

Sector: *Farmacéuticas*Recomendación: **Comprar**Precio Objetivo: **103,00€**Potencial: **+17,6%**Analista: **Pedro Echeguren***Se acelera el crecimiento de ventas en 1S 2021, reiteramos recomendación de Compra*

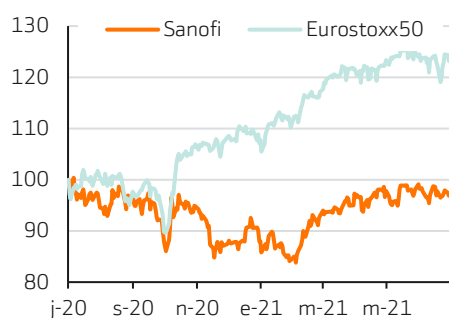
Sanofi

Datos

Precio (€)	87,59
Nº acciones (M)	1.259,0
Capitalización (M€)	110.273,3
Máx/Mín (52 sem.)(€)	90,26 / 75,35
Comportamiento 2021	11,3%
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	6,07	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	14,4	12,5	11,1
VE/EBITDA (x)	10,5	11,4	10,0	8,8
Rentab. div. (%)	4,1	3,7	3,8	3,9
P/V (x)	1,6	1,7	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	n.r.	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	-0,8	0,9	-2,6
Relativo	-0,7	-1,8	-26,9

Accionariado

BlackRock:	14,9%
L'Oreal:	9,4%
Credit Agricoles	6,0%
Vanguard:	2,9%
Norges Bank:	2,2%

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

Las evoluciones de los resultados 2T 2021 es positiva y están en línea con las expectativas del consenso. El crecimiento de las ventas se acelera gracias a la evolución positiva de vacunas y Dupixent y se mantiene la tendencia de mejora en el margen operativo del negocio, reflejo del esfuerzo en control de costes y el reposicionamiento hacia productos de margen superior. La compañía revisa al alza las guías para 2021, esto es positivo pero no variamos nuestras estimaciones ya que considerábamos conservadoras las guías anteriores a la vista de la evolución de los resultados 1T 2021. Sanofi inicia la fase III del estudio con GSK para una nueva vacuna contra el COVID-19. Mantenemos sin cambios nuestra recomendación de Comprar y el precio objetivo de 103,00 €/acción. Sanofi es nuestra farma favorita entre las compañías europeas de este sector para los inversores atraídos por el carácter defensivo del sector.

Fuerte aumento de las ventas a tipo de cambio constante

En **2T 2021** estanco las **ventas** alcanzan 8.744€ (+6,5% a/a y +12,4% a tipo de cambio constante, consenso 8.616M€), margen bruto 70,8% (+0,4pp), **beneficio operativo del negocio** (una métrica de Sanofi asimilable a EBIT) 2.265M€ (+5,5%, consenso 2.442M€) y margen 25,9% (-0,2pp), **beneficio neto del negocio** (equivalente al beneficio neto sin extraordinarios) 1.731M€ (+8,1%, consenso 1.648M€). Los restantes resultados **bajo IFRS: EBIT** 1.555M€ (-80,7%), **BAI** 1.479M€ (-81,4%), **BNA** 1.210M€ (+84,1%, idéntico al consenso). **Por lo tanto, en 1S 2021** las **ventas** alcanzan 17.335M€ (+0,9% y +7,2% a tipo de cambio constante), margen bruto 71,5% (+0,2pp), **beneficio operativo del negocio** 4.903M€ (+4,7%) y margen 28,3% (+1,0pp), **beneficio neto del negocio** 3.748M€ (+6,4%). Los restantes resultados **bajo IFRS: EBIT** 3.613M€ (-64,3%), **BAI** 3.452M€ (-64,3%), **BNA** 2.776M€ (-70,1%). **Cash flow libre** 3.353M€ (-6,0%). La **deuda financiera neta** aumenta a 10.467M€ (+19,1% desde 4T 2020) y equivale a 1,0x beneficio operativo del negocio. [Link a los resultados](#).

Las ventas aceleran su crecimiento y la compañía revisa al alza las guías 2021

Valoramos positivamente los resultados 2T 2021, están en línea con lo esperado. Resaltamos que las ventas a tipo constante aceleran el crecimiento desde +2,4% en 1T 2021 a +12,4% en 2T, destaca la **evolución de vacunas** (ventas +10,2% en 2T 2021 y +16,2% a tipo constante) y el fármaco **Dupixent** (+56,6%). El **margen operativo del negocio sigue mejorando**. La comparativa está distorsionada por el resultado de la venta de Regeneron en 2T 2020. El **cash flow libre** se resiente ligeramente al aumentar las inversiones. Sanofi inicia la fase III de su vacuna COVID-19 en colaboración con GSK. La compañía **revisa al alza las guías 2021** a un crecimiento del +12% para el BPA del negocio a tipo de cambio constante (anterior un dígito alto) y espera que el efecto tipos reste -4%/-5%. Vemos factible esta guía que refleja nuestras estimaciones.

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

Valoramos positivamente estos **resultados** que batan 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 de +2,45 en 1T 2021 a +12,4% en 2T e impulsa el crecimiento de los ingresos y de los resultados de explotación.
- Mejora el margen operativo del negocio en 1S 2021 al 28,3% (+1,0pp) gracias a la ejecución del plan de control de costes.
- Reducción del *cash flow* libre (-6,0% en 1S 2021) principalmente a causa del aumento de la inversión y de gastos por reestructuración. Esto es positivo y apunta a crecimientos futuros.
- El endeudamiento neto aumenta +19,1% desde 4T 2020 y equivale a 1,0x beneficio operativo del negocio. La política financiera es conservadora.

