

Sector: Farmacéuticas

Los resultados 1T21 baten las expectativas, la compañía reitera el guidance

Sanofi

Recomendación: **Comprar**
 Precio Objetivo: **103,00€**
 Potencial: **+20,6%**
 Analista: **Pedro Echeguren**

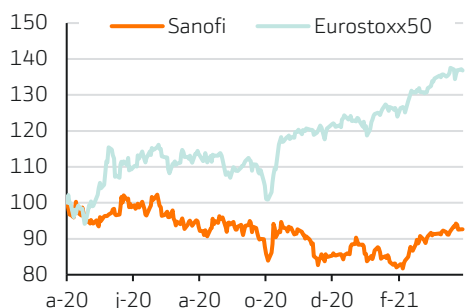
Datos Básicos

Precio (€)	85,40
Nº acciones (M)	1.259,0
Capitalización (M€)	107.516,2
Máx/Min (52 sem.) (€)	94,29 / 75,35
Comportamiento 2021	8,5%
Cód. Reuters/Bloomberg	SASY.PA / SAN FP

M€	2020	2021e	2022e	2023e
BNA	12.314	7.636	8.805	9.938
% inc.	338,8	-38,0	15,3	12,9
EBITDA	10.282	10.110	11.064	11.877
% inc.	-1,5	-1,7	9,4	7,4
BPA (€)	9,80	6,07	6,99	7,89
% inc.	336,8	-38,1	15,3	12,9
DPA (€)	3,20	3,25	3,30	3,45
% inc.	1,6	1,6	1,5	4,5
PER (x)	8,0	14,1	12,2	10,8
VE/EBITDA (x)	10,5	11,1	9,7	8,6
Rentab. div. (%)	4,1	3,8	3,9	4,0
P/V (x)	1,6	1,6	1,5	1,4

Ratios	2020	2021e	2022e	2023e
DFN/EBITDA (x)	0,8	0,5	0,0	Caja
DFN/FF.PP. (x)	0,1	0,1	0,0	Caja
CF Op./DFN (%)	87,1	207,6	n.r.	Caja
DFN/CE (x)	0,1	0,1	0,0	Caja
EBITDA/CE (x)	0,1	0,1	0,2	0,2
ROCE (%)	17,1	10,7	12,3	13,8
ROE (%)	19,5	11,5	12,3	12,9

Evolución bursátil



Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	1,1	8,0	-7,4
Relativo	-2,2	-4,8	-44,2

Accionariado

BlackRock:	14,9%
L'Oreal:	9,4%
Credit Agricoles	6,6%
Vanguard:	2,6%
Norges Bank:	2,2%

Fuentes: Bankinter Análisis y Mercados, Bloomberg, CNMV

Los resultados 1T21 baten las expectativas del consenso. Los crecimientos son modestos debido al efecto negativo del tipo de cambio pero si este se excluye, el resultado operativo del negocio aumenta +13,3% y el beneficio neto del negocio +14,7%, cifras que son elevadas en este sector y que reflejan el esfuerzo en control de costes y el reposicionamiento hacia productos de margen superior. El margen operativo se sitúa en el objetivo marcado para 2022, algo muy positivo de cara al cumplimiento del plan de negocio. Lo único negativo ha sido el revés en el desarrollo de su vacuna COVID-19, hay otros desarrollos en curso que podrían ver la luz hacia 2022. La compañía reitera sus guías para 2021 y reduce ligeramente la expectativa del efecto negativo del tipo de cambio. Nuestras estimaciones reflejan las guías. Mantenemos sin cambios nuestra recomendación de Comprar y el precio objetivo de 103,00 €/acción.

Resultados 1T21: Ventas excluyendo efecto divisa +4,2% y Bº negocio +9,4%

Las principales cifras 1T21 son: ventas 8.591M€ (-4,3% y +2,4% a tipo de cambio constante, consenso 8.871M€), ventas farma 6.563M€ (-3,0%), ventas consumo 1.113M€ (-14,4%), venta vacunas 915M€ (+0,7%), margen bruto 72,2% (71,9% en 1T20), resultado operativo del negocio (una métrica que usa Sanofi equivalente al EBITDA) 2.638M€ (+4,0% y +13,3% a tipo de cambio constante, consenso 2.341M€), margen operativo 30,75 (28,3% en 1T20), resultado neto del negocio 1.920M€ (+5,1% y +14,7% a tipo de cambio constante, consenso 1.792M€), EBIT 2.058M€ (+0,6%), BAI 1.973M€ (+0,1%), BNA 1.566M€ (-7,0%), cash flow libre 1.925M€ (+23,6%), deuda financiera neta 6.823M€ (-22% desde 4T20) y ratio DFN/EBITDA 0,7x (0,9x a 4T20 y 1,7x a 1T20). [Link a los resultados](#).

