

Sector: *Farmacéuticas*Recomendación: **Comprar**Precio Objetivo: **103,00€**Potencial: **+20,1%**Analista: **Pedro Echeguren***Buena evolución de los resultados en 3T 2021, los crecimientos se aceleran*

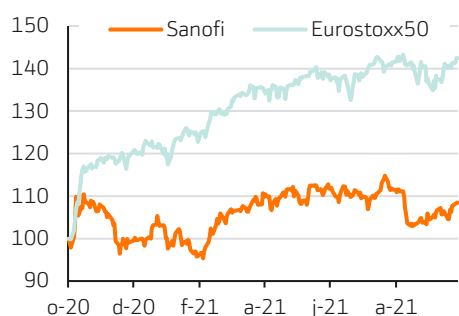
## Sanofi

Datos	
Precio 27/10/2021; 17:35 (€)	85,77
Nº acciones (M)	1.259,0
Capitalización (M€)	108.367,9
Máx/Mín (52 sem.)(€)	90,73 / 75,35
Comportamiento 2021	9,0%
Cód. Reuters/Bloomberg	SASY.PA / SAN FP

Mn€	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	6,05	6,97	7,87
% inc.	336,8	-38,2	15,1	12,9
DPA (€)	3,20	3,25	3,30	3,45
% inc.	1,6	1,6	1,5	4,5
PER (x)	8,0	14,2	12,3	10,9
VE/EBITDA (x)	10,5	11,2	9,8	8,7
Rentab. div. (%)	4,1	3,8	3,8	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	-0,4
DFN/FF.PP. (x)	0,1	0,1	0,0	-0,1
CF Op./DFN (%)	87,1	207,6	4247,4	-235,2
DFN/CE (x)	0,1	0,1	0,0	-0,1
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	5,0	-2,1	8,5
Relativo	1,0	-5,0	-33,9

### Accionariado

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

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

Nuestra valoración de los resultados 3T 2021 es positiva, estos batieron a lo esperado. El crecimiento de las ventas se acelera con la evolución de Dupixent, vacunas y consumo. Desaparece la contribución negativa por el tipo de cambio y mejora el margen operativo del negocio, reflejo del esfuerzo en control de costes y la contribución estacional de vacunas con un margen superior al promedio. El ratio de endeudamiento sigue contenido en 1,0x Beneficio Operativo del Negocio, un ejemplo de disciplina financiera. La compañía revisa al alza las guías para 2021 que consideramos factibles, es otro punto positivo. Mediante una política adquisiciones, Sanofi se reposiciona en la carrera de una nueva vacuna contra el COVID-19 basada en tecnologías tradicionales y que prevemos tenga un coste inferior a las vacunas actuales. Reiteramos nuestra recomendación de Comprar y el precio objetivo de 103,00 €/acción.

### Fuerte aumento de las ventas y beneficios en 3T 2021

En el **3T 2021** las **ventas** alcanzan 10.432M€ (+10,1% a/a y también a tipo de cambio constante), ingresos 10.829M€ (+9,6%, consenso 10.337M€), beneficio bruto 7.591M€ (+13,0%), margen bruto 72,8% vs. (+1,9p.p), beneficio operativo del negocio (métrica asimilable a EBIT) 3.558M€ (+17,5%, consenso 3.230M€), beneficio neto del negocio (equivale al BNA sin extraordinarios) 2.736M€ (+19,0%, consenso 2.493M€). Los resultados bajo IFRS son: EBIT 3.042M€ (+20,5%), BAI 2.957M€ (+20,8%), BNA 2.317M€ (+18,7%). *Cash flow* libre 2.202M€ (+16,9%). **Por lo tanto, en 9M 2021** las ventas son 27.767M€ (+4,2% y +8,2% a tipo constante), ingresos 28.760M€ (+4,1%), beneficio bruto 19.981M€ (+5,3%), margen bruto 72,0% (+0,9p.p), beneficio operativo negocio 8.461M€ (+9,7%), beneficio neto negocio 6.484M€ (+11,4%). Los resultados bajo IFRS están distorsionados por la venta de Regeneron en 2020: EBIT 6.655M€ (-47,3%), BAI 6.409M€ (-48,3%), BNA 5.093M€ (-54,7%). *Cash flow* libre 5.555M€ (+1,9%), deuda financiera neta 10.427M€ (+18,6% desde 4T20 y un recorte mínimo desde 2T21), deuda neta /beneficio operativo negocio 1,0x. [Link a los resultados.](#)

