

Sector: *Farmacéuticas**Buena evolución y en línea de los resultados 4T20, el guidance 2021 es atractivo*

Sanofi

Recomendación: **Comprar**
 Precio Objetivo: **103,00€**
 Potencial: **+30,7%**
 Analista: **Pedro Echeguren**

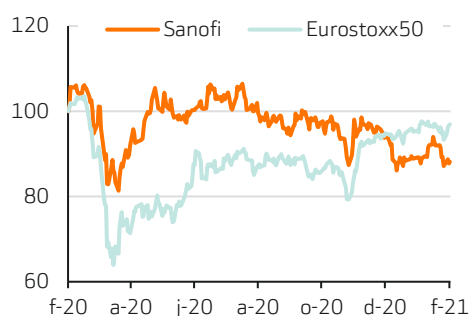
Datos Básicos

Precio (€)	78,83
Nº acciones (M)	1.259,0
Capitalización (M€)	99.244,7
Máx/Min (52 sem.)(€)	94,29 / 72,05
Comportamiento en Cód.	0,2% SASY.PA / SAN FP

Mn€	2019	2020	2021e	2022e
BNA	2.806	12.314	6.999	8.271
% inc.	-34,8	n.r.	n.r.	18,2
EBITDA	10.184	9.855	10.110	11.064
% inc.	13,9	-3,2	2,6	9,4
BPA (€)	2,24	9,80	5,56	6,57
% inc.	-34,6	n.r.	n.r.	18,2
DPA (€)	3,15	3,20	3,25	3,30
% inc.	2,6	1,6	1,6	1,5
PER (x)	39,9	8,0	14,2	12,0
VE/EBITDA	12,5	10,9	10,3	9,0
Rentab. div.	3,5	4,1	4,1	4,2
P/V (x)	1,9	1,6	1,5	1,4

Ratios	2019	2020	2021e	2022e
DFN/EBITDA	1,5	0,8	0,5	Caja neta
DFN/FF.PP.	0,3	0,1	0,1	Caja neta
CFOp/DFN(%)	51,3	95,0	222,6	n.r.
DFN/CE (x)	0,2	0,1	0,1	0,0
EBITDA/CE (x)	0,1	0,1	0,1	0,2
ROCE (%)	4,0	17,2	10,0	11,9
ROE (%)	4,8	19,5	10,6	11,8

Evolución bursátil



Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	-0,2	-8,0	-11,0
Relativo	-2,9	-21,2	-8,6

Accionariado

BlackRock:	14,9%
L'Oreal:	9,4%
Caisse des Dépôts	4,2%
Vanguard:	2,9%
Norges Bank:	2,1%

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

Las ventas a tipo de cambio constante siguen acelerando su crecimiento respecto a los tres trimestres anteriores para cerrar 2020 en +3,3%. Dupixent y el negocio de vacunas antigripales son los principales impulsores. El beneficio operativo recurrente aumenta +10% a tipo de cambio constante, reflejo del control de costes y presagia que la compañía logrará en 2022 su objetivo de llegar a un margen BOI del 30% (27,1% en 2020). La venta de Regeneron hincha el crecimiento del BNA a +399% desde un atractivo +9,6% sin el efecto de los extraordinarios y tipo de cambio constante. El *ratio* de endeudamiento cae a la mitad (0,9x BOI) y permite intensificar las adquisiciones y el I+D. Las guías de beneficio 2021 apuntan a crecimientos similares a los de 2020, esto es bueno, nuestra estimaciones reflejan las guías. Mantenemos sin cambios nuestra recomendación de Comprar y el precio objetivo de 103,00 €/acción.

Resultados 4T20: Ventas excluyendo efecto divisa +4,2% y Bº negocio +9,4%

En el 4T20 estanco las ventas son 9.382M€ (-2,4% y +4,2% a tipo de cambio constante, consenso 9.385M€), por divisiones Farma 6.293M€ (-3,9%), Vacunas 2.060M€ (+8,0%) y Consumo 1.029M€ (-10,8%) este afectado por el COVID-19. **Beneficio bruto** 6.298M€ (-4,0%), **margen bruto** 67,1% vs 68,3%, **beneficio operativo del negocio "BOI"** (asimilable al EBITDA recurrente) 2.052M€ (+0,3%, +9,9% a tipo de cambio constante consenso 2.097M€) y **margen** 21,9% (+0,6pp), **beneficio neto del negocio "BNN"** (asimilable al neto recurrente) 1.527M€ (-0,5%, +9,8% a tipo de cambio constante consenso 1.493M€). Resultados **IFRS**: **EBIT** 1.509M€ (-119M€ en 4T19), **BAI** 1.415M€ y **BNA** 1.081M€ (-10M€ en 4T19). **Por lo tanto, en 2020 las ventas** alcanzan 36.041M€ (-0,2% y +3,3% a tipo de cambio constante). **Beneficio bruto** 25.212M€ (-1,7%), **margen bruto** 70,0% vs. 71,0%, **BOI** 9.762M€ (+4,4%) y **margen** 27,1% (+1,2pp), **BNN** 7.347M€ (+4,2% y +9,6% a tipo constante). Las magnitudes **IFRS** están distorsionadas por la venta de Regeneron en 2T20 por 10.512M€ y beneficio de +7.382M€. **EBIT** 14.141M€ (+352%), **BAI** 13.180M€ (+589%), **BNA** 12.314M€ (+339%). **Cash flow libre** 6.982M€ (+16,1%), **deuda financiera neta** 8.789M€ (-41,8% desde 4T19 y -8,9% en 4T20, 0,9x beneficio operativo del negocio). [Link a los resultados](#).