El margen operativo sigue aumentando, las guías para 2021 son factibles

Los resultados son buenos y mejores de lo esperado, aun a pesar del impacto negativo del tipo de cambio que resta 6,7pp al crecimiento de ventas y 19,8pp al del beneficio neto del negocio. Las ventas de Dupixent siguen creciendo con fuerza, alcanzan 1.047M€ (+45,6%) y suponen el 12% del total. El margen operativo del negocio aumenta a 30,7% (+2,4pp) gracias al esfuerzo en contención de costes y en este trimestre alcanza el objetivo del 30% fijado para 2022, algo muy positivo de cara a cumplir el plan de negocio. El cash flow libre aumenta +23,6% y posibilita recortar el endeudamiento. La compañía reitera las guías para 2021 de un crecimiento del beneficio neto del negocio a un dígito alto, algo que vemos factible, mientras que recorta el impacto negativo esperado del tipo de cambio asumiendo los tipos actuales a -4,0% a -5,0% (anterior -4,5% a -5,5%). Nuestras estimaciones reflejan las guías.

Recomendación: Comprar Precio Objetivo: 103 €/acción

Valoramos positivamente estos resultados que baten las expectativas, las guías de beneficios para 2021 y el cumplimiento del plan de negocio. Mantenemos sin cambios nuestro precio objetivo en 103,00 €/acción al igual que la recomendación de Comprar. Sanofi es nuestra farma favorita entre las compañías europeas de este sector.

Los resultados baten la expectativa del consenso

- Crecimiento de ventas sano pero se modera tras el impacto desfavorable del efecto divisa. Los resultados superan lo esperado por el consenso.
- Los resultados crecen con fuerza a tipo de cambio constante: ventas +2,4%, beneficio operativo del negocio +13,3%, beneficio neto del negocio +14,7%.
- El margen operativo del negocio mejora gracias a la ejecución del plan de control de costes.
- Mejora del *cash flow* libre (+23,6%) principalmente a causa de la contribución positiva de las NOF.
- El endeudamiento neto cae -22% desde 4T20) y el ratio DFN/EBITDA se reduce a 0,7x desde 0,9x a 4T20 y 1,7x a 1T20).

Cuadro 1. Resumen de resultados

Millones de euros	1T20	2T20	3T20	4T20	1T21	Var. a/a %	Consenso
Farma	6.764	6.256	6.361	6.293	6.563	-3,0	
Vacunas	909	927	2.077	2.060	915	0,7	
Productos de consumo	1.300	1.024	1.041	1.029	1.113	-14,4	
Ventas	8.973	8.207	9.479	9.382	8.591	-4,3	8.871
<i>Variación excluyendo tipo de cambio (%)</i>	<i>6,6</i>	<i>1,6</i>	<i>5,7</i>	<i>4,2</i>	<i>2,4</i>		
Beneficio bruto	6.451	5.760	6.703	6.298	6.202	-3,9	
<i>Margen bruto %</i>	<i>71,9</i>	<i>70,2</i>	<i>70,7</i>	<i>67,1</i>	<i>72,2</i>		
I+D	-1.340	-1.352	-1.321	-1.516	-1.266	-5,5	
Administración	-2.342	-2.265	-2.182	-2.601	-2.194	-6,3	
Otros	-193	6.541	-292	-321	-257	33,2	
Amortización intangibles	-457	-426	-404	-395	-389	-14,9	
Deterioros	-73	-195	20	43	-38	-47,9	
EBIT	2.046	8.063	2.524	1.509	2.058	0,6	2.341
<i>Margen EBIT %</i>	<i>22,8</i>	<i>98,2</i>	<i>26,6</i>	<i>16,1</i>	<i>24,0</i>		
Financieros	-75	-92	-76	-94	-85	13,3	
BAI	1.971	7.971	2.448	1.415	1.973	0,1	2.222
Puesta en equivalencia	158	196	1	4	9	-94,3	
Impuestos	-434	-561	-490	-329	-404	-6,9	
Discontinuados	0	0	0	0	0		
Minoritarios	-12	-8	-7	-9	12	-200,0	
Beneficio neto atribuible	1.683	7.598	1.952	1.081	1.566	-7,0	1.278
Beneficio operativo del negocio (comparable a EBITDA)	2.537	2.146	3.027	2.052	2.638	4,0	2.341
<i>% de ventas</i>	<i>28,3</i>	<i>26,1</i>	<i>31,9</i>	<i>21,9</i>	<i>30,7</i>		<i>26,4</i>
Beneficio neto negocio (comparable a B° neto recurrente)	1.920	1.601	2.299	1.527	2.017	5,1	1.792
Cash flow neto	2.285	2.233	3.019	1.351	2.320		
Var. NOF	-414	108	-627	898	422		
Inversión recurrente neta	-36	-150	-306	-469	-573		
Reestructuraciones	-277	-181	-202	-250	-244		
Cash flow libre	1.558	2.010	1.884	1.530	1.925	23,6	
Inversión en expansión (neta)	-2.245	10.512	-3.702	19	-21		
Dividendos	0	-3.937	0	0	0		
Otros	-397	-74	-146	-694	62		
Variación deuda financiera neta	-1.084	-6.343	1.964	-855	-1.966		
Deuda financiera neta	16.191	7.680	9.644	8.789	6.823	-57,9	
DFN / Beneficio operativo del negocio año móvil (x)	1,7	0,8	1,0	0,9	0,7		