### Resultados mejores de lo esperado, la compañía eleva de nuevo las guías 2021

Nuestra valoración es positiva. Los resultados 3T están **impulsados** por el crecimiento de ventas, donde destacan Dupixent (+54% o 14% de las ventas), vacunas (+17%) y consumo (+11%). **Desaparece el impacto adverso del tipo de cambio** que ha penalizado a los crecimientos en los últimos cinco trimestres. Las **eficiencias operativas** mejoran el margen bruto en +1,9p.p. El **ratio de endeudamiento se mantiene en 1,0x** a pesar de las adquisiciones (Transalate Bio, Kymab, Kiadis, Tidal) e inversiones. **La compañía eleva nuevamente sus guías 2021**, espera que el BPA del negocio aumente +14% a tipo constante y que retroceda -3,5%/-4,5% con los tipos actuales (anterior +12% y -4%/-5%, respectivamente). Vemos factible estas guías.

### Recomendación: reiteramos Comprar y Precio Objetivo de 103 €/acción

**Valoramos positivamente** estos **resultados** que batieron 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**.

## Destacamos la aceleración en el crecimiento de las ventas

- El crecimiento de las ventas a tipo de cambio constante aumenta a +10,1% en 3T 2021 vs +5,7% en 3T 2020 y para 9M 2021 a +8,2% vs +3,0% anterior. Las ventas aumentan +10,1% en 3T 2021 y +4,2% en 9M 2021.
- Mejora el margen operativo del negocio en 3T 2021 al 34,1% (+2,2p.p.) gracias a mejoras en costes y una mayor contribución del negocio de vacunas, este con un margen del 44,9%, superior al promedio.
- El beneficio neto del negocio aumenta +19,0% en 3T 2021 y +11,4% en 9M 2021. El BNA +18,7% en 3T 2021 pero cae -54,7% en 9M 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 1,0x Beneficio Operativo, es un buen indicador de la disciplina financiera de la compañía.