Las guías para 2021 nos parecen factibles

Los resultados están en línea con lo esperado, son de buena calidad e impactados por el tipo de cambio. Las guías 2021 esperas que el BNN a tipos constante aumente a un dígito alto (igual que la guía 2020) y que la divisa reste entre -4,5% y -5,5%. Las adquisiciones de Synthorx y Principia perfilan el posicionamiento del desarrollo de nuevos productos para los próximos años en Especialidades Farma mientras que la venta de la mayoría de su participación en Regeneron en 2T20 posibilita reducir la DFN y financiar nuevas inversiones. El dividendo aumenta a 3,20 €/acción (+2%).

Recomendación: Comprar Precio Objetivo: 103 €/acción

Resultados positivos, 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**. En 4T20, tres fondos han adquirido el 10,7% del capital.

Buena evolución de resultados, en línea con el consenso

- Crecimiento de ventas sano pero se modera tras el impacto desfavorable del efecto divisa. Los resultados están en línea con lo esperado por el consenso.
- El 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 (+16,1%) a consecuencia de un mejor *cash flow* operativo y una ligera caída de la inversión recurrente. Al añadir el ingreso de la venta de Regeneron Pharma, adquisiciones y aumentar el dividendo +2%, el *cash flow* excedentario casi se multiplica 3x y posibilita reducir el endeudamiento neto -41,8% desde 4T19 y -8,9% en 4T20, El *ratio* DFN / BOI es 0,9x.

Cuadro 1. Resumen de resultados

Millones de euros	4T19	4T20	Var.%	Consenso	2019	2020	Var.%
Farma	6.547	6.293	-3,9		25.700	25.674	-0,1
Vacunas	1.908	2.060	8,0		5.731	5.973	4,2
Productos de consumo	1.153	1.029	-10,8		4.695	4.394	-6,4
Ventas	9.608	9.382	-2,4	9.385	36.126	36.041	-0,2
<i>Variación excluyendo tipo de cambio (%)</i>			<i>4,2</i>				<i>3,3</i>
Beneficio bruto	6.560	6.298	-4,0		25.655	25.212	-1,7
<i>Margen bruto %</i>	<i>68,3</i>	<i>67,1</i>			<i>71,0</i>	<i>70,0</i>	
I+D	-1.686	-1.516	-10,1		-6.018	-5.529	-8,1
Administración	-2.737	-2.601	-5,0		-9.883	-9.390	-5,0
Otros	-161	-321	99,4		-1.117	5.735	-613,4
Amortización intangibles	-510	-395	-22,5		-2.146	-1.681	-21,7
Deterioros	-1.585	43	-102,7		-3.366	-206	-93,9
EBIT	-119	1.509	n.r.		3.125	14.141	352,5
<i>Margen EBIT %</i>	<i>-1,2</i>	<i>16,1</i>			<i>8,7</i>	<i>39,2</i>	
Financieros	-73	-94	28,8		-303	-337	11,2
BAI	-192	1.415	n.r.		2.822	13.804	-589,2
Puesta en equivalencia	48	4	-91,7		255	359	40,8
Impuestos	142	-329	n.r.		-139	-1.813	
Discontinuados	-1	0			-101	0	
Minoritarios	-7	-9	28,6		-31	-36	
Beneficio neto atribuible	-10	1.081	n.r.	1.018	2.806	12.314	338,8
Beneficio operativo del negocio (comparable a EBITDA)	2.046	2.052	0,3	2.097	9.349	9.762	4,4
<i>% de ventas</i>	<i>21,3</i>	<i>21,9</i>		<i>22,3</i>	<i>25,9</i>	<i>27,1</i>	
Beneficio neto negocio (comparable a beneficio neto recurrente)	1.534	1.527	-0,5	1.493	7.050	7.347	4,2
Cash flow neto					9.227	8.888	
Var. NOF					-580	-35	
Inversión recurrente neta					-1.491	-961	
Reestructuraciones					-1.142	-910	
Cash flow libre					6.014	6.982	16,1
Inversión en expansión (neta)					672	4.584	
Dividendos					-3.834	-3.937	
Otros					-331	-1.311	
Variación deuda financiera neta					-2.521	-6.318	
Deuda financiera neta					15.107	8.789	-41,8
DFN / Beneficio operativo del negocio año móvil (x)					1,6	0,9	

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 2. Resumen de resultados y valoración