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	10.282,0	10.109,5	11.063,8	11.877,1	12.901,0	13.546,1
Amortización del inmovilizado	3.859,0	-1.103,6	-331,6	214,4	139,8	464,0
EBIT	14.141,0	9.005,9	10.732,2	12.091,6	13.040,8	14.010,1
Beneficio operativo del negocio	9.762,0	10.946,4	12.390,2	13.567,1	14.533,8	15.520,6
Resultado financiero	-337,0	-285,1	-266,3	-244,3	-220,0	-192,7
Beneficio antes de impuestos	13.804,0	8.720,8	10.465,9	11.847,3	12.820,9	13.817,4
Impuesto de sociedades	-1.813,0	-1.308,1	-1.883,9	-2.132,5	-2.307,8	-2.487,1
Discontinuas, Minoritarios y Otros	323,0	223,0	223,0	223,0	223,0	223,0
Beneficio neto atribuible	12.314,0	7.635,7	8.805,0	9.937,7	10.736,1	11.553,3
BPA (€)	9,80	6,07	6,99	7,89	8,53	9,18
DPA (€)	3,20	3,25	3,30	3,45	3,60	3,80
Estado de flujo de caja						
Cash flow neto	7.774,0	10.745,8	11.594,4	12.513,1	13.292,1	14.186,9
Variaciones de NOF	-325,0	-430,2	-225,8	-201,6	-194,4	-186,2
Inversión	3.588,0	-2.418,0	-2.310,0	-2.410,0	-2.450,0	-2.450,0
Cash flow libre	11.037,0	7.897,6	9.058,6	9.901,5	10.647,7	11.550,7
Remuneración al accionista	-3.937,0	-4.028,7	-4.091,7	-4.154,6	-4.343,5	-4.532,3
Otras variaciones	-783,0	-1.255,1	-266,3	-244,3	-220,0	-192,7
Variación deuda financiera neta	-6.317,0	-2.613,8	-4.700,6	-5.502,5	-6.084,3	-6.825,8
Balance						
Activo fijo neto	73.348,0	72.633,0	72.420,0	72.499,0	72.613,0	72.622,0
Inmovilizado financiero	2.935,0	3.243,0	3.243,0	3.243,0	3.243,0	3.243,0
Necesidades operativas de fondos (NOF)	2.382,0	2.812,2	3.038,0	3.239,6	3.434,0	3.620,2
Otros activos/(pasivos) neto	-6.966,0	-6.966,0	-6.966,0	-6.966,0	-6.966,0	-6.966,0
Capital empleado	71.699,0	71.722,2	71.735,0	72.015,6	72.324,0	72.519,2
Recursos propios	63.001,0	66.608,0	71.321,3	77.104,5	83.497,1	90.518,1
Minoritarios	146,0	146,0	146,0	146,0	146,0	146,0
Deuda financiera neta	8.552,0	4.968,2	267,7	-5.234,9	-11.319,1	-18.144,9
Valoración (DCF)						
(M€)		2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
NOPLAT			8.800,4	9.915,1	10.693,5	11.488,3
Amortización			2.523,0	2.331,0	2.336,0	2.441,0
NOF			-225,8	-201,6	-194,4	-186,2
Inversión			-2.310,0	-2.410,0	-2.450,0	-2.450,0
Cash flow libre			8.787,6	9.634,5	10.385,1	11.293,1
Valor terminal						158.766,5
Flujo a descontar			8.787,6	9.634,5	10.385,1	170.059,5
Factor descuento			0,92	0,86	0,79	0,73
VAN del flujo			8.128,2	8.242,8	8.218,2	124.477,0
Valor empresa		149.066,2				
Inversiones financieras		6.343,2				
Deuda neta		-6.176,2				
Provisiones, minoritarios y otros		-19.565,0				
Valor equity (Dic-2021e)		129.668,2				
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	9,1%	79,54	83,57	88,10	93,22	99,06
	8,6%	85,23	89,84	95,06	101,01	107,86
	8,1%	91,62	96,93	103,00	109,97	118,10
	7,6%	98,85	105,03	112,14	120,41	130,16
	7,1%	107,11	114,35	122,78	132,71	144,58

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

Susana André – Portugal, Assistant

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

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