Cuadro 1. Resumen de resultados

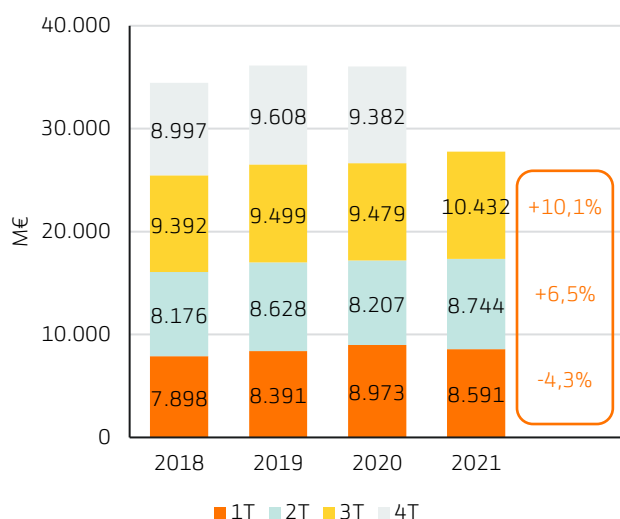
Millones de euros	3T20	3T21	Var. %	Consenso	9M20	9M21	Var. %
Farma	6.361	6.855	7,8		19.381	20.051	3,5
Vacunas	2.077	2.422	16,6		3.913	4.359	11,4
Productos de consumo	1.041	1.155	11,0		3.365	3.357	-0,2
<b>Ventas</b>	<b>9.479</b>	<b>10.432</b>	<b>10,1</b>		<b>26.659</b>	<b>27.767</b>	<b>4,2</b>
<i>Variación excluyendo tipo de cambio (%)</i>	<i>5,7</i>	<i>10,1</i>			<i>3,0</i>	<i>8,2</i>	
Otros ingresos	400	397			974	993	
<b>Total ingresos</b>	<b>9.879</b>	<b>10.829</b>	<b>9,6</b>	<b>10.337</b>	<b>27.633</b>	<b>28.760</b>	<b>4,1</b>
<b>Beneficio bruto</b>	<b>6.703</b>	<b>7.591</b>	<b>13,2</b>		<b>18.914</b>	<b>19.981</b>	<b>5,6</b>
<i>Margen bruto %</i>	<i>70,7</i>	<i>72,8</i>			<i>70,9</i>	<i>72,0</i>	
I+D	-1.321	-1.443	9,2		-4.013	-4.106	2,3
Administración	-2.182	-2.267	3,9		-6.789	-6.797	0,1
Otros	-292	-460	57,5		6.056	-1.087	-117,9
Amortización intangibles	-404	-385	-4,7		-1.287	-1.160	-9,9
Deterioros	20	6	-70,0		-249	-176	-29,3
<b>EBIT</b>	<b>2.524</b>	<b>3.042</b>	<b>20,5</b>	<b>3.228</b>	<b>12.632</b>	<b>6.655</b>	<b>-47,3</b>
<i>Margen EBIT %</i>	<i>26,6</i>	<i>29,2</i>			<i>47,4</i>	<i>24,0</i>	
Financieros	-76	-85	11,8		-243	-246	1,2
<b>BAI</b>	<b>2.448</b>	<b>2.957</b>	<b>20,8</b>		<b>12.389</b>	<b>6.409</b>	<b>-48,3</b>
Puesta en equivalencia	1	-5	-600,0		355	21	-94,1
Impuestos	-490	-609	24,3		-1.484	-1.291	
Discontinuados	0	0			0	0	
Minoritarios	-7	-26	271,4		-27	-46	
<b>Beneficio neto atribuible</b>	<b>1.952</b>	<b>2.317</b>	<b>18,7</b>	<b>2.112</b>	<b>11.233</b>	<b>5.093</b>	<b>-54,7</b>
<b>Beneficio operativo del negocio (comparable a EBITDA)</b>	<b>3.027</b>	<b>3.558</b>	<b>17,5</b>	<b>3.230</b>	<b>7.710</b>	<b>8.461</b>	<b>9,7</b>
<i>% de ventas</i>	<i>31,9</i>	<i>34,1</i>			<i>28,9</i>	<i>30,5</i>	
<b>Beneficio neto negocio (comparable a B° neto recurrente)</b>	<b>2.299</b>	<b>2.736</b>	<b>19,0</b>	<b>2.493</b>	<b>5.820</b>	<b>6.484</b>	<b>11,4</b>
Cash flow neto	3.019	3.107			7.537	7.703	
Var. NOF	-627	-393			-933	218	
Inversión recurrente neta	-306	-257			-492	-1.585	
Reestructuraciones	-202	-255			-660	-781	
<b>Cash flow libre</b>	<b>1.884</b>	<b>2.202</b>	<b>16,9</b>		<b>5.452</b>	<b>5.555</b>	<b>1,9</b>
Inversión en expansión (neta)	-3.702	-2.401			4.565	-3.385	
Dividendos	0	0			-3.937	-4.008	
Otros	-146	239			-617	201	
<b>Variación deuda financiera neta</b>	<b>1.964</b>	<b>-40</b>			<b>-5.463</b>	<b>1.637</b>	
<b>Deuda financiera neta</b>	<b>9.644</b>	<b>10.427</b>	<b>8,1</b>		<b>9.644</b>	<b>10.427</b>	<b>8,1</b>
DFN / Beneficio operativo del negocio año móvil (x)	1,0	1,0			1,0	1,0	