(M€)	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	
Cuenta de resultados							
Ventas	36.041,0	36.761,8	38.820,5	40.955,6	43.003,4	45.153,6	
Beneficio bruto	25.212,0	26.284,7	28.339,0	30.102,4	31.607,5	33.187,9	
EBITDA	9.855,3	10.109,5	11.063,8	11.877,1	12.901,0	13.546,1	
Amortización del inmovilizado	4.285,7	-1.437,1	-845,5	-538,7	-867,8	-788,2	
EBIT	14.141,0	8.672,4	10.218,4	11.338,5	12.033,3	12.757,9	
Resultado financiero	9.762,0	10.642,1	11.911,4	12.854,8	13.572,9	14.320,9	
Beneficio antes de impuestos	-337,0	-408,6	-404,0	-399,1	-393,7	-388,0	
Impuesto de sociedades	13.804,0	8.263,8	9.814,4	10.939,3	11.639,6	12.369,8	
Operaciones discontinuadas y Otros	-1.813,0	-1.487,5	-1.766,6	-1.969,1	-2.095,1	-2.226,6	
Minoritarios	323,0	223,0	223,0	223,0	223,0	223,0	
Beneficio neto atribuible	12.314,0	6.999,4	8.270,8	9.193,3	9.767,5	10.366,3	
BPA (€)	9,80	5,56	6,57	7,30	7,76	8,23	
DPA (€)	3,20	3,25	3,30	3,45	3,60	3,80	
Estado de flujo de caja							
Cash flow neto	7.978,3	10.316,6	11.276,8	11.997,7	12.564,8	13.256,3	
Variaciones de NOF	-35,0	106,7	-117,6	-389,1	-150,3	-516,2	
Inversión	3.623,0	-2.308,0	-2.100,0	-2.200,0	-2.200,0	-2.200,0	
Cash flow libre	11.566,3	8.115,2	9.059,2	9.408,6	10.214,4	10.540,1	
Remuneración al accionista	-3.937,0	-4.028,7	-4.091,7	-4.154,6	-4.343,5	-4.532,3	
Otras variaciones	-2.282,3	-408,8	-403,9	-399,2	-393,8	-388,3	
Variación deuda financiera neta	-5.347,0	-3.677,7	-4.563,6	-4.854,8	-5.477,2	-5.619,5	
Balance							
Activo fijo neto	73.347,9	72.439,2	71.937,2	71.731,9	71.528,2	71.226,2	
Inmovilizado financiero	2.916,0	3.224,0	3.224,0	3.224,0	3.224,0	3.224,0	
Necesidades operativas de fondos (NOF)	2.191,7	2.085,0	2.202,6	2.591,8	2.742,1	3.258,3	
Otros activos/(pasivos) neto	-6.947,0	-6.947,0	-6.947,0	-6.947,0	-6.947,0	-6.947,0	
Capital empleado	71.508,6	70.801,3	70.416,9	70.600,7	70.547,3	70.761,6	
Recursos propios	63.001,4	65.972,0	70.151,2	75.189,8	80.613,8	86.447,8	
Minoritarios	146,0	146,0	146,0	146,0	146,0	146,0	
Deuda financiera neta	8.361,0	4.683,3	119,7	-4.735,1	-10.212,3	-15.831,8	
Valoración (DCF)							
(M€)		2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	
NOPLAT			8.379,1	9.297,5	9.867,3	10.461,4	
Amortización			2.602,0	2.405,3	2.403,7	2.502,0	
NOF			-117,6	-389,1	-150,3	-516,2	
Inversión			-2.100,0	-2.200,0	-2.200,0	-2.200,0	
Cash flow libre			8.763,5	9.113,7	9.920,6	10.247,2	
Valor terminal						156.865,4	
Flujo a descontar			8.763,5	9.113,7	9.920,6	167.112,6	
Factor descuento			0,93	0,86	0,80	0,75	
VAN del flujo			8.149,6	7.881,7	7.978,4	124.982,8	
Valor empresa		148.992,5					
Inversiones financieras		6.491,0					
Deuda neta		-6.082,3					
Provisiones		-19.721,0					
Minoritarios y otros							
Valor equity (Dic-2021e)		129.680,2					
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%	78,00	82,28	87,13	92,66	99,05	
	8,0%	83,92	88,86	94,50	101,00	108,59	
	7,5%	90,63	96,38	103,00	110,73	119,85	
	7,0%	98,30	105,05	112,92	122,21	133,35	
	6,5%	107,14	115,16	124,63	135,98	149,83	

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 2020-2025e: +4,6%
- Margen operativo negocio 2025e: 31,7%

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

Rafael Alonso - Bancos

Pilar Aranda - Petróleo & Aerolíneas

Esther Gutiérrez de la Torre - Autos & Media

Luis Piñas - Alimentación/Distribución

Aránzazu Bueno - Eléctricas

Rafael Diogo - Portugal

Aránzazu Cortina - Industriales

Juan Moreno - Inmobiliarias & Hoteles

Pedro Echeguren - Farma & Salud

Juan Tuesta - Construcción & Tecnología

Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo y Telecom

Eduardo Cabero - Seguros

Susana André - Portugal, Assistant

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