Cuadro 1. Resumen de resultados

Millones de euros	2T20	2T21	Var. %	Consenso	1S20	1S21	Var. %
Farma	6.256	6.633	6,0		13.020	13.196	1,4
Vacunas	927	1.022	10,2		1.836	1.937	5,5
Productos de consumo	1.024	1.089	6,3		2.324	2.202	-5,2
Ventas	8.207	8.744	6,5	8.616	17.180	17.335	0,9
<i>Variación excluyendo tipo de cambio (%)</i>	<i>1,6</i>	<i>12,4</i>			<i>1,6</i>	<i>7,2</i>	
Beneficio bruto	5.760	6.188	7,4		12.211	12.390	1,5
<i>Margen bruto %</i>	<i>70,2</i>	<i>70,8</i>			<i>71,1</i>	<i>71,5</i>	
I+D	-1.352	-1.397	3,3		-2.692	-2.663	-1,1
Administración	-2.265	-2.336	3,1		-4.607	-4.530	-1,7
Otros	6.541	-370	-105,7		6.348	-627	-109,9
Amortización intangibles	-426	-386	-9,4		-883	-775	-12,2
Deterioros	-195	-144	-26,2		-269	-182	-32,3
EBIT	8.063	1.555	-80,7		10.108	3.613	-64,3
<i>Margen EBIT %</i>	<i>98,2</i>	<i>17,8</i>			<i>58,8</i>	<i>20,8</i>	
Financieros	-92	-76	-17,4		-167	-161	-3,6
BAI	7.971	1.479	-81,4		9.941	3.452	-65,3
Puesta en equivalencia	196	17	-91,3		354	26	-92,7
Impuestos	-561	-278	-50,4		-994	-682	
Discontinuados	0	0			0	0	
Minoritarios	-8	-8	0,0		-20	-20	
Beneficio neto atribuible	7.598	1.210	-84,1	1.210	9.281	2.776	-70,1
Beneficio operativo del negocio (comparable a EBITDA)	2.146	2.265	5,5	2.442	4.683	4.903	4,7
<i>% de ventas</i>	<i>26,1</i>	<i>25,9</i>		<i>28,3</i>	<i>27,3</i>	<i>28,3</i>	
Beneficio neto negocio (comparable a B° neto recurrente)	1.601	1.731	8,1	1.648	3.521	3.748	6,4
Cash flow neto	2.233	2.276			4.518	4.596	
Var. NOF	108	189			-306	611	
Inversión recurrente neta	-150	-755			-186	-1.328	
Reestructuraciones	-181	-282			-458	-526	
Cash flow libre	2.010	1.428	-29,0		3.568	3.353	-6,0
Inversión en expansión (neta)	10.512	-963			8.267	-984	
Dividendos	-3.937	-4.008			-3.937	-4.008	
Otros	-74	-100			-471	-38	
Variación deuda financiera neta	-6.343	3.643			-7.427	1.677	
Deuda financiera neta	7.680	10.467	36,3		7.680	10.467	36,3
DFN / Beneficio operativo del negocio año móvil (x)	0,8	1,0			0,8	1,0	

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 2. Resumen de resultados y valoración

(M€)	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Cuenta de resultados							
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
Beneficio neto atribuible	12.314,0	7.635,7	8.805,0	9.937,7	10.736,1	11.553,3	12.111,8
BPA (€)	9,80	6,07	6,99	7,89	8,53	9,18	9,62
DPA (€)	3,20	3,25	3,30	3,45	3,60	3,80	4,00
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	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
Cash flow libre	11.037,0	7.897,6	9.058,6	9.901,5	10.647,7	11.550,7	12.124,6
Remuneración al accionista	-3.937,0	-4.028,7	-4.091,7	-4.154,6	-4.343,5	-4.532,3	-4.784,1
Otras variaciones	-783,0	-1.255,1	-266,3	-244,3	-220,0	-192,7	-164,0
Variación deuda financiera neta	-6.317,0	-2.613,8	-4.700,6	-5.502,5	-6.084,3	-6.825,8	-7.176,6
Balance							
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
Capital empleado	71.699,0	71.722,2	71.735,0	72.015,6	72.324,0	72.519,2	72.670,4
Recursos propios	63.001,0	66.608,0	71.321,3	77.104,5	83.497,1	90.518,1	97.845,8
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
Valoración (DCF)							
(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
Cash flow libre				9.634,5	10.385,1	11.293,1	11.872,1
Valor terminal							151.507,2
Flujo a descontar				9.634,5	10.385,1	11.293,1	163.379,3
Factor descuento				0,92	0,85	0,78	0,72
VAN del flujo				8.879,7	8.821,7	8.841,4	117.890,3
Valor empresa			144.433,1				
Inversiones financieras			6.282,6				
Deuda neta			-1.475,7				
Provisiones			-19.565,0				
Minoritarios y otros							
Valor equity (Dic-2022e)			129.675,0				
Precio objetivo (€ por acción)			103,00				
Matriz de sensibilidad a productos en comercialización(€ por acción)							
			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	103,00	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 (Regeneron) 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

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

Jorge Pradilla - Logística

Álvaro Lence

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

Filipe Aires - Químicas & Papel

Adrián González

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