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

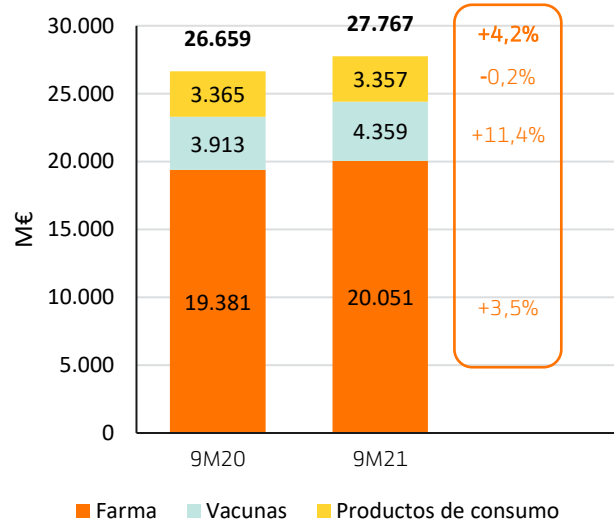
## Los cuatro principales indicadores evolucionan favorablemente

- Las ventas por trimestre aceleran su crecimiento: en el 1T 2021 estanco caen -4,3%; cambian de signo en 2T +6,5% y, en 3T +10,1%. La variación enero - septiembre es +4,2% y por divisiones: farma +3,5%, vacunas +11,4% y productos de consumo -0,2%.
- El Beneficio Operativo del Negocio también acelera su crecimiento a medida que transcurre el año: +4,0% en 1T 2021; +5,5% en 2T y, +17,5% en 3T. En enero - septiembre, el incremento es +9,7%.
- El margen operativo tiene un efecto estacional, en 3T está influido positivamente por unas mayores ventas de vacunas que habitualmente corresponden a las campañas de vacunación de la gripe en 4T. Este margen asciende en 3T 2021 al 34,1% y compara favorablemente frente a 31,9% de 3T 2020. En 9M 2021 el margen es +30,55 vs 28,9% en 9M 2020.

