- Margen operativo negocio 2026e: 33%

#### Negativo €94,00

- TACC ventas 2020-2026: +5,0%
- Margen EBIT objetivo 2026e: 31%

### 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
- Resultados fase III vacuna COVID en 1T 2022

### Riesgos

- Introducción de genéricos
- Riesgos asociados a posibles adquisiciones

## Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
29/10/2020	Comprar	103,00
05/02/2021	Comprar	103,00
28/04/2021	Comprar	103,00

Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
29/07/2021	Comprar	103,00
28/10/2021	Comprar	103,00
04/02/2021	Comprar	106,00

## 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](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](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

Rafael Alonso - Bancos

Pilar Aranda - Petróleo & Aerolíneas

Esther Gutiérrez de la Torre - Autos & Media

Luis Piñas - Alimentación/Distribución

Aránzazu Bueno - Eléctricas

Jorge Pradilla - Logística

Mariana Queirós Ferro - Telecoms

Aránzazu Cortina - Industriales

Juan Moreno - Inmobiliarias & Hoteles

Pedro Echeguren - Farma & Salud

Juan Tuesta - Construcción & Tecnología

Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo & Telecoms

Eduardo Cabero - Seguros

Filipe Aires - Químicas y Papel

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