Cuadro 2. Las ventas por trimestre aceleran el crecimiento



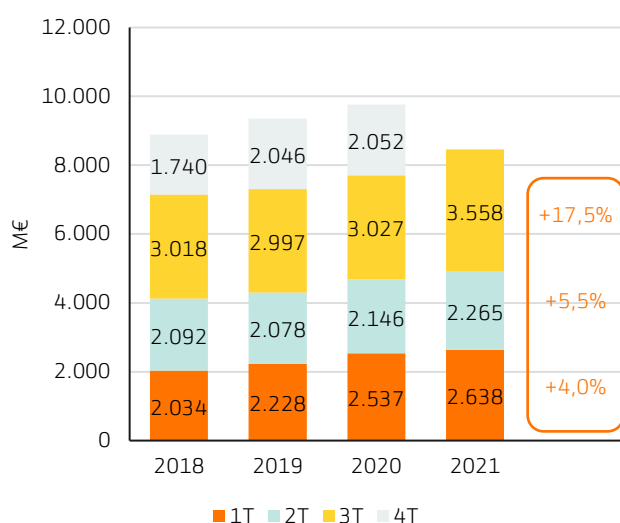
Cuadro 3. Ventas enero - septiembre



Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

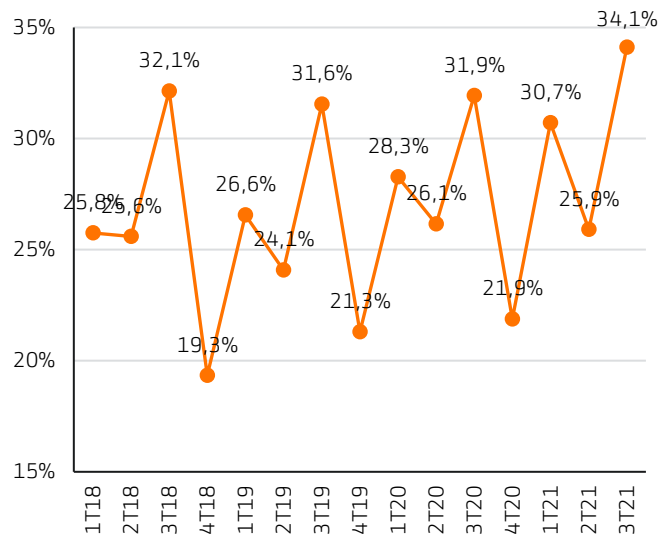
Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 4. El Beneficio Operativo del Negocio crece con fuerza



Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 5. Mejora el Margen Operativo del Negocio



Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

## Cuadro 6. Resumen de resultados y valoración

(M€)	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>Cuenta de resultados</b>							
Ventas	36.041,0	36.761,8	38.820,5	40.955,6	43.003,4	45.153,6	47.411,2
Beneficio bruto	25.212,0	26.284,7	28.339,0	30.102,4	31.607,5	33.187,9	34.847,3
EBITDA	10.282,0	10.109,5	11.063,8	11.877,1	12.901,0	13.546,1	14.223,4
Amortización del inmovilizado	3.859,0	-1.103,6	-331,6	214,4	139,8	464,0	439,1
EBIT	14.141,0	9.005,9	10.732,2	12.091,6	13.040,8	14.010,1	14.662,5
Resultado financiero	9.762,0	10.946,4	12.390,2	13.567,1	14.533,8	15.520,6	16.190,5
Beneficio antes de impuestos	-337,0	-285,1	-266,3	-244,3	-220,0	-192,7	-164,0
Impuesto de sociedades	13.804,0	8.720,8	10.465,9	11.847,3	12.820,9	13.817,4	14.498,5
Operaciones discontinuadas y Otros	-1.813,0	-1.308,1	-1.883,9	-2.132,5	-2.307,8	-2.487,1	-2.609,7
Minoritarios	323,0	223,0	223,0	223,0	223,0	223,0	223,0
<b>Beneficio neto atribuible</b>	<b>12.314,0</b>	<b>7.635,7</b>	<b>8.805,0</b>	<b>9.937,7</b>	<b>10.736,1</b>	<b>11.553,3</b>	<b>12.111,8</b>
BPA (€)	9,80	6,05	6,97	7,87	8,50	9,14	9,59
DPA (€)	3,20	3,25	3,30	3,45	3,60	3,80	4,00
<b>Estado de flujo de caja</b>							
Cash flow neto	7.774,0	10.745,8	11.594,4	12.513,1	13.292,1	14.186,9	14.821,8
Variaciones de NOF	-325,0	-430,2	-225,8	-201,6	-194,4	-186,2	-247,1
Inversión	3.588,0	-2.418,0	-2.310,0	-2.410,0	-2.450,0	-2.450,0	-2.450,0
<b>Cash flow libre</b>	<b>11.037,0</b>	<b>7.897,6</b>	<b>9.058,6</b>	<b>9.901,5</b>	<b>10.647,7</b>	<b>11.550,7</b>	<b>12.124,6</b>
Remuneración al accionista	-3.937,0	-4.028,7	-4.106,3	-4.169,5	-4.359,0	-4.548,5	-4.801,2
Otras variaciones	-783,0	-1.255,1	-251,7	-229,5	-204,5	-176,5	-146,9
<b>Variación deuda financiera neta</b>	<b>-6.317,0</b>	<b>-2.613,8</b>	<b>-4.700,6</b>	<b>-5.502,5</b>	<b>-6.084,3</b>	<b>-6.825,8</b>	<b>-7.176,6</b>
<b>Balance</b>							
Activo fijo neto	73.348,0	72.633,0	72.420,0	72.499,0	72.613,0	72.622,0	72.526,0
Inmovilizado financiero	2.935,0	3.243,0	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	3.867,4
Otros activos/(pasivos) neto	-6.966,0	-6.966,0	-6.966,0	-6.966,0	-6.966,0	-6.966,0	-6.966,0
<b>Capital empleado</b>	<b>71.699,0</b>	<b>71.722,2</b>	<b>71.735,0</b>	<b>72.015,6</b>	<b>72.324,0</b>	<b>72.519,2</b>	<b>72.670,4</b>
Recursos propios	63.001,0	66.608,0	71.306,7	77.075,0	83.452,1	90.456,9	97.767,5
Minoritarios	146,0	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	-25.321,4
<b>Valoración (DCF)</b>							
(M€)			2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
NOPLAT				9.915,1	10.693,5	11.488,3	12.023,2
Amortización				2.331,0	2.336,0	2.441,0	2.546,0
NOF				-201,6	-194,4	-186,2	-247,1
Inversión				-2.410,0	-2.450,0	-2.450,0	-2.450,0
<b>Cash flow libre</b>				9.634,5	10.385,1	11.293,1	11.872,1
Valor terminal							151.507,2
<b>Flujo a descontar</b>				<b>9.634,5</b>	<b>10.385,1</b>	<b>11.293,1</b>	<b>163.379,3</b>
Factor descuento				0,92	0,85	0,78	0,72
<b>VAN del flujo</b>				<b>8.879,7</b>	<b>8.821,7</b>	<b>8.841,4</b>	<b>117.890,3</b>
Valor empresa			144.433,1				
Inversiones financieras			6.282,6				
Deuda neta			-1.475,7				
Provisiones			-19.565,0				
Minoritarios y otros							
<b>Valor equity (Dic-2021e)</b>			<b>129.675,0</b>				
<b>Precio objetivo (€ por acción)</b>			<b>103,00</b>				
<b>Matriz de sensibilidad (€ por acción)</b>							
			Crecimiento perpetuo "q"				
			-0,3%	0,2%	0,7%	1,2%	1,7%
	9,5%		82,22	85,80	89,77	94,22	99,24
	9,0%		87,40	91,45	95,99	101,10	106,91
WACC	8,5%		93,17	97,79	<b>103,00</b>	108,92	115,70
	8,0%		99,64	104,94	110,97	117,88	125,88
	7,5%		106,93	113,07	120,11	128,26	137,81

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 0% y tasa de crecimiento terminal 0,7%, El WACC resultante es 8,5%.

### Escenarios de precio objetivo

#### Base €103,00

- TACC ventas 2020-2026e: +4,7%
- Margen operativo negocio 2026e: 34%

#### Positivo €110,30

- TACC ventas 2020-2026: 6,0%
- Margen operativo negocio 2026e: 34%

#### Negativo €87,00

- TACC ventas 2020-2026: +3,0%
- Margen EBIT objetivo 2026e: 30%

### 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

### Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

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

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

### 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	Aránzazu Cortina - Industriales
Rafael Alonso - Bancos	Juan Moreno - Inmobiliarias & Hoteles
Pilar Aranda - Petróleo & Aerolíneas	Pedro Echeguren - Farma & Salud
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos & Media	Juan Tuesta - Construcción & Tecnología
Luis Piñas - Alimentación/Distribución	Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo & Telecom
Aránzazu Bueno - Eléctricas	Eduardo Cabero - Seguros
Jorge Pradilla - Logística	Filipe Aires - Químicas y Papel
Mariana Queirós Ferro - Telecoms	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